



東洋臥龍 조병현입니다.

☎ (02)3770-3595

✉ byunghyun.cho@tongyang.co.kr

기대만큼 뜨겁지 않은 QE3 영향력, 그 이유는?

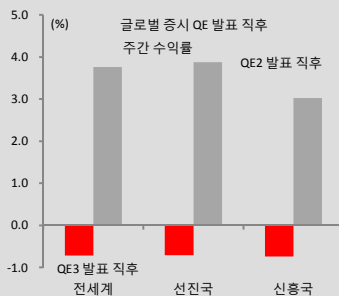
Market Analyst

조병현

02-3770-3595

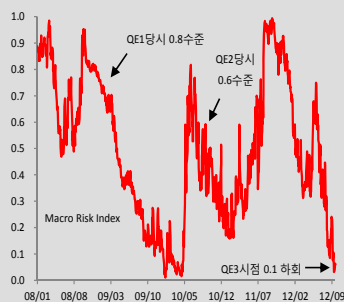
byunghyun.cho@tongyang.co.kr

QE 발표 직후 주가 수익률



자료: 동양증권 리서치센터

QE 단행 시점과 MRI 지표 추이



자료: 동양증권 리서치센터



Why This Report

QE3가 발표된 직후 글로벌 증시는 뜨겁게 환호하는 모습을 보였습니다. 그러나 그로부터 1주일의 시간이 더 흐른 지금, 증시는 추가적인 상승을 보이지 못하고 있습니다. 스페인과 그리스에 대한 우려가 있다고는 하지만 이미 사전적으로 상당부분 알려진 소재인 만큼 QE의 긍정적인 효과를 무효화시킬만한 소재는 아니라고 볼 수 있는데, 글로벌 증시는 왜 이처럼 미온적인 반응을 보이고 있는 것일까요?

Investment Point

QE3에 대한 증시 반응이 미온적이다

- ▶ 2010년 잭슨홀에서 버냉키 의장이 QE2를 발표한 이후 1주일간 글로벌 증시는 +3.8%의 상승을 기록
- ▶ 반면, 지난 한주간 MSCI 전세계 지수는 -0.7%로 오히려 하락하는 모습을 보임

QE3의 초기 반응이 미온적인 이유는?

- ▶ QE 단행 직후 가장 먼저 기대되는 증시 효과는 유동성 랠리이나 지금은 유동성 랠리를 기대하기 힘든 상황
- ▶ 이미 리스크 지표는 바닥 수준이고, 이에 따라 사전적으로 Risk-on 현상이 나타나고 있었기 때문
- ▶ 기존의 QE 같이 초기 유동성 랠리에 따른 빠른 반등은 기대하기 힘들지만, 본질적으로 경기 모멘텀이라는 부문을 강화시켜 줄 수 있다는 점에서 의미를 폄하할 필요는 없을 듯

