

2024년 4월 17일

KIWOOM 이슈 분석

키움증권 리서치센터 투자전략팀 | Strategist 한지영 hedge0301@kiwoom.com

고환율 플레이북: 피할 수 없다면 이렇게

SUMMARY

- ✓ 지금 원/달러 환율은 오버슈팅된 측면이 있지만 조기에 1,200 원대로 레벨 다운되기 어려울 것. 하지만 과거의 고환율 시기와 달리, 무역수지도 흑자이며 주요 교역국들도 경기 모멘텀도 양호한 상황 속에서 발생
- ✓ 이는 국내 수출 업종들로 하여금 환율 효과를 누릴 수 있게 만드는 동력으로 작용할 것이며, IT, 자동차, 기계 업종을 중심으로 환율 상승에 따른 영업이익률 개선 효과가 발생할 것으로 전망
- ✓ 중동발 지정학적 리스크, 연준의 통화정책 불확실성 등이 증시 변동성을 확대시키는 구간에 있지만, 이 같은 변동성 국면을 활용해 상시 업종에 대한 비중 확대 전략이 현 시점에서는 대안이 될 것

전일 국내 증시는 2%대 급락했다. 코스피는 연간 고점이었던 2,759.09pt(3월 26일) 대비 약 5% 하락한 상태이긴 하나, 체감 상으로는 10% 이상의 극심한 가격 조정을 맞은 분위기다. 조정을 유발한 것은 이스라엘과 이란의 확전 우려에 따른 인플레이션 불확실성, 연준의 금리인하 기대감 후퇴에 따른 미국 금리 상승의 충격이 있겠지만, 원/달러 환율 급등세의 영향도 큰 영향을 가한 것으로 보인다.

어제만 해도 원/달러 환율은 장중 1,400원대를 터치하는 등 하루만에 10원이상 또 올랐다. 외환당국이 공식적으로 구두 개입을 하면서 장 후반 상승폭을 일부 반납하며 1,394원대로 마감했지만, 극적인 하향 안정을 기대하기도 어려운 형국이다.

“금융시장은 미인대회”라는 격언이 있다. 경제학자 케인즈가 제시한 이 ‘미인 투표’라는 개념은 미인을 선발하는 투표에 참여하게 됐을 때 투표자 본인 기준에서 가장 미인으로 보이는 사람이 아니라 전체 투표자들이 가장 미인이라고 생각할 만한 후보자에게 투표한다는 것을 의미한다. 현재 시장 참여자들은 원/달러 환율 상승(원화 약세)이 이어질 것이라는 데 믿음을 갖다 보니, 그 과정에서 “자기실현적 예언”이 강화되면서 환율 오버슈팅이 나오고 있다.

단기간에 환율이 위로 크게 튈 성격이 있으므로, 일정부분 되돌림 현상이 나타날 수 있을 것이다. 하지만 연준의 통화정책 전환 시점을 둘러싼 불확실성이 6월 FOMC까지 이어질 수 있는 만큼, 당국의 대규모 실개입이 있지 않는 이상 빠르게 하향 안정되기 보다는 1,300원대 레벨에서 당분간 머물러 있을 것으로 보인다. 통상적으로 “고 환율 = 주식시장 약세”라는 인식이 있다 보니, 현재의 원/달러 환율 상승은 시장참여자들로 하여금 주식비중을 줄이고 갈지를 고민하게 만들고 있다.

그러나 반도체, 자동차, 기계 등 수출 업종들에게는 현재와 같은 고환율은 기회 요인이 될 수 있다고 판단한다. 과거 고환율 시기는 리먼 파산, 버블 붕괴와 같은 초 대형 위기가 수반된 시기였던 반면, 현재는 전반적인 한국 펀더멘털이 양호한 상태이기에 오히려 기업 이익에 긍정적인 영향을 줄 수 있기 때문이다.

