



QE와 엔화 그리고 외국인

Why This Report

지난 주 Fed 정책 변화와 일본 증시의 변동성 급등과 관련한 내용이 글로벌 증시를 흔들었습니다. 실제로 구글 검색강도를 보면 Fed의 출구전략 관련한 검색강도가 최고 수준을 기록하기도 했습니다. 금일 자료는 Fed가 왜 출구전략을 취하기 어려운가에 대한 설명과 엔/달러환율의 변동성이 높아진 이후 국내 증시에 미칠 수 있는 영향에 대해서 말씀 드리도록 하겠습니다. 이를 통해 생각할 수 있는 투자전략의 힌트도 언급해 드리도록 하겠습니다

미국이 QE를 축소한다?, 고용시장 구조는 그렇지 않다고 말을 하고 있다

- 미국의 경우 서비스, 호텔/레저 관련 산업 등의 취업자수는 글로벌 금융위기 이전 고점 수준을 상회. 그러나 서비스와 호텔/레저 업종의 시간당 평균 임금 수준은 각각 23.6달러와 13.4달러로 민간부문 전체 평균치인 23.9 달러보다 낮음
- 반면 시간당 평균 임금 수준이 높은 유틸리티, 정보산업, 금융산업의 취업자수는 글로벌 금융위기 이전 고점 수준의 87%에 불과해 민간 부문 취업자수 회복 수준에 미달. 가계의 소비층과 소비여력이 아직은 취약한 상황
- 한편 글로벌 금융위기 이후 미국 필립스 곡선의 기울기가 완만해지고 있어 실업률이 생각보다 빠른 속도로 하락한다 해도 물가가 크게 상승할 가능성은 낮음. 확대통화정책에 관대한(?) 시각을 유지할 필요가 있음

엔/달러환율 상승속도가 둔화된다면, 외국인 수급에서 변화가 생길 가능성이 있다

- 최근 일본 고위 관료의 발언과 수입물가 상승을 연결시켜 생각해 보면 더 이상 가파르게 진행되는 엔화약세는 일본내에서도 달갑지 않은 현상
- 엔/달러환율이 현재 수준에서 정체된다면 일본 증시에 대한 외국인투자자의 과도한 쏠림현상도 진정될 가능성이 있다고 판단. 한편 ECB의 기준금리 인하 이후 유럽계 자금이 국내 증시로 유입됐다는 점을 염두에 둘 필요가 있음.

외국인 수급 개선의 여지가 있는 업종에 대한 관심이 필요한 시점이다

- 주요국 중앙은행의 강력한 정책공조가 진행됐던 국면에서 글로벌 증시는 강세국면을 시현. 현재는 글로벌 정책공조 강화의 3라운드에 접어들었다고 판단. 한편 엔화약세 진정과 ECB의 기준금리 인하로 외국인 투자자금이 국내 증시로 유입될 수 있는 대외환경도 형성된 것으로 판단
- 외국인투자자들이 매입할 가능성이 높은 업종, 즉 업종 내에서 외국인투자자의 시가총액 비중이 이전에 비해 크게 낮아진 업종에 대한 비중 확대 전략이 유효한 시점이라고 판단. 전자/부품, 항공, 통신서비스, 건설업종이 여기에 해당

국내 증시 회복세 유지 전망

- 글로벌 정책 공조 강화가 3라운드에 접어들고 있는 국면
- 외국인 수급 개선이 나타날 수 있는 업종, 비중 확대 유효

주식시장 투자전략

글로벌 증시는 정책의 변화(Fed)와 변동성 확대(일본 증시)를 우려했다

지난 주 국내외 증시의 변동성이 크게 확대되는 모습을 보였다. Fed 의 QE 규모 축소 논란과 일본 증시의 급락이 변동성 확대의 주범이었다.

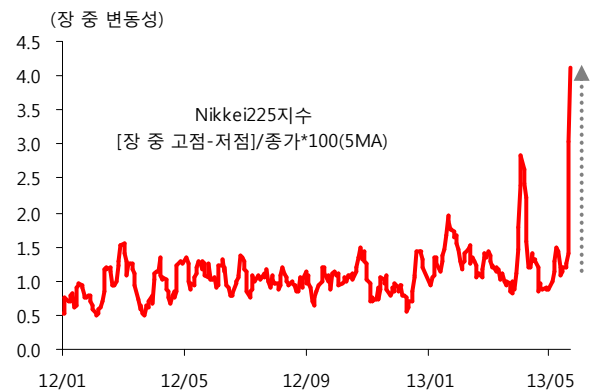
미국 10년물 국채금리가 최근 40bp 정도 상승하면서 연 중 최고 수준인 2%까지 상승했다(그림 1). Nikkei225지수의 장중 변동성(=[장 중 고점-저점]/종가*100, 5일 이동평균)은 2012년 이후 최고 수준까지 상승했다(그림2). 증시가 상승할 때 이유는 제각각이지만, 하락할 때는 무차별할 수 있다는 점에서 이웃나라(일본) 증시의 널뛰기 장세가 달갑지만은 않다.

