

# Equity Strategy

## 엔저, 이제는 악재가 아니다

### Equity Strategy Overview

엔저가 심해지면서 국내 경제와 주식시장에 미치는 영향에 대한 궁금증이 높아지고 있다. 원엔 환율이 하락할 때 국내 수출이 더 빨리 좋아졌다. 주가 입장에서는 오히려 엔저는 여행/관광 쪽에 부담을 높이는 요인이다.

글로벌 전략 허재환\_02)368-6176\_jaehwan.huh@eugenefn.com

- 원엔 환율이 2015년 이래 최저로 하락함. 엔저가 국내 경제와 주식시장에 미치는 영향에 대해 논란들이 있음.
- 원엔 환율이 하락할 때 일본과 한국 간 상대적인 주식시장 성과 차이를 야기시킬 뿐, 부정적인 영향은 미미함.
- 원엔 환율 하락 시 국내 수출과 무역수지는 일본보다 빠르게 개선됨. 국내 수출 경쟁력이 개선됨을 시사.
- 주식시장에서는 기계/철강 업종이 원엔 환율 하락할 때 강했음. 반면 내수 소비주들이 약했음.

최근 필자가 자주 받는 질문 중 하나가 엔저 영향이다. 원엔 환율이 2015년 이후 최저로 떨어졌다. 일본 증시는 30년래 최고치를 경신 중이다. 반면 국내 증시는 KOSPI 2,600 선 아래에서 3주째 정체되어 있다.

**경험적으로 원엔 환율 하락(원화 강세, 엔화 약세)**이 경제와 주식시장에 부정적이라는 증거는 부족하다. 오히려 반대다. 원엔 환율이 떨어질 때 한국 수출과 무역수지는 일본보다 빠르게 개선되었다. 주식시장도 긍정적이었다. 다만, 원엔 환율이 가파르게 하락할 때 일본 대비 국내 주식시장의 상대강도는 낮아지긴 했다. **한마디로 원엔 환율 하락은 일본과의 상대적인 성과에 영향을 줄 뿐 주식시장에 미치는 부정적 영향은 미미하다.**

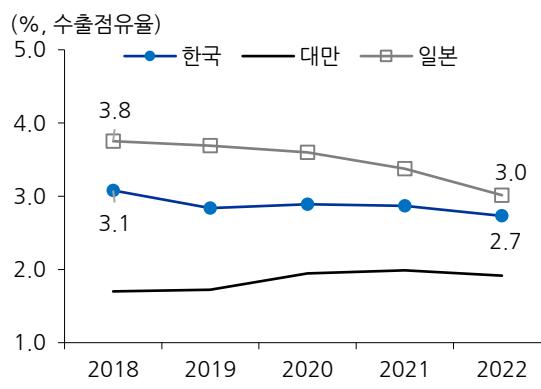
원엔 환율이 하락할 때 국내 주식시장에서는 **기계/철강/IT 하드웨어** 업종 주가가 **상대적으로 강했다**. 반면 **화장품/의류/필수소비재/미디어** 등 소비 섹터가 **약했다**. 엔저가 수출보다는 여행 등 내수소비에 간접적으로 부담을 주고 있는 것이다. 엔저가 지속될수록 오히려 수출은 사고, 내수는 파는 전략을 권한다.

### 원엔 하락, 국내 증시에 반드시 악재는 아닌 듯



자료: Refinitiv, 유진투자증권

### 지난 5년간 대비 한국 수출 점유율은 견고



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 환율에 대한 반응이 정반대인 한/일 주식시장

환율에 대한 주식시장 반응을 살펴볼 필요가 있다. 엔화와 원화의 각국 주식시장에 대한 반응은 정반대다.

