



올해는 5월보다 8월을 조심하자

Why This Report

올해 5월은 과거 3년과 달리 글로벌 증시의 랠리가 진행 중인데, 당분간 상승 흐름이 이어질 것으로 예상됩니다. 8월 이후 주의할 필요가 있는 것은 8월말 잭슨홀미팅 또는 9월 이후 FOMC에서 QE 축소에 대한 논의가 본격적으로 이루어질 가능성이 있고, 이르면 9월 늦어도 10월까지의 부채한도를 상향 조정해야 하고, 9월에는 독일 총선도 예정되어 있는 등 정치적(정책) 불확실성이 높아지는 시기이기 때문입니다. 그러나, 조정이 오더라도 4분기부터 미국 경기 모멘텀이 본격적으로 개선되기 때문에 큰 조정보다는 잠시 쉬어가는 흐름을 보일 것으로 예상합니다.

미국 경제지표 예상보다 양호, 달러 강세에 영향

- 2분기 지표들은 시케스터, 소비문화 등의 영향으로 1분기보다 모멘텀이 약하지만, 고용, 소비 등의 지표들은 예상외로 호조를 보이면서 하반기 회복에 대한 기대감을 높여주고 있음
- 미국 경제지표는 예상보다 호조를 보이는 가운데, BOJ가 Fed보다 공격적인 통화정책을 펼치고 있고 유로존은 경기침체가 지속되면서 달러화 강세 진행 중

엔화 추가 약세 위해선 연준 통화정책 변화 필요

- 통화정책, 펀더멘탈 등 고려 시 엔화 약세/달러 강세는 중장기적으로 지속될 것으로 예상되는데, 문제는 그 속도
- 최근 미국 경제지표 개선과 QE 축소 기대로 엔화가 다시 약세를 보이면서 102엔 대까지 상승
- 시케스터, 소비문화 영향으로 2~3분기는 제조업, 고용, 소비 등의 지표들이 지난 1분기보다 모멘텀이 약할 것이기 때문에 당장 QE 축소를 우려할 필요는 없어
- QE 축소 논의 3분기 말~4분기 초 이루어지고, 실제 축소는 내년 초에 이루어질 것으로 예상하는데 그 근거는 1) 4분기부터 본격적으로 모멘텀이 개선되는지 확인할 필요, 2) 9~10월 부채한도 상향, 9월 독일총선 등 불확실성 있어 확인하고 결정할 가능성 높아

미국 올해 재정적자 당초 예상보다 2천억 달러 감소한 것의 의미는?

- 1) 단기 재정 안정으로 추가긴축에 대한 부담이 경감, 2) 부채한도 상향조정의 마감 시한이 당초 예상보다 늦춰질 것

부채한도 상향조정 실제 마감시한은 9~10월

- 당초 8월까지의 부채한도 상향조정이 필요할 것으로 예상되었지만, 올해 재정적자 축소로 마감시한 9~10월로 연기

하반기 경기회복 기대로 증시 상승 흐름 이어질 전망, 8월 이후에나 조정 가능성

- 선진국 통화정책 공조로 경기우려 진정되었고, 당장 QE 축소될 가능성 낮아
- 8월 이후 QE 축소 논의, 부채한도 상향조정, 독일 총선 등 정책 불확실성으로 조정 가능성

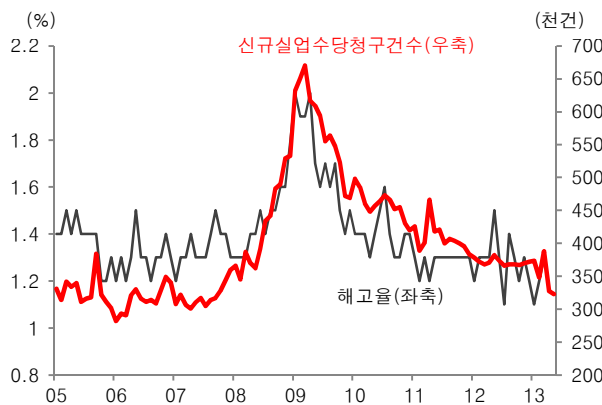
주식시장 투자전략

미국 소비, 고용 등 경제지표 예상보다 양호, 달러 강세에 영향

3~4월 미국 경제지표는 부진했으나, 5월 들어 발표된 미국 경제지표들은 전반적으로 시장예상을 상회하고 있다. ISM 제조업 지수, 산업생산 등 2분기 지표들은 전반적으로 시퀘스터, 소비둔화 등의 영향으로 1분기보다는 모멘텀이 약하지만, **고용, 소비 등 주요 지표들이 예상외로 호조**를 보이면서 하반기 회복에 대한 기대감을 높여주고 있다.

