



달러지수 하락의 의미

Why This Report

최근 달러지수가 하락 전환하는 모습을 보이고 있습니다. 달러지수 상승이 1~5월까지 국내뿐만 아니라 글로벌 증시에 상당한 영향을 행사했기 때문에 변화를 통한 시사점이 있을 것 같습니다. 구체적인 원인을 알아야 향후 달러지수 변화의 방향성을 예측할 수 있기 때문에 하락 원인과 그 원인들의 변화 포인트를 말씀 드리도록 하겠습니다. 또한 국내 증시에 줄 수 있는 시사점을 통해 투자전략으로 이용할 수 있는 아이디어도 제시해 드리도록 하겠습니다

달러지수 하락 전환 원인(1) 유로화 약세 진정

- 독일의 총 수출금액 중 對EU 수출비중은 57%. 독일은 GDP대비 교역금액 비중이 76%로 일본, 미국 등에 비해 높은 수준. 유럽 경기가 결국 독일 수출경기를 좌우하고, 독일 경기는 수출에 영향을 많이 받음. 유럽 성장을 약화하는 독일 경기에도 악영향
- 9월 독일 총선이 예정되어 있어 표심을 잡기 위해 정치권이 성장에 포커스를 맞출 가능성이 높음. 최근 유럽과 미국 경기서프라이즈지수 갭이 축소되고 있고, 해당 갭이 축소되는 국면에서 유로화도 강세를 보이는 경향이 있음

달러지수 하락 전환 원인(2) 엔화 약세 진정

- 일본 엔화 약세의 원인 중 하나는 2011년 3월 동북부 대지진 이후 원전 가동 중단으로 인한 LNG와 LPG 수입 급증 때문. 아베정부가 원전 재가동에 대해 긍정적으로 생각하고 있고, 무역수지 적자 축소는 엔화 약세 진정으로 연결
- 한편 일본 정부 부채 중 국채 비중이 78%로 최근과 같은 시중금리 급등은 일본 정부의 이자 관련 지출 증가로 이어져 재정 불ان 부각 가능성 있음. 기대인플레이션 하락 전환과 시중금리 급등세 진정 가능성이 높아 단기적으로는 추가적인 엔화 약세 베팅 규모가 축소될 것으로 판단

달러지수 하락 전환이 국내 증시에 주는 시사점

- 달러지수는 유럽 경기모멘텀 회복으로 인한 유로화 약세 진정과 일본 기대인플레이션 및 시중금리 하락 전환으로 인한 엔화 약세 진정을 바탕으로 추가적인 하락 가능성 상존
- 달러지수 상승 국면에서 선진국, 소형주, 경기방어주가 선전했다면 달러지수 하락 국면에서는 신흥국, 대형주, 경기민감주가 강세를 보일 가능성 높음. 실제로 최근 달러지수 하락 국면에서 선진국 대비 국내 증시가 선전했고, KOSDAQ 대비 KOSPI가 강세를 보였다는 점이 이를 증명

달러지수 하락의 의미

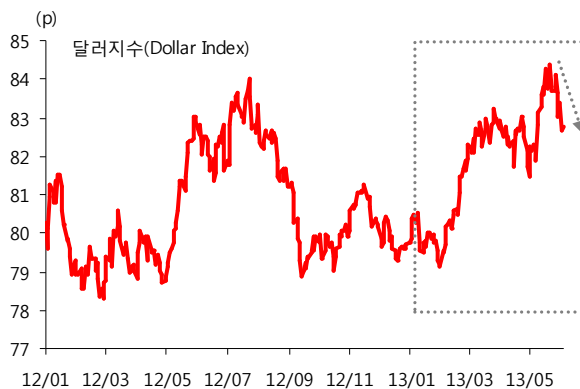
- 달러지수 구성 통화 중 비중이 높은 유로화와 엔화의 약세 진정으로 추가적인 하락 가능성 상존
- 국내 증시가 상대적으로 선전할 가능성이 높고, 경기민감형 대형주가 강세를 시험할 것으로 예상

달러지수가 하락 전환했다

최근 글로벌 금융시장에 변화가 하나 생겼다. 바로 달러지수(Dollar Index)가 하락 전환(주요국 통화 대비 달러 약세)했다는 것이다. 달러지수는 지난 5월말을 고점(5/22일 84.3p) 대비 -1.8%(6/4일 82.8p) 하락했다(그림1).

