투자포커스

연말까지 넘어야 할 허들[미리보는 주요이벤트]

Strategist 오승훈 769-3803 oshoon99@daishin.com

연말까지의 주요 이벤트

악재에 대한 내성이 강화되고 있지만 추세적인 낙관으로 이어지지 못하고 있다.

미국 재정절벽 이슈는 낙관과 비관 양극단을 오갔다. 한시연장법안이 되던지 대타협이 되던지 결국 재정절벽을 그대로 직면하지 않을것이라는 확신은 높아졌지만 결론에 이르기 까지의 변동성을 안고가야 하는 부담은 여전하다. 연말까지 예정된 국가별 이벤트를 살펴보고 이에 따른 영향을 점검해 보고자 한다.

12월 초 예정된 이벤트는 기대를 높일 수 있다고 생각한다. 특히 중국 11월 제조업 지수가 3개월 연속 개선되면서 중국 경기에 대한 신뢰는 높아질 수 있다(예상치 50.8, 10월 50.2). 이러한 기대는 12월 중순 예정된 중국 경제공작회의까지 지속될 수 있다. 미국의 12월초 지표도 허리케인 샌디와 재정절벽 우려로 기대치가 이미 낮아져 있기 때문에 실망보다는 안정감을 줄 수 있다.

그러나 월중반 예고된 이벤트는 추세적 상승을 가로막는 불확실성으로 작용할 수 있다. 유럽에서는 단일은행감독기구 최종안 합의와 관련된 불확실성이 커질 것으로 예상한다. 은행감독기구 출범은 본질적으로 우량국의 자금지원 확대 이슈를 동반한다. 독일의 반대로 신속한 합의가 지연될 가능성이 높다. 미국 재정절벽 이슈는 합의 이후 또 다른 난관에 봉착할 수 있다. 두가지 위험이 존재한다. 총론에 대한 합의에 이를수 있지만 세부 안에 대한 합의과정의 진통은 불가피해 보인다. 또한 타협 이후에는 긴축 규모가 확정되면서 긴축규모에 대한 실제 반응과정 나타날 수 있다.

표 1. **연말까지의 주요 이벤트**

	이벤트	주요 내용	변수 평가
미국	월초 경제지표	12.1 일 ISM 제조업 지수 (예상치 51.2 전월 51.7) 12.7 일 비농업일자리수 (예상치 100,000 건, 전월 171,000 건)	긍정적(낮은 기대치)
	재정절벽	하원 개회 일정 (11.27~30, 12.3~6, 12.11~14)	높은 변동성
유럽	EU 재무장관회의(12.4)	정상회의에 제출된 '경제통화연합'안 사전 조율	중립
	EU 정상회의(12.13~14)	단일은행감독기구 최종안 및 시행 시기 확정(독일과 프랑스의 입장 차이)	부정적
중국	월초 경제지표	중국 PMI 3 개월 연속 개선	긍정적
	중앙경제공작회의	'신중한 통화정책', '적극적 재정정책'의 현 기조의 변화가능성	중립
기타	일본 총선(중의원)	자민당 집권 가능성 높아	엔약세 요인
	아르헨티나 디폴트	12.15 일 미국 법원 판결에 따른 예치금 납부 시한	높은 변동성

자료 : Bloomberg, 대신증권 리서치센터

미국 : 경제지표에 대한 낮아진 눈높이, 재정절벽에 대한 낙관

월초 경제지표

허리케인 샌디와 재정절벽에 대한 우려 때문에 12월초 예정된 미국 경제지표에 대한 눈높이는 낮아져 있다. 12월 1일 발표될 ISM제조업 지수는 전월대비 소폭 하락한 51.4(전월 51.7, 블룸버그 컨센서스)를 기록할 것으로 전망되고 있다. 비농업신규일자리수도 전월대비 감소한 10만건(전월 17만7천건, 블룸버그 컨센서스)으로 예상되고 있다[그림1].

그러나 기 발표된 11월 지표는 나쁘지 않다. Markit에서 발표하는 미국 PMI 잠정치는 예상을 상회했고, 소비자신뢰지수도 2008년 2월이래 최고치를 기록하는 모습을 보였다[그림2]. 기대가 낮아져 있고 최근 예상치가 상승하고 있는 점을 감안하면 '실망'보다 '예상보다 선전'이라는 안정감을 줄 수 있다.

재정절벽에 따른 변동성

11월 16일 오바마 대통령과 의회지도자간 회동 이후 높아졌던 재정절벽 해결에 대한 기대감은 협상의 진전이 정체되면서 다시 낮아지고 있다. 재정절벽에 대한 우려는 미국내 펀드플로우에도 부정적 영향을 주기 시작했다. 미국 대통령선거 직후 미국내 국내주식형, 해외주식형펀드에서 자금유출이 크게 나타나고 있다[그림3]. 자본이득세 및 배당소득세 인상에 대한 우려를 반영하는 것으로 볼 수 있다.