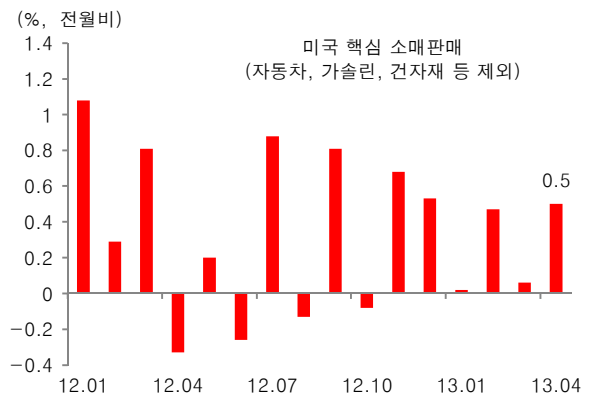
신규실업수당청구건수는 기업들의 해고가 감소하면서 2007년래 최저 수준까지 감소했고, 4월 소매판매는 3월(-0.5%)에 이어 2개월 연속 감소할 것이라는 시장예상(-0.3%)을 깨고 전월비 0.3% 증가했다.

기업 해고 감소로 신규실업수당청구건수 감소세, 2007년래 최저 수준



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

변동성이 큰 부문 제외한 4월 핵심 소매판매 전월비 0.5% 증가, 예상보다 호조



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

미국 경제지표는 예상보다 호조를 보이는 가운데, 일본 중앙은행(BOJ)이 연준보다 공격적인 통화정책을 펼치고 있고 유로존은 경기침체가 지속되면서 달러화 강세가 빠르게 진행 중이다.

유로존의 1분기 성장률은 전기비 -0.2% 역성장해 6분기 연속 마이너스 성장이 지속되고 있다. 4월 PMI 복합지수가 46.9를 기록해 1분기 평균 47.7보다 낮기 때문에 유로존 경제는 2분기에 도 경기침체가 지속될 가능성이 높지만, ECB가 5월 금리인하에 이어 추가 금융완화 조치를 취할 가능성도 있다.

현재의 유로존 경제상황은 좋지 않지만, ECB가 경기가 더 악화될 경우 추가 조치를 취할 것이기 유로존 경제는 현재 상황에서 더 악화되기 보다는 하반기부터 완만한 성장세가 예상된다.

엔화 추가 약세 위해선 연준 통화정책 변화 필요

GDP 대비 중앙은행 자산 매입 규모가 연준에 비해 BOJ 가 더 크고, 주택시장 회복, 세일혁명 등에 의해 미국 경제의 펀더멘탈이 다른 선진국에 비해 뛰어나기 때문에 **엔화 약세/달러 강세**는 중장기적으로 지속될 것으로 예상되는데, 문제는 그 속도이다.

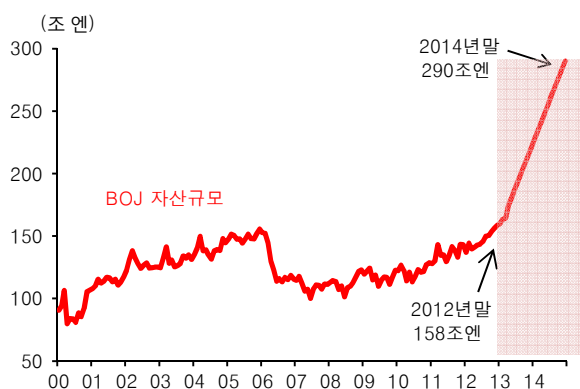
최근 미국 경제지표 개선과 QE 축소 기대로 엔화가 다시 약세를 보이면서 102엔 대까지 상승했다. 그런데, 미국 지표가 최근 전반적으로 양호하지만, 어디까지나 낮아진 기대치 대비 좋다는 것이지 시퀘스터, 소비둔화 영향으로 2~3분기는 제조업, 고용, 소비 등의 지표들이 지난 1분기 보다 모멘텀이 약할 것이기 때문에 **당장 QE 축소를 우려할 필요는 없어 보인다**.

해고 감소로 신규실업수당청구건수는 감소했지만, 미국 기업들이 시퀘스터와 경기 불확실성 때문에 아직 고용을 적극적으로 늘리지는 않고 있기 때문에 2~3분기에 비농업고용이 20만명을 지속적으로 상회하기는 어려울 것이기 때문이다. 따라서, **엔화도 현 수준에서 더 약세로 진행되기 보다는 당분간 현 수준에 머무를 것으로 보인다**.

