

Asset Allocation Matters

원화 약세 오버슈팅을 활용한 투자전략

- 미중 무역갈등으로 인한 위안화, 원화 추가 약세 위험. 하지만, 양국 갈등에 대해 극단적 시나리오는 배제하기 때문에 1달러=7위안 선은 지켜질 것으로 예상.
- 미중 무역갈등 탓에 원화 저평가 해소에는 조금 시간이 걸릴 수 있음. 하지만, 현 시점에서 원화 추가 절하보다 절상 잠재력이 높다는 관점으로 대응 권고.
- G3(미국 유로존 중국) 중심 투자 기조 유지하되, 원화 가치 회복 시 한국 증시의 상대 수익률 개선 확률이 높았다는 경험칙을 기회로 활용할 필요. 원화 강세 시 제조업에서는 IT 전반, 철강, 화학, 비제조업에서는 증권, 은행, 헬스케어 등이 긍정적.

최근 외환시장 동향, 원화 약세 배경

3월 이후 원화 약세 지속. 미달러의 원화 환율은 1,120원에서 오르기 시작해서 1,200원에 육박한 상황. 이 같은 원화 약세는 두 국면으로 구별되는데, 먼저 3~4월 원화 나홀로 약세 국면, 그리고 5월 이후 위안화에 연동된 약세 국면임.

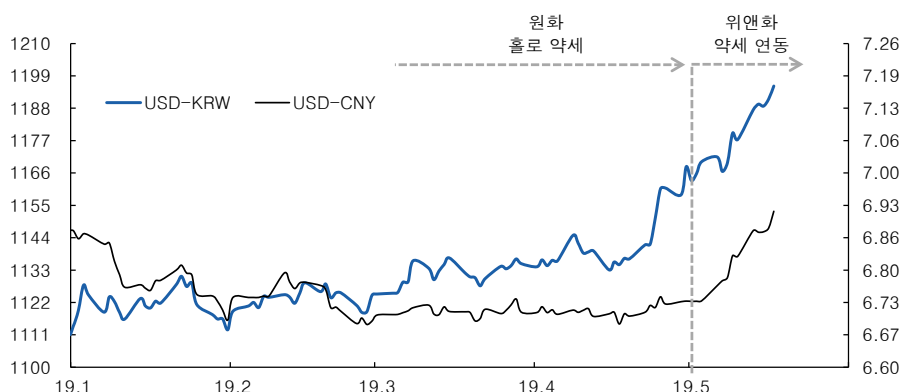
국면 1) 3~4월 원화 나홀로 약세

달러는 1,120원에서 1,160원으로 상승했고, 동 기간 아시아 통화들은 달러 대비 거의 절하되지 않고 안정적으로 유지되었음. 연초 162원이었던 위안화는 4월 말에 172원으로 상승. 원화 나홀로 약세에는 크게 두 가지 이유: 첫째, 반도체가격 하락세를 중심으로 하는 한국 경상수지 흑자 축소 우려, 특히 4월 경상수지의 일시적 적자 전환 가능성이 원화 약세 심리를 자극했고, 둘째, 한국 1사분기 GDP 쇼크를 들 수 있는데, 미국, 유로존, 중국 1사분기 GDP가 기대 이상이었던 상황과 대조적이었던 한국 GDP 감소가 원화 약세를 심화시킨 듯함.

국면 2) 5월 이후 미중 무역갈등 재점화

위안화가 빠른 속도로 절하되었고(1달러 6.73위안→6.94위안(역외환율 기준)), 이에 원화 약세도 빨라져서 달러 값은 1,200원에 근접. 위안화의 원화 환율은 172원 전후 수준을 유지했는데, 위안화 절하와 비슷한 수준의 원화 절하가 진행된 데 따른 것. 이렇게 원화가 민감하게 반응하는 이유는 한국의 대 중국 경제 의존도가 높다는 점도 있지만, 좀더 기저적인 관점에서 보면 외부 충격을 흡수할 만한 경제적 체력이 부족한 현실을 잘 보여주는 의미가 있음.

그림 1. 원화는 3~4월 나홀로 약세 이후 5월 들어 위안화에 연동된 약세



원화 약세, 과거 대비 얼마나 심한가?

과거 원화 약세 시에는 통상적으로 1달러에 100원 이상 상승. 아래 표에서 정리된 대로, 2011년 이후 네 차례 원화 약세기에 원화는 달러 대비 평균 10% 남짓 절하되었음. 이런 과거 경험에 비하면, 올해 현재까지 원화 약세는 달러 대비 6%대로 그리 심한 수준이 아님.

