

Europe vs. USA

Economist 김승현 769-3912 economist1@daishin.com

하반기 경기회복을 이끌 주도지역. 미국보다 유럽

최근 한국시장 상승은
이전과 다른 경기개선 기대
반영

미국, 일본 주도 경기호전
기대는 정책렐리

정책 부작용 우려로
자산매입 축소 논의 중인
미국

강한듯 하지만 정책효과
약해지는 일본

그리고 유럽의 역습이
시작될 것이다

하반기 글로벌 경기호전 기대가 높아지고 있다. 이제까지 미국과 일본이 경기기대감을 이끌어 왔고 한국시장은 이들 주도의 경기호전에서 소외되었다. 그런데 최근 국내시장도 경기기대가 반영되고 있다. 이는 이전과 다른 경기개선을 대변하는 것은 아닐까?

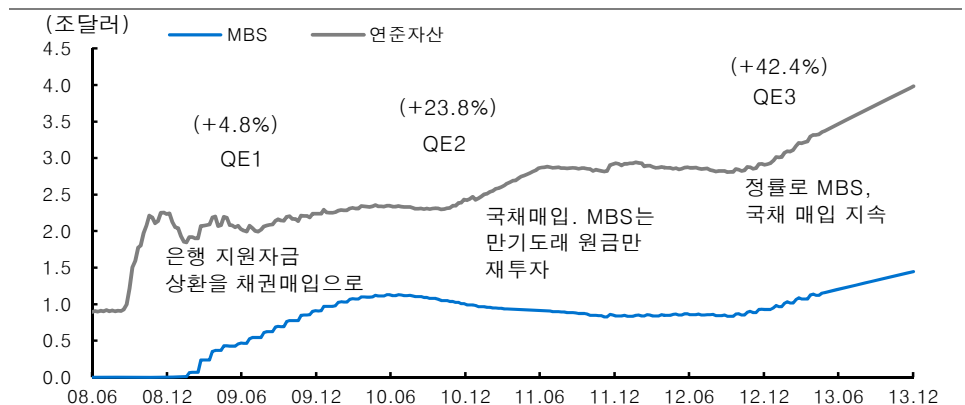
미국과 일본이 주도한 경기호전 기대는 정책렐리라 할 수 있다. 미국의 QE3(MBS 및 국채 월 850억 달러매입)와 일본의 구로다 총리의 QQE정책(연간 50조엔 자산매입 정책)이 이들 국가에 대한 경기호전 기대를 이끌었다.

이제 미국에서는 언제 국채매입 규모를 줄이기 시작할 것인지에 대한 논의가 진행되고 있다. 낙관적인 경우 연말이전에 논의가 되지 않을 것이라하고, 좀 더 비관적으로보면 여름부터 논의가 시작되는 것이 아닌가 하는 우려가 제기되기도 한다. 중요한 것은 이런 정책의 후퇴가 충분히 경기가 안정되었기 때문에 나오는 것이 아니라, 정책의 부작용에 대한 걱정에서 출발하고 있다는 것이다. 1,2차 양적완화에 비해 현재 속도로 자산매입이 진행된다면 시중에 풀리는 통화의 양이 과도하게 많아지기 때문이다.

일본의 정책은 여전히 강한 진행형인것처럼 보이지만, 4월에는 1년물 국채 금리가, 5월에는 10년물 국채금리가 급등하면서 정부정책의 변화에 따라 채권금리 변동폭이 확대되고 있다. 이미 연간 한도 50조엔중 절반이상을 일본은행이 매입한 상황에서 국채금리의 안정이라는 효과가 약해지고 있음을 보여주고 있다.

일본과 미국에서 더 이상의 정책효과를 기대하기는 쉽지 않다. 반면 다른 지역의 역습이 시작되고 있다. 미국, 일본을 제외한 다른 국가의 정책대응이 빨라지는 것이다. 한국에서 추경과 기준금리인하가 나온 것이 대표적이다. 글로벌 경기회복을 이끌 변심은 무엇보다도 유럽에서 기대할 수 있다. 5월 정례회의에서 ECB는 기준금리를 인하했고, EU정상회담을 거치며 다시 또 무엇이든 할 수 있을 분위기다.

그림 1. 미국 양적완화 정책 비교. 연말까지 현정책 지속한다면 정책이전 대비 연준자산 42% 증가



자료: CBC, 대신증권 리서치센터

미국에 대한 기대가 낮은 이유 : 정체된 경기, 기대할 것이 작다

미국 경기, 보고싶은 것만 본 것은 아닌지?