일본 엔화 약세 때

일본 증시 상승

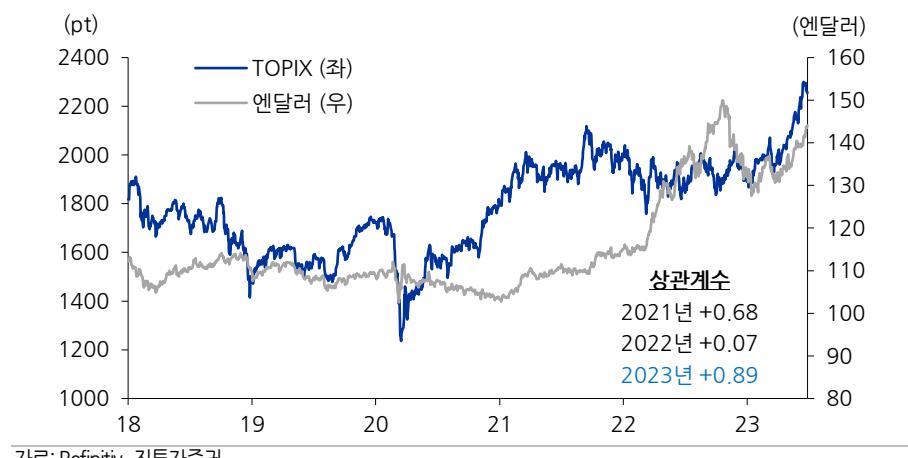
금융시장에 늘 그렇다는 것은 없다. 하지만 일반적으로 엔달러가 상승(엔화 약세) 할 때 일본 주식시장은 오르는 경향이 있다. 2023년 연초 이후 엔달러와 TOPIX 간 상관계수는 +0.89다(도표 1).

원화 강세 때

KOSPI 상승 경향

반면 국내 주식시장은 원달러가 하락할 때(원화 강세)일 때 오를 때가 더 많다. 올해 원달러/KOSPI 간 상관관계는 이전과 다르다. 그러나 2021~22년 KOSPI와 원달러 간 상관계수는 (-)다(도표 2).

도표 1. 엔달러 상승(엔화 약세) 국면에서 일본 증시 강세



자료: Refinitiv, 진투자증권

도표 2. 국내 증시는 원달러 하락(원화 강세) 국면에서 강세



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 엔저가 악재는 아니다, 다만 상대 성과를 결정

통화가치에 대한 주식시장 반응이 반대인 이유를 이해하기는 어렵지 않다. 원화는 글로벌 경기에 민감한 위험자산 성격이 강하다. 반면 엔화는 안전자산 성격이 더 강하기 때문이다.

원엔 하락 때  
국내 증시 상승

원엔 하락 때  
일본증시가 좀더  
강세일 뿐

예컨대 2022년을 제외하면 2021년과 2023년 원엔 환율이 하락(원화 강세, 엔화 약세)할 때 KOSPI 가 올랐다(도표 3). 원엔 환율과 국내 주식시장 간에는 약한 역의 관계가 보다 보편적이라고 볼 수 있다.

다만 원엔 환율이 하락(원화 강세, 엔화 약세)할 때 일본 증시가 국내 주식시장 보다 좀더 강했다. 원엔 환율은 국내 주식시장 성과에 절대적인 영향을 미치지 못하나, 상대적 성과에 영향을 미쳤다고 볼 수 있다(도표 4).

도표 3. 원엔환율 하락(엔저)에도 KOSPI 상승 가능

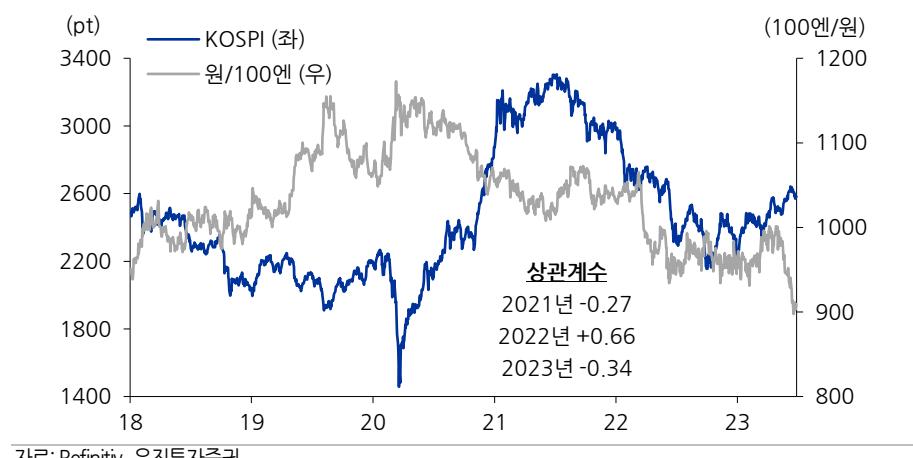


도표 4. 원엔 환율 하락(엔저) 국면에서 일본증시 대비 한국증시 매력은 하락



## 원화가 강할 때 수출/무역수지가 더 좋았다

원엔 환율이 하락해도 국내 주식시장에 미치는 영향이 크지 않는 배경은 원엔 환율이 하락할 때 국내 수출과 무역수지가 좋아지기 때문이다.

