



올해 5월은 과거 3년과 달라

Why This Report

지난 3년간 글로벌 증시는 여름 휴가를 앞두고 경기모멘텀이 둔화되는 시기에 유로존 위기가 부각되면서 매년 증시가 급락한 경험이 있습니다. 최근 미국, 중국, 유로존 등 주요국들의 경제지표가 둔화되면서 경기 우려가 커지고 있습니다. 그러나, 올해는 과거 3년과 분명히 다릅니다. 선진국의 통화정책 변화로 유로존 위기가 신용위기로 전이될 가능성이 차단되었고, 경기하방 리스크도 크지 않기 때문입니다. 독일의 반대로 Fed, BOJ만큼 급진적인 통화정책을 기대하기는 어렵겠지만, 오는 5월 2일 ECB 통화정책회의에서 금리인하+알파를 기대해 봅니다.

글로벌 제조업 경기둔화와 원인

- 1) 미국 소비둔화와 시퀘스터 등 재정긴축, 2) 중국 부동산 및 그림자금융 규제, 3) 키프로스 사태와 유로존 경기회복지연, 4) 원자재 가격 급락으로 인한 소재, 산업재 관련 산업 부진 등

하반기 경기회복 기대 유효

- 미국 소비회복이 지속될 것이라고 보는 근거 1) 연준 통화정책으로 저금리가 지속되면서 금리에 민감한 주택, 자동차 시장의 회복세가 지속 2) 금융위기 이후 디레버리지로 인해 가계의 금융부담이 80년대 초 수준까지 감소, 3) 에너지(가솔린) 가격 하락에 따른 가계의 구매력 증가
- 유로존 경기 우려 있지만, ECB 정책 대응으로 하반기에는 완만한 회복 전망. 중국도 경기 우려 있지만, 중앙정부 인프라 투자 확대와 저가 임대주택 건설이 경기 하방을 지지할 것이기 때문에 경착륙은 우려할 필요가 없다고 판단

이젠 ECB가 나설 차례, 금리인하 + 알파 기대

- 4월 유로존 PMI 지수와 4월 독일 Ifo 기업환경지수 부진은 ECB 부양책 필요성 시사
- 경기침체 심화와 물가 안정으로 5월 금리인하 전망, 남유럽 은행권에 대한 비전통적 유동성 공급도 기대해 볼 수 있어

5월 FOMC, QE3 조기 축소 우려 해소시켜 줄 전망

- 연준 QE 조기 종료 우려 해소는 국내 증시 투자전략: 올해 5월은 과거 3년과 다를 전망, 경기민감주 비중 확대할 시기에 2가지 측면에서 긍정적. 1) 위험자산에 대한 투자심리 회복, 2) 엔/달러 상승을 제한

투자전략: 올해 5월은 과거 3년과 다를 전망

- 5월초 선진국 정책 대응으로 경기 우려 진정될 전망, 경기민감주 비중 확대할 시기
- 민감주 중 펀더멘탈, 실적 뒷받침되는 IT 가장 매력적, 최근 급락한 산업, 소재 섹터 등에도 관심

주식시장 투자전략

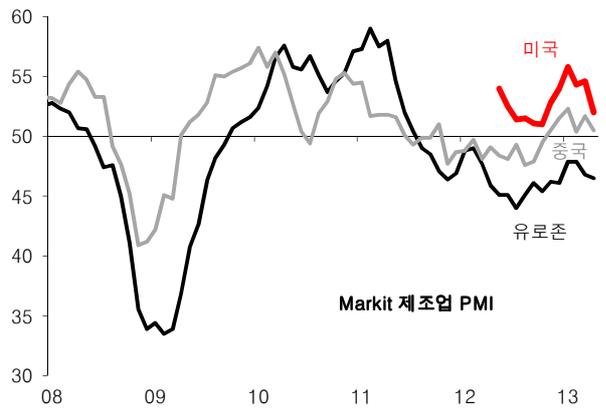
9일 발표된 주요국(미국, 유로존, 중국)들의 PMI 제조업 지수가 모두 시장예상을 하회하는 부진을 보이면서 경기불확실성은 커졌지만, 이로 인해 5월 1일 FOMC, 5월 2일 ECB 통화정책회의를 앞두고 경기부양책에 대한 기대감이 높아졌다.

