



알기쉬운 경제분석 **김지현**입니다.

(02)3770-3572

jihyun.kim@tongyang.co.kr

동양증권

글로벌 3대 리스크 중 2가지는 진정

Economist
김지현

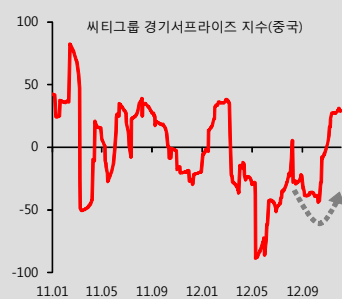
jihyun.kim@tongyang.co.kr

6월 이후 그리스 국채가격 2.5배 급등



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

9월 이후 중국 경기회복 가시화



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터



Why This Report

최근 미국 경제지표가 둔화되는 모습이 나타나고 있지만, 이는 허리케인 샌디와 재정절벽에 대한 우려 등 일시적인 요인들이 반영되었기 때문입니다. 그리고, 글로벌 3대 리스크 중 유로존 위기와 중국 경착륙 우려는 거의 진정된 것으로 보이며, 올해 연말~내년 초에 걸쳐 재정절벽 불확실성만 해소되면, 내년 증시는 금융위기 이후 변동성이 가장 작은 한 해가 될 것으로 예상됩니다.

Investment Point

금요일 예정된 그리스 국채 조기환매 성공 전망, 유로존 우려 진정

- ▶ IMF는 차기분 지급 전제조건으로 국채 조기환매 성공 제시, 성공 시 유로그룹회의에서 차기분 지급 예정
- ▶ 그리스 부채 조기상환(buyback)과 추가 지원 기대로 그리스 유로존 잔류 가능성 높아져

중국 경착륙 우려 완화

- ▶ 민간 주택투자 부진하지만, 정부 인프라 투자 확대로 고정투자 안정화
- ▶ 수출과 내수 동반 회복으로 산업생산도 회복세
- ▶ 지난 4일 중공중앙정치국회의서 거시경제 정책의 연속성과 안정성 강조해 기존의 완화된 통화정책 지속될 전망

3대 리스크 중 재정절벽 우려 남아, 샌디 효과와 결합해 부정적 영향

- ▶ 10월 소비 부진 일시적이며, 11월과 12월 소비회복 전망

연준 통화정책과 주택시장 회복이 성장 견인할 것, 재정 신뢰회복이 과제

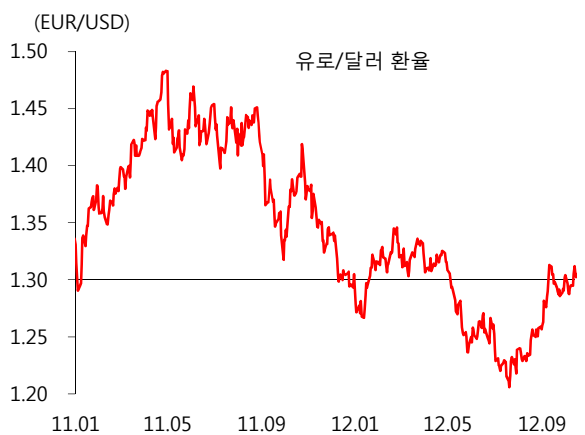
- 재정절벽 우려만 해소되면 글로벌 3대 리스크 모두 완화, 내년 변동성 축소
- 12일 FOMC 앞두고 부양책 기대로 추가 상승 시도 이어질 전망

올해 투자자들이 가장 우려했던 3대 리스크 중 2개는 거의 진정(완화보다 강한 의미로 사용)된 것으로 판단된다. 3대 리스크라 하면 유로존 위기, 중국 경착륙 우려, 미국 재정절벽 우려 등 3가지인데, 이 중 유로존 위기와 중국 경착륙 우려는 당분간 우려하지 않아도 될 것으로 보인다.