경기회복에 대한 기대를 언급할 때 미국을 뺄 수 없다. 미국 경기회복이 그 동안 가장 강했고, 항상 미국 중심으로 생각해왔던 관성때문일 것이다. 이런 미국경제에 대한 강한 믿음은 미국 경제를 좋은 지표 중심으로 해석하는 경향을 만들어내곤 한다. 월초에 발표된 지표의 경우, 나뉘던 ISM제조업 지수보다는 개선된 고용지표에 주목하는 것처럼 말이다.

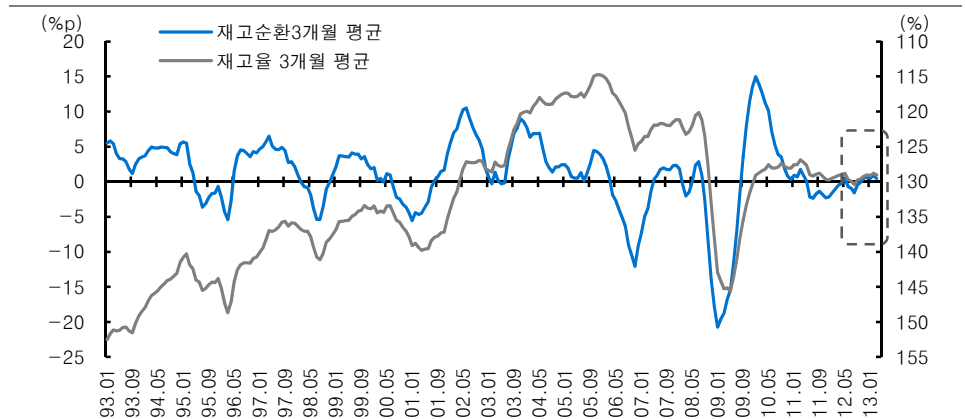
경기회복세 이어질 지는 불확실

과연 기대처럼 미국경기가 호전세를 이어갈 수 있을지는 불확실해 보인다. 그 이유는 시퀘스터 충격, 부채한도 협상, QE중단 가능성과 같은 확인되지 않았거나, 확정되지 않는 불확실성 때문만은 아니다. 오히려 부채한도 협상이 합의되지 않고 9월까지 자동 연장된 것은 호재라 할 수 있다. 협상이 연기됨으로써 세율상향도, 정부지출 감소도 없는 시간을 얼마간 벌었기 때문이다.

재고순환지표, 이례적 정체 지속

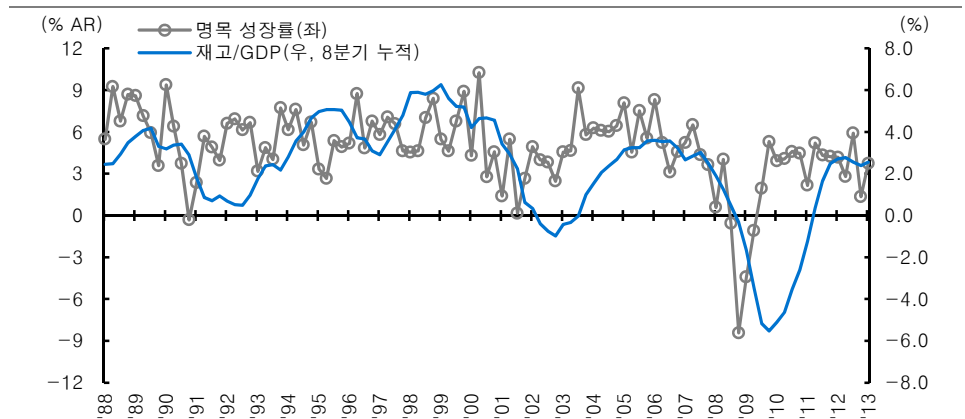
미국의 재고순환지표를 보면 이례적으로 정체되어 있는 현재 상황이 미국경제에 대한 기대를 낮추는 요인이다. 출하와 재고 증가율 모두 둔화되고 있는 가운데 재고순환지표(출하증가율%-재고증가율%)는 0근방에서 횡보하고 있다. 재고율(재고/출하) 역시 과거와 비교하면 높지도, 낮지도 않은 130%에 머물고 있다.

