

유럽이 중요한 이유. 달러강세

Economist 김승현 769-3912 economist1@daishin.com
 기술적 분석 김영일 769-2176 ampm01@daishin.com

미국과 일본 Vs. 유럽, 이머징

선진국과 이머징 주식시장
차별화 확대

글로벌 주식시장은 미국과 일본경기 호조에 대한 기대를 바탕으로 상승세를 이어가고 있다. 그러나 이머징 증시는 상대적으로 소외되며 선진국과 이머징간 증시 차별화가 이어지고 있다. 특히 한국시장은 차별화가 두드러지고 있다.

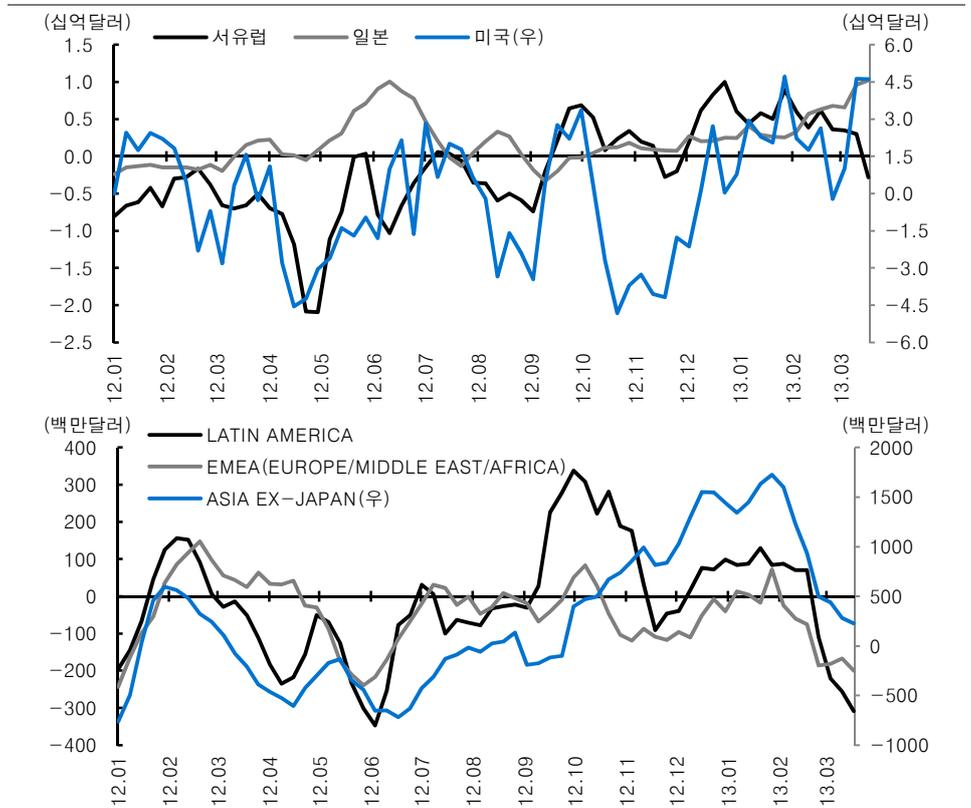
미국, 일본 중심으로 자금
유입, 이외 지역에서 유출

차별화는 3월 중 더 강화되고 있다. 4주평균 기준으로 지난주 미국으로는 46.2억 달러가 유입되었고, 일본으로는 10.2억달러가 유입되었다. 반면 서유럽에서는 2.8억달러 유출, 일본제외 아시아에서는 2.3억달러로 유입액 축소, 남미에서는 3억달러 유출 등 방향성이 달라졌다.

달러강세가 수급 차별화 초
래. 유로존 불활실성 및 일
본 정책변수 영향

3월에 이런 현상이 더 강화되고 있는 것을 설명할 수 있는 변수는 달러 강세(엔약세에도 불구하고 일본으로 자금유입 확대는 이례적. 그러나 강한 정책 기대와 기업이익 개선 기대가 엔 약세를 넘어서기에 가능)이다. 달러 강세를 이끌고 있는 대표적인 변수는 키프로스 등 유로존 불활실성과 양적완화 확대를 시사하고 있는 일본이다.