엔화가 더 약세로 진행되기 위해서는 연준의 통화정책 변화가 있어야 하며, QE 축소에 대한 논의는 3분기 말~4분기 초 무렵에 이루어질 것으로 예상된다.

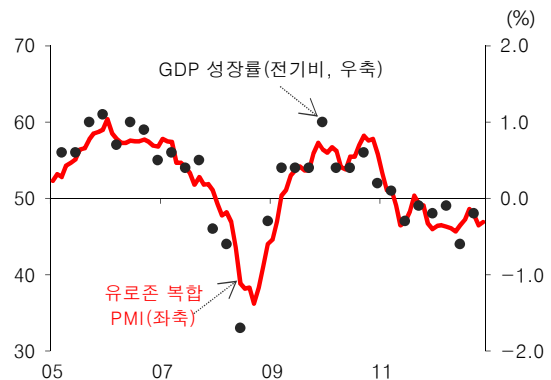
QE 축소가 실제로 이루어지는 시기는 내년 초가 될 것으로 예상하는데 그 근거는 다음 2가지를 들 수 있다. 1) 시퀘스터 영향으로 미국 경제는 2~3분기에는 회복세가 느리고 4분기부터 경기 모멘텀이 강해질 것으로 예상되기 때문에 실제로 4분기 고용과 경기 모멘텀이 개선되는지 확인할 필요가 있다. 2) 9월~10월에는 미국 부채한도 상향조정과 관련된 정치 불확실성이 남아 있고, 9월 독일 총선도 있기 때문에 이를 확인한 후 내년 초부터 QE 를 축소할 것으로 예상된다.

BOJ 자산 2014 년말 290 조엔으로 GDP 50% 규모로 증가



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

유로존 1 분기 성장률 -0.2%로 경기침체 지속, 4 월 PMI 복합지수 46.9 로 1 분기 평균(47.7)보다 낮아 2 분기에도 침체 지속 가능성

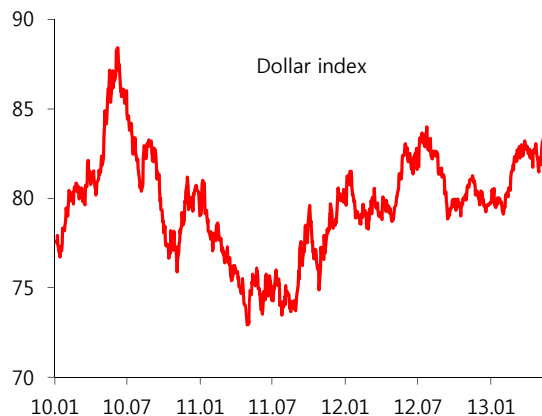


자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

주식시장 투자전략

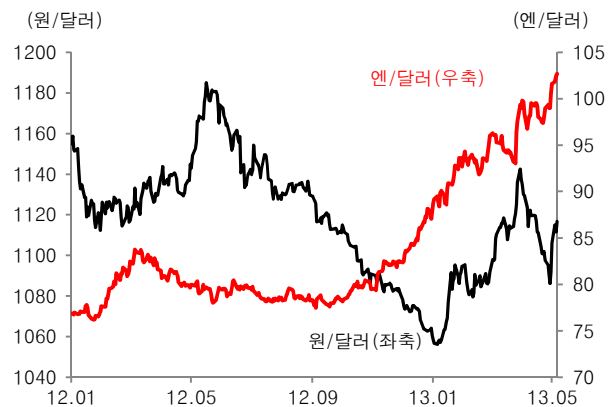
QE 축소가 본격적으로 논의되는 시기는 8월말 잭슨홀 회의 또는 9월 이후 FOMC가 될 것으로 보인다. QE 축소를 전후로 엔화는 추가적인 약세가 진행될 것이기 때문에 올해 연말에는 엔/달러 환율이 105엔까지 상승할 것으로 예상된다.

달러 강세, 달러 인덱스 3년래 최고 수준에 근접



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

엔화 약세가 빠르게 진행되면서 원화도 달러대비 제한적 약세



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

미국 올해 재정적자 당초 예상보다 2천억 달러 감소한 것의 의미는?

14일(현지시간) CBO(미국 의회예산국)는 올해와 향후 10여년 간의 재정적자 수정치를 발표했다. 지난 2월 전망에서는 올해 미국 재정적자가 8,450억 달러일 것으로 예상했었는데, 5월 수정치에서는 6,420억 달러의 재정적자를 예상해 2,030억 달러가 감소했다.

