

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.

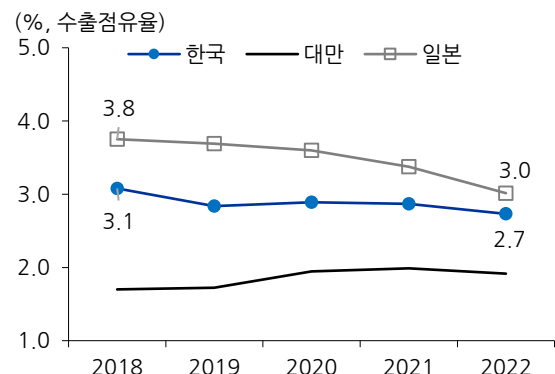
원엔 환율이 하락할 때 국내 주식시장에서는 기계/철강/IT 하드웨어 업종 주가가 상대적으로 강했다. 반면 화장품/의류/필수소비재/미디어 등 소비 섹터가 약했다. 엔저가 수출보다는 여행 등 내수소비에 간접적으로 부담을 주고 있는 것이다. 엔저가 지속될수록 오히려 수출은 사고, 내수는 파는 전략을 권한다.

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.

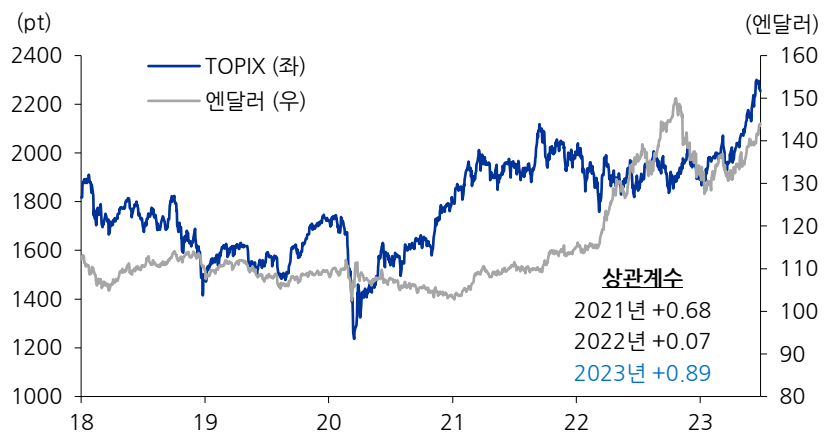
일본 엔화 약세 때
일본 증시 상승

금융시장에 늘 그렇다는 것은 없다. 하지만 일반적으로 엔달러가 상승(엔화 약세)할 때 일본 주식시장은 오르는 경향이 있다. 2023 년 연초 이후 엔달러와 TOPIX 간 상관계수는 +0.89 다(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 2021~22 년 KOSPI 와 원달러 간 상관계수는 (-)다(도표 2).

도표 1. 엔달러 상승(엔저) 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

예컨대 2022 년을 제외하면 2021 년과 2023 년 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.

원엔 하락 때
일본증시가 좀더
강세일 뿐

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



자료: Refinitiv, 유진투자증권

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



자료: Refinitiv, 유진투자증권

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.

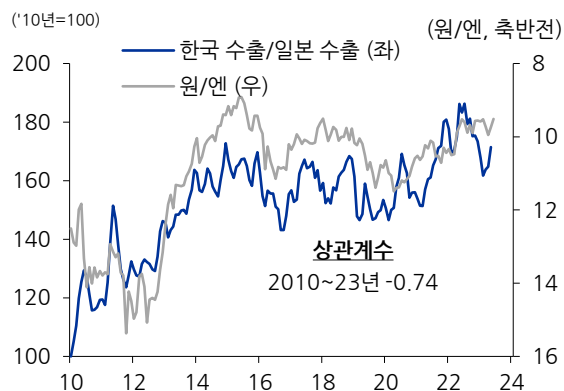
원엔 환율 하락 때
국내 수출/무역수지
개선

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

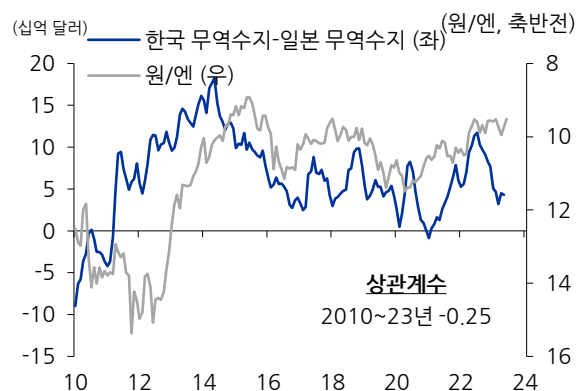
한국과 일본 간 경쟁관계라는 일반적인 인식과는 달리 한국과 일본 수출 사이클은 거의 유사하다(도표 7). 그러나 2011~12년 후쿠시마 원전사태 이후 일본 수출 규모가 정체된 것에 비해 국내 수출은 꾸준히 도약 중이다(도표 8). 국내 수출 경쟁력이 좀더 높아지고 있음을 시사한다(도표 8).

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, 섬유·의복을 제외한 품목에서 수출경합도가 하락했다. 가전/자동차/전기전자/화학 제품에서 더 뚜렷했다.