[그림 1] QE 축소 논란 이후 미국 국채금리 빠르게 상승



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림 2] 일본 Nikkei225 지수 장 중 변동성 최고 수준까지 상승



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

미국이 QE 를 축소한다?, 고용시장 구조는 그렇지 않다라고 말을 하고 있다

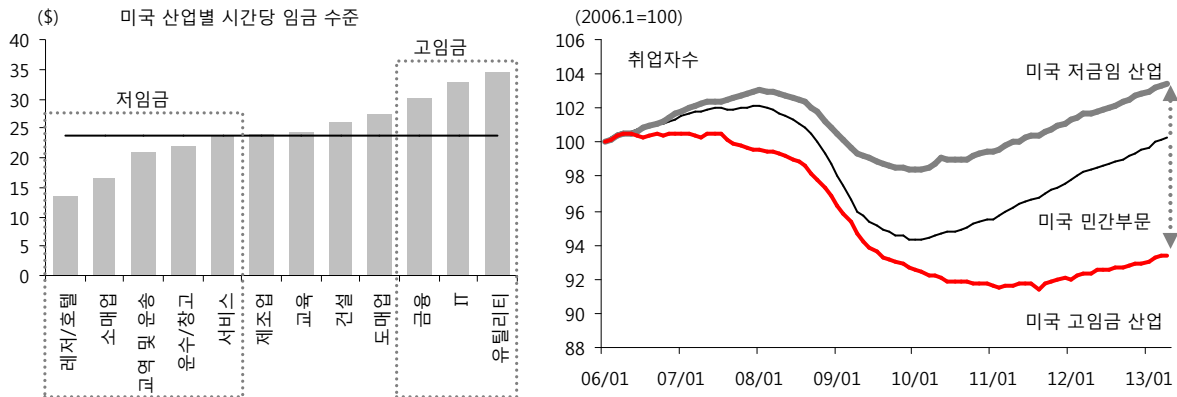
우선 미국이 QE 를 축소할 것인가를 진지하게 고민해 보자. 아니 정확히 말하면 축소할 수 있는지를 생각해 보자. 회복되고 있는 주택가격, 가파른 주가 상승, 하락세를 보이고 있는 실업률, 나아지고 있는 경제성장률 등이 출구전략 논의를 촉발했다.

먼저 고용부문을 고려해 보면, 실업률은 하락세를 보이고 있고 취업자수도 증가하고 있다. 그렇다면 어느 산업의 취업자수가 가장 많이 증가했을까? 서비스, 호텔/레저 관련 산업 등의 취업자수는 글로벌 금융위기 이전 고점 수준을 상회하고 있다. 그러나 서비스와 호텔/레저 업종의 시간당 평균 임금 수준은 각각 23.6달러와 13.4달러로 민간부문 전체 평균치인 23.9 달러보다 낮은 수준을 유지하고 있다.

반면 시간당 평균 임금 수준이 높은 유틸리티(34.7 달러), 정보산업(32.8 달러), 금융산업(30.1달러)의 취업자수는 글로벌 금융위기 이전 고점 수준의 87%에 불과하다. 이는 민간부문 취업자수 회복 수준인 98%를 크게 하회하는 수준이다(그림3).

