



엔화와 외국인, 이성적으로 생각해보자

Why This Report

엔화가 102엔/\$ 수준까지 가파르게 상승한 이후 상승세가 다소 진정되는 국면이 나타나고 있습니다. 이 틈을 타서 KOSPI는 지난 금요일의 낙폭을 거의 대부분 만회해 나가고 있습니다. 일단 가장 최근에 나타났던 악재는 반영이 완료되어 가는 모습이지만, 주가의 환율에 대한 민감도는 여전히 높다고 볼 수 있는 국면입니다. 그렇다면, 향후 환율의 변동성이 확대될 경우를 대비하기 위해서라도 환율과 증시와의 관계를 다시 한번 정리해 볼 필요가 있을 듯 합니다.

엔화 약세, 장기적인 추세는 어쩔 수 없다

- 일본 정부가 공격적인 통화 공급 정책을 유지하고 있는 상황이 이어지고 있으며, 국제사회도 이를 묵인하는 태도를 보이고 있는 상황
- 미국의 경기 회복과 QE조기종료에 대한 논란도 달러의 강세를 부추기면서 엔화의 약세 속도는 가속화되는 모습이 나타난 바 있음
- 결국 장기적인 엔화 약세 추세는 당분간 변수가 아닌 상수의 영역에서 받아들일 필요

그렇다면 국내 기업이익에 대한 실질적인 피해는?

- 국내 기업은 수출주도의 비중이 상대적으로 큰 상황. 따라서 수출과 기업의 실적이 연동된다는 전제를 설정할 수 있음
- 만약 수출 증가율과 기업의 이익이 정확히 비례하는 움직임을 가진다는 가정을 하게 되면 2013년 기업이익은 전년 대비 15~23% 증가할 것으로 전망됨
- 시장전체의 이익이 10%대의 성장을 보일것이 예상되는 상황이라면 적어도 기존의 박스권 상단 아래의 구간에서라면 싸다는 논리는 충분히 성립될 수 있을 듯

외국인 매도의 부담도 점차 완화될 소지가 있다

- 올해 외국인들의 매도 물량이 6.5조 수준인 반면 뱅가드 펀드 관련 물량은 6.8조원으로 외국인 전체 매도 규모를 상회
- 최근들어 외국인의 매도 속도가 뱅가드 펀드 관련 물량의 출회속도를 하회하는 모습이 나타나고 있음

가격은 싸고 부담은 점차 완화될 것, KOSPI 추가 상승에 대한 기대감 유효

- 단기적으로 엔화와 관련된センチメント악화가 주는 즉각적인 반응은 일단락 된 것으로 해석
- 엔 약세가 실질적으로 유발하는 기업이익 훼손이 크지 않을 수 있고, 외국인들의 매도도 진정될 것으로 기대

엔화 약세와 외국인 매수 부재로 변동성에 시달리고 있는 KOSPI

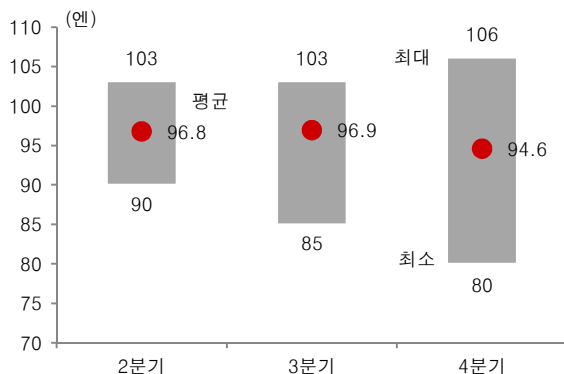
국내 증시의 변동성이 급격하게 확대되고 있다. 지난 금요일 -1.75% 급락했던 KOSPI는 금주 들어 이틀간 반등에 성공하면서 금요일 낙폭을 상당 부분 만회하고 있는 모습이다. 현재 KOSPI 시장이 이처럼 심각한 변동성에 직면한 이유를 추려 보면 두 가지로 요약해 볼 수 있다. 한 가지는 엔화가 약세를 보이고 있다는 점이고 다른 한 가지는 외국인의 수급이 강하지 못하다는 것이다. 현재 막연한 불안감을 자극하면서 국내 증시의 변동성과 직접적으로 연관이 있는 이 두 가지 이슈에 대해 보다 현실적으로 생각을 정리해 볼 필요가 있어 보인다.

