



글로벌 증시 디커플링의 이유와 시사점

Why This Report

국내 증시와 글로벌 증시의 디커플링(Decoupling)이라는 단어가 들리기 시작 한지도 벌써 한분기가 넘어가고 있습니다. 그런데 자세히 들여다 보면 이러한 현상이 국내 증시에서만 나타나고 있는 현상이 아니라 글로벌 증시를 구성하고 있는 개별 국가들의 증시에서 어느정도 공통적으로 나타나고 있는 움직임인 듯 합니다. 이러한 현상이 나타나고 있는 원인과 그 함의에 대해 한번 생각해 보도록 하겠습니다.

이제 익숙해져 버린 단어, 디커플링

- 글로벌 증시(MSCI ACWI)의 국내 증시에 대한 설명력은 R-square라는 통계치로 측정할 수 있는데, 지난해 12월 이후 글로벌 증시의 설명력은 0여 가깝게 나타나고 있음
- 이는 비단 국내 뿐만 아니라 개별 국가 증시에서 일반적으로 관찰되고 있는 현상

글로벌 증시 디커플링의 이유

- 글로벌 증시의 개별 증시에 대한 설명력은 글로벌 금융시장의 시스템 리스크에 민감하게 반응
- 글로벌 공통의 악재가 등장할 경우 동조화된 움직임이 나타나고, 관련된 우려가 경감되는 국면에서는 개별 국가들의 고유 모멘텀이 반영되는 현상이 반복
- 현재 여러가지 불확실성 요인이 남아 있는 것은 사실이나 글로벌 증시의 추세적인 동조화 현상을 야기했던 이벤트들(2008년 미국 금융위기, 2010년 유럽 재정위기, 2011년 미국 신용등급 강등)에 비해서는 강도가 낮다는 판단
- 결과적으로 글로벌 증시의 디커플링 현상은 조금 더 이어질 개연성이 높음

최근 국내 증시의 반등은 정책에 대한 기대 때문

- 해외 증시 중 양호한 흐름을 보이는 국가들은 경기 모멘텀이 형성되어 있거나 정책 모멘텀이 형성되어 있거나, 혹은 두 가지가 겸비된 국가 뿐
- 최근 국내 증시의 반등 시도는 신정부의 정책에 대한 기대감을 바탕으로 하고 있어 추가적인 상승 흐름을 기대해 볼 수 있다는 판단

정책에 대한 기대감을 바탕으로 추가적인 상승을 기대해 볼 수 있을 듯

- 신정부가 경기 부양 의지를 표명하고 있어 정책 기대감에 따른 추가 상승 시도를 기대해 볼 수 있을 듯
- 단, 경기 부양책의 강도에 대해서는 아직까지 예정된 바가 없다는 점에서 정부 동향을 주시해 볼 필요

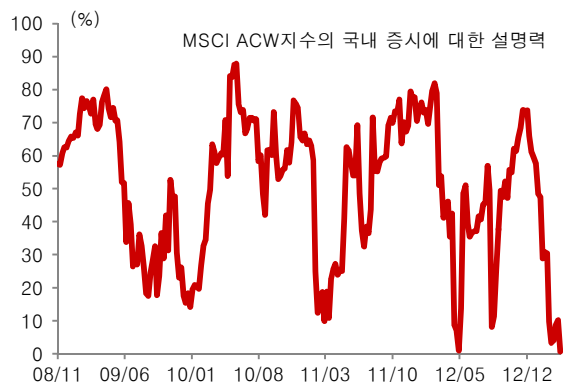
이제는 익숙해져버린 단어, Decoupling

국내 증시와 글로벌 증시의 디커플링(Decoupling)이라는 말도 이제는 꽤 익숙해지고 있다. 일반적으로 국내 증시는 경제 자체가 대외 의존도가 높고 외국인 투자자들의 영향력이 강한 관계로 글로벌증시의 움직임이 국내증시의 움직임에 대해 높은 설명력을 가진다.