그림 2. 미국 재고순환지표와 재고율. 어느쪽으로도 기울지 않은 중립영역을 횡보중. 매우 이례적임



자료: CIBC, 대신증권 리서치센터

그림 3. 미국, 재고투자 없이 성장을 상승도 없었다. 더 재고를 쌓기에 낮지도 않은 재고



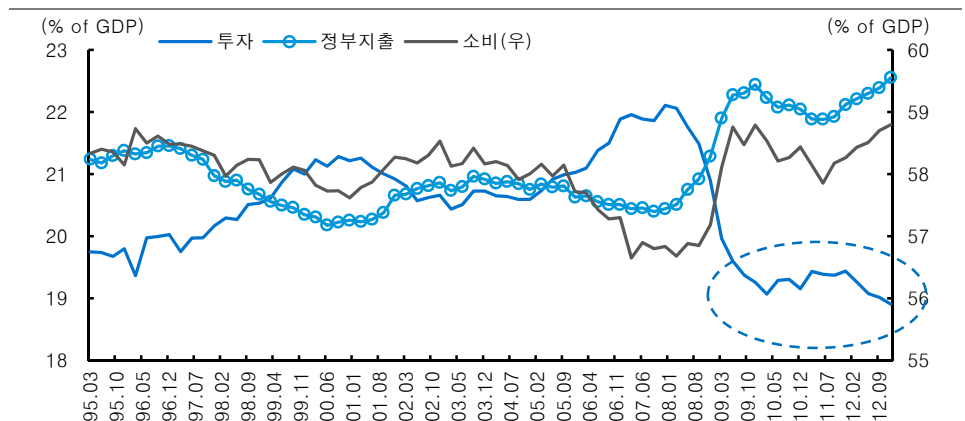
자료: CIBC, 대신증권 리서치센터

황보를 벗어나려면 호재나 악재 필요. 그러나 영향력있는 이벤트 발생 가능성 적어 미국 경기모멘텀 없음

이런 정체된 미국경기가 방향성을 가지려면 호재, 혹은 악재(Surprise or Shock)가 필요하다. 기다리는 호재는 주택가격 상승에 따른 자산효과와 같은 것이고, 반면 충격을 줄 수 있는 악재는 추가적인 증세나 정부지출 축소, 아니면 빠른 QE 출구전략과 같은 것들을 떠올릴 수 있다. 적어도 향후 3개월 이내에는 현실화되기 어려운 변수들이다. 그리고 악재가 될 수 있는 변수들은 미국경제가 개선될때까지 최대한 뒤로 미루고 있는 현재 상황은 이어질 것이다. 결국 호재와 악재가 서로를 상쇄시킬 가능성이 제일 높아보인다. 역시 모멘텀이 없다.

이런 경기상황 때문에 연속적인 미국경제 개선을 기대하기 어려우며, 이는 경제지표들이 오르락 내리락 혼조양상으로 확인될 것이다. 단지 계절성에 크게 흔들리는 미국 경제지표는 이런 정체된 경기상황을 반영하고 있다. 6월초에 발표되는 5월 경제지표에서도 뚜렷한 미국경제 호전을 확인하기는 어려울 것이다.

그림 4. 유럽에 가장 필요한 것은 성장과 이를 위한 투자



자료: CIBC, 대신증권 리서치센터

유럽에서 기대할 수 있는 것은 : 성장을 이끌어낼 정책 조합

새로운 경기 기대는 유럽에서

지난 수개월간 유럽에서 성장에 대한 기대는 높아지고 있다. 이런 기대를 이끌고 있는 것은 죽어있던 정책이 살아나고 있기 때문이다. 건축완화에 대한 목소리가 높아지고 있으며, 독일과 프랑스가 5월말 유럽판 뉴딜정책 발표할 것이란 소식도 있다. 여기에 CCI(Convergence and Competitiveness Instrument)라는 통합과 경쟁력제고 수단이 도입될 가능성이 커지고 있다. 이는 기존에 재정수지 관리에만 집중했던 것에서 벗어나 재정수지와 물가관리 목표를 맞출 경우 성장을 지원할 수 있는 수단을 지원하는 방안이라 할 수 있다. 채찍만 있던 손에 당근을 쥐게 되는 것이다.