엔화약세, 추세는 어쩔 수 없다

근근히(?) 버텨가고 있던 KOSPI 지수가 단기적으로 변동성에 직면하게 된 트리거는 지난 주 후반 엔/달러 환율이 100엔 선을 상향 돌파한 사실이다. 한동안 둔화되는 모습을 보였던 미국의 경제 지표들의 회복세가 5월들어 고용지표를 중심으로 회복 속도가 살아나기 시작했고, 이것이 QE 의 조기종료 우려로 번지게 되었다. 결과적으로 이는 엔/달러 환율이 한동안 저항대 역할을 했던 100엔/\$라는 심리적 마지노선을 돌파시키는 방아쇠가 되었다.

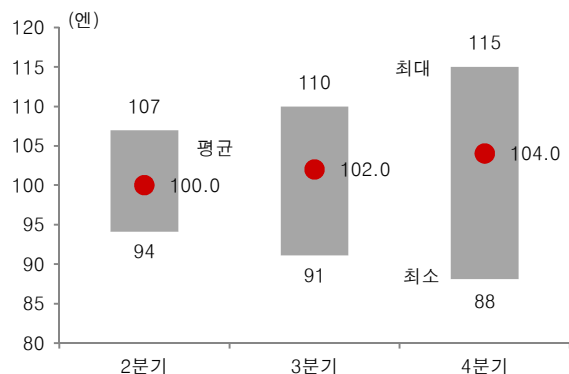
장기적인 관점에서 생각해 보면, 엔화의 약세기조가 쉽게 마무리 되기는 힘들어 보인다. 그 이유는 우선, 국제 사회가 엔화 약세를 유발하는 일본의 통화 정책을 용인하고 있다는 점이다. IMF 와 OECD 같은 세계 기구들이 BOJ 공격적 통화정책이 환율 조작이라기보다는 디플레 탈출과 경기회복을 위해 필요한 정책이라는 점을 인정했으며, 지난 주말 G7 재무장관회담에서도 엔저를 사실상 묵인하는 모습을 찾아볼 수 있었다.

4 월 초의 엔/ 달러 환율에 대한 컨센서스



자료: 컨센서스, 동양증권 리서치센터

5 월 14 일 현재 엔/달러 환율에 대한 컨센서스, 1 개월여 사이에 큰 변동이 발생했음



자료: 컨센서스, 동양증권 리서치센터

또, 상대적인 관점에서 달러화의 강세가 나타나고 있다는 점도 엔화의 약세에 힘을 더해주게 된다. 최근 미국의 경기에 대한 기대감이 높아지고 있다는 점과 이에 맞물려 QE 의 조기 종료에

주식시장 투자전략

대한 언급들이 다시 한번 화두가 되고 있다는 점 등은 분명 달러의 강세 요인, 상대적으로 엔화 약세를 지지해 주는 요인으로 작용하고 있다.

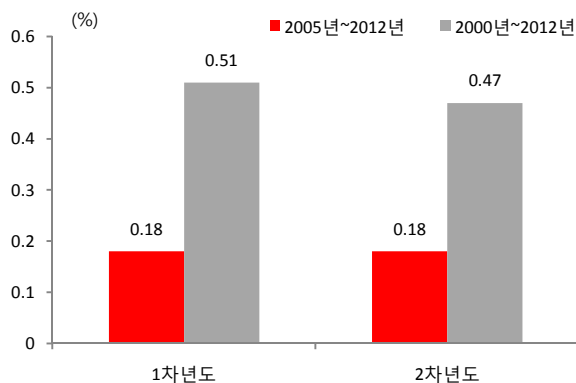
이와 같은 배경하에서 엔/달러 환율에 대한 컨센서스도 높아지고 있는 것이 사실이다. 지난 4월 초, 전세계 이코노미스트들의 컨센서스는 연내 평균 95엔/\$수준, 최대 106엔/\$ 수준에서 전망치가 형성되었던 반면 최근에는 연내 평균치가 104엔/\$으로 상향조정되었으며 최대치는 소수의 견이긴 하나 115엔/\$수준까지 전망하는 곳도 등장했다. 참고로 당사에서는 4분기 105엔/\$ 수준을 전망하고 있다.