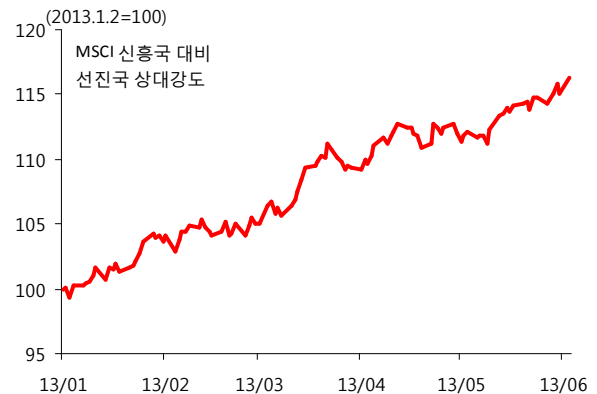
연초 이후 달러지수 상승은 신흥국 보다는 선진국 증시(그림2), 대형주 보다는 소형주(그림3), 경기민감주 보다는 방어주(그림4)에 대한 관심을 높였던 변수로 작용했다. 달러지수 상승으로 보다 안전했던 선진국 증시로 자금이 유입됐고, 글로벌 경기에 상대적으로 덜 민감한 중소형 방어주들에 대한 관심이 높았다.

[그림 1] 연초 이후 상승세를 보이던 달러지수 하락 전환



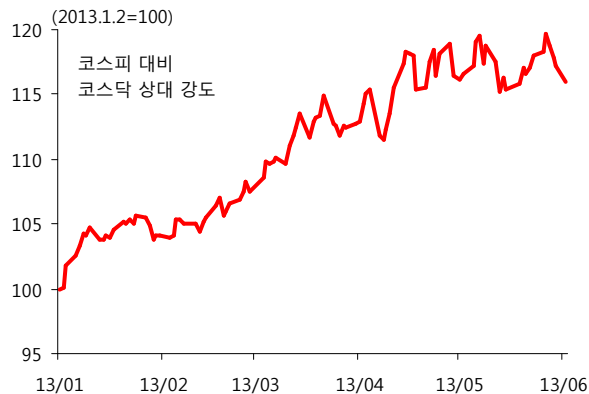
자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림 2] 연초 이후 달러지수 상승 영향(1): 선진국 증시 강세



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림 3] 연초 이후 달러지수 상승 영향(2): 소형주 강세



자료: KRX, 동양증권 리서치센터

[그림 4] 연초 이후 달러지수 상승 영향(3): 경기방어주 강세



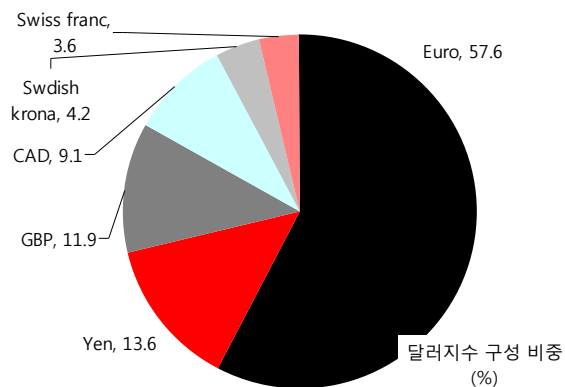
자료: KRX, 동양증권 리서치센터

달러지수의 비중을 보면 하락 원인을 알 수 있다. 유로와 엔화의 약세 진정이 포인트다

최근 달러지수의 하락 원인을 찾아 볼 필요가 있다. 달러지수를 구성하고 있는 주요국 통화의 비중을 보면, 유로(57.6%)>일본 엔(13.6%)>영국 파운드(11.9%)>캐나다 달러(9.1%) 순서로 되어있다(그림5). 최근 진행되고 있는 유로와 엔화 약세의 진정이 달러지수 하락을 유도하고 있다. 달러/유로환율은 1유로당 1.28달러에서 최근 1.30달러로 상승했고, 엔/달러환율은 1달러당 103엔서 100엔 수준까지 하락했다(그림6).

달러지수의 방향성을 예측하기 위해서 유로화와 엔화에 대한 생각을 정리해 둘 필요가 있다.