재정적자가 기존 예상보다 2천억 달러 정도 감소한 것은 예상보다 세수(revenue)는 증가하고, 정부지출(outlays)은 감소할 것으로 예상되기 때문이다. 가장 크게 영향을 준 부분은 국책모기지 회사들(패니매, 프레디맥)의 배당금 지급과 개인소득세 증가이다.

주택시장 회복으로 인해 금융위기 이후 구제금융을 받고 국영화되었던 국책모기지 회사 패니매(Fannie Mae)와 프레디맥(Freddie Mac)의 실적이 크게 개선되면서 재무부에 950억 달러의 배당금을 지급할 예정이다. 그리고, 올해 초 세율인상을 앞두고 부유층들이 높은 세율을 피하기 위해 지난해 말 소득신고를 많이 해 개인소득세가 당초 예상보다 690억 달러 증가했다.

CBO 5월 수정치에 의하면, 미국 재정적자가 예상보다 크게 감소해 올해는 2,030억 달러, 그리고, 향후 10년간 재정적자는 6,180억 달러가 감소할 것으로 예상되는데 이것이 의미하는 것은 크게 다음 2가지 정도로 볼 수 있다. 1) 단기 재정 안정으로 추가긴축에 대한 부담이 경감되었고, 2) 부채한도 상향조정의 마감 시한이 당초 예상보다 늦춰질 것이라는 점이다.

2월 전망치 기준으로 올해 GDP 대비 재정적자 비율은 5.2%였는데, 5월 수정치를 반영하면 재정적자는 4.0%로 하락하게 되며, 이는 2012년 재정적자 6.7%에 비해 크게 개선된 것이다. 미국 재정적자는 2015년까지 계속 감소해 2015년에는 재정적자가 2.1%까지 감소할 것으로 예상된다.

단기적으로 추가 긴축 없이도 단기 재정이 안정되고 있어 추가적인 재정긴축은 단기보다 중장기 예산에 집중될 것으로 예상된다. 2016년 이후부터는 재정적자가 증가할 것으로 예상되기 때문에 중장기적 관점에서 세제개혁, 복지축소 등을 통한 추가 재정긴축이 필요한데, 이 부분은 올해 9월~10월경 부채한도를 상향조정 하는 과정에서 논의될 것이다.

재정적자가 예상보다 빠르게 감소해 단기적으로 추가 긴축 부담이 경감되었다는 점은 증시에 긍정적이다.

미국 올해 재정적자 지난 2월 전망보다 2,030억 달러나 급감, 예상보다 세수는 증가하고 정부지출은 감소할 것으로 예상되기 때문

(단위: 십억 달러)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2014~2023 (합계)
CBO 재정적자 전망 (2월 전망)	-845	-616	-430	-476	-535	-605	-710	-798	-854	-957	-978	-6,958
세수(revenue) 변화 (1)	105	39	26	15	14	6	2	0	-2	-2	-2	95
정부지출 변화 (2)	-98	-16	-26	-29	-39	-57	-60	-65	-75	-71	-84	-522
재정적자에 미치는 총 영향 (1)+(2)	203	56	51	44	53	63	62	66	72	68	82	618
CBO 재정적자 전망 (5월 전망)	-642	-560	-378	-432	-482	-542	-648	-733	-782	-889	-895	-6,340

자료: CBO(미국 의회예산국), 동양증권 리서치센터

부채한도 상향조정 실제 마감시한은 9~10월

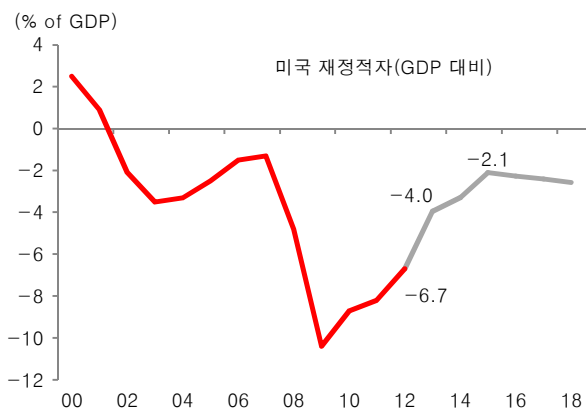
연초 미국 의회는 디폴트 리스크를 피하기 위해 국가부채 한도(debt limit)를 늘리지 않고 임시 방편으로 3개월 정도(5월 18일까지) 부채한도(debt limit)의 효력을 정지시켰다. 이 조치로 미국 정부는 부채한도를 늘리지 않고도 국채를 발행할 수 있었으며, 이로 인해 현재 미국의 국채부채는 이미 16.4조 달러의 한도를 넘어섰다.