미국 재정절벽 이슈는 낙관과 비관 양극단을 오갔다. 대통령과 의회 지도자의 1차 면담을 통해 양극단에 대한 위험은 낮아지고, 연말까지 재정절벽을 그대로 직면하지 않을 것이라는 확신은 높아졌다. 합의가 불가할 경우 한시 연장안을 마련해 협상의 시간을 연장할 가능성도 높다. 그러나 [그림2]에서 보듯이 과거의 협상 사례를 보면 합의과정은 순탄치 않았다. 협상 진행 과정에 따라 주가의 과잉 반응이 나타날 가능성은 여전하다.

또한 미국 재정절벽 이슈는 합의 이후 또 다른 난관에 봉착할 수 있다. 두가지 위험이 존재한다. 첫째, 연말까지 총론에 대해 합의하더라도 세부안에 대한 합의 과정에서 진통은 불가피하다. 여기에 법정부채한도 상향 이슈와 신용등급 이슈가 불확실성을 높이게 될 것이다. 둘째, 타협 이후에는 긴축 규모가 확정되면서 확정된 규모가 반영되는 과정이 나타날 것으로 예상한다. 타협은 긴축의 강도를 어느 정도로 할 것인지의 문제로, 긴축 자체를 완벽하게 피하지 못한다. 현재 미국 2013년 성장률 컨센서스 2.0%는 높은 수준의 합의(낮은 긴축강도)를 가정하고 있다. 아직은 재정절벽의 유무에 집중되어 있고 확정될 긴축의 영향력은 낮게 반영되어 있다.

그림 1. **12월 초 미국 경제지표 컨센서스**

일자	경제지표	예상치	전월
12.4	11 월 ISM 제조업지수	51.4	51.7
12.5	11 월 ADP 취업자 변동	151,000	158,000
12.6	11 월 ISM 비제조업지수	53.6	54.2
12.7	11 월 비농업부분고용자수	100,000	171,000
12.7	11 월 민간부문 고용자수	119,000	184,000
12.7	11 월 실업률	7.9%	7.9%
12.7	12 월 소비심리지수(미시건대)	82	82.7
12.4	11 월 ISM 제조업지수	51.4	51.7

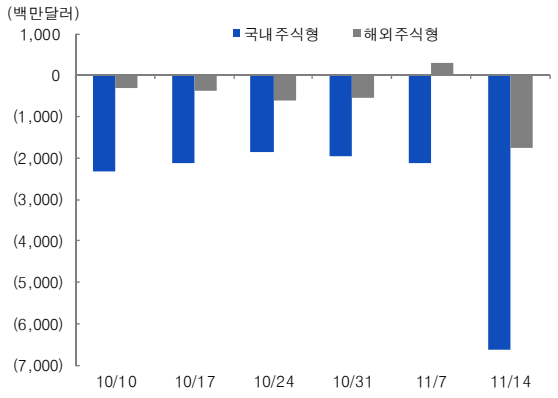
자료: Bloomberg컨센서스, 대신증권 리서치센터

그림 2. **기 발표된 11월 지표**

일자	경제지표	예상치	실제치
11.15	11 월 뉴욕 제조업 지수	-8.0	-5.2
11.16	11 월 필라델피아 연준 지수	2.0	-10.7
11.21	11 월 Markit 미국 PMI(잠정)	51.0	52.4
11.27	11 월 달라스 연준 제조업	2.5	-2.8
11.28	11 월 리치몬드 연방 제조업	-9	9
11.28	11 월 소비자기대지수	73.0	73.7

자료: Bloomberg컨센서스, 대신증권 리서치센터

그림 3. **미국내 펀드플로우, 재정절벽에 대한 불안감 반영**



자료: ICI, 대신증권 리서치센터

그림 4. **감세안 연장 사례(2010, 2011년말)**

종료 법안	최종 통과일	처리과정
2010.12 월 감세연장법안	12.16 일	12.15 일: 상원 감세연장법안 통과 (모든 소득계층에 대해 감세조치 연장. 상속세 면세기준 500 만달러로 상향) 12.16 일: 하원 감세연장법안 통과
2011.12 월 급여세감면 연장안	12.23 일	12.16 일: 하원 2012 년 예산안 통과 12.17 일: 상원 2012 년 예산안과 급여세감면연장(2 개월)안 통과 12.23 일: 급여세감면 2 개월 연장을 골자로 하는 법안 상/하원 통과
2012.2 월 급여세감면 연장안	2.17 일	2.17 일: 상/하원에서 2012 년 연말까지 연장안 통과

자료: 대신증권 리서치센터

유럽 통합의 갈림길 – EU 정상회의(12.13~12.14)

12월은 유럽의 통합의 전진과 후퇴가 결정될 주요 이벤트가 예정되어 있다. 12월 4일 예정된 EU재무장관회의와 12월 13일~14일 EU정상회의의 최대 이슈는 단일은행감독기구를 포함한 EU통합에 대한 로드맵에 합의할 수 있느냐 여부가 될 것이다.