**원엔 환율 하락 때  
국내 수출/무역수지  
개선**

원엔 환율이 하락할 때(원화 강세, 엔화 약세) 일본 대비 한국 수출이 더 강했다(도표 5). 2010년 이후 상관계수는 -0.74 정도이다. 상당히 높은 역의 관계다. 무역수지도 마찬가지다. 원엔 환율이 하락할 때 일본보다 한국 무역수지가 더 빨리 개선되었다(도표 6).

**한일 수출 증가율은  
거의 동행 관계**

한국과 일본 간 경쟁관계라는 일반적인 인식과는 달리 한국과 일본 수출 싸이클은 거의 유사하다(도표 7). 그러나 2011~12년 후쿠시마 원전사태 이후 일본 수출 규모가 정체된 것에 비해 국내 수출은 꾸준히 도약 중이다(도표 8). 국내 수출 경쟁력이 좀더 높아지고 있음을 시사한다(도표 8).

도표 5. 오히려 원화가 강할 때 한국 수출 강세



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 6. 원화가 강할 때 한국 무역흑자 더 많아



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 7. 한국 수출과 일본 수출은 유사하게 움직여



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 8. 코로나 19 이후 한단계 도약한 한국 수출



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 일본과의 수출 경합도 하락

원엔 환율 영향력이 낮아진 이유는 한일 수출 경합도 하락에서도 드러난다.

한국과 일본  
수출 경합도 하락  
가전/자동차 중심

한/일 수출구조  
차별 및  
경쟁력 개선

한국무역협회(최근 엔화 약세의 우리 수출 영향, 2022/5/6 일)에 따르면 한일 간 수출 경합도가 하락 중이다(도표 9). 의료, 선박, 섬유의복을 제외한 품목에서 수출경합도가 하락했다. 가전/자동차/전기전자/화학 제품에서 더 뚜렷했다.

수출 경합도가 떨어진다는 것은 한일 간 수출구조가 달라지고 있거나, 한국 제품 경쟁력이 높아졌음을 의미한다. 글로벌 수출시장에서 중국 수출 점유율이 주춤한 상황에서 일본 대비 한국 수출 점유율은 안정적이다(도표 10~11).

도표 9. 한일 대 세계시장 수출 경합도 추이

품목	연도				
	2011	2015(a)	2020	2021(b)	2015년 대비
농수산물	0.1	0.1	0.13	0.12	0.024
석유제품	0.87	0.85	0.76	0.74	-0.108
화학공업제품	0.48	0.51	0.51	0.47	-0.045
플라스틱·고무제품	0.52	0.57	0.58	0.55	-0.021
섬유·의복·가죽제품	0.46	0.45	0.48	0.49	0.04
철강·비철금속제품	0.55	0.54	0.52	0.53	-0.009
기계류	0.57	0.59	0.56	0.58	-0.01
가전제품	0.65	0.64	0.57	0.58	-0.068
전기·전자제품	0.62	0.7	0.64	0.65	-0.051
반도체	0.55	0.53	0.53	0.53	-0.009
자동차 및 부품	0.62	0.7	0.64	0.65	-0.051
선박	0.64	0.4	0.65	0.58	0.179
의료·정밀광학기기	0.41	0.47	0.55	0.52	0.053
<b>총수출</b>	<b>0.48</b>	<b>0.49</b>	<b>0.47</b>	<b>0.46</b>	<b>-0.029</b>

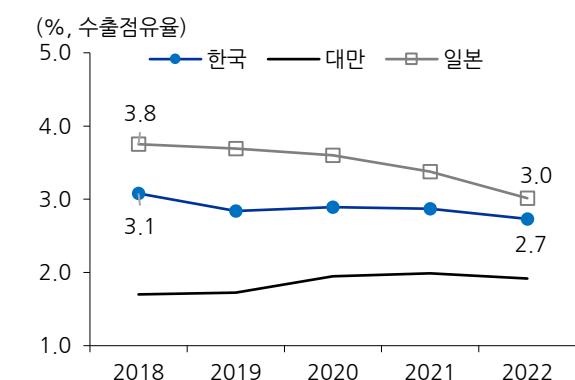
자료: 한국무역협회 (최근 엔화 약세의 우리 수출 영향, 2022/5/6 일)