달러/유로는 한 때 1.31을 돌파하는 등 유로화가 달러 대비 강세를 보이고 있는데, 이는 그리스 우려가 크게 완화되면서 나타난 섯포지션 청산, 12일 FOMC에서 연준의 추가 양적완화 기대, 6일 ECB 금리동결 기대감 등을 반영하고 있다. 그리고, 9월 이후 중국 경제지표가 지속적으로 개선되면서 중국 경착륙 우려도 크게 완화되었습니다.

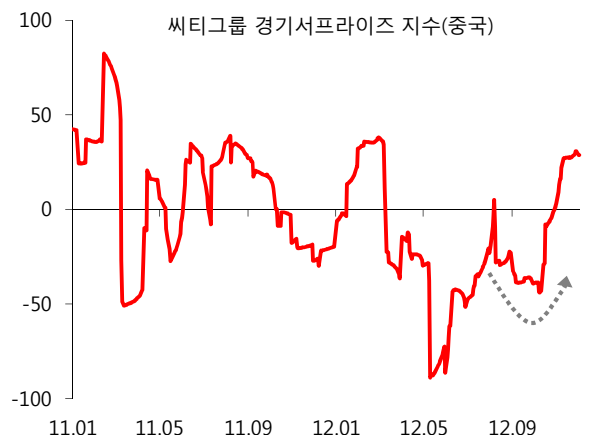
금일 자료에서는 2가지 리스크의 완화와 미국 경기의 일시적인 둔화에 대해 살펴보고자 한다.

유로화 강세, 유로/달러 환율 1.31 일시 돌파



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

9월 이후 중국 경제지표 뚜렷한 개선



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

금요일 예정된 그리스 국채 조기환매(buyback) 성공할 전망, 유로존 우려 진정

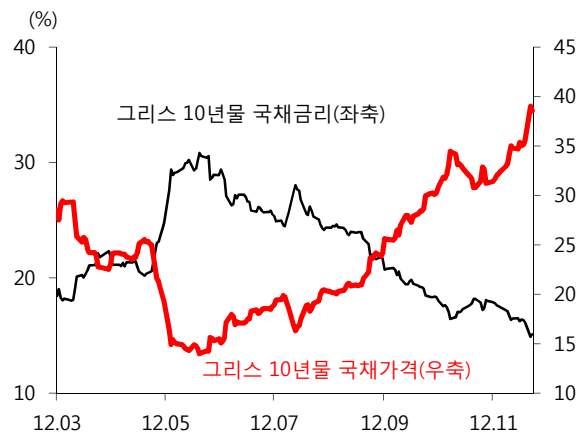
11월 26일 트로이카가 그리스 구제금융 차기분 440억 유로를 지급하기로 결정하면서, IMF는 전제조건으로 그리스 부채를 장기적으로 안정화시키기 위해 그리스 국채에 대한 조기상환(buyback) 조건을 제시했다. 조기상환이 성공적으로 진행될 경우, 오는 13일 예정된 유로그룹 회의에서 차기분 지급이 이루어질 예정이다. 이는 민간 부문이 보유한 300억 유로 규모의 그리스 국채를 할인된 가격에 그리스 정부가 100억 유로에 매입해 부채 규모를 200억 유로(GDP의 10% 규모) 축소한다는 계획이다.

민간부문이 보유한 그리스 국채가 약 600억 유로 정도 되기 때문에 참여율이 50%만 넘으면 부채 조기상환(buyback) 계획이 목표를 달성하게 된다. 그런데, 지난 3월 민간부문의 채무조정(PSI)

을 실시했을 때는 최소 참여율이 90%는 되어야 한다고 해 반강제적으로 실시 했지만, **이번 국채 조기환매(buyback)는 최소 참여율을 제시하지 않아 별로 우려할 필요가 없다고 판단**된다.