그림 1. 선진국 및 이머징시장 펀드플로우 추이



자료: EPFR 대신증권 리서치센터
 주 : 전주대비 증감의 4주 이동평균 기준

유럽이 중요한 이유는 달러 강세때문

키프로스 사태, 지중해의 소국에 불과한 나라의 문제

키프로스는 지중해의 작은 섬나라가 파장을 일으켰다. 이제껏 없었던 예금자에 대한 손실부담(haircut)이라는 충격을 일으켰기 때문이다. 경제규모가 25조원 정도로 작아 파급영향은 제한적이라는 평가가 일반적이다. 그리고 실제 주식시장에 주는 직접적인 충격도 크지 않았다.

재정이슈가 민간으로 전염될 수 있다는 우려를 만드는 계기

그럼에도 키프로스가 남긴 여운은 크다. 이제껏 국가 재정위기에 머물던 유럽문제가 민간 부분으로까지 그 손실이 확대될 수 있음을 시사하고 있기 때문이다. 키프로스뿐 만 아니라 다른 남유럽 국가에도 비슷한 사례가 적용될 수 있다는 우려가 컸다.

결국 키프로스도 예금자들에 대한 부담을 최소화 하는 방향으로 해결점을 찾고 있다. 하지만 우려가 사라진 것은 아니다. 예금자에서 은행 주주들로 위험이 전이되었기 때문이다. 스페인이 정부 지원을 받은 은행들에 대해서 주주들에게 최대 38%의 헤어 컷을 적용하기로 했다.

스페인, 공적자금 투입 은행 주주 지분 헤어컷 결정

아래 표는 이미 발표된 스페인 4대은행의 자본확충 방안이다. 부실해진 은행들에 대해서 어떤식으로든 자금의 지원은 불가피하다. 그런데 자금지원시 예금자와 은행 주주들도 손실을 부담할 수 밖에 없을 것이다. 이제는 유럽 재정문제를 바라보는 시각이 변할 수 밖에 없다.

유럽문제, 달러를 통해 한국 시장에 영향력을 발휘

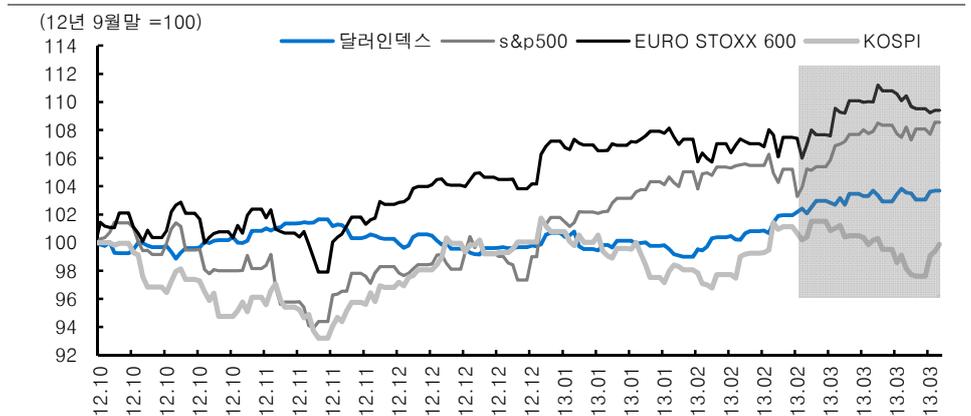
유로존에서 민간손실부담으로 높아진 위험을 반영해 유로화는 약세(달러 강세)다. 높아진 위험과 강한 달러는 미국 시장을 다른 국가 대비 더 매력적으로 만든다. 유럽문제가 한국에 미치는 직접 영향이 아무리 작아도, 달러를 강하게 만들어 영향력을 발휘할 수 밖에 없다.