[그림 5] 유로화와 엔화 변화에 달러지수는 민감하게 움직임



자료: FRB, 동양증권 리서치센터

[그림 6] 최근 유로화와 엔화 약세 진정이 달러지수 하락을 유도



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

유럽의 모멘텀이 전반적으로 강화될 수 있는 시점이다

유럽을 먼저 살펴 보면, 5/2일 ECB의 기준금리 인하, 5/14일 Fitch사의 그리스 신용등급 상향 조정, 독일의 정책 스탠스 전환 분위기(유럽 성장을 강조) 등으로 경기모멘텀 회복에 대한 기대가 높아지고 있다.

유럽 긴축이 진행되는 과정에서 성장을 부진이라는 꼬리표를 달고 다녔다. 특히 2013년의 경우는 지난 2년과 달리 연초부터 경제성장을 하향 조정이 진행되고 있다(그림7). 주요 유럽국가들의 실업률도 꾸준히 상승하는 모습을 보이고 있다(그림8).

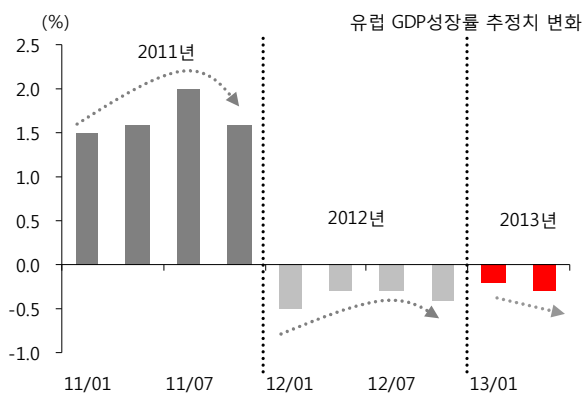
강력하게 긴축을 강조하던 독일도 버티기가 어렵다. 독일의 총 수출금액 중 對 EU 수출비중은 57%다. 독일은 GDP 대비 교역금액(수출+수입) 비중이 76%로 일본(29%), 미국(25%) 등에 비해 높은 수준을 기록하고 있다. 유럽 경기가 결국 독일 수출경기를 좌우하고, 독일 경기는 수출에 상대적으로 많은 영향을 받는다. 독일 수출증가율(y/y)은 2011년 2월을 정점으로 하락세를 보이고 있고, 특히 對 EU 수출증가율은 2개월 연속 (-)마이너스를 기록하고 있다(그림9).

주식시장 투자전략

독일의 실물경기 지표들인 산업생산과 소매판매 등도 부진을 면치 못하고 있다.

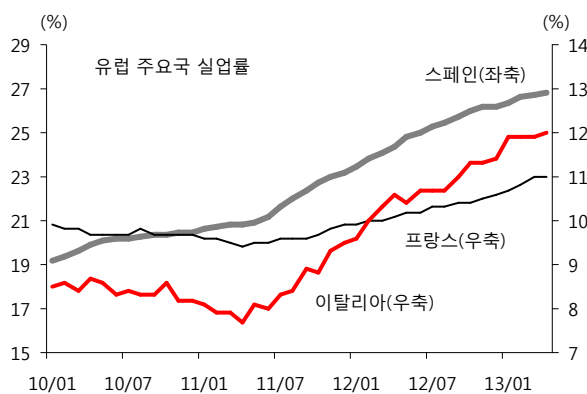
오는 9월 독일에서는 총선이 치러질 예정이다. 경기는 표심으로 연결되기 마련이다. 현재 메르켈 총리에 대한 지지율은 절대적인 수치로 보면 상당히 높은 수준(62%)을 유지하고 있다. 그러나 지지율 추이를 보면 다소 정체된 모습을 보이고 있다(그림10). **표심을 붙잡기 위해 지금 보다 더 성장의 필요성을 강조할 가능성이 높다.**