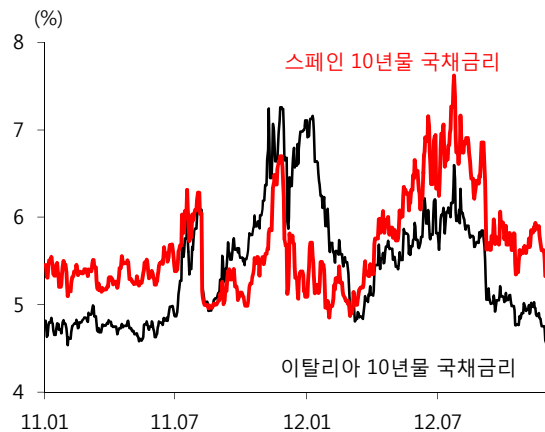
적극적인 참여가 예상되는 그리스 은행과 기금이 보유한 그리스 국채 규모가 200억 유로가 넘고, 올해 6월 이후 그리스 국채가격이 2배 이상 상승한 것을 감안할 때 단기투자 성향을 가진 상당 수의 헤지펀드들도 차익실현에 나설 것으로 예상돼 계획했던 목표를 달성할 수 있을 것으로 예상된다. 또한, 국채 조기상환 계획이 실패할 경우, 구제금융 차기분 지급이 지연되면서 그리스 국채를 비롯한 자산가격 폭락이 불가피하다는 점도 그리스 국채투자자들의 참여를 유발할 것으로 보인다.

그리스 국채가격 6월 이후 2.5배 이상 급등



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

ECB 국채매입 선언으로 스페인, 이탈리아 국채금리 안정



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

그리스 국채 조기상환에 대한 입찰은 12월 7일(금) 오후 6시(현지시간)까지 진행되며, 해당 국채를 EFSF에서 발행한 6개월 만기 국채로 교환해 줄 예정이다.

그리스 부채 조기상환으로 그리스의 장기적인 생존 가능성은 이전보다 높아질 것으로 보인다. 그리고, **메르켈 총리가 그리스가 재정긴축 목표를 성실히 이행한다면, 향후 추가적인 채무감축도 가능**하다고 밝혔기 때문에 그리스의 장기적인 유로존 잔류 여부는 그리스의 긴축과 개혁 노력에 달려 있다.

한편, **스페인의 경우 구제금융 신청이 지연**되고 있지만, 주택가격 하락, 높은 실업률, 경기침체로 인한 재정목표 달성 실패 지속, 급증하는 정부부채(GDP 대비 2011년 69%→2012년 86%) 등 전반적인 경제 상황을 고려할 때 시간 문제라고 생각된다. 그리고, **ECB가 무한대 국채매입(OMT)을 선언**해 국채금리도 안정된 상황이기 때문에 우려할 필요가 없어 보인다.

그리스 문제는 아직 완전히 해결된 것은 아니지만, 유로존 통합에 대한 정치권의 강한 의지와 ECB의 OMT 프로그램으로 인해 유로존 붕괴와 금융위기 시나리오는 우려하지 않아도 될 단계에 접어들었다고 판단된다. 물론, 은행동맹, 재정동맹 등 강한 유로존 통합을 위해서는 장기적으로 유로존 정치권의 지속적인 협상과 타협이 필요할 것이다.

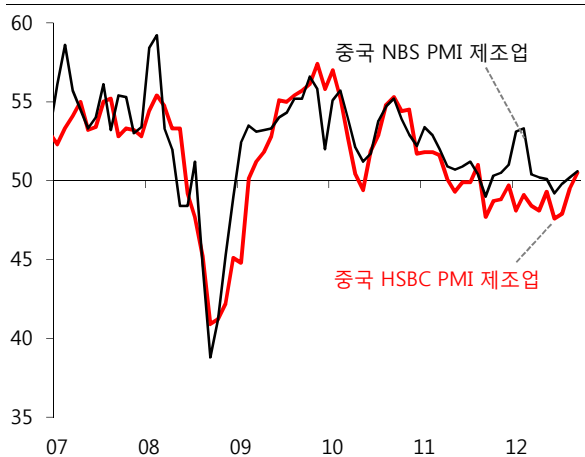
아직 재정긴축에 의한 경기 우려는 남아 있다. 내년 1분기까지는 경기침체가 지속될 것으로 보이지만, 2분기부터는 회복세를 보일 것으로 예상된다. 그리고, 유로존 11월 PMI 제조업 지수는 46.2를 기록해 수축 국면을 지속했지만, 8개월 만에 최고치를 기록했고 PMI 서비스업 지수도 46.7로 3개월래 최고치를 기록해 유로존 경기도 점차 안정화되는 모습이 나타나고 있다.