6월말 EU정상회의를 통해 '진정한 경제통화연합을 위하여'라는 EU통합의 로드맵이 제시된 바 있다. 경제통화연합은 금융통합, 예산통합, 경제정책통합, 의사결정의 민주성 강화등 4가지 축으로 구성되어 있다. 연말까지 최우선 과제로 단일은행감독기구를 핵심으로 하는 금융통합을 설정하였다. 통합의 로드맵은 6월말 이후 유럽 안정의 근간이 되었다.

단일은행감독기구 설립시 달라지는 점

두가지 측면에서 유럽의 금융안정성을 안정성을 높일 수 있다.

먼저, 은행위기와 재정위기의 연결고리를 차단할 수 있다. 스페인 은행위기에서 보듯이 현재 시스템에서는 은행 자본확충시 국가를 통해 지원하기 때문에 은행 부실을 해소하기 위해서는 국가의 부채가 늘어나게 된다. 단일은행감독기구가 설립되면 ESM을 통해 은행에 대한 직접지원이 가능하기 때문에 은행위기와 재정위기의 연결고리가 차단될 수 있다.

또한, 뱅크런 우려를 낮출 수 있다. 단일은행감독기구 설립을 통해 통합적 예금보장제도가 도입되면 그리스 또는 스페인에서 나타났던 뱅크런 위험이 줄어들게 되어 재정위기국 은행시스템의 안정성을 높일 수 있다.

쟁점과 전망 : 독일의 선택에 달려있어

독일과 프랑스의 입장차는 여전하다. 프랑스는 2013년 1월부터 유로존 6000여개 은행을 감독할 통합감독기구의 조속한 출범을 주장하고 있다. 반면 독일은 대형은행 중심으로 단계적 실시를 주장하고 있다. 이러한 입장차이는 10월 18~19일 EU정상회의에서 '연내 은행감독기구 입법, 내년중 활동 개시'라는 모호한 절충점으로 이어졌다.

시장의 불안을 해소한다는 측면에서 프랑스가 주장하는 단일은행감독안이 긍정적일 수 밖에 없다. 이전 유럽의 이슈처럼 단일 은행감독 이슈도 독일의 양보가 가능하느냐의 문제로 귀결된다. 독일이 단계적 시행을 주장하는 이유는 전면적인 은행감독 시행으로 독일의 부담이 늘어날 수 있기 때문이다. 프랑스가 주장하는 전면적인 은행감독이 시행될 경우 예금보장, 은행 자본확충 등으로 ESM의 역할의 높아지고, 이는 ESM 규모 확대로 이어질 가능성이 높다.

결국 12월 정상회의에서 단일은행감독기구 최종안 합의과정에서의 마찰음이 1차적으로 발생할 수 있고 최종안 마련 이후에도 구제기금에 대한 자금 확충과 관련된 진통이 불가피해 보인다.

중국, 3 개월 연속 개선될 PMI 와 중앙경제공작회의

12월초 중국에 대한 기대는 더 높아질 수 있다.

12월 1일 발표되는 중국 제조업 지수는 3개월 연속 개선될 가능성이 높다(예상치 50.7, 전월 50.2). 중국 PMI의 계절성(춘절 및 전인대 효과)을 감안하면 11월 지표 개선으로 방향성에 대한 확신이 더 높아질 수 있다[그림5]. 이러한 기대는 12월 중순 예정된 중국 경제공작회의까지 지속될 수 있다.

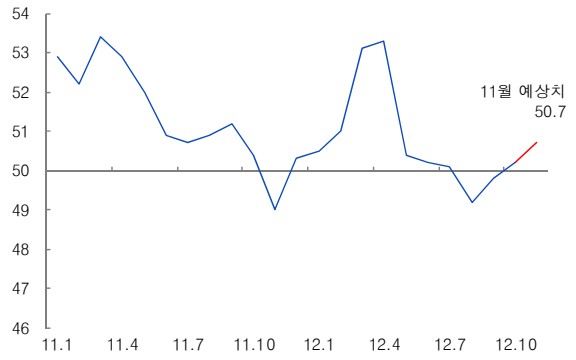
12월 중앙경제공작회의

월초 PMI 지표의 개선 효과를 가속시키는 변수는 12월 중순(10일 전후) 예정된 중국의 중앙경제공작회의이다. 중앙제공작회의를 통해 시진핑, 리커창등 새로운 지도부의 2013년 정책운용 방향을 가늠해 볼 수 있기 때문이다.