유럽판 뉴딜, 작년보다 구체적

유럽판 뉴딜은 사실 새로운 것은 아니다. 이미 지난해 합의된 정책의 실천방안이 나오는 것이다. 소위 유럽판 뉴딜이라 알려진 정책에 포함될 정책중 하나는 지난해 합의한 성장협약의 내용이다. 유럽개발은행(EIB)을 통해 600억 유로를 조달해 총 1,800억 유로를 기업에 대출하는 정책이다. 대출 대상이 청년실업 해소를 위해 청년실업자를 채용하는 경우라는 구체적인 조건이 부가되었을 뿐이다. 죽었던 성장 정책이 부활하고 있다.

긴축완화의 가장 큰 걸림돌
인 독일도 9월 총선 앞두고
성장 필요

정치적 환경도 유럽의 성장정책이 채택될 가능성을 높이고 있다. 긴축의 완화에 가장 큰 저항은 독일이다. 그런데 9월 총선을 앞두고 독일도 이제 성장이 필요해지고 있다. 그리스에서 시작해 프랑스 대선, 그리고 올해 이탈리아의 정치불안까지 그간 유럽에서 정치적인 변화의 핵심은 긴축에 대한 반대였다. 성장률이 하락해 0% 성장에 근접해가고 있는 독일도 이제 성장이 필요해졌다.

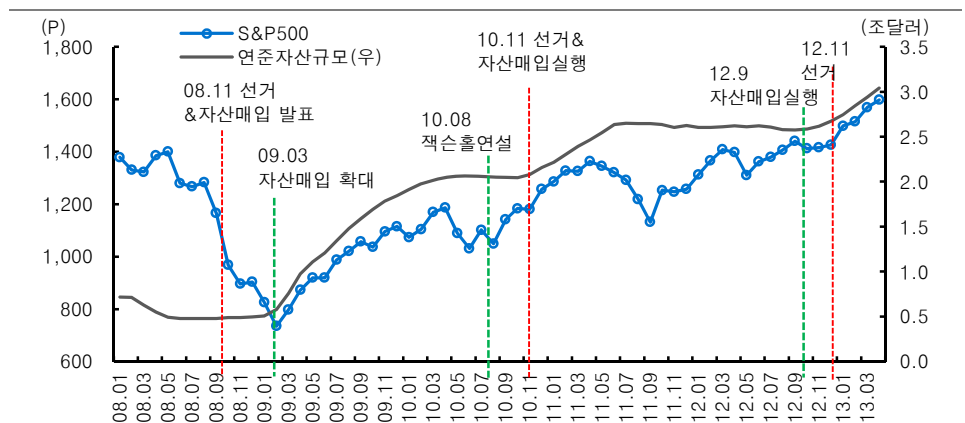
미국, 일본 모두 대규모 부
양책은 선거 즈음에 발표

미국의 QE1은 2008년 하반기에, QE2는 2010년 하반기에, 그리고 QE3는 2012년 하반기에 준비되고 선언된 정책이다. 이 기간은 모두 대선과 중간선거가 있었던 해이다. 현재 일본은 가장 강력한 양적완화 정책을 시행하고 있는데 7월 참의원 선거 승리가 개헌을 관철시키기 위해 아베에게 성장이 필요했기 때문에 가능했던 정책이다.

유럽 역시 정책적 필요성
커져

이제 유럽에서도 이런 정책적 필요성은 고조되고 있다. 문제는 얼마나 시의적절한 시점에서 이런 정책들이 선택될 것인지이다. 이런 정책에 대한 신뢰가 높아진다면 이에 따른 글로벌 경기회복에 대한 기대 역시 높아질 수 있을 것이다.

그림 5. 미국의 QE와 정치 일정. 미국이 그랬던 것처럼 독일도 성장정책을 마다할 이유가 없다



자료: CIBC, 대신증권 리서치센터

EU정상회담(5월, 6월말)과
ECB정례회의(6월, 7월초)
주목

향후 유럽에서 만들어낼 정책 조합은 두가지 빅 이벤트를 통해서 확인될 것이다. 하나는 EU정상회담이고, 하나는 ECB정례회의이다. 정상회담은 5월 22일과 6월 27~28일에 예정이 되어 있다. ECB정례회의는 6월 6일과 7월 4일 회의가 주목할 이벤트이다.

경기회복 기대를 확산시킬 수 있는 유럽의 첫번째 정책 조합은 5월 정상회담과 6월 6일 ECB 회의이다. 우선 확인할 사항은 CCI에 대한 선언과 ECB에서 기업대출 확대를 위한 구체적인 방안 제시이다. 최근 정책에 대한 기대가 커지는 초기인 만큼 이 첫번째 조합에서 시장의 기대를 충족시킬 충분한 성장전략이 제시되기는 어려워 보인다.