그리고, 이탈리아 대통령 선거에서 조르조 나폴리타노 대통령이 재임에 성공하고, 독일 의회가 키프로스 구제금융을 승인하면서 유로존 불확실성이 완화된 점도 증시에 호재로 작용했다.

정책 기대감이 높아지고, 유로존 불확실성이 완화되면서 금주 국내증시도 모처럼 강하게 반등하고 있다.

금일 자료에서는 글로벌 제조업 경기 부진의 원인과 전망, 그리고 ECB, Fed 등 선진국 통화정책 기대감 등에 대해 살펴보고자 한다.

4월 주요국 제조업 지수 모두 시장예상 하회, 경기 불확실성 증가로 부양책 기대감은 높아져



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

최근 미국 경제지표 대체로 시장예상 하회해 경기서프라이즈 지수 기준선(0) 하회



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터
주: 유럽 주요 은행 8개와 미국 주요 은행 5개 평균

글로벌 제조업 경기둔화와 원인

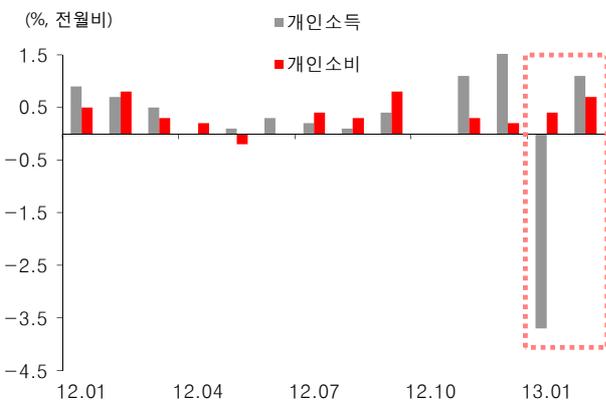
유로존의 4월 PMI 제조업 지수는 46.8에서 46.5로 하락하면서 4개월래 최저치를 기록했다. 유로존 경기는 건축 일변도의 개혁에다 최근 키프로스 은행 구제금융 논란, 이탈리아 정부 구성 지연 등으로 정치적 불확실성까지 더해져 경기회복이 지연되고 있다. 또한, 미국 4월 Markit PMI 제조업 지수 예비치가 52.0로 전월 54.6대비 크게 하락하고, 중국 4월 HSBC PMI 제조업 지수 예비치도 50.5로 전월 51.6 대비 크게 하락했다.

4월 글로벌 제조업 경기가 부진한 이유는 1) 미국 소비둔화와 시퀘스터 등 재정긴축 영향, 2) 중국 부동산 및 그림자금융 규제, 3) 키프로스 사태와 유로존 경기회복 지연, 4) 원자재 가격 하락으로 인한 소재, 산업재 관련 산업 부진 등을 들 수 있다.

주식시장 투자전략

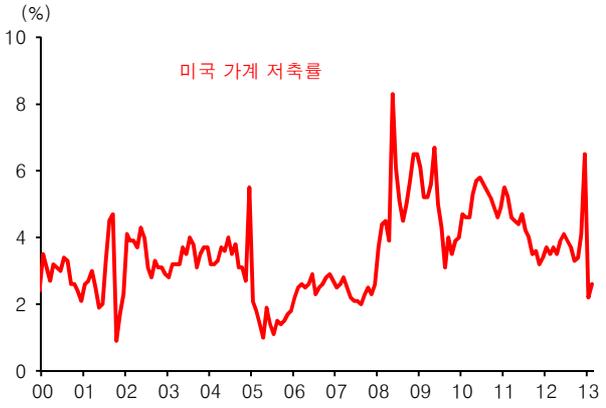
연초 세금인상, 재정긴축에도 불구하고 1분기 미국 경제가 예상외로 고성장을 기록한 것은 정치 불확실성 완화로 기업들이 재고를 빠르게 확대(restocking)하고 자동차 등에 대한 가계 이연소비(pent up demand)가 증가했기 때문이다. 연초만 해도 미국 1분기 성장률 컨센서스는 1%대 초반 수준이었지만, 실제로는 3% 수준의 강한 성장세를 보였을 것으로 예상된다.(금주 금요일 발표 예정)