실질적으로 엔화 약세의 충격을 얼마나 두려워 해야 하는 것일까?

앞서 살펴 본 바와 같이 당장 엔화의 약세 기조 자체를 부인하기는 힘든 상황이다. 따라서 장기적인 엔화 약세 추세는 어쩔수 없다고 전제하고 넘어가자. 그렇다면 엔화의 약세가 우리 경제와 주식시장에 미칠 악영향을 감안해서 투자 전략도 지수의 우하향을 의식한 선택을 해야 하는 것일까? 그렇지 않는다고 생각하고 있다.

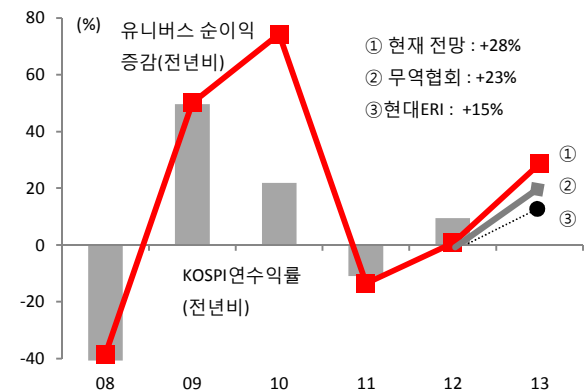
우선, 국내 경제의 엔저에 대한 내성이 과거에 비해 높아졌다는 점을 생각해 볼 필요가 있다. 업종이나 수출 품목별로 상이한 값을 가지겠지만, 원/엔 환율의 하락에 대한 우리나라의 수출민감도는 상당히 낮아진 것으로 평가되고 있다. 지난 3월에 발표된 산업연구원의 보고서(엔저가 국내 산업에 미치는 영향, 신현수 외)에 사용된 계량모형의 결과를 인용하면, 2000~2012년을 기준으로 하계되면 원/엔환율 1% 변동은 당해년도에 수출 0.51%를 변화 시키는 영향력을 가지는 것으로 나타났지만, 시점을 2005년 이후로 잡게 되면 환율 1% 변동에 따른 수출 변화는 0.18%로 기존의 30% 수준으로 줄어들었음을 알 수 있다. 국내 산업의 수출 구조 변화나 경쟁력 향상 같은 구조적인 요인의 변화가 이와 같은 결과를 유발한 것으로 볼 수 있다.

엔저의 국내 수출에 대한 영향력이 기존에 비해 경감되었음



자료: 산업연구원, 동양증권 리서치센터

적어도 올해 기업이익이 지난해에 비해 늘어난다는 사실을 엔화가 변화시키지는 못할 듯



자료: 연구기관 발간자료, 동양증권 리서치센터

몇 가지 가정들을 통해 조금 더 직접적으로 생각해 보자. 일반적으로 우리 경제, 특히 기업의 이익은 수출에 대한 의존도가 높은 것으로 알려져 있다. 실제로 한국은행의 발표 자료에 따르면 작년 GDP 대비 수출 비중이 60% 선에 이르고 있는 상황이다. 그렇다면 여기서 ①수출의 증감은 기업이익의 증감으로 직결된다는 가설을 한가지 세워보자.

다음으로 ②엔/달러 환율은 컨센서스 평균보다 가혹한 조건을 부여해서 약 110엔/\$ 수준까지 상승한다는 가정을 해 보도록 한다. 이는 2013년 현재까지의 평균 환율 대비 약 17%의 변화가 진행될 것으로 전제한다.