[그림 7] 유럽의 긴축효과(1): 경제성장을 하향 조정 강도 높게 시작



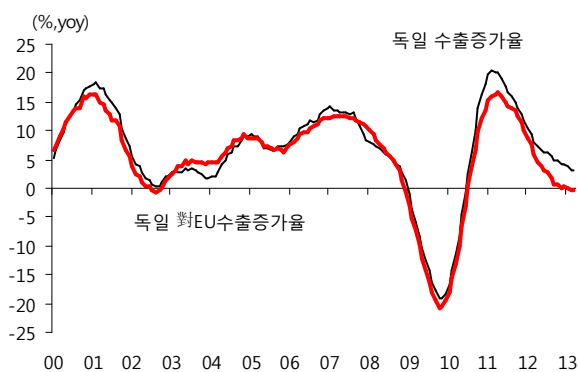
자료: IMF, 동양증권 리서치센터

[그림 8] 유럽의 긴축효과(2): 실업률이 지속적으로 상승



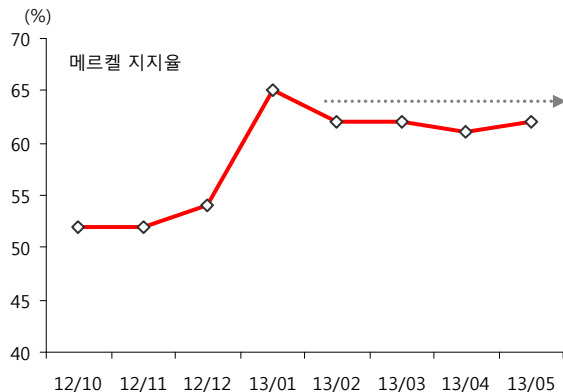
자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

[그림 9] 유럽의 부진이 독일 수출경기에도 악영향



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

[그림 10] 독일 메르켈의 지지율이 상승 이후 최근 정체된 모습



자료: Forschungsgruppe Wahlen(독일 여론조사 연구소), 동양증권 리서치센터

유럽의 경우 성장에 초점이 맞춰지면서 그 동안 미국 대비 상대적으로 부진했던 경기모멘텀도 회복할 것으로 판단된다. 최근 유럽과 미국 경기서프라이즈지수 갭이 축소되고 있고, 특히 해당 갭이 축소되는 국면에서 유로화도 강세를 보이는 경향이 있다는 점을 염두에 둘 필요가 있다(그

주식시장 투자전략

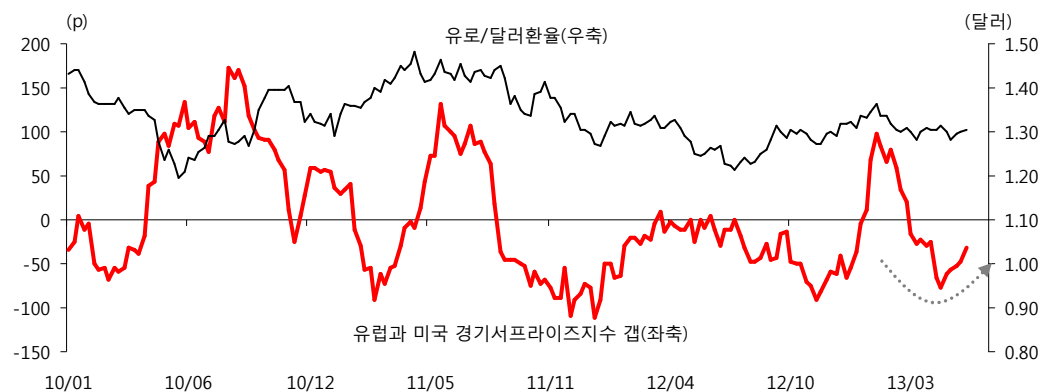
립11). 유럽의 모멘텀이 개선되고 있다는 점을 감안 시 달러지수는 추가적으로 하락할 가능성이 높다.

오는 6/6일 ECB 통화정책회의가 열릴 예정이다. 현재 ECB 예치금리를 (-)마이너스로 인하하는 방법과 ABS 를 매입하는 방법 등이 새롭게 제시할 수 있는 카드로 부각되고 있다. 여전히 감소세를 보이고 있는 유럽 은행들의 대출을 독려하기 위해서 취할 수 있는 정책들이다.

혹자는 ECB 의 이러한 통화확대정책이 유로화의 평가절하(통화량 증가→화폐가치 하락)로 이어지지 않을까? 라는 생각을 할 수 있을 것이다. 그러나 ECB 가 2차례의 LTRO, OMT 를 발표했던 국면에서 유로화가 강세를 시현했다는 점은 기억할 필요가 있다. 통화량 증가 여부 보다는 경기모멘텀 회복 여부가 환율시장에 더 큰 영향을 주고 있다.

