Market Analyst
조병현

국내증시 고유의 요인에 주목하자 : 중앙은행과 주물

Why This Report

4월이 이틀밖에 지나지 않았지만, 4월 증시가 초반부터 힘을 못쓰는 상황이 연출되고 있습니다. 미국과 중국의 PMI가 다소 부진하게 발표 되면서 초반부터 기운을 빼 놓은데다, 건설주와 은행주의 악재도 부정적인 역할을 하고 있는 상황입니다. 주 초반 2분기 전망자료에서 언급한 바와 같이 4월달이 추세 반전의 계기가 될 수 있다는 House View는 여전히 유효하지만 다음주 한국은행의 금통위가 열리는 시점까지는 다소 변동성이 확대되는 흐름이 나타날 수 있다고 보고 있습니다.

단기 불확실성 요인 1. BOJ 통화정책 회의

- 당분간 개별 국가의 증시는 글로벌 공통의 소재 보다는 각 국 고유의 요인에 의해 방향성이 결정될 것으로 예상
- 12월 이후 국내 증시의 디커플링을 야기했던 원/엔 환율의 변동성 확대를 야기할 수 있는 BOJ회의가 금일부터 진행된다는 점에 유의할 필요
- BOJ가 경기 부양에 나서는 것은 중장기적 안목에서 글로벌 경기 회복이라는 명제로 이어질 수 있기 때문에 긍정적인 이슈로 받아들일 수 있음
- 그러나 단기적으로는 국내 증시의 고유의 위협요인인 원/엔환율의 하락을 유발하는 소재로 작용할 수 있다는 점에서 변동성 확대 요인으로 간주할 필요

단기 불확실성 요인 2. 한국은행 금융통화위원회

- 최근 나타난 정부의 경기 부양적 스탠스와 관련해 다음 주 예정된 한국은행의 금통위의 금리인하 결정 여부에 대한 관심이 높아지고 있는 상황
- 국내 증시는 대외의존도가 높은 만큼 재정 부문의 정책만 집행되었을 경우 산업 및 경제 부문에 미치는 영향력이 제한적일 수 있음
- 금리 인하 여부와 관련된 불확실성이 상존하는 만큼 관망세를 유발하는 소재로 쟉용할 가능성이 높음

1분기 수출입동향, IT와 석유화학이 이끌어 준 개선

- 우리나라의 1분기 수출이 전년 비 +0.5% 증가하면서 1년만에 플러스 증가율을 기록한 상황
- 부문별로 살펴 보게 되면, 수출 지표의 개선은 IT 부문과 석유화학 부문이 이끌어 준것으로 집계됨

단기 변동성 확대 구간 예상, IT 와 화학 부문에 대한 관심은 유지

- **한, 일 양국 중앙은행의 정책 결정과 관련된 불확실성 요인이 남아 있는 만큼 변동성 구간이 예상됨**
- **1분기 우리나라 수출 개선을 이끌어 준 IT 와 화학 섹터에 주목할 필요**

4월 시작과 함께 나타난 하락 구간

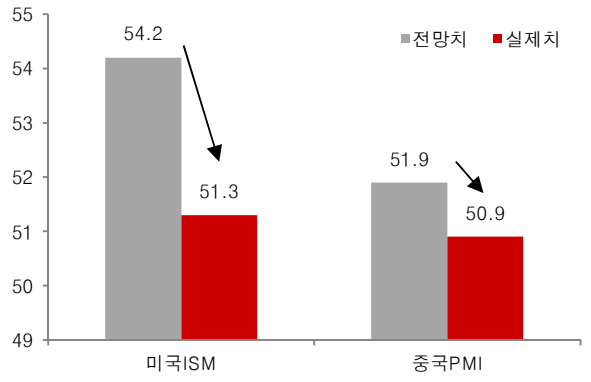
4월들어 KOSPI 가 부진한 흐름을 보이고 있다. 하락을 유발하는데 기여한 악재 요인들을 찾아보면, 외부적으로 중국과 미국의 제조업 지수가 예상치를 하회하는 결과를 발표했다는 점을 생각해 볼 수 있다. 중국의 국가 PMI 는 50.9로 예상치 51.9를 하회했으며, 미국의 ISM 제조업 지수도 51.3으로 예상치인 54.2레 미치지 못했다.