이와 같은 전제 하에서 엔화의 가치와 우리나라 수출간의 상관관계에 대한 몇몇 연구 기관의 추정치를 참고해 보도록 하자. 우선 무역협회의 추정치에 따르면 원/엔환율 10% 변동은 수출 4.1%의 변화를 유발한다는 결과가 도출된 바 있다.(최근 엔화 약세와 우리 수출에의 영향, 한국무역협회 국제무역연구원, 2013년 2월) 이 결과를 대입해 살펴 보면 환율의 변화에 따라 향후 약 4% 정도의 수출 감소 효과가 예상되는데, ①번 전제에 따라 현재 당사 유니버스의 2013년 기업이익 전망치(106조원)을 4% 하향 조정 시키면 102조원으로 전년 대비 +23.5% 증가할 것이 예상된다.

조금 더 가혹한 조건이 형성될 것으로 전망하는 연구 결과도 도입해 보자. 현대경제연구소(아베노믹스가 국내 산업별 수출에 미치는 영향, 현대경제연구소, 2013년 4월)의 추정치에 따르면 엔/달러 환율이 110엔에 달할 경우 우리나라의 수출은 약 11.4%가 감소할 것으로 추정하고 있다. 앞서와 마찬가지로 전제조건에 따라 계산해 보면 당사 유니버스 기준으로 기업이익전망치는 약 95조원 수준까지 규모가 감소할 것으로 예상해 볼 수 있다. 이 경우에도 전년 대비 15.3%의 기업이익 증가가 기대된다.

이상에서 언급한 내용의 요지는 현상보다 가혹한 조건들을 가정하고 계산해 보더라도 국내 기업들의 순이익은 지난해 대비 10% 대 이상의 증가가 기대된다는 점이다. 물론 기업이익의 증가율과 주가 상승률이 정확한 비례관계를 가지는 것은 아니지만, 이와 같이 펀더멘털적인 측면에서의 이익 신장이 기대되는 상황이라면 과도한 우려는 자제할 필요가 있어 보인다.

외국인의 매도 압력, 너무 부담스러워 할 필요는 없다

올해들어 2월을 제외하면 외국인이 추세적으로 매수세를 유입한 경험을 찾아보기가 힘들다. 개장 이후 외국인의 누적 순매도금액은 전일 기준으로 6조 2천억원을 넘어서고 있다. 이와 같은 외국인의 매도와 관련해 여러가지 평가가 있을 수 있지만, 상반기 국내 증시의 외국인 움직임과 관련해서는 시장에 대한 판단이 배제된 매도 압력이 상존하고 있었음을 상기할 필요가 있다. 바로 뱅가드 펀드와 관련된 물량이다.

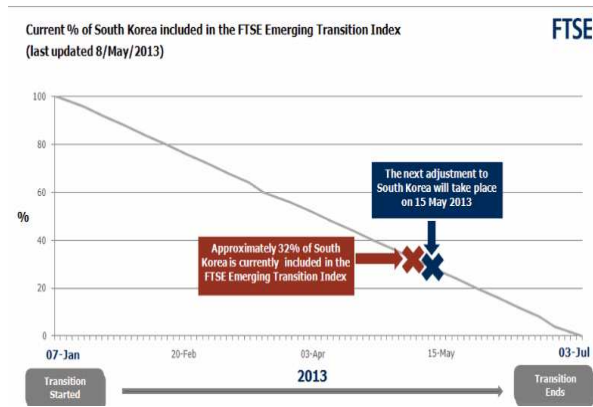
올해 초부터 시작된 뱅가드 펀드의 벤치마크 변경에 따른 물량은 전체 약 10조원 규모에 이를 것으로 알려져 있다. 마무리가 예정된 7월 3일까지 주당 약 4천억원 규모의 물량이 출회되는 것

주식시장 투자전략

으로 예상되고 있으며 지난 주 말을 기준으로 약 68%가 마무리 되었다. 즉, 앞서 언급한대로 전체 물량이 10조라고 한다면 지난주 까지 6.8조원 가량의 뱅가드 펀드 관련 외국인 매도 물량이 시장에 출회된 것으로 볼 수 있다.