주식시장 투자전략

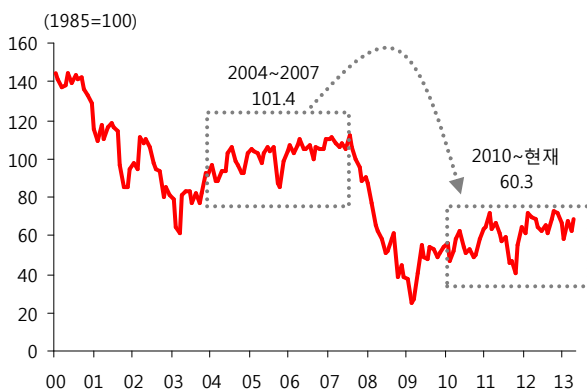
[그림 3] 미국 고용시장이 회복하고 있는 건 맞지만, 아직은 저임금 산업을 중심으로 회복하고 있음. 고임금 산업의 취업시장은 여전히 좋지 못한 상황. 아직은 미국 가계의 소비충과 소비여력이 약하다는 것을 의미



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

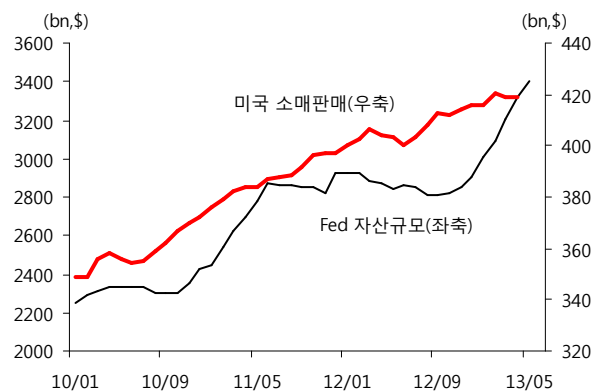
필자도 미국 고용시장의 회복을 부정하지는 않는다. 하지만 고용시장의 회복 구조를 보면 저임금 산업의 고용은 상대적으로 빠르게 회복하고 있지만, 고임금 산업의 고용은 매우 더딘 속도로 회복하고 있다. 아직은 가계의 소비충과 소비여력이 약하다는 의미로 해석할 수 있다.

[그림 4] 미국 소비심리가 회복은 하고 있지만 취약한 수준



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

[그림 5] Fed의 유동성 회수는 소비경기 악화로 이어질 가능성 있음



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

컨퍼런스보드 소비자신뢰지수도 회복은 하고 있지만, 글로벌 금융위기 이전 보다 크게 낮은 수준을 유지하고 있다는 점도 소비충과 소비여력이 아직은 취약하다는 점을 반영하고 있다. 2004년~2007년 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수 평균은 101.4, 2010년~현재까지 평균은 60.3에 불과하다(그림4).

주식시장 투자전략

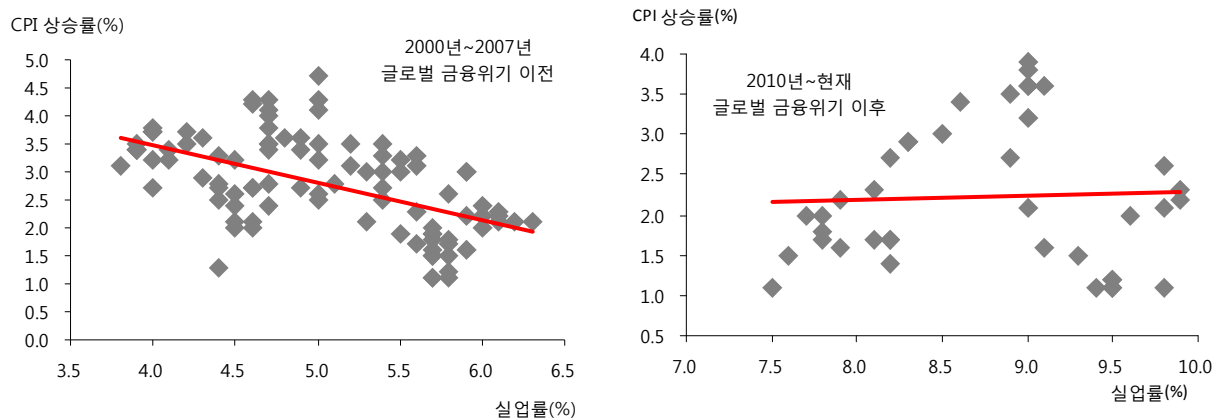
정부가 재정정책을 확대하기 어려운 상황에서 Fed가 풀려진 유동성을 현재와 같이 소비층과 소비여력이 약한 시기에 회수한다면 시중금리 상승 등으로 인해 소비경기에 상당히 부정적인 영향을 줄 가능성이 있다(그림5).

물가도 마찬가지다. 현재 Fed는 물가상승률 목표치(QE 축소 및 금리 인상)를 2.5% 정도로 제시하고 있다. 현재 소비자물가상승률(y/y)은 이보다 낮은 1%대를 유지하고 있다. 실업률이 하락하면 물가가 빠른 속도로 상승하지 않을까라는 생각도 할 수 있을 것이다.

