



동양 투자전략의 눈 이재만 애널리스트입니다.

(02)3770-3598

jaemahn.lee@tongyang.co.kr



동양증권

## 2,000pt 돌파. 그 이후의 모습은

Market Analyst

이재만

02-3770-3598

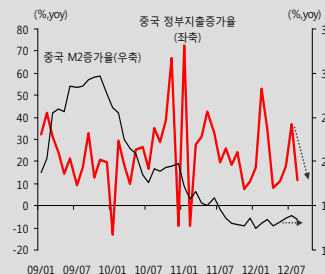
jaemahn.lee@tongyang.co.kr

### 주요 중앙은행 자산규모 추이



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

### 중국 정부지출과 M2증가율



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터



### Why This Report

KOSPI가 지난 5/2일 이후 처음으로 2,000pt를 넘어서는 모습을 보이고 있습니다. ECB와 Fed의 힘이 정말 강해진 한 것 같습니다. 이제부터 투자자들이 궁금해 할 수 있는 부분은 2,000pt를 넘어선 이후에 어떤 것들이 남아 있느냐는 것입니다. 정책, 지표, 수급에 대한 점검이 필요한 것 같습니다. 금일 자료는 세 부분에 대한 점검을 통해 추가적인 상승 여부를 판단해 보도록 하겠습니다.

### Investment Point

#### 일본과 중국이 자극 받을 가능성이 있음

- ▶ 일본 9/18~19일 BOJ 통화정책회의를 통해 유럽, 미국에 이어 유동성 확장 대열에 동참할 가능성이 높다고 판단. 엔화강세 저지를 위해 자산 매입프로그램 규모 확대 또는 외환시장 개입 가능성 높음
- ▶ 중국도 경제주체들의 심리는 이미 크게 위축되고 있고, 실물경기지표는 부진함을 면치 못하고 있어 추가적인 대책이 필요한 시점. 10월 중순 정권교체 이후 본격화 될 가능성 높음

#### 당분간 글로벌 유동성 확장 기대와 나쁘지 않은 경제지표 조합

- ▶ 글로벌 유동성 확장과 더불어 월말에 발표될 미국의 주택관련 지표들이 회복세를 보일 가능성 높음. 당분간은 [유동성 확장-경제지표 개선]이라는 조합이 국내를 비롯한 글로벌 증시를 견인할 것으로 판단
- ▶ 과거 QE1과 QE2 실행 당시 국내 증시에서 미국계 자금이 순매수를 기록했다는 점에서 향후 순유입으로 전환될 가능성이 높음(최근 6개월 연속 순매도 기록)

#### 유동성 랠리+α

- 단기 금등 부담 보다는 글로벌 유동성 확장과 경제지표 개선 조합 주목
- 미국계 자금 국내 증시 유입 예상, 미국 주택경기 지표 견조한 흐름 유지

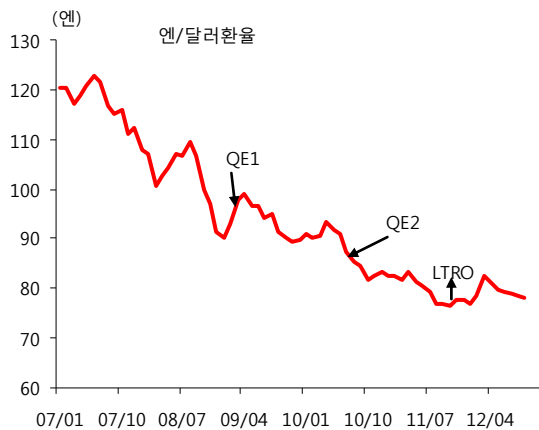


## 끝나지 않은 양적완화정책(1) 일본이 남아 있고

ECB OMT(Outright Market Transactions)에 이어 Fed까지 QE3를 발표하면서 유동성 확장을 통해 유럽은 재정위기 확산 위험을, 미국은 경기를 방어하겠다는 의지를 표명했다. **일본 9/18~19일 BOJ 통화정책회의를 통해 유럽, 미국에 이어 유동성 확장 대열에 동참할 가능성이 높다고 판단된다.**