연초 세금인상으로 소득 감소했지만 1~2월 소비는 호조



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

연초 미국 가계 저축률 크게 하락, 1월 저축률 2.2%



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

1~2월 미국 개인소비는 세금인상으로 소득이 감소했음에도 불구하고 호조를 보였고, 이로 인해 저축률이 지난해 말 6.5%에서 1월 2.2%로 크게 하락했다. 2월에는 소비보다 소득이 크게 증가하면서 2.6%로 소폭 상승했다.

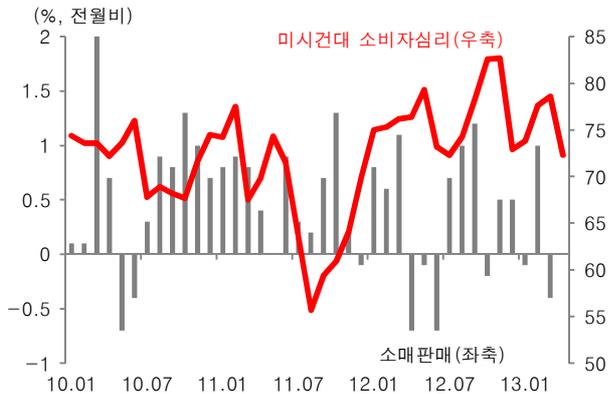
따라서, 3월 소매판매 부진은 연초 세금인상에도 불구하고 소비가 호조를 보인 이후 나타나는 반작용 또는 연초 세금인상 효과가 시차를 두고 나타나고 있다고 보면 된다. 그리고, 4월 미시건대 소비자심리지수가 72.3으로 크게 하락한 것은 저축 감소, 시퀘스터로 인한 고용시장 악화 등이 소비심리에 부정적인 영향을 준 것으로 보인다.

한편, 중국 제조업 경기는 계절적으로 3월과 4월 크게 개선되지만, 올해는 예전과 같은 계절성이 나타나지 않고 있다. 과거에는 전년대 이후 예산이 배정되어 신규 프로젝트가 진행되고 투자가 급증하면서 제조업 경기가 개선되었다. 그런데 올해는 3월 이후 부동산규제로 민간건설이 위축된 가운데, 그림자금융(shadow banking) 규제에 의한 자금조달 문제로 지방정부 투자도 부진한 것이 영향을 주고 있는 것으로 보인다. 1분기 성장률이 7.7%로 시장예상을 하회했던 것도 비슷한 이유이다.

이 외에 신종 조류독감(AI), 시진핑이 이끄는 새 지도부의 반부패 운동으로 사치품 소비가 감소한 것도 중국 제조업 경기에 어느 정도 부정적인 영향을 준 것으로 보인다.