QE의 본질은 경기 회복에 대한 기대감을 형성 시키는 것

- 기존의 QE와 같은 단기 급등을 기대하기는 힘들어 보임
- 경기 회복에 대한 기대감을 높인다는 점에서 기존의 관점을 지지하는 소재

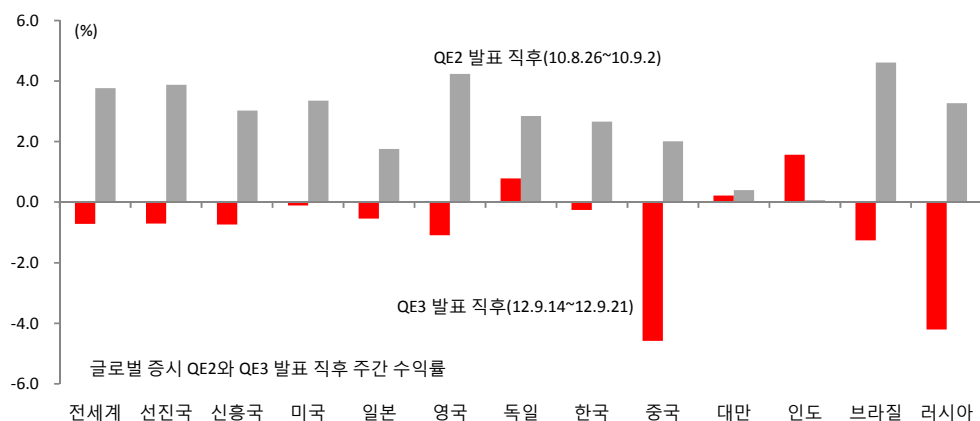
QE3에 대한 각국 주가 지수의 반응이 뜨겁지 않다

MBS 매입을 골자로 한 QE3이 전격적으로 도입된 직후 KOSPI를 비롯한 글로벌 주요 증시는 일시적으로 급등하는 모습을 보였다. 그러나 일주일만 지난 지금, 글로벌 주요 증시는 예상과는 다르게 무딘 움직임을 보여주고 있다.

지난 한주간 미국 다우 지수는 -0.1%의 보합권 움직임을 보여주었으며, 독일 DAX지수도 +0.53% 상승하는데 그쳤다. 아시아권 주요 증시도 크게 다를 바 없는 움직임을 나타냈다. KOSPI는 -0.26%의 주간 수익률을 기록했고, 대만 증시와 일본 증시는 각각 +0.21%, -0.54%로 오매불망 기다렸던 QE3에 대한 환호와는 거리가 있는 움직임을 보였다.

이처럼 QE3에 의한 지수의 상승이 기대만큼 빠르게 나타나지 않고 있는 이유는 무엇일까?

QE2 발표 당시에 비해 실망스러운 퍼포먼스를 보인 글로벌 증시



자료: Myresearch 동양증권 리서치센터

QE3이 실행 초기 주가가 강하게 반응하지 않는 이유는?

QE가 시행된다고 해서 경기 상황이 정책 시행과 가까운 시점에 극적으로 V-tum을 할 것이라고 기대하기는 힘들다. 정상적인 경우라도 통화 부문의 정책이 실물 부문까지 영향력을 미치는 데는 상당한 시간이 소요될 수 밖에 없으며, 더욱이 글로벌 금융위기 이후 영향력의 전달 경로 또한 온전하다고 볼 수는 없는 상황이어서 그 소요 시간은 훨씬 더 길어지거나 영향력이 미미할 가능성도 배제할 수 없기 때문이다.

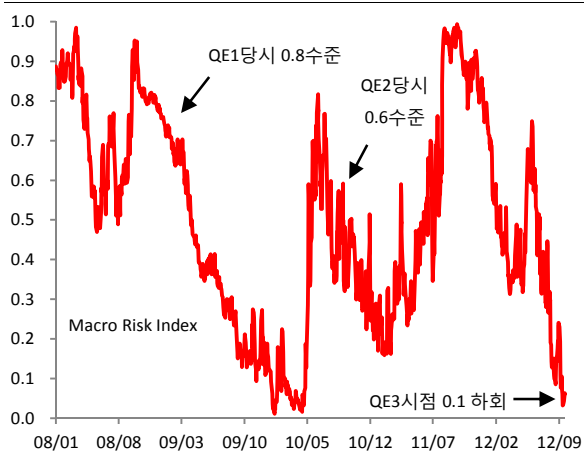
그럼에도 불구하고 과거 QE의 실행 시점에 주가와 원자재 가격이 일시에 극적인 반등을 시현하는 것은 정책에 의한 경기 회복 가능성 여부를 타진하기 이전에 대규모의 유동성이 높은 리스크 수준에 의해 극도로 위축되어 있던 투기성 자산으로 유입되는, 이른바 Risk-on 현상이 나타나기 때문이며 이를 일반적으로 ‘유동성 랠리’라고 칭한다. 일반적으로 ‘QE 단행 = 유동성 랠리’라는 인식이 형성되어 있는 것도 이러한 이유 때문인 것으로 볼 수 있다.