통계학에서는 R-square(R^2)라는 값을 이용해 설명력이라는 개념을 측정한다. R^2 은 결과변수의 변동 중에서 원인변수가 설명하는 비중을 구하는 통계치이다. 글로벌 금융위기 이후 KOSPI와 MSCI ACWorld 간의 R^2 는 0.59였다. 이는 글로벌 증시의 움직임이 국내 증시의 움직임을 60% 가까이 설명해준다는 의미로 해석하면 된다. 그런데 최근에는 R^2 값이 0에 가깝게 계산되고 있다. 국내 증시와 글로벌 증시의 디커플링이 논란이 되기 시작한 12월 이후 KOSPI와 MSCI ACWorld 간의 R^2 는 0.01에 불과하다.

그런데 이와 같은 현상은 KOSPI에서만 나타나고 있는 것이 아니다. 전세계 주요 15개국을(선진국 8, 신흥국 7) 대상으로 각각의 R^2 를 구해 평균을 내보게 되면 최근 3개월간 글로벌 증시가 가지는 평균 설명력이 4.5% 수준에 불과한 것으로 나타난다. 이는 90년대 중반 이후 하위 25%에 속할만큼 낮은 설명력이다.

글로벌 증시의 국내 증시에 대한 설명력이 급감한 상황. 지난해 12월 이후로는 글로벌 증시의 설명력이 전무한 것으로 볼 수 있음



자료: 동양증권 리서치센터

개별 증시에 대한 글로벌 지수의 설명력 저하는 최근 일반적으로 나타나고 있는 현상



자료: 동양증권 리서치센터

글로벌 증시 Decoupling의 이유와 시사점은?

그렇다면 왜 이와 같은 현상이 벌어지고 있는 것일까? 사실 글로벌 증시의 개별 국가들에 대한 설명력(R^2)과 글로벌 금융시장이 느끼는 리스크 수준(흔히 말하는 시스템 리스크)과는 상당히 밀접한 관련이 있는 것으로 볼 수 있다. 다음 페이지의 그림에 나와 있는 바와 같이 Macro Risk Index와 글로벌 증시의 설명력은 상당히 유사한 흐름을 보인다.

주식시장 투자전략

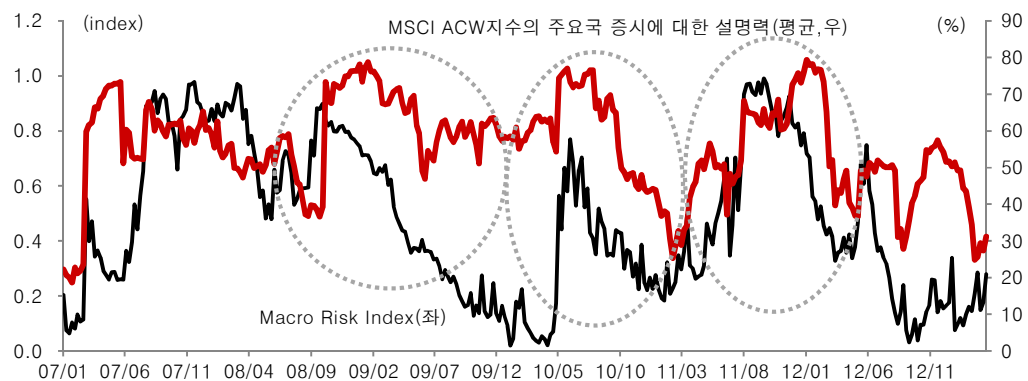
조금 더 자세히 보면, 일정한 패턴을 도출할 수 있는데, MRI 가 극단적으로 상승하는 경우, 즉, 글로벌 증시의 시스템 리스크가 극단적으로 부각되는 경우 글로벌 증시의 개별 국가들에 대한 설명력이 급격히 증가하게 된다. 기존에 형성된 글로벌 금융 시스템 자체가 붕괴 내지는 격변할 수 있다는 우려로 개별 국가들의 펀더멘털에 대한 관심 같은 것은 뒷전이 되고 공통의 이슈에만 관심이 집중되는 것이다.

반대로 이에 대한 우려가 클라이막스를 넘어 진정되는 국면에서는 설명력이 점차 낮아지는 모습을 나타내는데, 글로벌 금융 시스템의 유지에 대한 안도감이 형성되면서 대외 이슈들 보다는 각 국가의 펀더멘털에 대한 내용들이 투자자들의 관심을 끌기 시작하기 때문인 것으로 해석할 수 있다.