직관적으로 환율 효과를 생각해보면 될 것이다. 반도체, 자동차 등 주요 대기업들의 올해 연간 원/달러 환율 전망치는 대략 1,290~1,300원 레벨로 추정된다(기업들이 주로 참고하는 한국금융연구원의 ‘24년 원/달러 환율 전망치가 1,297원). 블룸버그 컨센서스 상 원/달러 환율 전망치를 봐도 비슷한데 2분기말 원/달러 환율 컨센서스는 1,320원대로 형성됐다. 적어도 1~2분기까지는 수출 기업들이 누릴 수 있는 환율 효과가 기존에 예상했던 것보다 연장될 수 있음을 시사한다.

원/달러 환율 상승이 시차를 두고 해외 시장에서 국내 기업들의 달러 등 해외 통화 수출 금액 확대를 만들어 내는 것이 바로 여기에서 기인한다. KDI의 환율 변동이 수출입과 무역수지에 미치는 영향(2022.10)에서도 원/달러 환율이 1% 상승 시 단기적으로 수출은 0.5%, 수입은 0.7% 감소하지만, 중기적으로는 수출이 0.5% 증가하며 수입은 0.3% 감소하는 것으로 집계된 점을 참고해볼 필요가 있다.

물론 수출 부진 및 수입 증가로 무역수지가 악화되서 발생하는 원/달러 환율은 기업들의 채산성을 악화시킬 수 있기는 하다. 하지만 현재 한국의 무역수지는 10개월 연속 흑자기조를 이어가고 있으며, 수입물가는 3월 기준 -0.7%(YoY)를 기록하는 등 과거 무역수지 적자 및 수입물가 상승시기에 나타난 원화 약세 당시와 차별화되고 있다는 점에 주목해야 한다. 또 미국 경기 전망이 노랜 당 내러티브로 바뀌고 있으며, 중국의 지표도 최악을 벗어나는 등 핵심 고객국가인 G2의 제조업 수입 수요 호전은 한국의 수출 및 이익 모멘텀에 도움이 될 것이라는 점도 참고해볼 만하다.

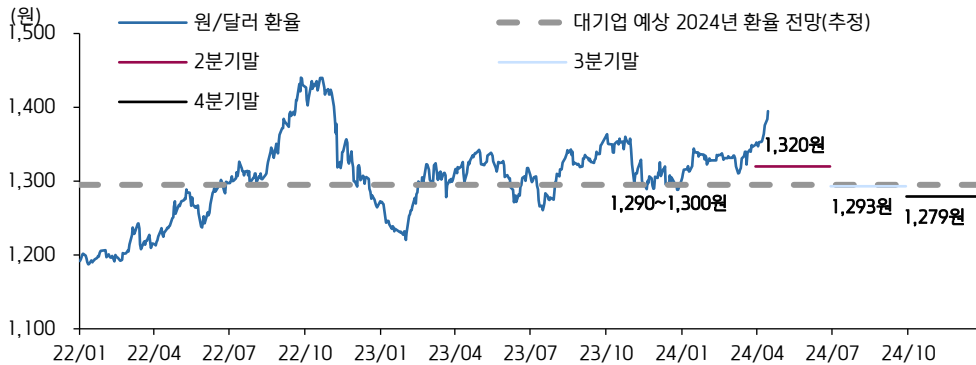
이 같은 환율 효과는 반도체 등 IT, 자동차, 기계와 같은 업종을 중심으로 수혜를 누릴 것으로 예상된다. 2019년말 KITA 데이터 기준으로 원/달러 환율 상승에 따른 영업이익률 변동요인(매출 증가율-매출원가 증가율, 2010~2019년)을 분석해보면, 원/달러 환율 10% 상승 시 제조업체 전반에 걸쳐 영업이익률이 평균 1.3%p 개선됐다.

원/달러 환율 상승(원화 약세)이 "수입 원재료비 증가에 따른 영업이익률 감소"를 만들어내는 영향보다 "수출액 증가에 따른 영업이익률 개선"을 만들어내는 영향이 컸다는 의미이다. 이중 기계 및 장비(3.5%p), 컴퓨터, 전자 및 광학기기(2.5%p), 운송장비(2.4%p) 순으로 제조업체들의 영업이익률이 개선폭이 높았다는 점에 주목할 필요가 있다(수출 비중은 높지만 수입 중간비 비중은 낮은 업종).