전일 같은 경우는 내부적으로도 악재가 등장했다. 부동산 대책 발표 이후 건설업종에 대한 차익 실현 물량이 출회되면서 업종 지수가 -3.2% 의 급락세를 보였고, STX 조선해양과 관련된 충당금 우려로 은행주도 -2.8%의 낙폭을 기록하며 하락에 직접적인 영향을 미쳤다.

그러나 4월 들어 이틀간 하락 유발했던 소재들의 직접적인 여파는 일정부분 반영이 된 것으로 판단된다. 중국과 미국의 제조업 지수가 예상치를 하회하기는 했지만, 기준선을 하회한 것은 아니라는 점에서 아직까지 우려가 확대될 만한 상황은 아니라고 볼 수 있다. 국내 건설주들의 경우도 3월 말 이후 정책에 대한 기대감을 반영하며 반등했던 상승분을 대부분 돌려놨다는 점에서 해당 이슈가 추가적인 급락을 유발할 소재로 작용할 가능성은 제한적이라고 볼 수 있다.

이처럼 양일간에 걸친 하락 요인들이 어느정도 반영된 것이 사실이라 할 지라도 단기적으로는 변동성 구간의 진행 가능성을 염두에 둘 필요가 있다는 판단이다. 일본과 한국 중앙은행들의 통화정책 회의가 각각 관망세를 유발하는 소재로 작용할 가능성이 높아 보인다는 점이 한가지 이유가 될 수 있다. 그리고 시장 전반적으로 관망세가 형성되면서 거래대금이 낮은 수준을 유지한다면, 일부 주체들의 매도세(규모가 크지 않다고 하더라도) 여파가 크게 작용할 가능성이 있다는 점 때문이다.

나란히 예상치를 하회한 미국과 중국의 제조업 지수



자료: ISM, NBS 동양증권 리서치센터

전일 하락을 야기한 건설주, 정책 기대감에 따른 상승폭을 대부분 반납

자료: KRX, 동양증권 리서치센터

단기 불확실성 요인 1. BOJ 통화정책 회의

앞서 일본과 한국의 중앙은행들이 주최하는 통화정책회의가 관망세를 유발하는 요인으로 작용할 가능성이 있다고 언급했는데, 우선 시기적으로 먼저 진행되는 일본 BOJ 의 통화정책 회의와 관련된 내용부터 살펴 보자.

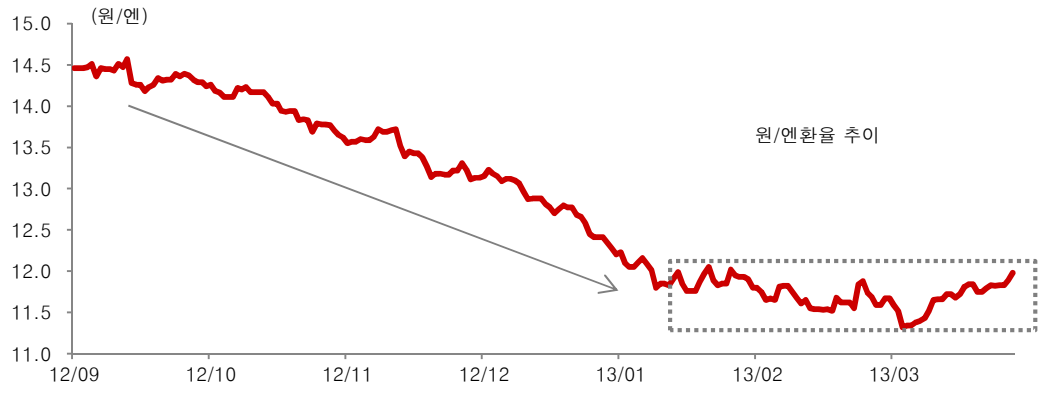
일단 BOJ 측은 1월 22일 열린 통화정책 회의에서 1) 물가 목표 2%로 상향, 2) 2014년 이후 개방형 양적완화(openended QE) 실시, 3) 국채매입 만기 확대 등의 조치를 발표했지만 그 이후 추가적인 정책을 내 놓고 있지는 않다. 이에 따라 12월, 1월 초에 비해 원/엔 환율의 변동성은 한동안 큰 폭의 레벨 변화는 보이고 있지 않다.