[표 1] 스페인 4개 은행에 대한 자본확충 방안

		방키아	NCG 방코	카탈루냐 방크	뱅크 갈레고
구제금융 자금 투입 방식		무담보 전환사채 매입	-	-	-
		후순위영구채와 우선주 바이백 후 보통주에 재투자			
		만기가 있는 기타 후순위채 보유자들은 보통주/예금/다른 채권으로 전환 권리 부여			
헤어컷 규모(%)	우선주	38	43	61	50
	후순위 영구채	36	41	40	39
	기타 후순위채	13	22	15	11

자료: FROB, 대신증권 리서치센터

그림 2. 달러인덱스와 미국 주가 동행, 다른 지역 차별화



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

또 하나의 변수, 엔 약세

엔약세는 제2의 달러 강세 유도요인

달러를 강하게 만드는 또 다른 이슈는 엔약세이다. 특히 엔화는 유럽 문제가 진정되어 글로벌 위험 선호도가 살아나는 경우 더 빠르게 약세로 전환되고 했다. 따라서 엔화 환율은 위험선호도가 높아지든 낮아지든 달러 가치가 강하게 유지될 수 있는 지지역할을 톡톡히 하고 있다.

구로다 신임총재 취임이후 강한 정책을 내놓고 있지는 못함

구로다 신임 총재가 취임한 이후 아직까지는 큰 이슈가 없었다. 취임이후 즉각적으로 임시 금정위를 소집해 양적완화를 확대할 것이라는 기대도 있었다. 그러나 그런 기대를 현실화되지 않았다. 이제 그 기대는 다시 4월 금정위(4일)로 미뤄졌다. 7월로 예상되는 참의원 선거에서 개헌의석인 2/3를 확보하기 위해서 아베 정부는 강한 정책을 원한다. 구로다 총리는 그런 역할을 하기 위해 인선된 인물이다.

일본은행이 선택할 수 있는 정책대안은 다양. 그러나 비둘기파 의견이 일치된 것은 아님

아베 정부의 의지와 그를 충실히 따를 것으로 예상되는 구로다 총재 및 비둘기파 중심의 일본은행 금정위원이 있는한 엔화의 약세 시도는 꾸준히 이어질 수 있을 것이다.

일본은행이 선택할 수 있는 정책은 1) 올해 35조엔으로 설정된 국채매입 한도를 상향, 2) 국채 이외 다른 자산 매입프로그램 도입, 3) 일본은행의 국채매입한도 폐지, 4) 2013년 현 정책 유지, 2014년 이후 자산매입 한도 상향 등을 들 수 있다. 이중에서 1), 2)와 같은 정책을 내놓지 않는다면 엔약세에 대한 기대는 빠르게 약화될 수 있다.

통과될 완화정책은 앞서간 시장의 기대를 넘기 어려울 것으로 예상

일본 금정위의 구성을 보면 어떤 양적완화 정책을 내놓던 다수결에서 통과 가능성은 높아보인다. 그러나 그들이 지향하는 정책선호는 차이가 있다. 4명의 매파에 맞서서 완화정책을 통화시키려면 교집합이 많은 정책을 선택할 수 밖에 없다. 결국 기대보다 좀 더 늦게 양적완화 정책을 내놓거나, 기대 이하의 정책안을 내놓을 가능성이 있다.