결론을 이야기하자면 이렇다. 현재 원/달러 환율은 오버슈팅된 측면이 있지만 조기에 1,200원대로 레벨 다운되기는 어려워 보인다. 그럼에도 과거의 고회환 시기와 달리, 무역수지 흑자 기조이며 주요 교역국의 경기 모멘텀도 양호한 상황에서 발생한 것이라는 점에 무게중심을 두어야 한다.

이는 국내 수출 업종들로 하여금 환율 효과를 누릴 수 있게 만드는 동력으로 작용할 것이며, IT, 자동차, 기계 업종을 중심으로 환율 상승에 따른 영업이익률 개선 효과가 발생할 것으로 전망한다. 중동발 지정학적 리스크, 연준의 통화정책 불확실성 등이 국내 증시 변동성을 확대시키는 구간에 있지만, 이 같은 변동성 국면을 활용해 상기 업종에 대한 비중 확대 전략이 현 시점에서는 대안이 될 것이다.

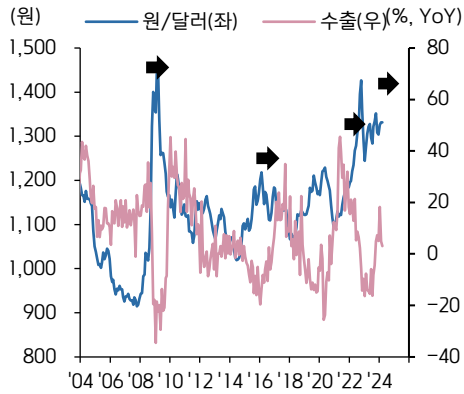
원/달러 환율은 1,400원대에 근접. 이미 연초 대기업들이 가정한 연간 평균환율 전망치(1,290원~1,300원)를 웃돌고 있으며, 블룸버그 컨센서스 상 2분기 전망치(1,320원)도 상회하고 있는 실정. 하지만 예상보다 높은 고환율은 수출 기업들에게 기회 요인이 될 지도