또, 최근 원화 약세가 다른 아시아 통화들보다 더 많이 진행된 것도 과거 경험에 비춰볼 때 특이한 현상은 아님. 한국 금융시장에서 자금을 인출하기 더 좋다는 제도적 이유 등에서 그런 일이 반복적으로 발생하기 때문.

단, 이번 국면이 과거와 조금 차별되는 것은 아시아 통화들이 꽤 안정적이라는 점임. 올해 들어 원화가 미달러 대비 6%대의 절하되는 동안, 아시아 6개국 통화의 미달러 대비 평균 절하율은 1.5% 수준에 그치고 있음. 과거에 아시아 통화들이 1.5% 절하될 때 원화가 약 3% 절하율을 보였던 것에 비해 2배 이상 더 절하된 것임.

그림 2. 원화는 한번 약해지면 1달러당 100원 이상 상승 vs. 현재 상승 폭은 100원에 못 미치는 상황



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 원화 약세 국면에서 원화와 다른 아시아 통화들의 대 미달러 절상/절하율 비교(현 국면 포함)

기간 (년월일)	한국 원(A)	중국 위안	아시아 신흥국 6개 통화							6개국 평균(B)	한국 원화 vs. 아시아 6개 통화	
			대만 달러	인도 루피	인도네시아 루피아	말레이시아 링깃	태국 바트	필리핀 페소	격차 (=A-B)		비율 (=A/B)	
190226 ~190517	-6.43	-3.15	-1.60	+1.15	-3.19	-2.51	-1.40	-1.17	-1.45	-4.98	442%	
원 약세기 평균 (2011년~)	-10.61	-2.04	-5.22	-6.33	-3.23	-9.52	-4.81	-6.17	-5.88	-4.73	180%	
160907 ~161228	-9.72	-4.29	-3.33	-2.74	-2.66	-9.47	-3.89	-6.25	-4.72	-5.00	206%	
150429 ~160225	-13.62	-5.02	-8.18	-8.09	-3.19	-15.71	-8.60	-7.00	-8.46	-5.16	161%	
130111 ~130624	-9.17	+1.21	-4.08	-8.24	-2.97	-6.16	-2.71	-7.38	-5.26	-3.91	174%	
110901 ~111003	-9.91	-0.04	-5.29	-6.23	-4.10	-6.75	-4.04	-4.06	-5.08	-4.83	195%	

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 연초 이후 원화의 대 미달러 절하율 압도적

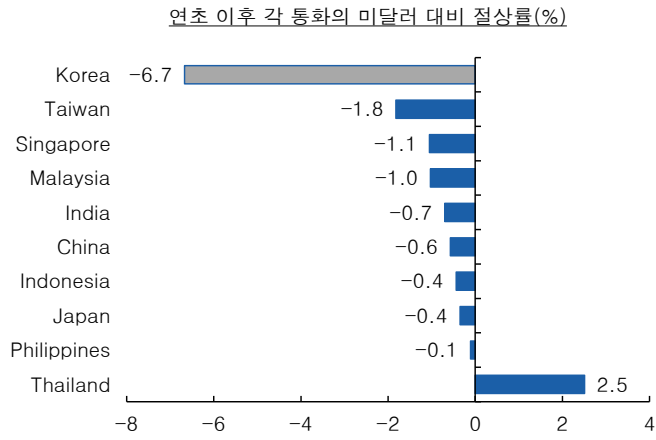
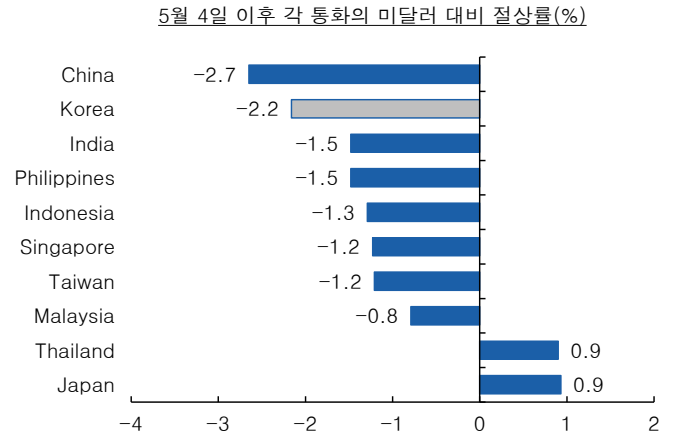


그림 3. 미중 무역갈등 재점화(5월 4일) 이후로는 위안화, 원화 순 약세



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터 / 주: 5월 17일 증가 기준.