도표 10. 중국 수출 점유율 상승, 그러나 최근 주춤



자료: CPB World Trade Monitor, 유진투자증권

도표 11. 일본 대비 한국 수출 점유율 안정적



자료: CPB World Trade Monitor, 유진투자증권

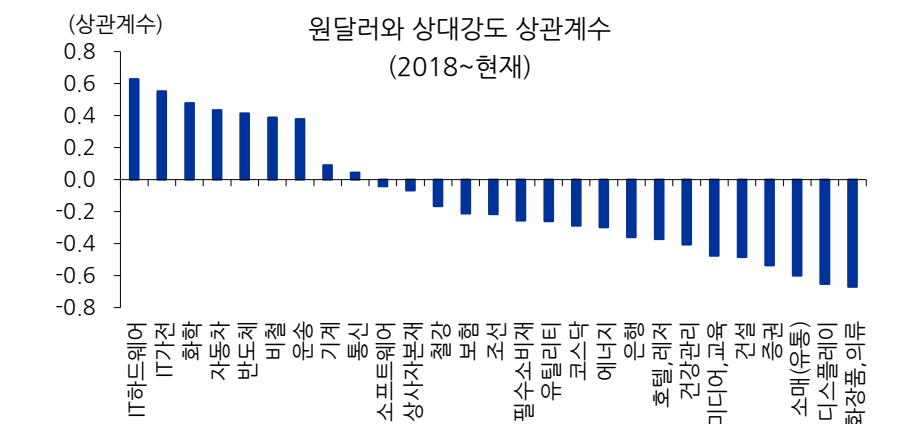
## 내수를 피하고, 수출을 산다

이러한 변화는 주식시장에서도 그대로 나타난다. 원달러와 주요 섹터 주가의 상대강도를 비교해 보면 원화가 달러보다 강할 때는 내수 관련 업종 주가가 상대적으로 강하다. 반면 원화가 달러보다 약할 때 IT/화학/자동차/반도체 등 수출 업종 주가가 상대적으로 낫다(도표 12).

원화가 엔화보다  
강할 때 내수소비  
업종을 피해야

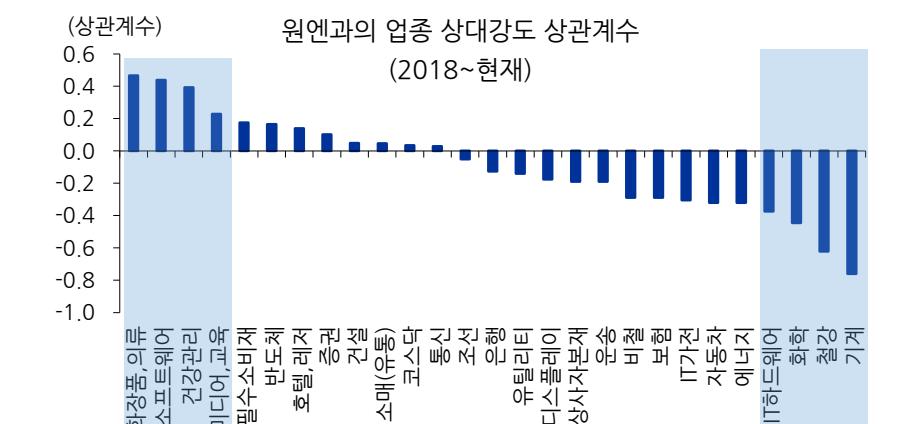
반면 원화가 엔화보다 강할 때 기계/철강/자동차 등 중공업 및 수출 업종이 오히려 양호하다. 반면 원화가 엔화보다 강할 때 부담이 커지는 산업들은 화장품, 미디어, 소비재, 호텔레저 등 소비 관련 산업들이다(도표 13). 엔저 국면에서 관광/여행 등 내수 소비가 상대적으로 약해질 가능성을 반영한 것으로 보인다. 엔저 국면에서는 기계/철강/자동차를 좋게 보고 반면 내수업종을 피할 필요가 있다.

도표 12. 달러 대비 원화가 강할 때 내수 업종 강세



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 13. 엔화 대비 원화가 강할 때 내수 업종 부진, 기계/철강/자동차 강세



자료: Refinitiv, 유진투자증권

**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다