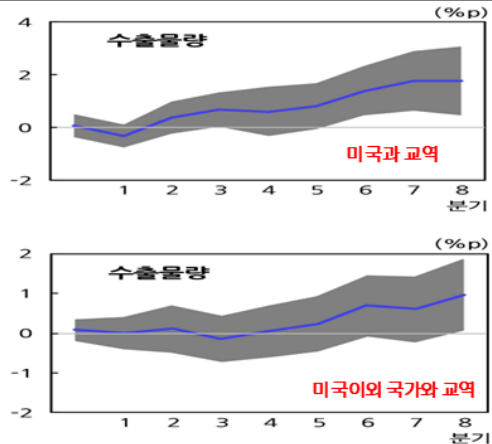
출처: Bloomberg, 한국금융연구원, 키움증권 리서치센터

환율 상승은 시차를 두고, 외국통화 수출금액 증대 효과를 유발

원/달러 환율이 수출에 미치는 영향

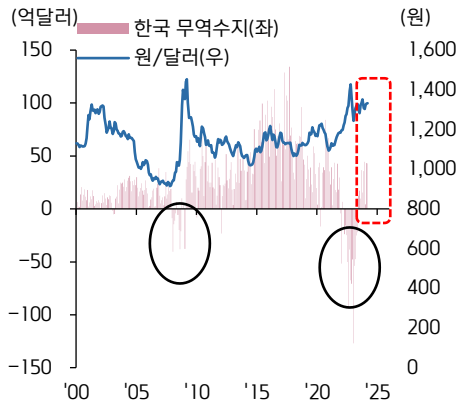


출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

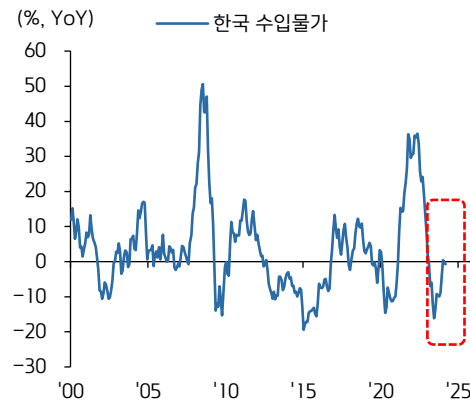


출처: KDI, 키움증권 리서치센터

과거처럼 무역수지가 악화되면서 환율 상승이 일어난 것이 아닌, 무역수지가 호전되면서 환율 상승이 일어난 것은 한국의 펀더멘털에는 별 다른 문제가 없음을 시사(왼쪽), 수입물가도 이전에 비해 높지 않다는 점도 기업들의 채산성 유지 요인(오른쪽)

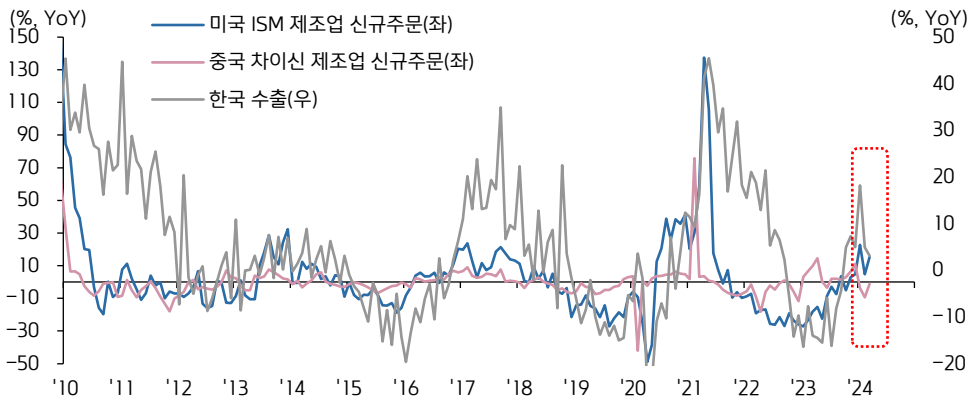


출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



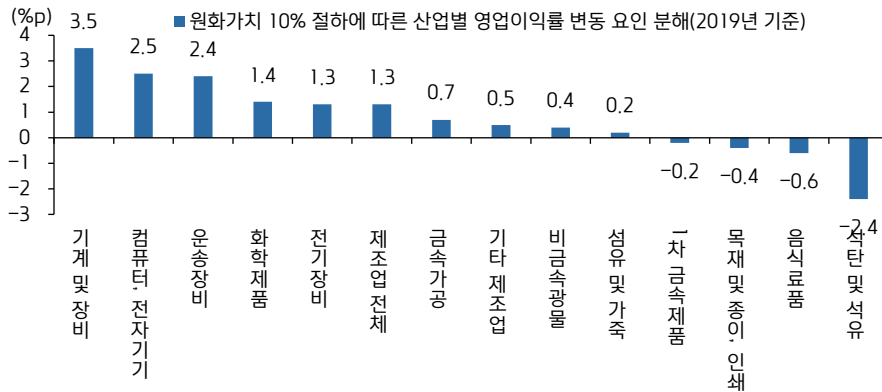
출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 경기 전망이 노랜딩 내러티브가 형성되고 있으며, 중국의 지표도 최악을 벗어나는 등 핵심 고객국가인 G2의 제조업 수입 수요 호전은 한국의 수출 및 이익 모델에 도움이 될 것



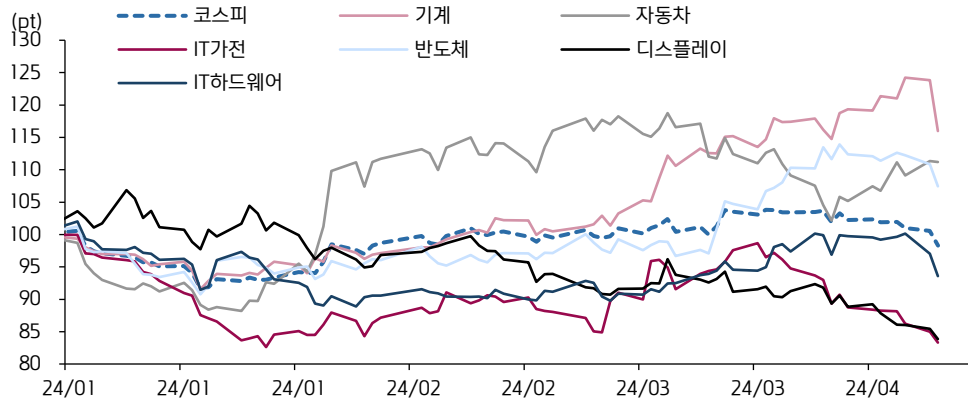
출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