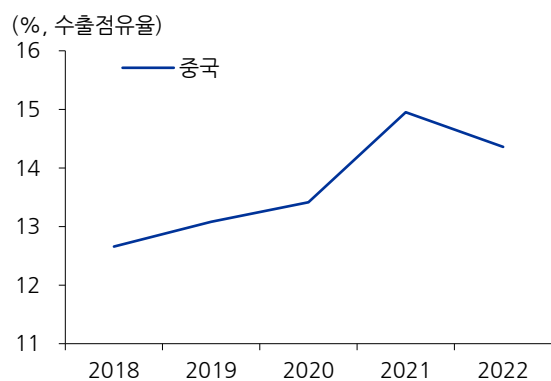
수출 경합도가 떨어진다는 것은 한일 간 수출구조가 달라지고 있거나, 한국 제품 경쟁력이 높아졌음을 의미한다. 글로벌 수출시장에서 중국 수출 점유율이 주춤한 상황에서 일본 대비 한국 수출 점유율은 안정적이다(도표 10~11).

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
총수출	0.48	0.49	0.47	0.46	-0.029

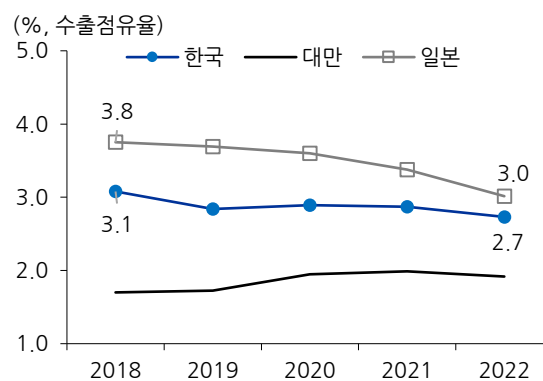
자료: 한국무역협회 (최근 엔화 약세의 우리 수출 영향, 2022/5/6 일)

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

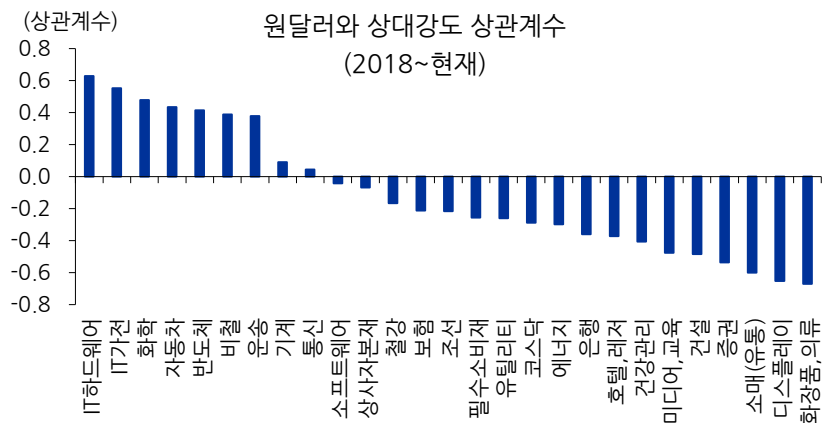
내수를 피하고, 수출을 산다

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 낮다(도표 12).

원화가 엔화보다
강할 때 내수소비
업종을 피해야

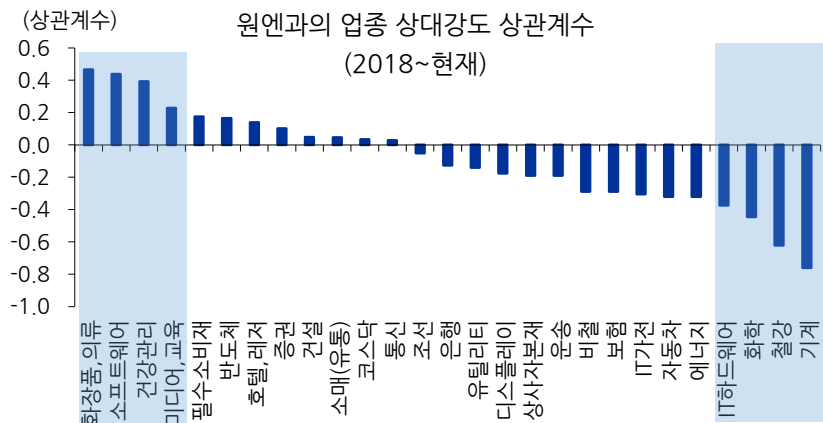
반면 원화가 엔화보다 강할 때 기계/철강/자동차 등 중공업 및 수출 업종이 오히려 양호하다. 반면 원화가 엔화보다 강할 때 부담이 커지는 산업들은 화장품, 미디어, 소비재, 호텔레저 등 소비 관련 산업들이다(도표 13). 엔저 국면에서 관광/여행 등 내수 소비가 상대적으로 약해질 가능성을 반영한 것으로 보인다. 엔저 국면에서는 기계/철강/자동차를 좋게 보고 반면 내수업종을 피할 필요가 있다.

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 3개월 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 저작물로서 모든 저작권은 당사에 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