(참고로 2011년 12월~2012년 3월 1차와 2차 LTRO 실행 국면에서 유로/달러환율은 1.27달러에서 1.35달러까지 상승, 2012년 9월 OMT 발표 국면에서 유로/달러환율은 1.26달러에서 1.30달러까지 상승)

[그림 11] 유럽과 미국 경기모멘텀 갭 축소 시도: 유로강세 요인



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

일본의 엔화도 속도 조절이 불가피해 보인다

달러지수에서 유로화 다음으로 큰 비중을 차지하고 있는 엔화는 어떨까?

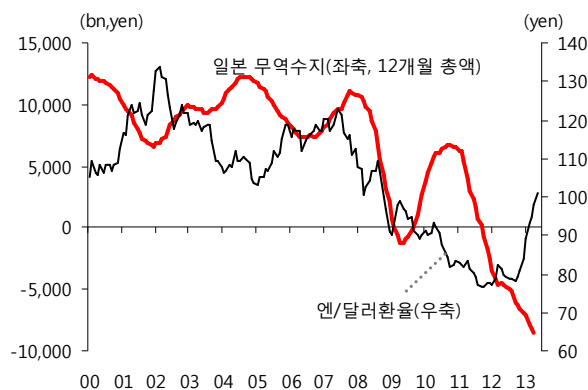
우선 일본의 엔화약세는 펀더멘탈적인 요인과 정책적인 요인을 모두 고려할 필요가 있다. 펀더멘탈적인 요인은 무역수지 적자에서 찾을 수 있다. 일본 무역수지는 무려 26개월 연속 적자를 기록하고 있다. 엔화강세가 지속되기 어려울 수 있었던 이유를 펀더멘탈 관점에서도 접근할 수 있다(그림12).

주식시장 투자전략

무역수지 적자의 원인 중 하나가 2011년 3월 발생했던 동북부 대지진으로 인해 원자력 발전소 피해가 컸고, 이로 인해 LNG, LPG 등과 같은 에너지 관련 품목의 수입이 증가했기 때문이다. 해당 품목(LNG와 LPG)이 전체 수입금액에서 차지하는 비중은 대지진 발생 이전 7%에서 현재 10%로 크게 상승했다(12개월 총액 기준, 그림13). 실제로 글로벌 금융위기 이후 일본 무역수지가 적자로 전환했던 시점이 2011년 3월부터다.

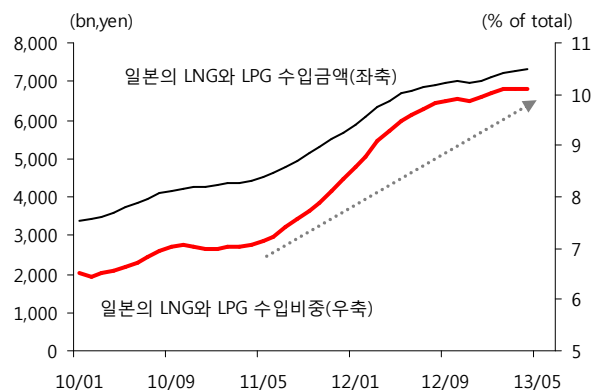
현재 아베정부는 원전 재가동에 대해서 찬성하는 입장을 표명하고 있다. 원전 재가동 시 무역수지 적자 원인으로 지목되고 있는 에너지 관련 품목 수입 증가세는 둔화될 가능성이 높다. 일본의 무역수지 적자 개선은 엔화약세 진정으로 이어질 개연성이 높다.

[그림 12] 일본 무역수지는 2011년 3월부터 무려 26개월 적자 행진



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

[그림 13] 동북부 대지진 이후 LNG와 LPG 관련 수입 급증



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

물론 엔화약세의 근본적인 원인은 일본 정부와 중앙은행의 정책 변화에서 찾는 것이 타당할 것이다.

일본 중앙은행은 이미 자산규모를 GDP 대비 50% 수준(대략 250조엔, 현재 177조엔), 물가를 2%(3월 소비자물가상승률 y/y -0.9%) 수준까지 끌어올리는 것을 목표로 제시했기 때문에 현재의 무한대에 가까운 양적완화정책 기조를 유지할 것으로 판단된다.