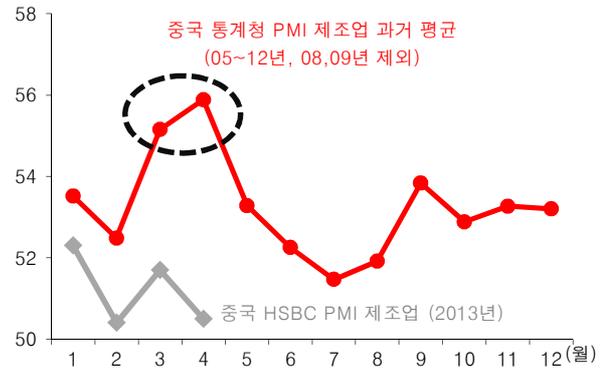
주식시장 투자전략

3월 소매판매 전월비 0.4% 감소, 4월 소비자심리도 9개월래 최저치



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

중국 제조업 지수는 전년대 이후 3월과 4월 급등하는 경향, 올해는 계절성조차 나타나지 않아



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

하반기 경기회복 기대 유효

2분기 경기둔화가 일시적이고, 하반기 경기회복을 전망하는 근거는 우선 미국 가계 소비둔화가 저축률이 일시적으로 과도하게 하락했기 때문에 나타나는 단기적인 현상이라는 점이다.

소비회복이 지속될 것이라고 보는 근거는 1) 연준 통화정책으로 저금리가 지속되면서 금리에 민감한 주택, 자동차 시장의 회복세가 지속되고 있으며, 주택가격 상승에 따른 자산가격 상승은 구매력을 증가시킬 것, 2) 금융위기 이후 디레버리지로 인해 가계의 금융부담(가계소득에서 대출 원금 및 이자가 차지하는 비중)이 80년대 초 수준까지 감소, 3) 에너지(가솔린) 가격 하락에 따른 가계의 구매력 증가 등을 들 수 있다.

유로존은 키프로스, 이탈리아 불확실성으로 인한 유로존 위기는 진정되고 있지만, 경기 우려는 커지고 있다. 5월 2일 ECB 통화정책회의에서 금리인하 등을 통한 정책 대응이 나올 것으로 기대되 하반기에는 완만한 회복세를 보일 것으로 예상된다.

중국의 경우, 1분기 성장률 부진, 4월 HSBC 제조업 PMI 지수 부진 등으로 경기 우려가 있지만, 중앙정부 인프라 투자 확대와 저가 임대주택 건설이 경기 하방을 지지할 것이기 때문에 경착륙은 우려할 필요가 없다고 판단된다.

주식시장 투자전략

미국 가계 금융부담 1980년대 초 수준까지 하락, 가계의 펀더멘탈 뛰어나 소비회복 전망



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

중국 지방정부 투자 부진 지속되는 가운데, 중앙정부의 인프라 투자 경기하방 지지



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

Fed, BOJ에 이어 이젠 ECB가 나설 차례, 금리인하 + 알파 기대

4월 유로존 PMI 지수와 독일 Ifo 기업환경지수의 부진은 ECB의 추가 경기부양이 필요하다는 점을 시사한다. 유로존 경기침체에도 불구하고 연초 독일 경제는 회복세를 보이는 듯 했으나, 3월 이후 지표가 다시 악화되면서 4월 PMI 복합지수는 5개월 만에 다시 수축 국면에 진입했다.

지난 4월 초 ECB 통화정책회의 이후 기자회견에서 드라기 총재는 역내 경제상황을 면밀히 주시하고 있으며, 필요할 경우 추가부양책 실시 가능성을 열어 두었다. 그리고, 최근에는 매파 성향의 독일 중앙은행 총재 바이트만도 향후 경제지표를 보고 금리인하 여부를 결정하겠다고 했다.