원칙상 오바마 대통령과 미국 의회는 5월 18일까지 국가부채 한도 상향조정 협상에 합의해야 하지만, 미재무부가 긴급조치를 통해 수 개월 정도 시간을 벌 수 있다. 당초 8월까지의 부채한도를 상향조정 해야 될 것으로 전망되었지만, CBO의 5월 재정적자 전망에서 수정된 것처럼 예상보다 세수가 늘고 특히 국책모기지 회사인 패니매(Fannie Mae)와 프레디맥(Freddie Mac)으로 부터 올해 950억 달러의 배당금을 받게 되어 시간을 더 벌 수 있게 되었다. 따라서, 부채한도를 상향조정 해야 하는 실제 마감시한은 9월~10월 정도가 될 것으로 예상된다.

주식시장 투자전략

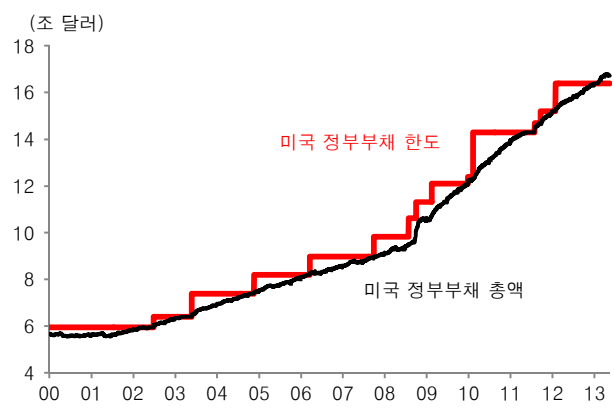
현재 하원 예산결산위원회를 이끌고 있는 공화당 의원들은 부채한도 증액과 세제개혁을 연동하는 방안을 강구하고 있다. 이는 지난 2011년 동일한 규모의 재정지출 삭감이 없을 경우 부채한도 상한선을 높여줄 수 없다고 주장했던 것과는 달리 다소 유연한 태도를 보이고 있는 것이다. 따라서, 부채한도 협상이 지난 2011년처럼 시장에 큰 충격을 주지는 않을 것이다.

미국 재정적자 당초보다 2천억 달러 감소해 GDP 대비 재정적자 올해 4.0%(수정 전 5.2%)로 크게 개선, 2015년 2.1%까지 감소할 전망



자료: CBO, IMF, 동양증권 리서치센터

올해 5월 18일 부채한도 협상 마감 시한이지만, 실제 데드라인은 9월~10월 정도가 될 전망



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

하반기 경기회복 기대로 증시 상승 흐름 이어질 전망. 8월 이후에나 조정 가능성

유로존과 중국의 경기가 예상보다 부진하지만, Fed와 BOJ의 개방형 QE, ECB 금리인하 등 선진국 통화정책 공조로 인해 글로벌 경기우려는 사실상 진정되었다고 볼 수 있다.

미국 지표가 최근 전반적으로 양호하지만, 어디까지나 낮아진 기대치 대비 좋다는 것이지 시퀘스터, 소비둔화 영향으로 2~3분기는 지난 1분기보다 모멘텀이 약할 것이기 때문에 당장 QE 축소를 우려할 필요는 없어 보인다. 따라서, 엔화도 현 수준(102엔)에서 더 약세로 진행되기 보다는 당분간 현 수준에서 유지될 것으로 보인다.

경기하방 리스크는 크지 않은 가운데, 당분간 특별한 이슈가 없는 상황이기 때문에 글로벌 증시는 당분간 큰 변동성 없이 상승 흐름을 이어갈 것으로 보인다.

8월말 잭슨홀미팅 또는 9월 이후 FOMC에서 QE 축소에 대한 논의가 본격적으로 이루어질 가능성이 있고, 이르면 9월 늦어도 10월까지의 부채한도 상향조정을 마무리 해야 한다. 그리고, 9월에는 독일 총선도 예정되어 있다. 따라서, 올해는 과거 3년과 달리 5월에 글로벌 증시가 랠리를 펼치고 있는데 당분간 의미있는 조정 없이 상승 흐름을 이어갈 것으로 보이며, 8~9월경 QE 축소 우려, 부채한도 상향, 독일 총선 불확실성 등으로 인해 증시가 쉬어가는 흐름을 보일 것으로 예상된다.