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터 / 주: 5월 17일 증가 기준

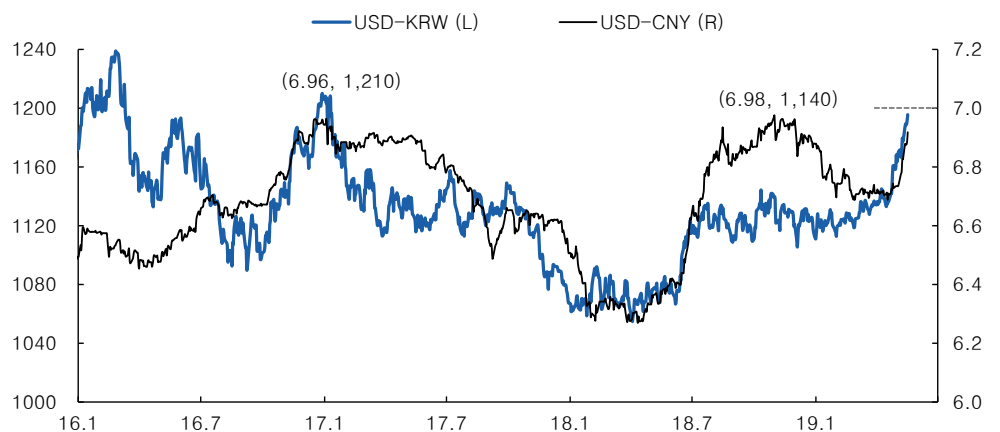
1 달러 1,200 원대 안착? 1 달러=7 위안 지지 여부에 우선 주목

미국의 추가 관세 인상 이후 중국이 강경한 스탠스를 보이고 있어, 미중 갈등이 이전 수준으로 단기간에 완화될 것이라는 기대감을 갖기 어려워졌음. 따라서, 당분간은 위안화 약세에 연동된 원화 약세가 좀더 진행될 위험에 직면.

우선적으로 우리가 생각해 볼 수 있는 것은 1달러 7위안선 지지 여부임. 2016년 12월과 2018년 12월 두 차례에 걸쳐 1달러의 7위안 상향 돌파 시도가 있었으나 깨지지 않았었음. 우리는 미중 무역갈등에 대해 극단적 시나리오는 배제하고 있으며, 온건한 시나리오 하에서는 앞선 두 차례처럼 이번에도 7위안선이 지켜질 가능성에 무게를 둘 수 있을 듯함.

1달러 7위안선은 심리적 지지선으로 인식되고 있기 때문에, 이것이 한번 깨져버리고 나면 이후에는 중국 정부로서도 환율 방어에 애로가 클 수 있으므로, 이왕 방어한다면 1달러당 7위안 아래에서 적극 개입하는 것이 좀더 효율적인 방안이 될 것으로 판단됨.

그림 4. 달러의 원화 환율 상승세 지속? 1달러=7위안 지지 여부가 관건



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

원화 약세/강세와 한국 증시 상대 강도

경험적으로 원화 약세 기에는 한국 증시가 선진국 증시 대비해서 언더퍼폼하는 경향이 강하지만, 신흥국 증시 대비해서는 아웃퍼폼해 왔음: '미국>선진국>한국>신흥국' 순으로 나열됨.

앞서 보았듯이 통화 가치만 보면 원화 약세 기에 원화가 신흥국 통화들보다 더 빨리 약해지지만, 주식시장의 퍼포먼스는 한국이 신흥국보다는 더 우위에 있어, 상대적으로 우월한 거시경제적 펀더멘털이 반영되었다고 볼 수 있음. 그런데, 올해 원화 약세 국면에서는 한국 증시가 신흥국 증시보다 더 약세를 보이고 있어, 최근 원화 약세가 단순히 자금 유출입이 상대적으로 편리하다는 면으로만 볼 수 없는, 좀더 펀더멘털 측면에서의 부정적 인식이 작동하고 있다고 판단됨.

한편, 원화 강세 국면에서는 한국 증시가 선진국 증시 대비 나쁘지 않았었음. 2011년 이후의 경험으로만 보면, 원화 약세 기와 정확히 반대 순서, 즉, '신흥국>한국>선진국>미국' 순으로 증시 퍼포먼스가 나열됨.

따라서, 원화가 강세로 돌아서면 한국 증시 상황이 조금 나아질 가능성을 생각해 볼 수 있음. 우리는 하반기에 ① 연준 QT 종료로 인한 달러 잉여 유동성 확대 전환, ② 유로존 경기 안정화 및 반등으로 인한 유로화 회복 압력, ③ 한국 수출 개선으로 인한 원화 가치 회복 압력 등으로 원화 가치 회복 가능성을 높게 보고 있음. ④ 미중 무역갈등이 극단적으로 가지 않는다면 이런 변화들을 기대할 수 있을 것으로 판단되며, 만약 미중 무역협상 합의가 도출된다면 위안화 절상과 함께 원화 절상도 탄력적으로 진행될 수 있을 것임.