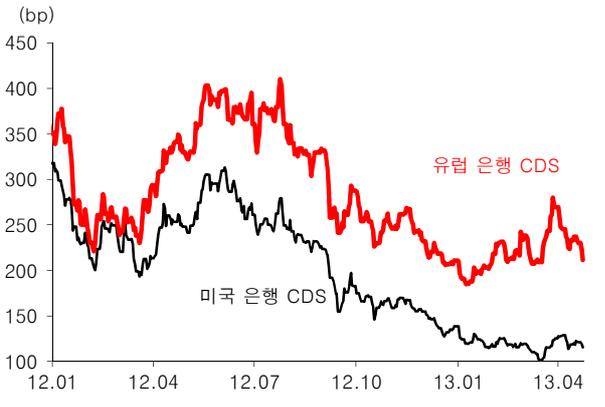
그런데, 독일 4월 PMI 제조업 지수는 전월 49에서 47.9로 하락했고, 어제(24일) 발표된 독일 4월 Ifo 기업환경지수도 전월 106.7에서 104.4로 크게 하락해 독일 기업들의 심리가 위축되고 있음을 보여주었다. 그리고, ECB는 물가안정을 중시해 금리인하를 주저했지만, 최근 원자재 가격 급락으로 인플레이 압력이 완화된 점도 금리인하 결정에 영향을 줄 것으로 보인다.

4월 경제지표들은 경기침체 영향이 유로존 주변국에서 독일 등 중심국으로 광범위하게 진행되고 있음을 시사해 ECB의 금리인하 가능성이 상당히 높아졌다. 5월 금리인하 가능성이 높다고 판단되지만, ECB와 유로존 각국 중앙은행(Eurosystem)이 새로운 경제전망을 발표하는 6월까지 기다릴 가능성도 배제할 수는 없다.

따라서, 5~6월 중 한 차례 금리인하가 예상되며, 남유럽 은행권에 유동성을 공급하기 위한 비전통적 방법도 추가 될 수 있다. 경기침체가 지속되는 가운데, 키프로스 구제금융 과정에서 고액에 금자에게 손실을 부담시키면서 남유럽 은행들과 기업들은 저금리로 자금을 조달하는데 어려움을 겪고 있기 때문이다. 독일 중앙은행 총재 바이트만이 비전통적 방법은 반대하고 있어 낙관할 수는 없지만, OMT(무한대 국채매입 프로그램)도 바이트만의 반대에도 불구하고 실시된 바 있긴 하다.

주식시장 투자전략

유럽 주요 은행들의 CDS 프리미엄 3월 초 수준으로 안정, 이탈리아와 키프로스 불확실성 완화 반영



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터
 주: 유럽 주요 은행 8개와 미국 주요 은행 5개 평균

4월 독일 Ifo 기업환경지수 104.4로 전월 106.7 대비 크게 하락, 유로존 경기불확실성 커져 ECB 정책 대응 필요



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

5월 FOMC, QE3 조기 축소 우려 해소시켜 줄 전망

4월 초 윌리엄스 샌프란시스코 연준 총재는 QE3 축소에 대해 처음으로 구체적으로 언급해 QE 조기 종료에 대한 시장의 우려가 커졌다. 당시 윌리엄스는 본인의 경제 전망이 현실화된다면, 올해 여름까지 고용시장이 빠르게 회복(substantial improvement)될 것이고 이 경우 여름에 QE 축소가 결정되고 연말 무렵에는 QE가 종료될 것이라고 발언했다.

윌리엄스가 비둘기파 성향으로 지난해 여름 QE3를 주장했었고, 그의 전망이 버냉키 의장과 엘렌 부의장의 전망과 비슷해 상당히 신뢰도가 높은 편이다.

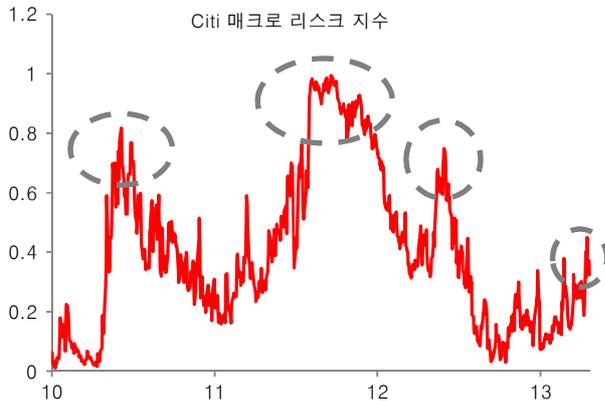
그러나, 이후 발표된 3월 비농업고용이 8만 8천명 증가해 상당히 부진했고, 최근 발표된 제조업 지수, 소매판매, 소비심리 등 경제지표가 전반적으로 부진했다. 또한 유로존과 중국의 경기 부진으로 글로벌 경기 불확실성이 증가했기 때문에 조기 QE 종료 논의는 잠시 수면 아래로 가라앉을 것으로 예상된다.