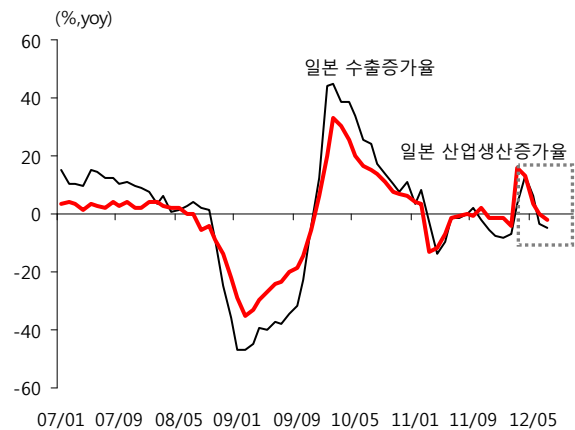
ECB와 Fed의 확장통화정책으로 일본 엔화의 강세가 나타날 가능성이 있기 때문이다(그림1). 현재 일본의 수출과 산업생산 등은 지속적으로 위축되는 모습을 보이고 있다(그림2). 글로벌 경기 둔화 영향도 있겠지만, 엔화강세도 일정부분 영향을 주고 있는 상황이다.

[그림1] 일본은 엔화강세 방어를 위해 BOJ가 나설 가능성 높음



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림2] 일본 경기도 만만치 않게 어려운 상황



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

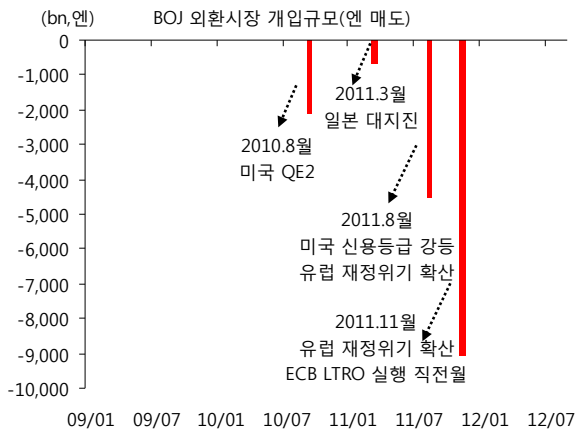
물론 이전 양적완화정책 구간에 비해 경기와 위험 수준이 상대적으로 양호하기 때문에 안전자산인 엔화의 강세가 이전 구간에 비해 강하게 나타나지는 않을 것으로 판단된다.

하지만 Fed의 QE와 ECB의 LTRO 실행 당시 BOJ가 외환시장 개입(엔화 매도)을 통해 엔화강세를 방어했다는 점을 감안 시 금변에도 엔화가치 방어를 위해 **BOJ가 외환시장 개입(2011년 11월 이후 직접적인 외환시장 개입은 없었음)이나 자산매입프로그램 한도 상향 조정(현재 70조엔, 5~10조엔 정도 한도 상향 조정 가능) 등과 같은 양적완화정책을 취할 가능성이 높아 보인다.**

Fed와 ECB의 자산규모를 보면 2009년초 대비 현재 각각 45%와 61% 증가했지만, BOJ의 경우 같은 기간동안 25% 증가하는데 그쳤다. BOJ의 추가적인 양적완화정책 실행 가능성이 높아 보이는 이유 중 하나다.

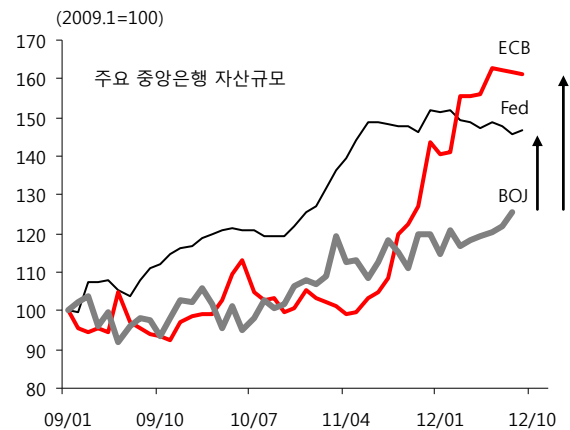
과거 경험상 [엔화 약세-원화 강세]로 인한 국내 수출주에 대한 우려보다는 글로벌 유동성의 추가적인 확장이라는 긍정적인 모멘텀이 먼저 국내 증시에 반영될 것으로 판단된다.

