

Market strategy

조용현 · 3771-7527 · yhcho@hanafn.com

누가 버냉키에게 돌을 던질 것인가?

- QE3발표이후 시장의 반응이 기대에 못 미치고 가운데 인플레이션만 자극한다는 비판이 거세지고 있음. 장기적으로 인플레이션 심리가 일정수준을 유지하는 것이 경기와 주가에 긍정적이었다는 것이 과거의 경험이고, 현재의 수준은 이에 부합
- 스페인 구제금융 지연, 중국 3Q GDP의 추가적인 둔화 가능성, 3Q실적에 대한 우려 등이 변동성을 자극할 개연성이 있으나 미국의 경제지표 개선과 견조한 금융주의 실적 등은 하방경직성 확보와 함께 반등의 계기로 작용할 전망

누가 버냉키에게 돌을 던질 것인가?

버냉키 FRB의장이 QE3를 발표한 이후 주가의 상승폭이나 기간이 과거 QE수준에 미치지 못하면서, QE3의 약발이 다했다거나 장기적인 효과에 대해 의문을 던지는 논자들이 많아지고 있다. 이에 따라 QE3에 대해 비판(경기부양 효과는 미약하고 인플레이션 우려만 높아진다는)의 목소리가 더욱 더 거세지는 상황이다.

QE3발표 직후 채권시장의 물가상승률 기대치를 추정하는 BEI(breakeven inflation ratio, 명목국채(10년)와 물가연동국채(Tips)의 금리 차이)가 장 중 한때 2.73%p까지 치솟았다. 시장은 이에 대해서 인플레이션 압력이 빠르게 높아졌다고 우려했다.

여기서 과연 누가 버냉키에게 돌을 던질 수 있을까? 디플레이션과 인플레이션 중 어느 것이 더 위험한가? 아무것도 하지 않고 가만히 있어야 하는 것인가? 지금 시장은 다시 불안해지고 있지만 이러한 원론적인 질문부터 먼저 던져보아야 할 때가 아닌가 싶다.

그림 1. S&P500지수와 BEI 추이('03년~'07년)



자료: Thomson Reuters, 하나대투증권

그림 2. S&P500지수와 BEI 추이('09년~현재)



자료: Thomson Reuters, 하나대투증권

지금은 일정한 수준의 인플레이션 심리가 필요하다

작금의 최대 화두는 저성장이며 이러한 저성장 논란은 향후에도 상당기간 동안 글로벌 경제와 주식시장을 압박하게 될 것이고, 디플레이션이라는 암울한 그림자도 따라다니게 될 것이다. 따라서 지금은 일정한 수준의 인플레이션 심리가 필요하다는 것이고 그래서 돈을 계속 찍어낼 수 밖에 없다는 것이다.

<그림1>과 <그림2>를 참고할 필요가 있다. <그림1>은 03년 이후 07년까지 S&P500의 주가와 BEI의 추이를 보여주고 있는데, 여기서 주목할 것은 일정한 수준의 인플레이션 심리가 유지되는 것이 경기를 부양하고 주가의 추세적 상승을 견인했다는 점이다. 물론 인플레이션 심리가 과도하게 높아질 경우 - 이 레벨의 기준은 없지만 그림에서 보듯이 BEI가 2.7을 상회할 때 - 주가의 조정은 나타났다. 하지만 전반적으로 본다면 BEI가 2.5 전후에서 꾸준히 유지되는 것이 경제나 시장에 좋았다고 할 수 있을 것이다.

이제 <그림2>를 보자. 글로벌 금융위기 직후인 '09년 초반에는 BEI가 거의 0에 가까운 수준이었다. 경기침체와 디플레이션 심리를 반영한 것이다. 이를 극복하기 위해 FRB는 QE 프로그램을 도입했고, BEI의 상단은 일정한 수준(2.5%p)에서 방어되고 있는 가운데 하단은 지속적으로 상승해 왔다. 즉, QE프로그램의 효과가 계속 누적되어 왔다고 해도 과언이 아닌 것이다.