첫번째 조합보다는 두번째 조합에 거는 기대가 더 크다. 6월 27~28 정상회담에서 유럽의 성장전략에 대한 합의를 발표하고, 7월 4일 ECB정례회의에서 ECB의 비전통적 통화완화정책(유럽식 양적완화)이 채택되는 조합이다.

6월말, 7월초 정책회의에
대한 기대 더 큼

유럽에서 정책조합 가능성이 높아질 경우 지난해 하반기 유럽발 안도렐리 이상의 영향이 발휘될 수 있을 것이다. 단지 금융시장 안정이 아닌 실물경기 회복을 이끌어낼 것이기 때문에 다소 과열되어 보이는 글로벌 증시에 상승여력을 높일 수 있을 것이다. (“功(민감주)守(방어주)轉換, Part II. 유럽이 이끄는 성장으로의 길”, 5/5 참조)

유럽의 경기부양정책은 안
도렐리 이상의 영향력 발휘
할 듯

참고: Convergence and Competitiveness Instrument 란?

통합과 경쟁력 제고수단(Convergence and Competitiveness Instrument, CCI); 알려진 제안들

- 구조적 개혁을 단행하는 국가에 유럽차원에서 재정지원을 하는 제도
- 2012년 11월, 유럽위원회가 제시한 “깊고 진정한 경제통화 연합을 위한 청사진”에 포함. 보다 상세한 제안서는 6월 발표예정. 5월 14일 EU 재무장관회담에서 도입 논의
- 개별 국가와 유럽위원회 간의 계약으로 CCI발동. 구제금융프로그램에 있는 국가를 제외한 유로존 국가들 참여 가능
- 개별 국가의 개혁 진행에 따라 재정지원. 각국에 지급된 자금의 용도는 특정 정책에 국한되어있지 않고 필요하다면 일괄지급도 가능
- CCI는 EU예산에 포함. 그러나 일반예산과는 달리 총재원 한도는 없을 듯

통합과 경쟁력의 기준

- 유럽연합기능에 관한 조약 프로토콜 13조(Treaty on the Functioning of the European Union, Protocol 13)에 명시된 통합 기준은,
 - 1) 국가간 물가상승률 차 1.5%p이하
 - 2) 정부 재정적자 3%, 부채 60%p이하
 - 3) 국가간 장기금리차 2%p이하
- 경쟁력 기준은 명시되어 있지 않으나 유럽위원회의 여러 보고서를 참고하면 단위노동비 감소, 경상수지 균형, FDI유입확대 등으로 요약
- 그 동안 여론 반대에 부딪혀 지지부진했던 위기국의 노동시장 유연화(공공부문 고용 축소와 민간부문/청년 고용 확대), 제조업 활성화 등 제도적 변화 기대

CCI의 의미

- 1) 국가간 불균형 해소를 긴축이 아닌 성장을 통해 해결하려는 노력
 - CCI도입의 정당성은 '긍정적 외부효과'. 즉, 구조적 개혁을 통해 경쟁력을 확보하려는 각 국가의 노력은 인근 경제에 긍정적 영향(금융/재정 위기재발 방지, 개혁국의 경기활성화를 통한 주변국의 수출확대 등)을 끼치기 때문에 EU차원에서 재정지원이 타당하다는 입장
 - 경제통합을 저해하는 국가간 불균형 확대가 개별 국가만의 문제라는 인식(그렇기 때문에 불균형 해소는 온전히 위기국의 긴축을 통해서 이루어져야 한다는 입장)이 바뀌고 있다는 신호
- 2) 위기 극복 이후의 성장
 - 단일시장으로의 통합 뿐만 아니라 경쟁력 확보를 목표로 하고 목표달성에 인센티브를 부여함으로써 유로존 경쟁력 상황평준화를 꾀함
- 3) 기존의 EU장기예산(Multiannual Financial Framework)과 분리되는 유로존만의 공동예산을 편성하고 특정국가에 재정지원을 한다는 점에서 향후 재정통합 가능성 확대
 - 2012년 10월, 유럽정상회담에서 EU장기예산과 분리되는 유로존만의 통합예산체제(integrated budgetary framework) 마련해야함을 인식

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.