중국 경착륙 우려 크게 완화

중국 경착륙 우려도 빠르게 완화되고 있다. NBS 제조업 PMI 지수가 2개월째 확장 국면을 이어갔고, NBS 비제조업 PMI 지수도 전월 55.5→55.6으로 상승해 건설업을 포함한 서비스업은 높은 성장세를 지속했다. 비제조업이 높은 성장세를 보이는 가운데, 제조업 부문도 회복되고 있어 중국 경제의 회복이 가시화되고 있다.

그리고, 민간 주택투자 감소로 부진했던 도시지역 고정자산 투자도 정부 주도의 인프라 투자가 활발해지면서 완만하게 회복되는 모습을 보이고 있다. 고정투자, 소매판매 등 내수와 수출이 동반 회복되면서 산업생산도 9월과 10월 2개월째 개선되면서 회복세에 접어들었다.

중국 제조업 지수 확장 국면 진입



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

중국 수출 회복세, 중국 경기회복으로 한국도 대중국 수출 회복



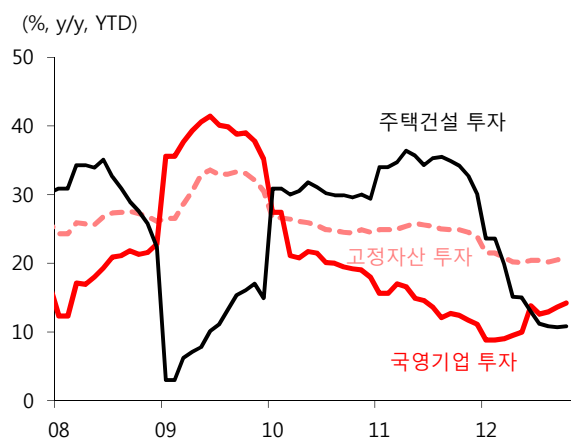
자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

한편, 지난 4일 중공중앙정치국회의서 2013년 경제정책 방향을 제시했는데, 거시경제정책의 연

속성과 안정성(policy continuity and stability)을 강조해 경기 안정화를 위한 기존의 완화된 통화 정책은 지속될 것으로 예상된다.

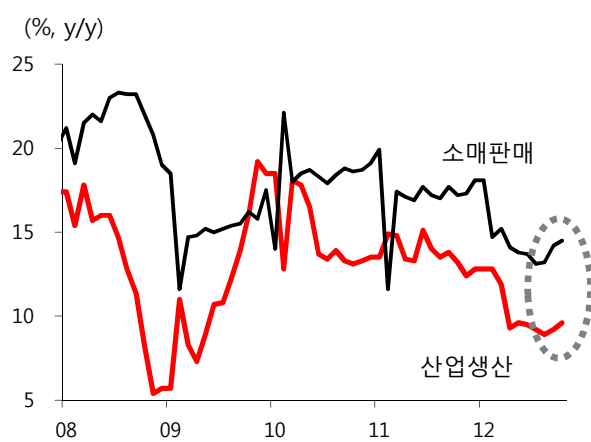
차기 정부는 양적인 성장보다 질적인 성장과 효율성에 더 관심을 가질 것으로 보이며, 민생안정과 사회보장 확대, 도시화 등을 통해 내수를 확대하는 가운데 투자의 안정적 성장을 유도할 것으로 보인다.