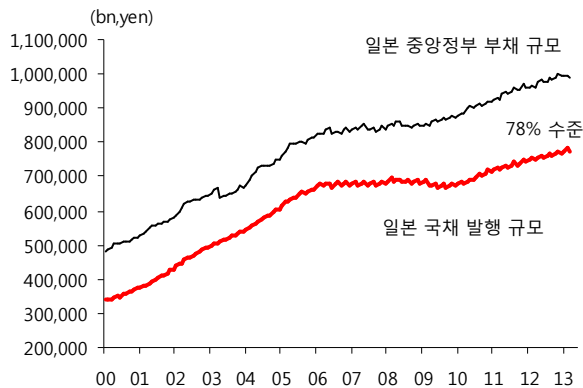
다만 생각해야 할 부문이 하나 있다. 일본의 GDP 대비 정부부채는 240%로 매우 높은 수준이다(비율 기준으로 전세계에서 가장 높은 수준. IMF 자료 참고). 더욱이 정부부채의 대부분은 국채 발행으로 구성되어 있다. 정부부채 중 국채 비중이 78%에 달하고 있다(그림14).

국채를 발행했으면 이자를 지급해야 한다. 일본 중앙정부의 지출 중 이자 관련 지출이 차지하는 비중은 20% 정도다. 최근과 같이 시중금리가 급등할 경우 중앙정부의 이자부담은 늘어난다(그림15). 일본 10년물 국채금리는 5월 초 0.56%에서 현재 0.88%까지 상승했다. 최근과 같은 시

주식시장 투자전략

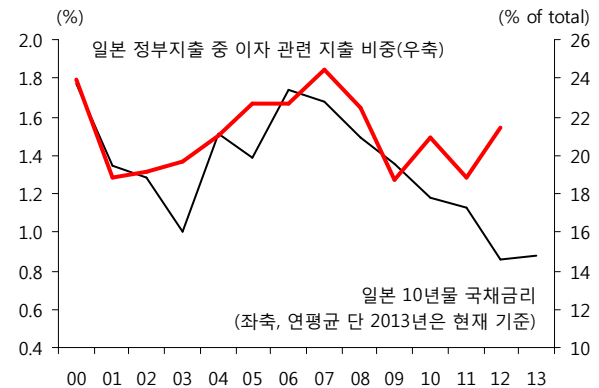
중금리 급등은 일본 정부의 부채 구조 상 재정 불안 문제를 부각시킬 가능성도 있다.

[그림 14] 일본 정부 부채 중 국채 비중은 78%에 육박



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

[그림 15] 시중금리 급등은 일본 재정불안으로 이어질 수도 있음

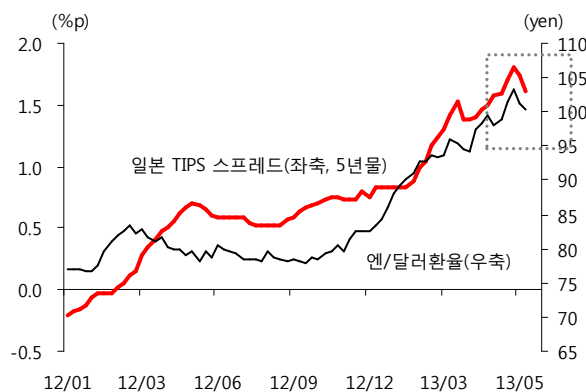


자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

일본의 실물경기가 기대만큼 좋아져서 시중금리가 상승하는 것은 바람직한 변화 중 하나다. 그러나 이미 기대는 실물을 너무 앞질렀고, 실물 관련 지표들의 개선 여부를 확인할 필요가 있는 국면으로 진입해 있다. 대표적으로 기대인플레이션을 보여주는 5년물 TIPS 스프레드가 급등 이후 하락 전환했다. 단기적으로는 시중금리의 급등세도 진정될 가능성이 있다. 이는 엔화가 이전과 같이 가파른 속도의 약세 진행이 어렵다는 의미로도 해석이 가능하다(그림16).