지금 시장이 실망하는 것은 QE3 시행 발표 이후 다이내믹한 상승이 없었기 때문인데, 이는 QE3가 시행되기 이전부터 이미 지적해 왔던 바다. QE1이나 QE2의 시행 당시의 주가 상승이 다이내믹했던 것은 그 이전에 상당한 수준의 주가 조정이 있었기 때문이며, 반대로 QE3의 경우는 시행발표 직전에 주가조정이 미미했다. 미국증시를 기준으로 보면, 오히려 하단을 점진적으로 높여가며 추세적으로는 매우 견조했다.

QE3 시행에 대해 주식시장이 반짝 반응한 이후 조정을 보이자 대부분의 시장참여자들은 QE1이나 QE2의 종료시점에서 나타난 주가조정을 상기하며 우려하는 모습이다. 하지만 필자의 개인적인 생각은 그렇게까지 확대 해석할 필요는 없다고 보고 있다.

지금 주목해야 할 것은 BEI의 레벨과 추이다. 현재 2.4%p대에서 완만한 하락압력을 받고 있는 모습인데, QE1이나 QE2의 종료 이후처럼 2%p대 아래로 하락할 가능성은 현재로서는 매우 낮아 보인다는 것이다. 명목 국채(10년)의 금리는 역사적인 하단에서 반등한 이후 횡보하고 있는데 추가적인 하락압력이 크지 않은 상황이며, 반대로 무한정으로 풀어내는 유동성 환경 속에서 물가연동국채(Tips)의 인기는 여전하기 때문이다. 결론적으로 일정한 수준의 인플레이션 심리가 유지될 가능성이 높다는 것이다.

미국의 펀더멘탈은 아직 양호하다

미국의 펀더멘탈에 대한センチ멘탈은 여전히 우호적이라고 판단한다. 조작의혹은 있었지만 9월 고용지표의 개선으로 주춤하던 경제서프라이즈 인덱스가 급등했다<그림3>. 지금의 고민은 서프라이즈 인덱스가 49.4로 과거추세(‘03년 이후 평균)의 역사적 상단에 위치하고 있다는 것인데, <그림4>에서 보듯이 ‘09년 이후에는 어김없이 70을 상회했으며 97까지 상승한 경우도 있다. 따라서 지금을 상단으로 볼 필요는 없으며, 서프라이즈 인덱스보다 주가가 먼저 peak out한 적이 없다는 점도 주목해야 한다.

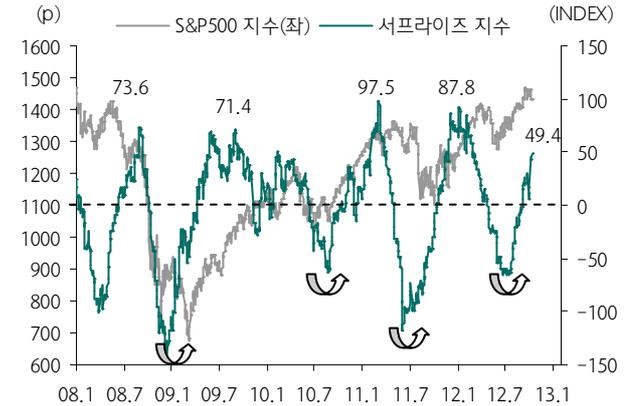
지난주의 실업수당청구건수가 33.9만건을 기록한 점도 중요한 대목이다<그림6>. 글로벌 금융위기 이후 최저수준이라는 것도 의미가 있지만, 무엇보다도 미국 고용지표의 역사적인 흐름을 보면 실업수당청구건수가 35만건을 하회하기 시작하는 시점에서부터 일자리 증가와 실업률 하락이 가속화되었다는 점에서 그 의미가 크다고 하겠다.