이러한 관점에서 현재 상황을 다시 한번 살펴 보자. 최근 키프로스 구제금융과 이탈리아 등 유럽 지역의 불확실성이 제기되면서 MRI 가 다소 상승한 것은 사실이지만, 경험적인 측면에서 여전히 낮은 수준에 머물고 있다. MRI 가 더 상승할 가능성이 없다고는 단언하기는 어렵지만, 근래들어 글로벌 증시의 R²값을 급격히 끌어 올릴 만큼의 MRI 상승을 유발했던 이벤트들이 어떤 것들이었는지를 생각해 보자. 바로 2008년의 서브프라임 모기지 사태, 2010년 유로존 재정위기 부각, 2011년 미국 신용등급 강등 사건 등이다. 생각해 보게되면, 키프로스나 이탈리아와 관련된 불확실성은 여기에 제시한 일련의 이벤트들에 비해 분명히 그 무게가 더하다고 보기는 힘들 듯 하다.

결국 유로존의 불확실성을 통해 글로벌 금융시장이 느끼는 시스템 리스크가 급격히 확대되는 상황이 발생한다면 모르겠지만, 리스크 수준이 현재 수준에서 머물거나 완화되는 쪽으로 방향을 잡아간다면 당분간 각 국가들의 개별 요인들에 의한 글로벌 증시의 디커플링 구간은 연장될 가능성이 높아 보인다는 판단이다. 대외 이슈들을 신경쓰지 말자는 것은 아니지만 당분간은 국내 증시에 투자하는데 있어 외부보다는 내부적인 변수에 더 방점을 둘 필요가 있어 보인다.

글로벌 지수의 개별 국가에 대한 설명력과 시스템 리스크에 대한 우려는 밀접한 연관성을 가지고 움직이는 경향이 있음



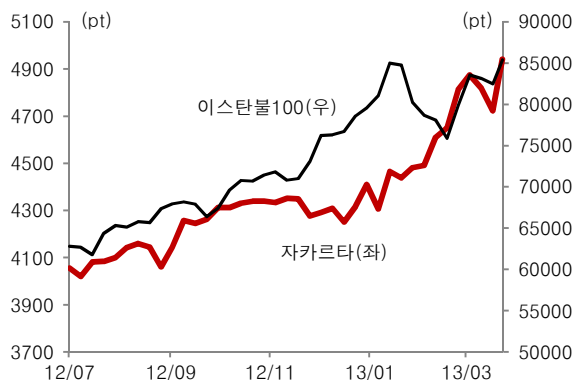
자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

최근 증시가 상승세를 보인 국가들은 세 가지 케이스 중 하나

이상에서 국내 증시 고유의 요인에 무게를 두자는 논의를 한것과 다소 배치되는 것 같지만, 최근 글로벌 증시의 국가별 움직임을 다시 한번 살펴 보자. 최근 증시가 강세를 보이고 있는 국가들은 크게 3가지 분류로 나눌 수 있을 듯 하다.

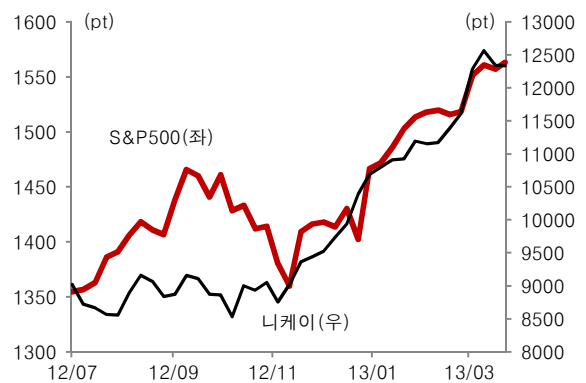
하나는 양호한 내수 경기가 뒷받침되는 국가(터키, 인도네시아), 다음으로 강력한 경기 부양책으로 경기 회복에 대한 기대감이 형성되고 있는 국가(일본), 마지막으로 이 두 가지에 모두 해당되는 국가(미국)이다. 불행하게도 국내 증시는 최근까지 이 세 가지 범주에 모두 해당되지 않으면서 상대적으로 부진한 흐름을 보인 바 있었다.