[그림3] 일본 양적완화정책(1): 외환시장 개입



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

[그림4] 일본 양적완화정책(2): 자산매입프로그램 한도 상황



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

## 끝나지 않은 양적완화정책(2) 중국도 남아 있고

중국도 ECB와 Fed의 양적완화정책에 자극을 받을 가능성이 있다. 중국 경제주체들의 심리는 이미 크게 위축되고 있고, 실물경기지표는 부진함을 면치 못하고 있어 중국 정부도 이에 대한 추가적인 대책이 필요하기 때문이다.

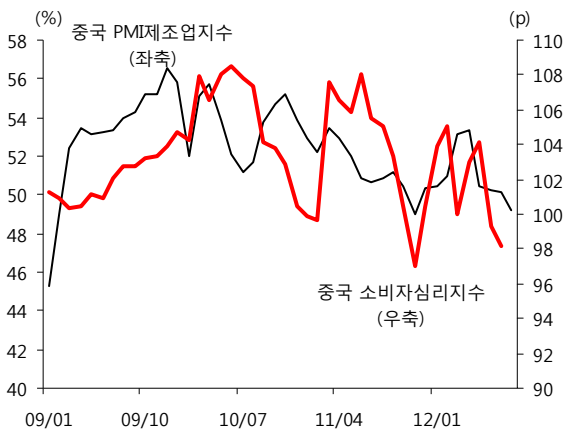
중국 소비자심리지수는 2개월 연속 하락하며 2011년 11월 이후 최저 수준을 기록하고 있고, 중국 PMI제조업지수도 4개월 연속 하락하며 연중 최저 수준을 기록했을 뿐만 아니라 재차 위축 국면(50 이하)으로 진입했다 (그림5).

다양한 충수요 확대 정책에도 불구하고 수요가 크게 개선되지 못하고 있어 실물경기도 부진한 상황이다. 소매판매증가율(YoY)은 5~8월 13%대에서 정체된 모습을 보이고 있고, 8월 산업생산증가율(YoY)은 8.9%로 2009년 5월 이후 가장 낮은 수준까지 하락했다. 중국 운송량 및 물동량과 재고순환지표(출하 YoY%-재고 YoY%)도 지난 2월을 정점으로 하락세를 면치 못하고 있다 (그림6).

심리와 실물경제지표 부진이 지속되면서 2분기 GDP성장률(YoY) 저점에 대한 신뢰도 크게 낮아지고 있다. 3분기 GDP성장률 전망치가 2분기(7.6%) 보다 다소 높은 수준이긴 하지만 최근 전망치가 지속적으로 하향 조정되고 있어 안심하긴 이르다.

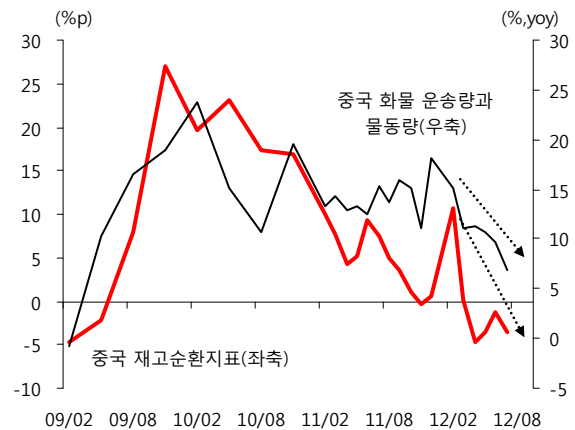
1년 만기 대출금리 인하를 단행한 6월 3분기 GDP성장률은 8.3%에서 현재 7.7%로 하향 조정됐다. 4분기 GDP성장률도 6월 8.4%에서 현재 8.2%까지 낮아졌다(그림7).