정부(국영기업) 인프라 투자 확대로 고정자산 투자 안정화



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

수출과 내수 모두 회복되면서, 산업생산도 회복세



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

3대 리스크 중 재절절벽 우려만 남아, 단기적으로 샌디 효과와 결합해 부정적 영향 주고 있어

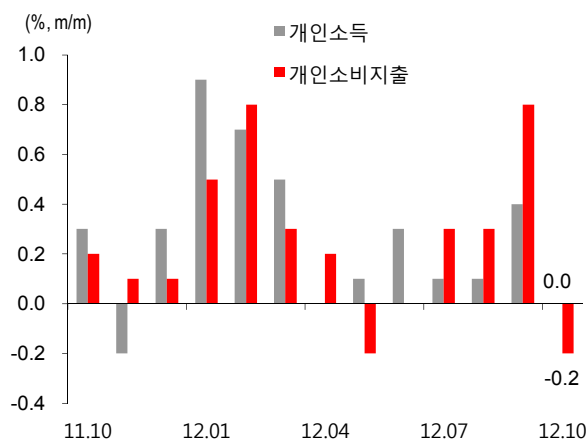
최근 중국을 비롯한 신흥국의 경제지표가 개선되는 모습이 나타나고, 유로존의 경제지표도 안정화되는 모습이 나타나고 있다. 그런데, 최근 2년여 동안 글로벌 경제성장을 주도해 온 미국의 경제지표(주택시장 지표 제외)가 둔화되는 모습이 나타나고 있다.

그러나, 최근 미국 경제지표가 둔화되는 것은 미국 경제의 펀더멘탈에 문제가 있는 것이 아니라 재정절벽 우려와 허리케인 샌디에 의한 일시적인 영향을 반영한 것이기 때문에 크게 우려할 필요는 없어 보인다.

재정절벽 우려로 기업들이 설비투자과 고용을 꺼리는 있지만, 주택시장 회복에 의한 자산가격 상승으로 가계의 소비심리는 견조하게 유지되고 있다. 그러나, 지난 10월 개인소비(PCE)는 명목 기준으로 전월비 0.2% 감소했다. 지난 10월 29일 허리케인 샌디가 미국 내에서 평균 소득이 높고 인구가 밀집되어 있는 동북부 지역을 강타한 것이 임금 감소와 소비 부진에 결정적인 영향을 주었기 때문이다. 허리케인 샌디에 의한 업무 중단으로 임금이 약 180억 달러 감소(미국 상무부)했으며, 샌디 영향으로 자동차판매가 1.5% 감소하는 등 내구재판매가 부진했다.

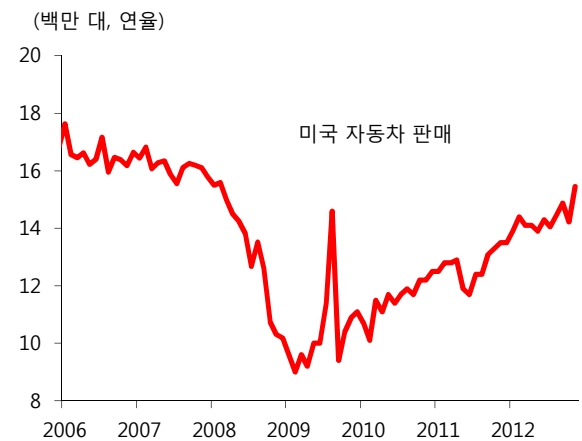
그러나, 10월 소비 부진은 일시적이며, 이에 따른 반작용과 쇼핑시즌 영향으로 11월과 12월 소비는 호조를 보일 것으로 예상된다. 11월 미국 자동차판매는 연율로 1,546만대를 기록해 2008년 이후 최고치를 기록했는데, 11월 판매 급증은 샌디 영향으로 인한 구매 지연과 차량 파손에 따른 신차구매 수요에 따른 것이다. 12월에도 허리케인 피해 지역의 수요 증가로 자동차판매 호조가 예상된다.