4월 30일~5월 1일 양일 간 진행될 FOMC 회의에서는 기존 정책을 유지하는 가운데, 조기 QE 종료에 대한 시장의 우려를 해소시켜 줄 것으로 예상된다. 연준 QE 조기 종료 우려 해소는 국내 증시에 2가지 측면에서 긍정적이다. 우선 1) 위험자산에 대한 투자심리를 회복시켜 줄 뿐만 아니라, 2) 엔/달러 상승을 제한하는 효과도 기대해 볼 수 있다.

BOJ의 공격적인 통화정책 영향으로 엔화가 약세가 빠르게 진행 중인데, 현재 수준(100엔)에서 엔화가 더 약세로 가기 위해서는 연준의 통화정책 변화가 필요할 것으로 예상된다. 그런데, 5월 FOMC 회의에서 QE3 조기 종료 우려가 진정된다면 엔화가 당분간 현재 수준에 머무를 것으로 예상된다.

주식시장 투자전략

글로벌 매크로 리스크 상승했지만, 과거 비하면 안정된 수준. 선진국 통화정책 변화로 올해는 과거 3년과 달라



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

주: Citi Macro Risk 지수는 0~1 사이의 값을 가지며, 1 에 가까울수록 리스크 커져

BOJ 공격적인 통화정책으로 엔화 약세 빠르게 진행, QE 축소 또는 종료되기 전에는 현재 수준(100 엔) 크게 벗어나기 어려울 전망



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

투자전략: 올해 5월은 과거 3년과 다를 전망, 경기민감주 비중 확대할 시기

미국 경제는 시퀘스터, 가계의 일시적인 소비둔화 등으로 2분기 글로벌 경기 모멘텀이 1분기에 비해 약해지겠지만, 연준의 개방형 QE 가 경기하방을 지지하고 고용회복, 자산가격 상승, 에너지 가격 하락 등에 따른 소비회복 전망은 여전히 유효해 하반기에는 경기모멘텀이 개선될 전망이다.

그리고, 유로존은 키프로스 와 이탈리아의 정치적 불확실성이 완화되는 가운데, ECB 의 정책 대응으로 경기 불확실성도 완화될 것으로 예상된다.

중국 은 부동산 규제 강화, 그림자금융 규제 등으로 인해 경제지표들이 예상보다 부진하지만, 중앙정부의 인프라 투자 확대, 임대주택 건설 등으로 인해 경착륙은 피할 것으로 예상된다.

Fed, BOJ 의 공격적인 통화정책과 ECB 의 정책 대응 기대 때문에 올해 5월 증시는 과거 3년과 달리 4월 조정 이후 반등에 나설 것으로 예상된다. 지난 3년간 글로벌 증시는 여름 휴가를 앞두고 경기모멘텀이 둔화되는 시기에 유로존 위기가 부각되면서 증시가 급락한 경험이 있다.

5월초 선진국 중앙은행들의 정책 대응으로 경기 우려가 진정될 것으로 예상돼 경기방어주보다는 경기민감주 비중을 확대할 필요가 있다고 판단된다. 선진국 경기회복, 원자재 가격 안정 등으로 중장기 펀더멘탈이 가장 좋고 실적도 뒷받침되는 IT 섹터가 여전히 가장 매력적이며, 최근 중국 경기 우려, 원자재 가격 급락, 유로존 위기 재부각 등으로 급락한 산업, 소재 등에도 관심을 가져볼 필요가 있다.