[그림5] 정책 발표에도 불구하고 체감경기 지표 하락 지속



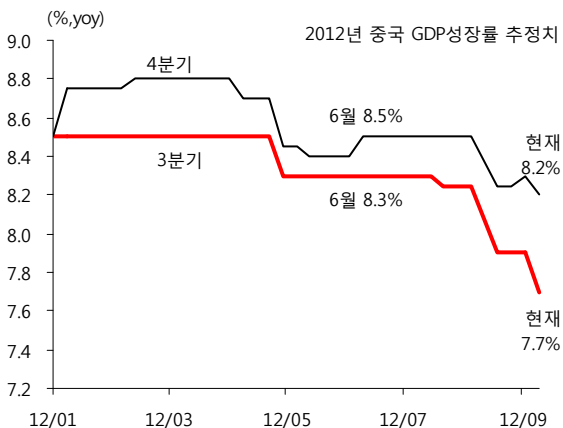
자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

[그림6] 실물경기도 나아질 기미를 보이지 않고 있는 상황



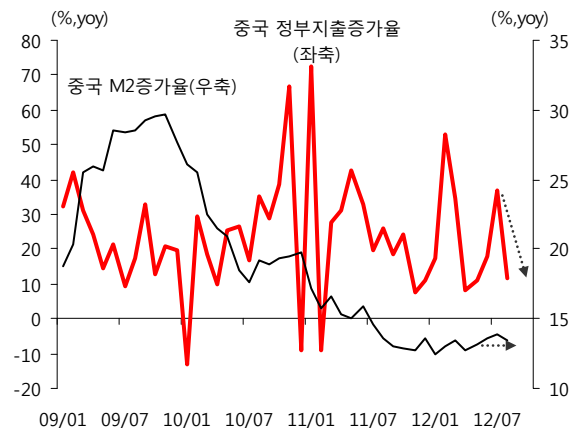
자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

[그림7] 2분기 경기저점에 대한 신뢰도 높지 않은 상황



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림8] 좀 더 강력한 확장정책 시사와 실행이 필요한 시점



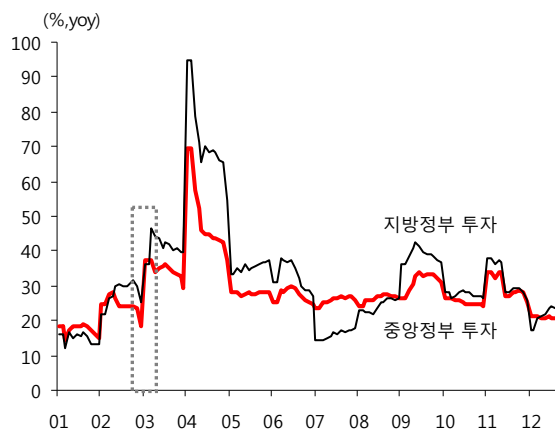
자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

좀 더 강력한 통화 및 재정 확장정책이 요구되는 시점이다. 최근 인프라 투자를 중심으로 한 재정지출 정책을 발표했지만 중국 정부의 재정지출은 오히려 감소했고, 두 차례에 걸친 대출금리 인하에도 불구하고 M2증가율(YoY)은 13%대에서 정체된 모습을 보이고 있다(그림8). 추가적인 확장정책의 필요성이 충분히 강조될 수 있고, 발표에 대한 기대가 높아질 수 있는 시점이다.

중국은 큰 정치적 이벤트가 남아 있고, 이 과정에서 신정부가 들어설 것이다. 10월 중순경 (10/15~10/18일) 열릴 예정인 제18차 공산당 전국대표대회를 통해 정권교체 이후 재정 및 통화 정책은 구체적으로 가닥을 잡을 가능성이 높다.