그런데 금일부터 이틀간 진행되는 BOJ 통화정책 회의는 일본의 디플레 탈출을 지상 목표로 삼고 있다는 발언을 공개적으로 하는 구로다 하루히코 신임 총재의 공식적인 데뷔무대이다. 그런만큼 우려가 되는 부분은 구로다 총재가 추가적으로 강도높은 양적완화 정책을 들고 나오는 것이다.

현재 시장에서는 구로다 총재가 1)매입 국채 대상을 현행 3년물에서 5년물 이상으로 확대, 2)2014년 이후로 예정된 개방형 양적완화를 현시점에서 조기 도입하는 방안 정도를 발표할 가능성이 높은 것으로 전망되고 있다. 만약 구로다 총재가 시장의 예상을 뛰어넘는 강도 높은 양적완화 정책을 들고 나올 경우는 일시적으로 원/엔환율의 변동성이 아랫쪽으로 확대될 개연성이 존재한다.

물론 장기적인 관점에서 보면, 일본의 디플레 탈출이라는 명제가 글로벌 경기 회복을 이끌어 주는 요인이 될 수 있다는 점에서 긍정적인 소재로 볼 수 있다. 다만, 단기적인 원/엔환율의 하락은 확대는 현재와 같이 수급에 대한 민감도가 높은 상황에서라면 국내 증시의 단기 변동성 확대 요인으로 작용할 가능성이 있다는 판단이다.

지난 1 월 이후 큰 폭의 레벨 변화는 보이지 않고 있었던 원/엔 환율



자료: Myresearch, 동양증권 리서치센터

단기 불확실성 요인 2. 한국은행 금융통화위원회

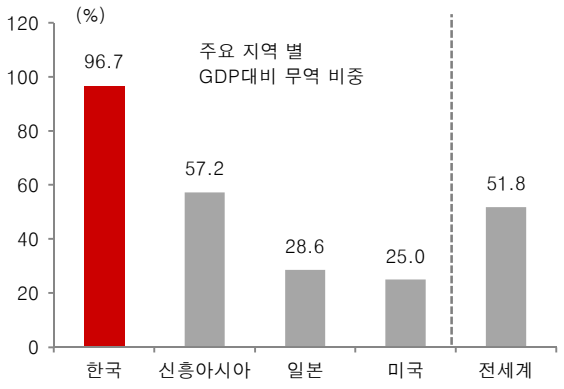
한편, 다음주 목요일에는 한국은행 금융통화위원회가 개최될 예정이다. 일반적으로 국내 증시에 있어서 한국은행의 금통위는 큰 영향력을 가지는 변수가 아닌 것으로 치부되고 있지만, 이번 금통위는 그 중요성이 상당히 높아진 것으로 볼 수 있다.

정부는 최근들어 경기 부양을 위한 정책의지를 분명하게 밝히고 있다. 추경 편성작업에 들어갔으며, 부동산 대책도 발표했다. 사실 이와 같은 경기 부양에 대한 기대감은 지난 주 국내 증시의 반등 구간을 이끌어준 원동력이었다는 판단이다.

그러나 문제는 우리나라에서 재정 부문의 정책만 있을 경우 그 효과가 제한적일 가능성이 높다는 점이다. 우리 경제 구조 자체가 대외 의존도가 높기 때문인데, 월드뱅크의 자료에 따르면 작년 기준으로 우리나라의 GDP 대비 무역 비중은 96.7%에 달한다. 전세계 평균인 51.8%나 미국의 25%, 일본의 28.6%에 비해 대외 경기에 대한 의존도가 월등히 높다.