그러나 글로벌 금융위기 이후 미국 필립스 곡선의 기울기가 완만해지고 있어 실업률이 생각보다 빠른 속도로 하락한다 해도 물가가 크게 상승할 가능성은 낮아졌다(그림6). 확대통화정책에 관대한(?) 시각을 유지할 필요가 있다. 아직은 미국 고용시장 구조가 취약하고, 물가와 실업률의 연관성이 크게 낮아져 있기 때문에 QE 축소에 대한 우려는 시기상조라고 판단된다.

일반적으로 정책변화에 대한 우려는 정권이 교체되는 시기에 나타나기 마련이다. 버냉키 의장의 임기는 2013년 1월이라는 점을 감안 시 임기 종료 직전인 2012년 4분기 말 즈음에 출구전략에 대한 논란이 본격적으로 가시화 될 수 있을 것으로 보인다.

[그림 6] 글로벌 금융위기 이후 미국의 필립스 곡선의 기울기가 크게 완만해져 있는 상황. 확대통화정책에 관대한 시각을 유지할 필요가 있음



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

엔/달러를 상승속도가 둔화된다면, 외국인 수급에서 변화가 생길 가능성이 있다

한편 일본 증시의 변동성이 크게 높아진 이유 중 하나는 단순하긴 하지만 가파른 상승으로 인한 차익실현 욕구가 크게 작용할 수 있는 시점이었기 때문이다. 2013년 이후 Nikkei225지수 상승률은 5/22일 고점까지 무려 50%나 급등했다.

주식시장 투자전략

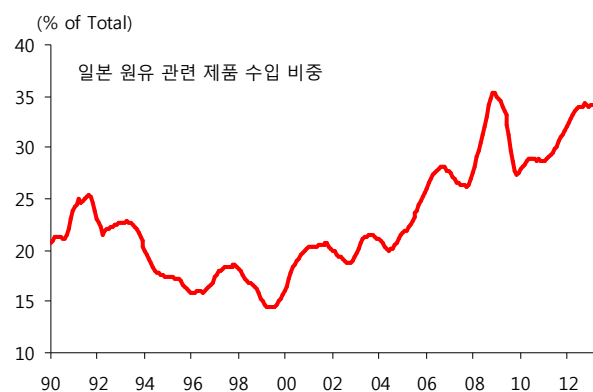
여기에 엔/달러환율의 변동성도 크게 확대됐다. 변동성이 확대되고 있다는 의미는 당분간 특별한 방향성을 내기 어렵다는 의미로도 해석이 가능하다. 즉 가파르게 진행된 엔화약세의 속도조절 가능성을 보여주는 단편적인 예라고 판단된다.

지난 5/19일 아마리 아키라 경제재정상은 NHK '일요토론'에 출연해, 엔화 환율이 얼마나 떨어져야 하는지와 관련한 질문에 "엔화 강세에 대한 조정은 대체로 마무리됐다. 엔화가 더 하락하면 국민들의 생활에 부정적인 영향을 미칠 것, 그 충격을 최소화하는 것이 정부의 역할이다" 이라고 언급했다

한편 일본의 경우 원유 관련된 제품의 수입금액 비중이 전체 수입금액 중 34%나 차지하고 있고, 최근 빠른 상승세를 보이고 있다(그림7). 국제 유가 수준이 이전에 비해 낮은 수준을 유지하고 있지만, 엔화약세로 인해서 이 부문이 상쇄될 가능성이 있고 수입물가 상승으로 인해 생각보다 소비 경기회복이 더디게 진행될 가능성도 있다. 현재 일본의 수입물가상승률(y/y)은 9%대로 높은 수준을 유지하고 있다. 실제로도 최근 국제 유가 하락의 덕(?)을 별로 보지 못하고 있는 상황이다(그림8).

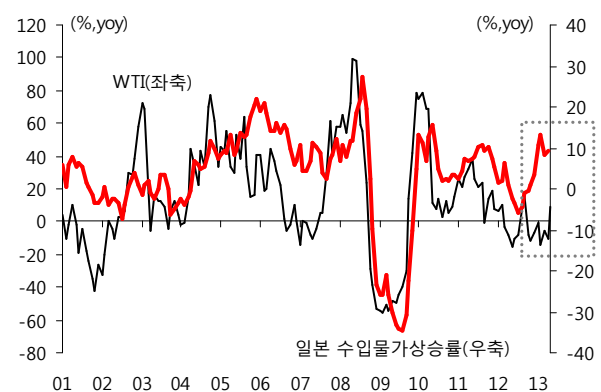
일본 고위 관료의 발언과 수입물가 상승을 연결시켜 생각해 보면 더 이상 가파르게 진행되는 엔화약세는 일본내에서도 달갑지 않은 현상이 될 수 있다.