[표2] 일본 중앙은행 9명의 금정위원들과 그의 성향

이름	직위	주요 경력	성향	주요 발언, 선호 정책
구로다 하루히코	총재	ADB 총재	비둘기파	물가타케팅, 국채매입+회사채,ETF 매입(신용완화 정책)
이와타 기쿠오	부총재	가쿠슈인대 교수	비둘기파	적극적인 디플레 타개(디플레 탈피는 의무), 장기국채매입 선호
미야오 류조	위원	고베대 교수	비둘기파	적극적 통화완화
시라이 사유리	위원	IMF 이코노미스트	비둘기파	적극적인 디플레 타개
이시다 고지	위원	스미토모 파이낸스 사장	비둘기파	12월, ECB LTRO와 같은 유동성 공급과 초과기준부리 0%로 인하주장 2011년 6월 국채직매입 반대
나카소 히로시	부총재	BOJ 국제담당이사	매파	신중한 통화정책 지지. 그러나 청문회에서는 강한 완화정책 기조 지지
모리모토 요시히사	위원	도쿄전력 사장	매파	신중한 통화정책 지지(채권 대규모 매입의 역효과 경고)
사토 다케히로	위원	모건스탠리 수석 이코노미스트	매파(중도)	1월 통화정책 회의에서 인플레 목표치 상향 반대
기우치 다카히데	위원	노무라 수석 이코노미스트	매파(중도)	1월 통화정책 회의에서 인플레 목표치 상향 반대

자료: 대신증권 리서치센터

4월 차별화 해소의 기회가 올 수 있을 것

증시차별화는 강한 달러가 약세로 전환되어야 해소가 가능할 것

강한 달러 추이가 이어지는 동안에는 증시 차별화가 쉽게 해소되기 어려워 보인다. 이런 차별화에서 벗어나려면 우선 달러약세가 진정될 수 있는 변수에 주목해야 한다. 유럽문제의 안정과 일본은행이 발표하는 정책이 그것이다.

4월은 유럽의 묵은 악재를 해소하는 시점

4월은 이탈리아, 스페인 국채만기가 집중되어 있는 달이다. 여기에 키프로스나 스페인에서 진행하고 있는 은행 재정건전화도 원활하게 진행될 것인지를 확인할 필요가 있다. 이 충격을 흡수하고, 스페인과 이탈리아 국채금리 상승으로까지 전이되지 않는다고 확인될 경우 유로화 반등, 달러 반락이 나타날 가능성이 있다.

4일 금정위, 기대 이상의 결과를 내놓기 쉽지 않다. 금정위는 달러매도 계기가 될 수 있을 것

엔화와 관련해서 주목할 시점은 우선 금정위가 예정된 4월 4일이다. 기대 이상의 정책이 나오지 않는한 엔/달러 환율의 반락(엔화 강세 전환) 가능성이 높다. 예상선상의 정책은 재료 노출로 인식되고, 그런 정책마저 나오지 못한다면 실망에 따른 달러매도가 확대될 것이다.

4월 주식시장 반등은 달러 약세 전환에 따른 외국인의 귀환, 그리고 원자재 가격 반등이 주도할 것
반등이 미약했던 '차화정' 주가 상승 기대가능

유럽과 일본의 상황에 비추어보면 4월은 강한 달러추세가 약화될 가능성이 높다. 달러 약세전환은 여러가지 측면에서 주식시장에 긍정적이다. 우선 한국을 벗어난 외국인들이 싸진 원화자산을 다시 살 수 있는 동기를 만들어준다. 또한 소외되었던 원자재 가격 반등을 이끌어 관련된 소재 섹터 주가 반등의 계기를 만들어 줄 수 있다.

4월 시장 반등에 베팅을 한다면, 이는 달러 약세전환에 따른 수급개선과 원자재 가격 반등에 두어야 할 것이다. 비록 그 기간이 길게 이어지기 어려울지라도 다시 '차화정'에 대한 집중도가 높아질 수 있을 예정이다.

다음 페이지는 당사 기술적 분석가의 달러인덱스에 대한 분석이다. 유럽, 일본과 같은 요인을 떠나 기술적으로 보아도 달러 가치는 부담스러운 영역에 진입했다는 것이다. 달러 가치하락에 베팅해 볼 수 있다는 정황을 다른 측면에서 설명해주고 있다.