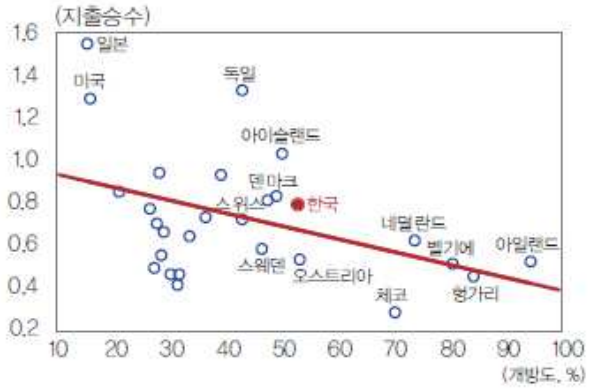
그런만큼 내수 부문을 부양하기 위한 정책 만으로는 한계가 있을 수 밖에 없다. 실제로 전일 한국은행이 발간한 연구분석자료(재정지출의 성장에 대한 영향력 변화와 시사점)을 참고하더라도 경제의 개방 정도와 재정정책 승수와는 역의 상관관계가 존재하는 것으로 나타나고 있다. 따라서 재정정책과 공조된 통화정책에 대한 관심이 높아질 수 밖에 없는 상황이라는 점에서 이번 금통위를 주목할 필요가 있는 것이다.

우리나라는 GDP 대비 무역비중이 전세계 평균 대비 2 배 가까운 것으로 집계되고 있음



자료: World Bank, 동양증권 리서치센터

재정정책이 GDP 성장률에 영향을 미치는 정도인 지출 승수와 경제의 대외 개방도 사이에는 음의 상관관계가 성립



자료:IMF, OECD, 동양증권 리서치센터
주 : 한국은행 발간 자료 "재정지출의 성장에 대한 영향력 변화와 시사점" 에서 재인용

최근 정부가 경기를 회복시키겠다는 적극적인 스탠스를 보여주고 있으며, 여권에서도 한은에 대해 기준금리 인하와 같은 통화정책 활용을 요구하고 있는 상황이다. 국고채 시장 등의 움직임을

보게 되면 금리는 정부의 성장률 전망치 하향 조정에 따른 디플레 우려와 금리 인하 기대감을 반영하면서 사전적으로 하락해 있는 상황이다. 그러나 불안감이 남아 있는 부분은 지난 주 정부의 경제정책 로드맵에서 구조적 물가 안정을 추구하겠다는 코멘트가 들어가 있다는 점과 지금까지 보여주었던 한은 측의 매파적 성향이다. 결론적으로 한국은행 금통위라는 이벤트는 당분간 관망세를 이어지게 만드는 소재로 작용할 가능성이 높아 보인다.

관망세 속에 단기적인 변동성 확대 국면 예상

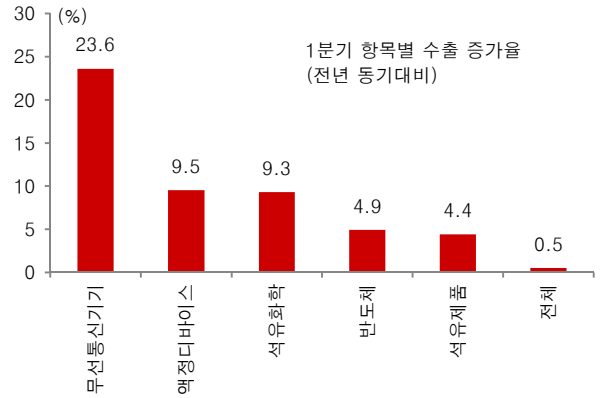
지난 주 데일리 시황 자료를 통해 지난해 12월 이후 글로벌 증시의 공통요인이 개별 국가 증시에 대해 가지는 설명력이 경험적인 최저 수준까지 하락해 있기 때문에 당분간 각 국 증시의 흐름을 전망하는데 있어 각 국가의 고유 요인에 대한 관심이 높아지는 국면이 도래할 것이라는 언급을 한 바 있다.