표 2. 과거 원화 약세/강세 국면에서 지역별 주가 상승률(로컬 통화 기준)

원화 약세 기					원화 강세 기				
기간 (년월일)	한국	미국	선진국	신흥국	기간 (년월일)	한국	미국	선진국	신흥국
190226~	-8.3	+2.3	+1.8	-4.5	??				
원 약세기 평균 (2011년~)	-6.6	-2.0	-3.2	-12.4	원 강세기 평균 (2011년~)	+9.7	+8.7	+9.6	+12.2
160907~161228	+0.7	+2.7	+3.8	-4.8	161228~170327	+8.1	+4.3	+3.6	+8.8
150429~160225	-11.9	-8.2	-12.2	-22.0	160225~160421	+6.2	+7.3	+7.4	+10.7
130111~130624	-11.2	+6.6	+3.9	-12.2	130624~131023	+16.2	+11.6	+12.5	+14.1
110901~111003	-4.1	-9.0	-8.1	-10.5	120525~130111	+8.3	+11.7	+15.0	+15.4

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

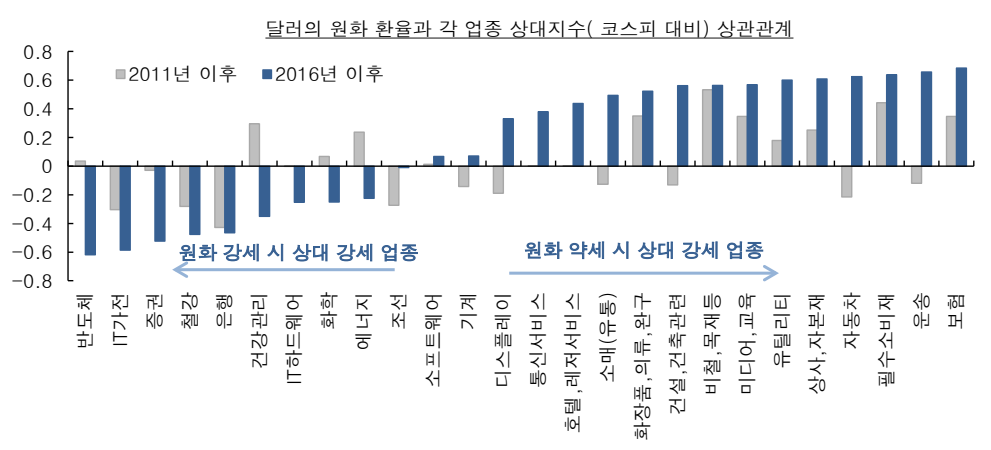
원화 약세/강세와 한국 증시 투자전략

원화 약세 국면에서는 방어적 섹채의 업종이 상대 강세를 띠는 경향. 필수소비재, 유틸리티, 통신 서비스 등이 대표적인 섹터인데, 이들의 사업구조를 감안하면 원화 약세가 기업이익에 좋을 것이 없으나 원화 약세 시 한국 증시가 좋지 않은 상황에 디펜시브 섹터로서 상대 퍼포먼스는 좋을 것. 그 외에 보험, 운송 등의 섹터가 원화 약세 기에 아웃퍼폼 했으며, 최근 3년간은 자동차 섹터도 방어적 역할을 하고 있음이 확인됨.

반대로, 원화 강세 국면은 경기 민감 섹터들의 아웃퍼폼 구간. 전통적으로 원화 강세 기에 상대 수익률이 높았던 섹터는 은행, 철강, 가전 등이었는데, 최근 3년간 경험치만 보면 IT 전반, 증권, 헬스케어 등의 업종도 이 부류에 포함시킬 수 있음.

이런 내용들을 고려하면, 당장은 원화 약세 시 아웃퍼폼 섹터 비중을 늘려서 수익률 방어를 꾀할 수 있을 것이나, 우리는 현 상황에서 원화의 추가 절하보다는 절상 잠재력이 더 크다고 보기 때문에 원화 강세 시 경험적 아웃퍼폼 섹터에 좀더 관심을 두고 비중을 늘려 나갈 것을 권고함.

그림 5. 원화 강세 때는 IT 전반, 증권, 은행, 철강 등, 원화 약세 때는 보험, 운송, 필수소비재 등이 아웃퍼폼



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.