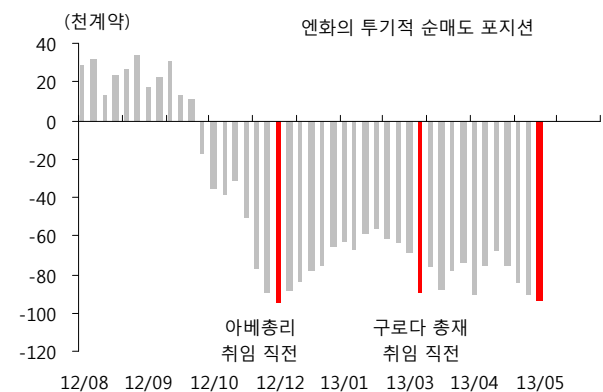
현재 엔화에 대한 투기적 순매도는 2012년 12월 말 아베총리 취임, 2013년 3월 말 구로다 총재 취임 직전 수준(90,000계약 이상 순매도) 정도를 기록하고 있다(그림17). 추가적인 엔화약세에 베팅을 하기 위해서는 지금 보다 더 강력한 이벤트가 필요하다.

[그림 16] 일본 기대인플레이션 하락 전환, 엔화 약세 진정



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림 17] 추가적인 엔화약세 베팅이 쉽지 않은 상황



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

주식시장 투자전략

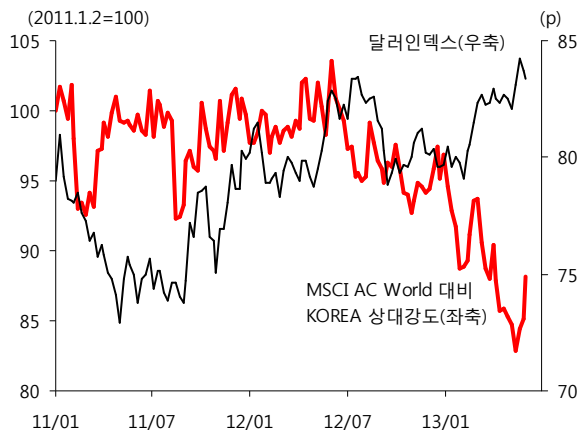
그러나 지금 시점에서 이를 기대하기는 쉽지 않다. 원전 재가동 시 무역수지 적자 규모는 축소될 것이고, 시중금리와 기대인플레이션 급등세가 진정될 가능성이 있기 때문이다. 달러지수를 구성하고 있는 통화 중 두 번째로 비중이 높은 엔화의 약세도 진정될 것으로 보인다. 달러지수가 추가적으로 하락할 가능성이 있다고 생각하는 또 다른 이유 중 하나다.

달러지수 하락 전환: 국내 증시, 경기민감형 대형주 선전으로 이어질 가능성이 높다

결론적으로 달러지수는 유럽 경기모멘텀 회복으로 인한 유로화 약세 진정과 일본 기대인플레이션 및 시중금리 하락 전환으로 인한 엔화 약세 진정을 바탕으로 추가적으로 하락할 가능성이 높다.

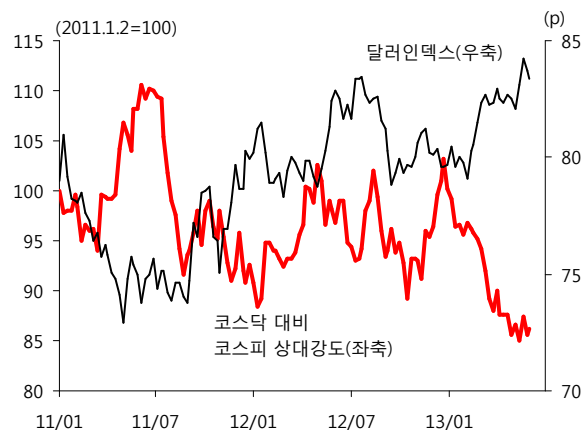
국내 증시에 미치는 영향은 2page 에서 제시했던 그래프를 역으로 생각하면 된다. 달러지수 상승 국면에서 선진국, 소형주, 경기방어주가 선전했다면 달러지수 하락 국면에서는 신흥국, 대형주, 경기민감주가 강세를 시현할 것이다. 실제로 최근 달러지수 하락 국면에서 선진국 대비 국내 증시가 선전했고, KOSDAQ 대비 KOSPI가 강세를 보였다는 점이 이를 증명하고 있다(그림18와 그림19).

[그림 18] 달러지수 하락 의미(1): 국내 증시 선전 가능성 높음



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림 19] 달러지수 하락 의미(2): 대형주 강세 가능성 높음



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터