다시 말하면, 기존의 QE 1과 2가 단행되었던 시점에서 빠르고 강한 지수의 반등이 나타났던 것은 본격적인 경기 회복에 대한 기대감이 형성되었기 때문이라기 보다는 이러한 유동성 랠리의 성격이 강하게 표출되었기 때문인 것으로 볼 수 있다. 여기에서 앞서 제기한 의문, QE3의 효과가 빠르게 반영되지 않고 있는 이유에 대한 실마리를 찾을 수 있다.

앞서 언급한 바와 같이 QE 단행 시점에서 지수의 급격한 상승은 Risk-on이 급격하게 이루어진다는 점에 그 본질이 있는 것으로 볼 수 있다. 그런데 이처럼 빠른 Risk-on은 한동안 높은 안전자산 선호도(=리스크 회피 심리)에 의해 위험자산으로의 자금 유입이 이루어지지 않았기 때문에 그 반대 급부로 발생하는 현상이다. 그렇다면 지금은 이와 같은 Risk-on이 급격하게 이루어 질 것을 기대하기는 힘들어 보인다.

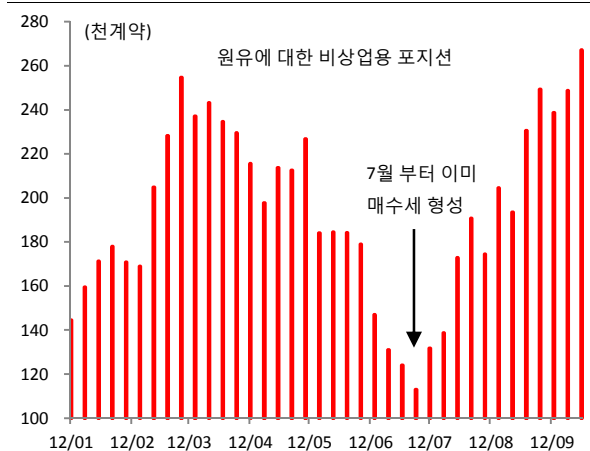
그 이유는 우선, QE3가 단행된 현 상황이 risk에 대한 회피 심리가 그리 높지 않다는 것이다. Macro Risk Index의 수준을 통해 과거 QE시행 시점과 현재의 글로벌 금융 시장의 안전자산 선호도를 비교해 보면, 아래 그림에서 나타나 있는 바와 같이 QE1과 QE2 단행 시점에는 글로벌 금융 시장의 risk에 대한 회피 심리가 극단적으로 형성되어 있었던 반면, 현재 risk에 대한 우려는 가장 낮은 수준에 머물고 있다.