지난 2년간 중앙경제공작회의를 통해 결정된 경제정책 방향은 '신중한 통화정책, 적극적 재정정책'이었다. 통화정책 완화에 대한 입장의 변화가 나타나거나 이를 보완할 정책이 구체화 된다면 중국경기에 대한 기대는 가속될 수 있다.

반면, 2년째 유지되어온 정책 방향이 그대로 유지될 경우 기대감은 약화될 가능성이 높다. 현재 중국 내부의 전망은 정책의 연속성 측면에서 기존 정책방향이 그대로 유지될 것이라는데 맞추어져 있다. 이러한 전망이 현실화되면 중국에 대한 기대가 경제공작회의를 기점으로 후퇴할 가능성을 염두해 두어야 한다.

그림 5. **중국 PMI, 3개월 연속 개선**



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 6. **중앙경제공작회의 결과**

개최일	경제정책 방향
2007.12.3	안정적 재정적책, 긴축 통화정책
2008.12.8	적극적 재정정책, 유연한 통화정책(적절히 완화된)
2009.12.5	적극적 재정정책, 유연한 통화정책(적절히 완화된)
2010.12.10	적극적 재정정책, 신중한 통화정책
2011.12.12	적극적 재정정책, 신중한 통화정책
2012.12	**적극적 재정정책, 신중한 통화정책(예상)**

자료: 대신증권 리서치센터

기타 일정 – 일본 총선(중의원), 아르헨티나 채무위기

12.16일 일본 총선 (중의원선거)

12월 16일 일본 중의원 선거가 예정되어 있다. 이번 선거가 중요한 것은 자민당으로의 정권교체 가능성이 그 어느때 보다 높기 때문이다.

현재 자민당은 2006년 9월부터 2007년 9월까지 총리를 역임했던 아베신조가 이끌고 있다. 자민당은 경제 공약으로 일본은행의 무제한 부양 촉구(자산매입 확대, 인플레목표치 2~3%로 상향)와 소비세 인상 연기, 연간 200조엔 경기부양을 내걸고 있다. 의회 해산과 중의원 선거가 확정되면서 엔약세가 빠르게 진행된 것은 집권 가능성이 높은 자민당의 경제공약의 영향이 컸다. 또한 [그림7]에서 보는 것처럼 아베신조의 총리재임기간 중 엔약세가 뚜렷하게 나타났다는 점도 반영된 것으로 볼 수 있다.

12.15일 아르헨티나 채무위기

11월28일 신용평가사 피치는 아르헨티나의 신용등급을 'CC'로 5단계 낮추면서 채무불이행 가능성이 있음을 경고했다. 피치는 채무조정된 국채에 대해 기한내 상환하지 못할 가능성이 커졌다고 평가했다.

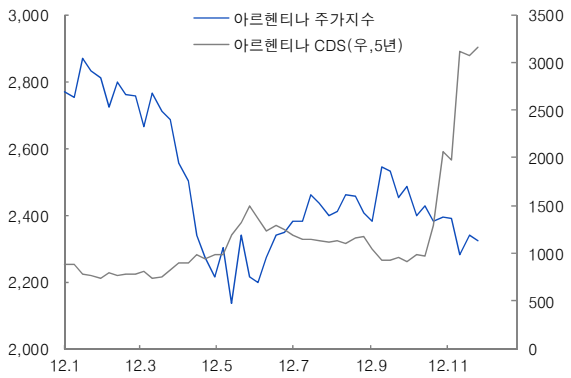
11월22일 뉴욕 맨하튼 연방법원은 2001년 디폴트를 선언한 아르헨티나가 실시한 채무 구조조정을 거부하고 국채를 보유해 온 헤지펀드에 총 13억3천만달러를 지급하라고 판결했다. 법원은 12월 15일까지 헤지펀드에 상환할 돈을 예치하도록 지시했으며, 아르헨티나 정부가 이를 이행하지 않을 경우 채무조정안에 의해 만기도래하는 30억달러 규모의 채무상환이 어려워져 국채의 디폴트가 촉발될 수 있다.

아르헨티나 정부는 즉각적인 대법인 항소 입장을 밝히고 있고, 채무재조정에 참여했던 채권단은 기술적 디폴트를 막기 위해 채무조정에 따른 상환일정 유예를 추진하고 있다. 그럼에도 불구하고 12월 15일 D-day를 앞둔 불안감은 커져갈 것으로 보인다.

그림 7. **아베신조와 엔달러 환율**

자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 8. **아르헨티나 주가와 CDS**



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터