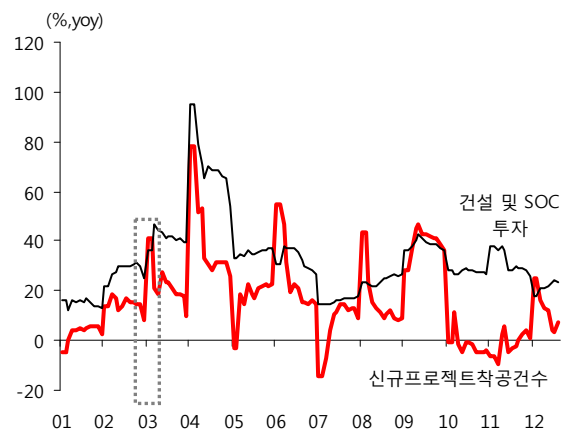
중장기적으로는 소비중심 성장 기조에는 변함이 없겠지만, 신정부 집권 초기에는 투자확대를 통해 정부주도의 수요창출에 심혈을 기울일 것으로 판단된다. 2002년 4분기 장쩌민에서 후진타오로 정권교체 이후 정부주도형 투자가 급증했다는 점이 이를 반증하고 있다(그림9와 그림10 점선, 계절적인 영향도 반영된 것으로 판단).

[그림9] 중국 신정부 집권 초기 정부 주도형 투자증가(1)



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

[그림10] 중국 신정부 집권 초기 정부 주도형 투자증가(2)



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

## 글로벌 유동성 확장과 나쁘지 않은 경제지표들이 조합을 이룰 수 있는 국면

ECB와 Fed의 양적완화정책에 이어 일본과 중국의 추가적인 확장정책이 예상되고 있어 글로벌 유동성 확장 정책 공조 강화와 글로벌 유동성의 추가적인 증가가 기대된다(그림12). 글로벌 유동성 확장과 더불어 월말에 발표될 미국의 주택관련 지표들이 회복세를 보일 가능성이 높다 (Table1).

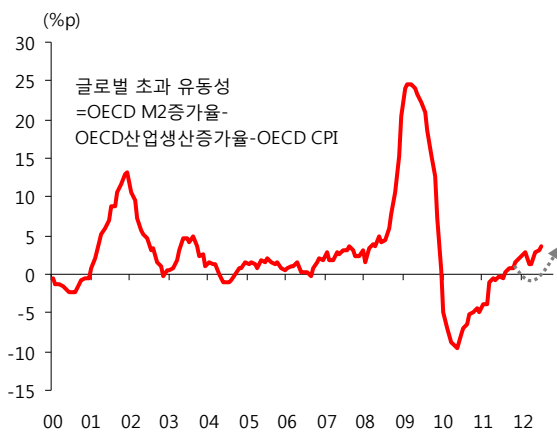
당분간은 [유동성 확장-경제지표 개선]이라는 조합이 국내를 비롯한 글로벌 증시를 견인할 것으로 판단된다. 따라서 KOSPI가 2,000pt 돌파 이후 단기 급등에 대한 부담은 상존하고 있지만, 추가적인 상승 시도가 전개될 수 있다고 판단하는 이유 중 하나다.

특히 미국계 자금의 추가적인 유입 가능성이 높아 보인다는 점도 긍정적이다. 지난 7월 말 ECB 드라기 총재의 적극적인 유럽 재정위기 대응 발언 이후 8월 국내 증시에 유입된 외국인

자금은 유럽계 자금이었다. 8월 국내 증시 유럽계(영국 포함) 순매수 금액은 4조 7,000억원이었던 반면 미국계 자금은 오히려 2,800억원 순매도를 기록했다.

**과거 QE1과 QE2 실행 당시 국내 증시에서 미국계 자금이 순매수를 기록했다라는 점에서 향후 순유입으로 전환될 가능성이 높다.** 특히 QE 실행 당시 전반적으로 국고채 금리가 상승(국채 가격 하락)했다는 점을 감안 시 주식시장(유동성 프리미엄으로 PER Rerating)의 투자매력이 보다 높아질 가능성이 있어 유동성이 증시로 유입될 것으로 판단된다. 수급 상황도 국내 증시의 추가적인 상승에 우호적인 환경을 조성할 것으로 보인다.