원화가치 10% 절하에 따른 산업별 영업이익률 변동요인(2019년 기준): 기계, IT, 자동차 등 주력 수출업종의 실적 개선 가능성



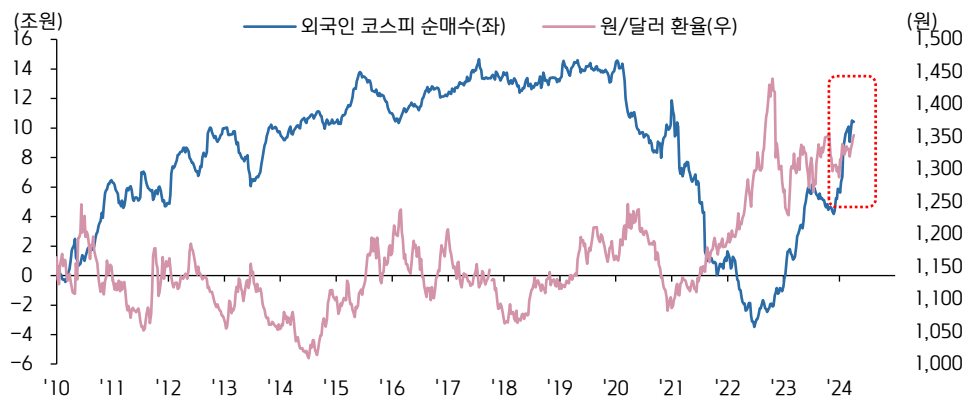
출처: KITA, 키움증권 리서치센터

연초 이후 주력 수출업종들의 주가 추이



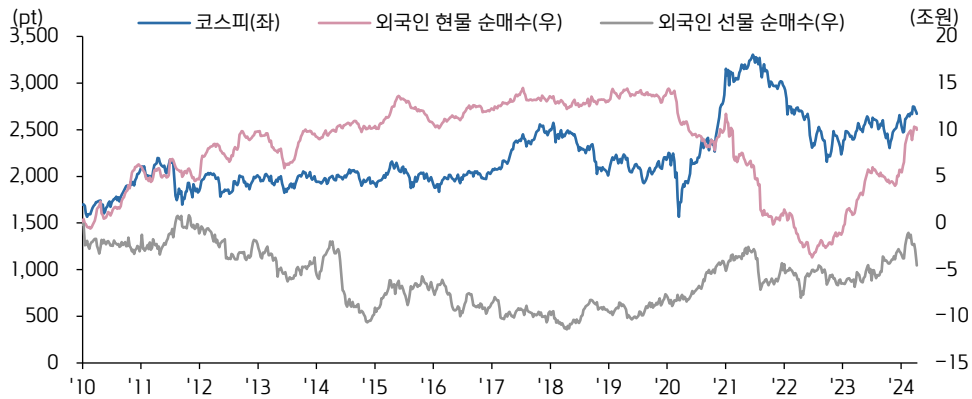
출처: KITA, 키움증권 리서치센터

최근 원/달러 환율 상승기에 과거와 달리 외국인들의 코스피 순매수가 이어지고 있다는 점도 이와 무관하지 않을 것



출처: Quantwise, 키움증권 리서치센터

지난 며칠 간 외국인의 선물 순매도가 나타나고 있다는 점은 신경쓰이긴 하나, 코스피의 방향성은 외국인 선물보다는 외국인 현물 순매수와 더 깊은 관련이 있다는 점에 주목



출처: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.