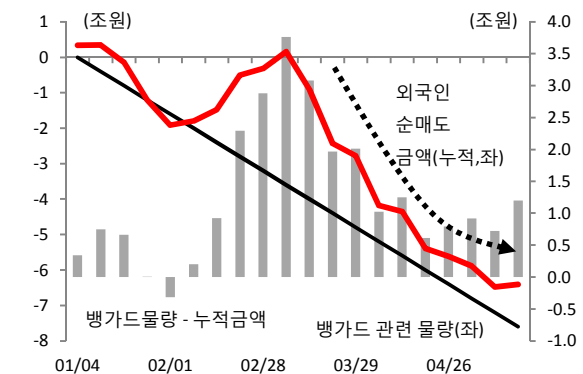
올해 들어 외국인이 국내 시장에서 순매도한 금액이 누적 기준으로 6.5조원(10일까지 누적)인데 시장의 판단과 상관없이 무조건적으로 매도된 물량만 6.8조라는 것은 결국 실질적인 외국인 순매도 물량은 그리 큰 규모로 나타났다고 보기 힘들다는 판단이 가능하다. 특히 속도 측면에서 보더라도 그림에 나타난 바와 같이 4월 중반 이후로는 뱅가드 펀드의 환매속도 이상으로 매도세가 형성되지 않고 있음도 주목해 볼 필요가 있다.

뱅크펀드의 벤치마크 조정은 약 70% 수준의 진행률을 기록



자료: FTSE, 동양증권 리서치센터

정량적인 매도 물량을 제외하면 외국인의 매도 속도가 경감되고 있는 상황



자료: Myresearch, 동양증권 리서치센터

완료 예정일이 7월 3일인 만큼 지금부터 외국인 매도 압력이 당장 사라진다는 주장을 하려는 것이 아니라, 시장 판단에 따른 물량의 규모가 상대적으로 작은 것으로 판단할 수 있기 때문에 외국인의 매도세의 의미를 확대해석할 필요가 없다는 점과 상반기 내내 부정적인 변수로 작용했던 외국인 매도 압력이 마무리 될 시점이 다가오면서 이에 대한 부담이 점차 해소되어 갈 수 있는 상황이라는 점을 염두에 둘 필요가 있다는 것이다.

가격은 싸고 부담은 점차 완화될 것이다

지난해부터 이어지고 있는 박스권은 1,900~2,000선으로 러프하게 정의할 수 있다. 유럽에 대한 불확실성(이탈리아, 키프로스, 스페인 등), 우리 정부의 정책 부재, 북한 리스크, 미국 경기 및 정치권에 대한 불확실성 등의 변수들이 공존하면서 형성된 박스권이다. 지금 상황을 살펴 보면, 앞서 언급한 문제점들의 상당 수가 해소되었거나 경감되었다.

주식시장 투자전략

당장 유럽문제는 큰 이슈로 등장하지 않고 있는데다, 성장을 위한 정책적 접근 가능성의 점증과 더불어 오히려 기대감이 형성되고 있다. 미국의 경우 QE 조기 종료 언급 논의가 화제가 될 만큼 경기에 대한 불확실성이 완화되었으며 북한리스크도 일단은 수면 밑으로 내려갔다.

최근에는 엔화 문제가 부각되면서 시장을 어지럽히고는 있지만, 앞서 살펴본 바와 같이 실질적으로 엔화의 약세가 가져올 수 있는 주식시장에서의 펀더멘털에 대한 충격은 최근 증시가 민감하게 반응하는 만큼 크지 않을 가능성이 높다고 볼 수 있다. 이러한 관점에서라면 최근 3거래일간 나타난 급락과 회복과정을 엔화의 저항선 돌파가 가져온 심리적인 악영향이 반영 완료된 것으로 해석할 수 있을 듯 하다.

오히려 이제 부터는 여러가지 부담 요인들이 완화되었다는 점을 감안해 적어도 기존의 박스권 상단이하의 가격이라면 여전히 싸다라는 관점에서 접근할 필요가 있다. 마지막으로 외국인 수급 또한 기계적인 매도 물량 이상의 매도 압력은 축소되는 움직임이 나타나고 있다는 점까지 감안하면 현 시점에서는 KOSPI 에 대한 매수 관점을 여전히 유지할 필요가 있다는 판단이다.