[그림 7] 일본 수입금액 중 원유관련 비중은 34%로 높아지고 있음



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

[그림 8] 엔화약세가 꼭 달갑지만은 않은 상황이 된 일본



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

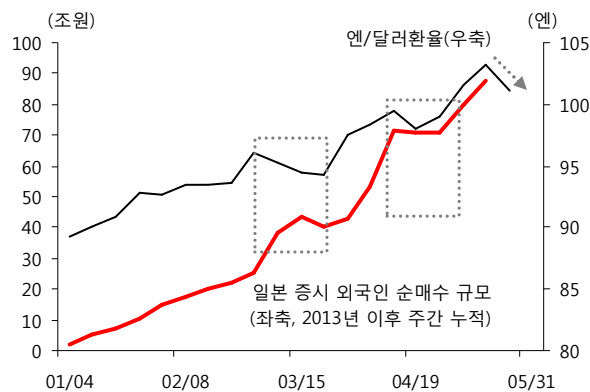
국내 증시와 연결고리를 생각해 보자. 2013년 이후 국내 증시에서 외국인 이탈했던 원인 중 하나가 가파르게 진행된 엔화약세다. 일본 증시의 투자매력이 높아지는 만큼 국내 증시의 투자매력은 상대적으로 낮아졌다.

주식시장 투자전략

반대로 생각해 보면, 엔/달러환율이 현재 수준에서 정체된다면 일본 증시에 대한 외국인투자가의 과도한 쏠림현상도 진정될 가능성이 있다는 것을 의미한다.

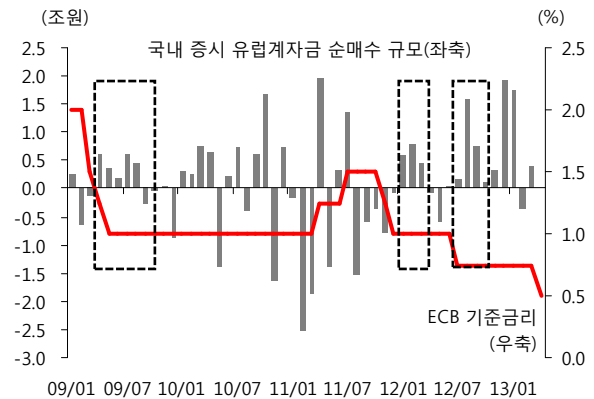
실제로 2013년 이후 엔/달러환율의 방향성과 일본 증시의 외국인 투자자 순매수 추이가 유사한 흐름을 보였다는 점이 이를 증명하고 있다(그림9). 국내 증시 수급 외국인 수급 개선에 긍정적인 영향을 줄 수 있는 대외환경이 형성됐다.

[그림 9] 엔화약세 진정→일본 증시로의 쏠림 현상 완화



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림 10] ECB 기준금리 인하 이후 유럽계 자금 국내 증시로 유입



자료: 금융감독원, 동양증권 리서치센터

한편 엔화약세 진정 외에도 다른 부문에서 국내 증시에서의 외국인투자가 수급 개선 가능성을 점쳐볼 수 있다. 이전 자료를 통해 언급했던 것과 같이 ECB의 기준금리 인하 이후 유럽계 자금이 국내 증시로 유입됐다는 점을 염두에 둘 필요가 있다.

2009년 이후 세 차례의 ECB 기준금리 인하 국면을 살펴 보면, ① 2009년 4월 기준금리 인하(1.5%에서 1%까지 두 차례 인하), 2009년 4월~8월까지 2.2조원 순매수. ② 2011년 12월 기준금리 인하(1.25%에서 1%로 한 차례 인하), 2012년 1월~2012년 3월까지 1.8조원 순매수. ③ 2012년 7월 기준금리 인하(1%에서 0.75%로 한 차례 인하), 2012년 7월~2013년 1월까지 6.7조원 순매수를 기록했다(그림10).