그림 3. 미국 서프라이즈 인덱스, 과거추세와 비교



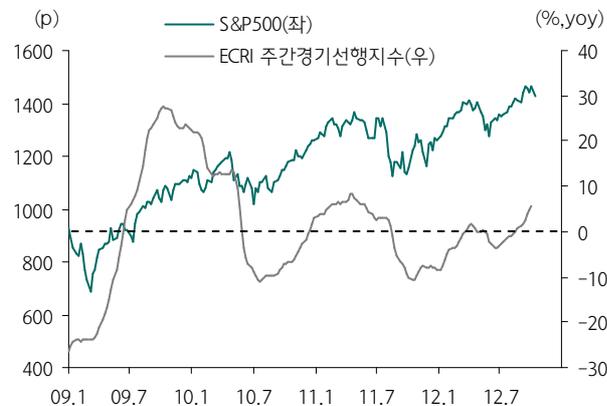
자료: Bloomberg, 하나대투증권

그림 4. S&P500지수와 미국 서프라이즈 인덱스 추이



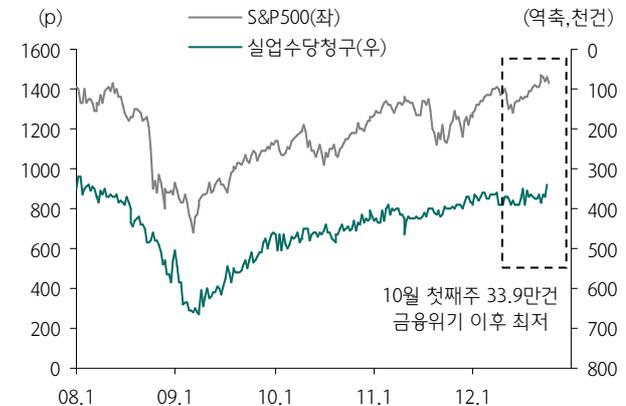
자료: Bloomberg, 하나대투증권

그림 5. S&P500지수와 주간경기선행지수 추이



자료: Thomson Reuters, 하나대투증권

그림 6. S&P500지수와 주간실업수당청구 추이



자료: Thomson Reuters, 하나대투증권

변동성 요인 상존, 본격 조정국면 전환의 의미는 아니라는 판단

금주는 세 가지 변수가 시장의 변동성을 자극할 개연성이 있다.

첫째는 EU재무장관회의에서 윤곽이 들어날 것으로 보았던 스페인 구제금융이 지연되고 있다는 점이다. 금주 예정된 EU정상회담에서도 뚜렷한 실마리를 찾지 못할 것이라는 심리가 우세한 것이다. 금주에도 스페인 관련 불확실성이 지속될 가능성이 높다. 스페인 구제금융이 이달 하순경 가시화될 가능성이 높다고 보는데, 그 이유는 스페인 정부가 21일 예정된 지방선거를 의식하지 않을 수 없다는 것이고, 올해 중 국채가 만기가 10월에 가장 많이 집중되어 있고 그 중에서도 특히 월말에 집중되어 있기 때문이다.

둘째는 중국의 3Q GDP성장률 발표되는데 컨센서스는 7.4%로 2Q 7.6%가 바닥일 것이라는 기대가 훼손될 수 있다는 것이다. 하지만 이에 반응하는 주식시장이 추세적인 압박을 받을 것인가에 대해서는 좀 더 지켜 볼 일이다. 정부의 정책대응이 가속화될 가능성이 있고, 차기 지도부를 결정하는 당대회도 다가오고 있기 때문이다.

셋째는 미국의 3Q 어닝에 대한 우려이다. 현재까지 발표된 기업(S&P500기준) 실적의 서프라이즈 비율을 보면 68.6%로 평균 70%를 상회했던 예년에 비해서 부진한 것은 사실이다. 다만 주목해야 할 것은 금융주의 실적이다. 지난 주말 발표된 JP모건, 웰스파고 등은 컨센서스를 상회하는 모습인데, 당분간 이러한 분위기가 이어지면서 3Q실적에 대한 우려를 완화시켜 줄 것으로 기대한다.

종합해 보면, 상기변수들로 인해 시장의 변동성이 확대될 개연성은 있지만 본격적인 하락추세로의 전환을 의미하지는 않을 것으로 판단한다. 여전히 금주에 발표되는 미국의 경제지표는 긍정적인 영향을 미칠 것으로 보이며, 특히 소비지표와 경기선행지수 등은 시장이 하방경직성을 확보하고 반등하는 계기로 작용할 가능성도 있다.

표 1. 10월 중 스페인 국채만기 도래 금액 (1000유로)

| 날짜 | 원금 | 이자 |
|---------|------------|--------|
| 10월 19일 | 9,533,685 | |
| 10월 21일 | | 38,160 |
| 10월 25일 | | 16,000 |
| 10월 29일 | 5,299,000 | |
| 10월 31일 | 15,267,100 | |

자료: Bloomberg, 하나대투증권

그림 7. 미국 업종별 어닝서프라이즈 비율 비교



자료: Bloomberg, 하나대투증권