기술적 분석으로 본 달러 인덱스

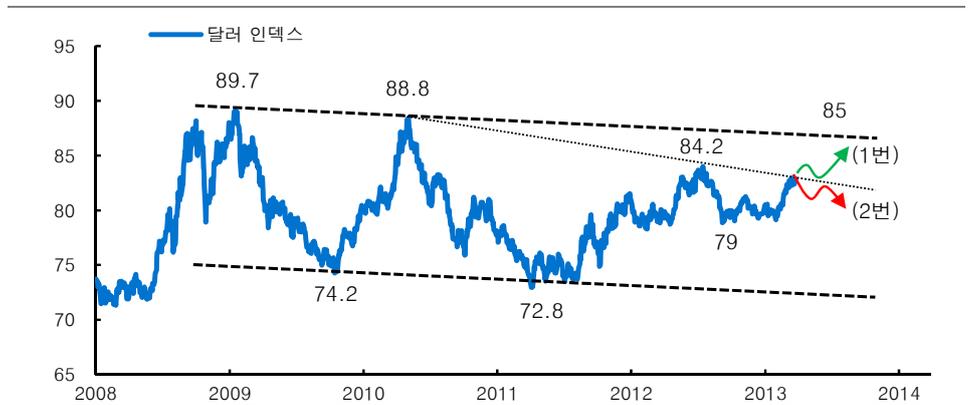
2월 빠르게 상승했던(+3.5%) 달러화는 3월 중순부터 상승 속도가 둔화되고 있다.

달러화는 최근 2주간 83을 중심으로 1p내의 좁은 박스권에서 움직이고 있는데 현 수준이 2010년 이후 형성된 저항선(하락 추세선)이 위치한 지수대이기 때문이다.

기술적으로 두가지 시나리오를 생각해 볼 수 있다. 달러화가 83 수준을 돌파해 안착에 성공한다면(시나리오1) 장기 저항선이 위치한 85 수준까지 상승할 가능성이 높다. 반면 현재 수준에서 추가 상승에 실패하며 하락 전환한다면(시나리오2) 지지선이 79수준까지 완만한 하락이 예상된다.

달러화의 하락 추세선은 2년 6개월에 걸쳐 형성된 만큼 저항선으로서의 신뢰도가 높을 것으로 예상된다. 기술적으로 2번 시나리오의 가능성이 높다는 판단이다.

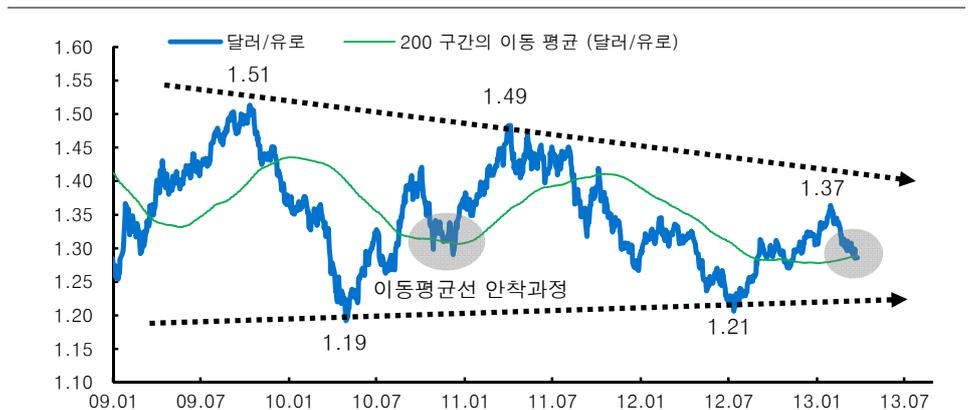
그림 3. 달러화 - (2번) 시나리오 주목



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

유로화의 기술적 흐름 역시 시나리오2의 가능성을 시사하고 있다.작년 8월 이후 변동 범위는 1.21~1.37였다. 3월들어 유로화는 1.29까지 하락했는데 1) 변동폭의 중간 수준이자 2) 중장기 방향성을 나타내는 200일 이동평균선이 위치해있어 추가 하락보다는 반전 가능성이 높다. 200일 이동평균선의 방향성이 이미 위쪽으로 전환했다는 점도 기술적 신뢰도를 높이는 부분이다.

그림 4. 유로화 - 추가 하락보다는 상승 반전 가능성 높아



자료: Bloomberg, 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 주식투자 의 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.