경기 모멘텀을 바탕으로 증시가 양호한 퍼포먼스를 보인 예 : 터키와 인도네시아 증시



자료: Datastream 동양증권 리서치센터

정책 기대감을 바탕으로 증시가 양호한 퍼포먼스를 보인 예 : 일본 경기 모멘텀과 정책 기대감을 모두 갖춘 예 : 미국



자료: Datastream 동양증권 리서치센터

국내 증시의 반등 시도는 정책에 대한 기대감 때문

그러나 이번 주부터 KOSPI가 반등하는 움직임을 보여주고 있는 상황이다. 앞서 언급한 구분대로라면, 국내 증시가 상승추세를 형성하기 위해서 당장 실현 가능했던 것이 두 번째 범주, 즉, 경기 부양책에 따른 모멘텀이라는 조건 밖에 없었는데 지난 주 후반 현오석 경제부총리가 임명되면서 경기 부양책에 대한 기대감이 높아졌기 때문이다.

한편, 이러한 기대감을 더욱 높여줄 수 있는 이슈가 어제 발생했다. 어제 오후 박근혜 정부의 2013년 경제정책 방향이 발표되었는데 이것 또한 긍정적인 모멘텀을 제공해 줄 수 있는 소재라고 볼 수 있다. 특히 내용 중 가장 눈여겨 볼 부분은 2013년 경제 성장률 전망치를 기존의 +3.0% 성장에서 +2.3% 성장으로 대폭 하향조정했다는 점, 그리고 함께 발표된 ‘민생안정과 경제회복 단기 정책 패키지’ 문서에서 거시, 미시 정책 조합을 통해 성장률 3% 이상이 될 수 있도록 노력한다는 코멘트가 첨부되었다는 점이다.

주식시장 투자전략

이는 결국 실질적인 경기 회복을 유도할 수 있는 정책적 접근을 시도하겠다는 의미로 받아들일 수 있기 때문에 정책에 대한 기대감을 강화시켜 줄 수 있는 소재가 된다. 별다른 모멘텀이 없던 국내 증시에 정책이라는 긍정적인 모멘텀이 등장했다는 점에서 상승 시도가 이어질 가능성이 높다는 판단이다.

전일 공개된 박근혜정부의 2013 국내 경제 전망치				성장률 3%를 추구하기 위한 정책 가이드라인	
항목	2012년	2013년		민생안정과 경제회복 단기 정책 패키지	
		기존	수정	• 재정확대 : 상반기 재정 조기집행 목표(60%) 초과 달성 추경 등을 통한 민생안정 지원 • 금융지원 확대 : 자금조달에 어려움을 겪는 수출/중소기업 등에 대출 지원을 강화하고 정책자금 지원 확대 • 환율안정 : 환율 급등락 완화 등 시장안정노력 지속 • 내수활성화 : 부동산시장 정상화와 투자활성화 대책 강구 • 수출지원 확대 : 중소기업·서비스업 중심의 수출지원 강화 • 민생안정 : 일자리 확충, 물가안정 등 민생안정 기틀 마련	
취업자 증감(만명)	44	32	25		
GDP성장률(%)	2.0	3.0	2.3		
소비자물가(%)	2.2	2.7	2.3		
경상수지(억\$)	431	300	290		

자료: 기획재정부, 동양증권 리서치센터

자료: 기획재정부, 동양증권 리서치센터

정책기대감에 따른 상승시도는 이어지겠지만...

그러나 정책에 대한 기대감으로 KOSPI의 상승시도가 나타난다 할 지라도 아직은 기존의 박스권 상단을 의식할 필요가 있다는 판단이다. 일본 증시의 최근 상승 동력은 앞서서도 언급했던 바와 같이 강력한 경기 부양책이다. 우리나라도 경기 부양책의 실시 여부는 기정사실화 됐지만 ‘강력한’ 수준의 것인지에 대한 부분은 아직 의문부호를 뿜 수 없는 상황이기 때문이다. 게다가 ‘선진국 수준의 2%대 구조적 물가안정 정착’이라는 코멘트도 있었는데 이는 한국은행의 운신의 폭(완화적인 통화정책)을 제한시키는 요인으로 작용할 가능성이 있다는 점도 아직은 신중함을 견지해야 하는 이유 중 한 가지라는 판단이다.