[그림11] 글로벌 초과유동성 재확장 국면 진입



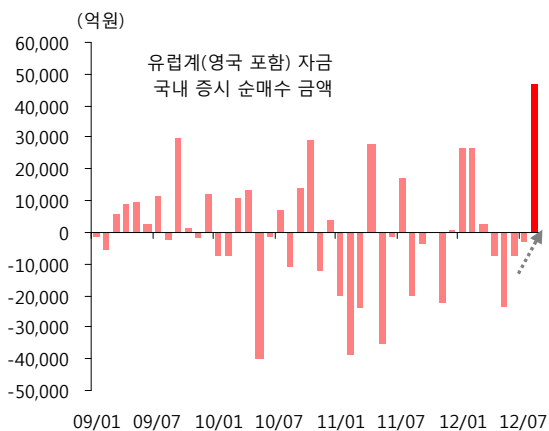
자료: OECD, 동양증권 리서치센터

[Table1] 견조한 흐름을 유지할 것으로 보이는 미국 주택경기

| 발표일<br>(한국 시간) | 지표                       | 이전      | 금월(전망치) | 개선 여부 |
|----------------|--------------------------|---------|---------|-------|
| 9/18일          | NAHB 주택시장지수              | 8월 37   | 9월 38   | 상승    |
| 9/19일          | 주택착공건수<br>(단위: 천)        | 7월 746  | 8월 765  | 증가    |
| 9/19일          | 건축허가건수<br>(단위: 천)        | 7월 812  | 8월 765  | 감소    |
| 9/19일          | 기존주택매매<br>(단위: 백만)       | 7월 4.47 | 8월 4.56 | 증가    |
| 9/25일          | 케이스-실러지수<br>(단위: %, MoM) | 6월 0.94 | 7월 -    | -     |
| 9/26일          | 신규주택매매<br>(단위: 천)        | 7월 372  | 8월 382  | 증가    |

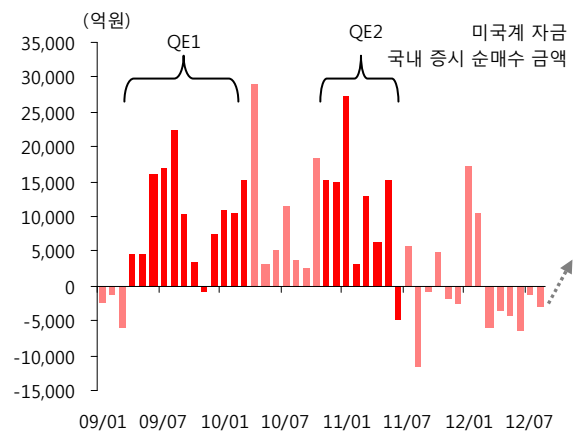
자료: Bloomberg 전망치 기준, 동양증권 리서치센터

[그림12] 지난 8월 유럽계 자금 국내 증시로 유입



자료: 금융감독원, 동양증권 리서치센터

[그림13] QE 실행으로 미국계 자금 순유입 전환 예상



자료: 금융감독원, 동양증권 리서치센터

글로벌 유동성 확장과 경기모멘텀 개선 국면에서 강세를 보일 수 업종 중 현재 외국인 시총비중이 과거 QE 실행 국면에 비해 상대적으로 낮은 업종이 유망해 보인다. 대표적으로 화학과 건설업종이 여기에 해당한다.

\* 화학업종은 QE1과 QE2 실행 국면에서 외국인 시총비중 평균 각각 24%와 28%, 최대 26%와 29%. 현재 27% 수준

\* 건설업종은 QE1과 QE2 실행 국면에서 외국인 시총비중 평균 25%, 최대 29%와 27%. 현재 20% 수준

\* 금융업종은 QE1과 QE2 실행 국면에서 외국인 시총비중 평균 각각 36%와 34%, 최대 39%와 35%. 현재 34% 수준 특히 은행업종의 경우 현재 외국인 시총비중은 16%로 QE1과 QE2 실행 국면 평균치인 44%와 40%에 크게 미달