QE3가 단행된 시점에서 안전자산에 대한 선호는 이미 바닥권



자료: CIB, 동양증권 리서치센터

이미 나타나고 있었던 Risk-on 현상

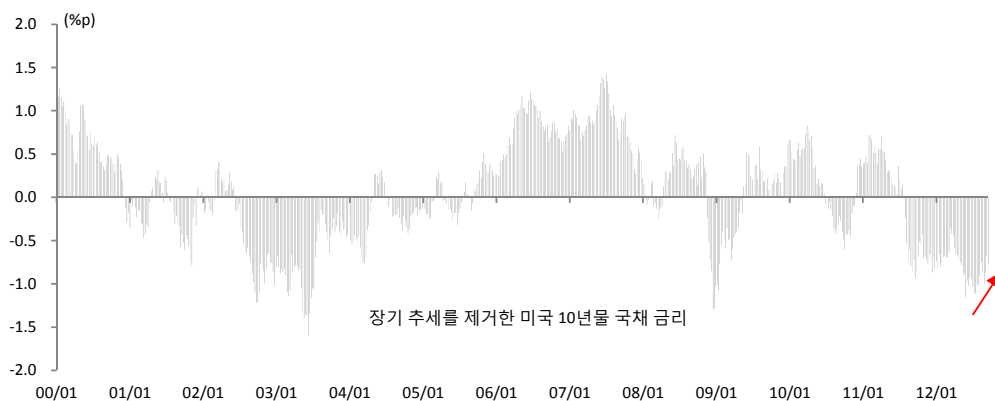


자료: CIEC, 동양증권 리서치센터

또 한가지 이유는 이러한 상황이 반영되면서 나타난 Risk-on현상은 이미 QE3시행 이전부터 찾아볼 수 있었다는 점이다. 필자는 8월 7일과 14일 Daily 자료를 통해 안전 자산에 대한 선호도가 경감되고 있음을 언급한 바 있는데 당시 근거로 제시했던 소재가 국제 원유(WTI) 시장에서의 비상업용(투기적) 포지션 증가와 장기 추세를 제거한 미국 10년물 국채 금리의 움직임이었다.

7월 이후 주가지수에 못지 않은 투기적인 성격을 지니는 원유 선물에 대한 투기적인 수요가 증가하고 있었으며, 안전자산에 대한 선호도 극단적으로 확대되었던 미국 장기 국채의 장기 추세선에 대한 이격도가 축소되는 모습이 나타났다는 점을 현재 논의에 적용해 본다면, QE3이전에 사전적으로 Risk-on 현상이 나타나고 있었고 QE3에 따른 급격한 Risk-on, 즉 새로운 유동성 랠리가 형성될 가능성은 높지 않다는 해석이 가능하다.

안전자산의 대명사인 미국 국채 금리도 7월 이후 이미 장기 추세선과의 이격도가 축소되면서 안전자산 선호도가 경감되고 있음을 반영



자료: Datastream 동양증권 리서치센터

증시 입장에서 QE3는 기대할 바 없는 정책인가?

QE3의 경우 기존의 QE와는 다르게 시행 초기에 빠른 지수의 상승세를 유발하고 있지는 못한 상황이지만 이에 대해 회의감을 가질 필요는 없다는 판단이다. 앞서 살펴 본 바와 같이 현 시점이 기존의 QE 시행 당시와는 다른 상황이라는 점에서 QE3가 증시에 영향을 미치는 가장 빠른 경로인 유동성 랠리 효과가 발휘되기 힘든 것은 사실이다.

하지만, 최근 당사의 시황 자료들을 통해 수 차례 언급한 바와 같이 향후 관심은 경기 회복과 같은 펀더멘털적인 부분에 집중될 가능성이 높아 보이는 상황이고, 버냉키 의장이 경

기 회복이 확인될 때까지 QE3의 활용 범위를 무제한으로 열어 두면서 QE의 본질적인 목표, 경기 회복에 대한 확고한 의지를 보여주었다는 점은 분명 주목할 필요가 있다.

잘 알려진 바와 같이 QE3는 미국의 주택 시장을 겨냥한 정책으로 주택 시장의 회복세 가속화 - 자산 효과에 따른 미국의 소비 심리 및 소비 회복 - 고용시장 회복으로 이어지는 선순환 구도의 형성 가능성을 높여주는 정책으로 볼 수 있다. 특히 연말로 가면서 소비 시즌 등과 맞물려 미국의 소비가 관심의 대상이 될 가능성이 높은 상황이라는 점에서 QE3를 통한 주택 시장의 회복 속도 가속화에 대한 기대는 향후 예상되는 주택 지표들의 개선이 증시에 미치는 긍정적인 영향력을 보다 강화시켜 줄 가능성도 생각해 볼 수 있다.

결론적으로 QE3는 유동성 랠리와 관련된 부분을 제외하더라도 당사가 기존에 제시한 유럽 지역 리스크 완화와 미국 경기 모멘텀 강화에 따른 연말까지의 상승 추세 지속 가능성이라는 **House View**를 여전히 뒷받침 해주는 근거가 될 수 있는 사안이다. 일차적인 유동성 랠리의 효과가 제한적이라는 점에 집중해서 QE3로부터 기대되는 미국 경기 모멘텀의 긍정적인 영향력을 굳이 과소평가할 필요는 없어 보인다.