외국인 수급 개선의 여지가 있는 업종에 대한 관심이 필요한 시점이다

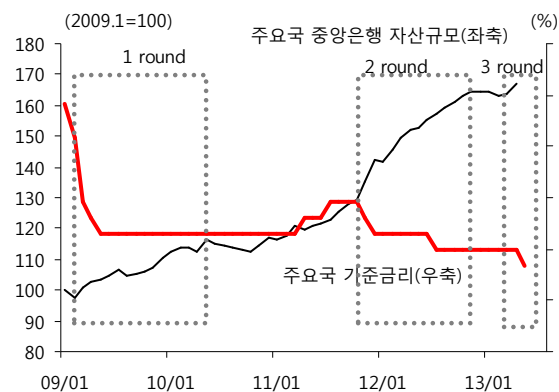
정리해 보면, Fed의 유동성 확대 정책은 당분간 변화가 없을 것으로 판단된다. 즉 글로벌 유동성 총량 증가는 여전히 유효할 것으로 판단된다.

주식시장 투자전략

과거 주요국 중앙은행(Fed, ECB, BOJ, BOE 의 기준금리와 자산 규모 평균을 이용해 판단)의 강력한 정책공조가 진행됐던 국면에서 글로벌 증시는 강세국면을 시현했다. 현재는 글로벌 정책 공조 강화의 3라운드에 접어들었다고 판단된다(그림11과 그림12).

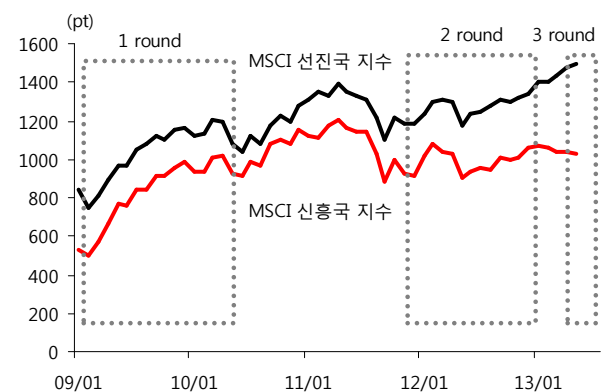
한편 엔화약세 진정과 ECB 의 기준금리 인하로 외국인 투자자금이 국내 증시로 유입될 수 있는 대외환경도 형성된 것으로 보인다. 국내 증시의 회복세가 지난 주 잠시 주춤한 모습을 보였지만, 외국인 수급 개선의 시그널이 나타나고 있다는 점을 감안 시 회복세가 여전히 유효한 국면이라고 판단된다.

[그림 11] 3라운드에 진입한 글로벌 정책공조 강화 국면



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

[그림 12] 글로벌 정책공조 강화 국면에서 글로벌 증시 강세 시현



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

투자전략의 아이디어는 외국인의 수급 개선에서 찾을 수 있다. 외국인투자자들이 매입할 가능성이 높은 업종, 즉 업종 내에서 외국인투자자의 시가총액 비중이 이전에 비해 크게 낮아진 업종에 대한 비중 확대 전략이 유효한 시점이라고 판단된다.

[업종 시가총액 대비 업종 내 외국인 보유 시가총액 비율]을 보면, 전자/부품(현재 17.9%/2010년 이후 평균치 22.1%), 항공(현재 10.6%/2010년 이후 평균치 13.2%), 통신서비스(현재 40.0%/2010년 이후 평균치 42.3%), 건설(현재 26.9%/2010년 이후 평균치 28.1%) 업종의 경우 현재 업종 시가총액 대비 업종 내 외국인 보유 시가총액 비율이 2010년 이후 평균치와 괴리율이 상대적으로 크게 나타나고 있다.

해당 업종에 대한 비중 확대 전략이 필요한 시점이다(그림13~그림16).

주식시장 투자전략

[그림 13] 업종 시가총액 대비 외국인 보유 시가총액 비율이 낮은 업종
관심 필요(1): 전자부품 업종



자료: Fn 가이드, 동양증권 리서치센터

[그림 14] 업종 시가총액 대비 외국인 보유 시가총액 비율이 낮은 업종
관심 필요(2): 항공 업종



자료: Fn 가이드, 동양증권 리서치센터

[그림 15] 업종 시가총액 대비 외국인 보유 시가총액 비율이 낮은 업종
관심 필요(3): 통신서비스 업종



자료: Fn 가이드, 동양증권 리서치센터

[그림 16] 업종 시가총액 대비 외국인 보유 시가총액 비율이 낮은 업종
관심 필요(4): 건설 업종



자료: Fn 가이드, 동양증권 리서치센터