10월말 허리케인 샌디 영향으로 10월 개인소득과 소비 부진



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

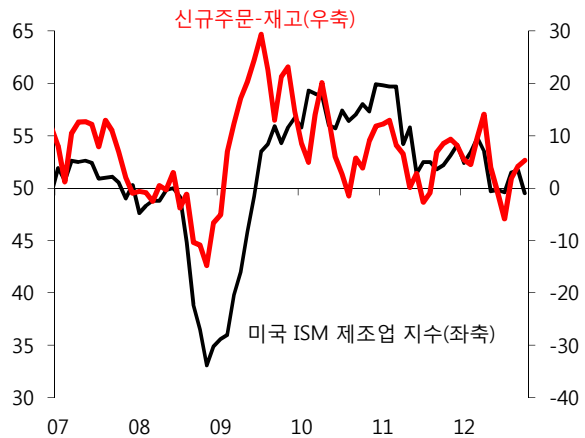
샌디 반작용으로 11월 자동차판매 급증, 08년 2월 이래 최대



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

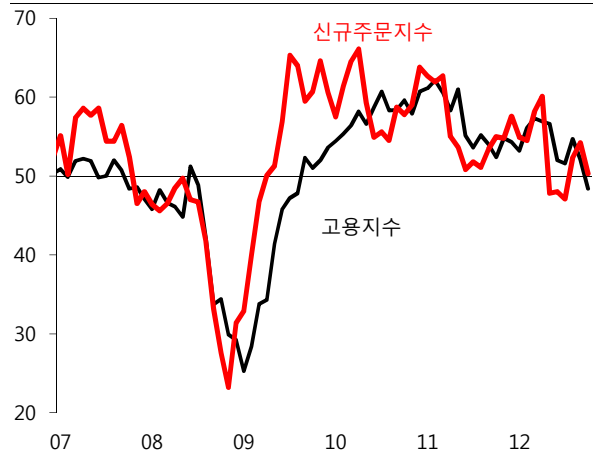
한편, 11월 ISM 제조업 지수는 49.5로 크게 하락해 예상외로 수축 국면에 진입했는데, 중국, 유럽을 비롯해 신흥국 대부분이 개선된 것을 고려할 때 다소 의외였다. 재정절벽을 앞두고 기업들의 투자심리가 위축되면서 하위지수 중 신규주문과 고용지수가 크게 하락했고, 3분기에 재고가 크게 증가(3분기 GDP 기여도 0.8%p)했었기 때문에 재고조정 과정이 진행된 것이 ISM 제조업 지수가 부진했던 원인이라고 판단된다. 그러나, 신규주문지수보다 재고지수가 더 크게 하락해 ISM 제조업 지수에 선행성을 보이는 (신규주문 - 재고)지수가 상승세를 보이고 있고, 자동차판매도 호조를 보이고 있어 제조업 경기가 기업들이 체감하는 것만큼 나쁘지는 않아 보인다.

제조업 지수에 선행성 보이는 (신규주문-재고)지수는 상승



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

신규주문과 고용지수 부진, 기업 투자심리 위축 반영



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

연준 완화된 통화정책과 주택시장 회복이 성장 견인할 것, 재정건전성에 대한 신뢰 회복이 관건

Fed의 저금리 정책과 양적완화는 모기지금리와 오토론 대출금리를 낮춰 경기침체 이후 부진했던 주택시장과 자동차판매 회복을 가속화시키고 있다. 최근 미국 경제지표가 재정절벽 불확실성으로 인한 기업들의 투자심리 위축과 허리케인 샌디 영향으로 부진하지만, 미국 경제는 Fed의 완화된 통화정책, 주택시장의 본격적인 회복, 여기에 재정절벽 불확실성까지 해소된다면 성장세가 가속화될 것이다.

단, 단기적으로는 아직 재정절벽 불확실성과 샌디 영향으로 4분기 성장률이 1%대 중반 수준으로 부진할 것으로 예상되고, 내년 1분기 성장률도 재정긴축과 세금인상 영향 때문에 4분기와 비슷한 성장률을 보일 것으로 예상(샌디 효과가 4분기 성장률은 하향, 1분기는 상향)돼 경제주체들의 심리 악화를 막고 고용을 촉진하기 위해 연준은 오는 12일 FOMC에서 추가 부양책을 내놓을 것으로 예상된다. 부양책 기대로 증시도 추가 상승 시도할 것으로 예상된다.

그리고, 오는 7일 발표될 11월 고용지표는 샌디 영향으로 왜곡된 지표이기 때문에 평소에 비해 무게감이 떨어진다고 생각되며, 재정절벽 우려까지 반영되어 컨센서스보다 더 부진할 경우 연준의 부양책 가능성을 높여줄 것이다.