이 관점은 여전히 유효하다고 보고 있는데, 이런 상황에서 지난해 말 이후 Decoupling 과정에서 국내 고유의 약재 요인으로 작용했던 원/엔 환율과 관련해 BOJ 의 결과에 따라 변동성이 확대될 개연성이 있고, 한국은행의 통화정책과 관련된 불확실성 또한 영향력을 미칠 수 있는 구간임을 고려한다면 KOSPI 가 단기적으로 의미있는 상승 흐름을 연출하기는 힘든 구간이라는 판단이다.

한가지 더, 산업통상자원부의 1분기 수출입 동향 발표 내용

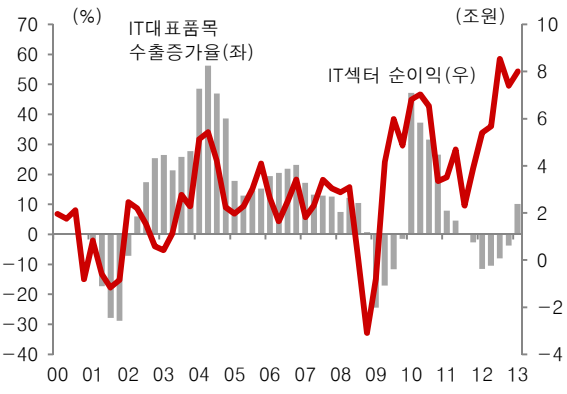
전일 산업통상자원부(구, 지식경제부)는 1분기 수출입 동향을 발표했다. 1분기 수출은 총 1,355억$를 기록해 전년 동기대비 +0.5% 증가했다. 우리나라의 수출은 지난해 1분기 전년 동기 대비 +2.9%성장을 기록한 뒤 3분기 연속 마이너스 성장률을 기록했고, 4분기 만에 겨우 플러스 성장률을 회복하는 모습이다.

부문별로 보게 되면, IT 부문과 석유화학 부문이 수출 증가세를 이끔



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

IT 대표 품목들의 수출 실적과 IT 섹터의 순이익 추이는 밀접한 상관성을 보이고 있음



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

어떤 부문이 수출 신장을 이끌어 주었는지 산업 부문별로 살펴 보게되면, IT 섹터에 속하는 산업 부문이 가장 눈에 띄는 성장세를 보였음을 알 수 있다. 13개 주요 품목 별 수출입 동향 중 가장 높은 성장세를 보인 품목이 전년 동기 대비 +23.6% 증가한 무선통신기기였고, 다음으로는 액정디바이스 부문이 +9.5% 증가하면서 뒤를 이었다. 반도체 부문에서도 +4.9% 증가하는 모습을 찾아볼 수 있었다. 국내 IT 기업들이 대부분 수출주로 분류되고 있는 상황에서 1분기 IT 부문 수출이 크게 증가했다는 점은 1분기 해당 섹터의 실적에 대한 기대감으로 연결될 수 있다는 점을 염두에 둘 필요가 있다.

한편, 규모면에서나 증가율 부문에서 석유/화학 부문의 수출 증가율도 눈여겨 볼만한 상황이다. 주요 13개 품목 중 가장 큰 비중을 차지하고 있는 석유제품과 석유화학제품의 경우 각각 +4.4%, +9.3% 증가세를 보였다. 아직까지 마진 회복에 대한 우려가 남아 있는 것은 사실이나 당사 담당 애널리스트의 의견에 따르면 4월 중, 하순 이후 정제 및 화학 부문의 마진이 회복될 가능성이 전망되고 있다. 게다가 가격 측면에서의 메리트가 충분히 존재하고 있다는 점을 감안하면 점차 관심을 가져 볼만한 상황이라는 판단이다.