



불안감을 자극한 세 가지 이슈에 대한 소고

Why This Report

전일 국내 증시의 낙폭이 아주 컸던 것은 아니지만, 2,000pt를 목전에 두고 물러섰다는 심리적인 부담과 일본 증시의 7% 대 급락이라는 찾아보기 힘든 사례가 불안감을 높이고 있는 상황입니다. 자료를 통해 자세한 내용을 서술하겠지만 결론부터 말하자면, 일시적인 변동성 확대의 범주에 넣고 해석해도 될만한 상황이 아닌가 생각합니다. 일본 뿐만 아니라 중국, 미국 등 해외에서 여러가지로 불안감을 자극하고 있는 것은 사실입니다만, 너무 위축될 필요는 없는 상황이라고 판단하고 있습니다.

Issue 1. 중국의 PMI 기준선 하회

- 중국의 HSBC PMI 속보치가 기준선 50을 하회하는 것으로 발표됨. 안그래도 기존 경제 지표들이 부진했던 상황에서 중국 경기에 대한 우려가 확대되는 모습
- 그러나 중국의 경기 모멘텀은 향후 유럽의 경기 모멘텀과 맥락을 같이 할 가능성이 높다는 점을 염두에 둘 필요
- 다행히 전일 발표된 유로존 PMI는 기대치를 상회하는 모습. ECB의 경기 부양 의지와 최근 정치권의 태도도 기존에 비해 완화되고 있다는 점이 영향을 미치고 있는 것으로 판단

Issue 2. 미국의 QE 조기종료에 대한 우려

- 연준 FOMC회의록과 버냉키 의장의 답변 과정에서 나타난 QE조기 종료에 대한 가능성이 글로벌 금융시장의 불확실성 요인으로 작용
- 그러나 연준 측에서도 아직은 확인해야 할 부분들이 남아 있는 것으로 판단하고 있는 상황이어서 지금 당장 QE축소가 결정될 가능성은 없음
- 단, 당분간 연준 관련 인사들의 발언과 미국 경제 지표에 따른 변동성 우려는 불가피

Issue 3. 일본 증시의 변동성 확대

- 아베노믹스에 따른 부작용이 나타나고 있는 것은 사실이나 대내외적으로 경기 회복 시그널도 나타나고 있는 상황
- 전일의 하락은 여러가지 부작용에 대한 우려와 지속된 상승에 대한 부담감이 자리잡고 있는 상황에서 중국 및 미국 이슈가 차익실현 욕구를 자극하면서 발생한 일시적인 급락이라는 판단

변동성 확대 가능성은 있지만, 기존과 크게 달라진 것은 없다

- 이미 중국에 대한 기대치는 낮은 수준이었다는 점에서 PMI 악화를 새로운 악재로 받아들일 필요는 없을 듯
- 추세적인 엔화 약세가 다소 진정될 가능성이 엿보인다는 점에서 오히려 부담요인 한가지는 경감된 상황

2,000pt 를 좌절시킨 세 가지 악재의 등장

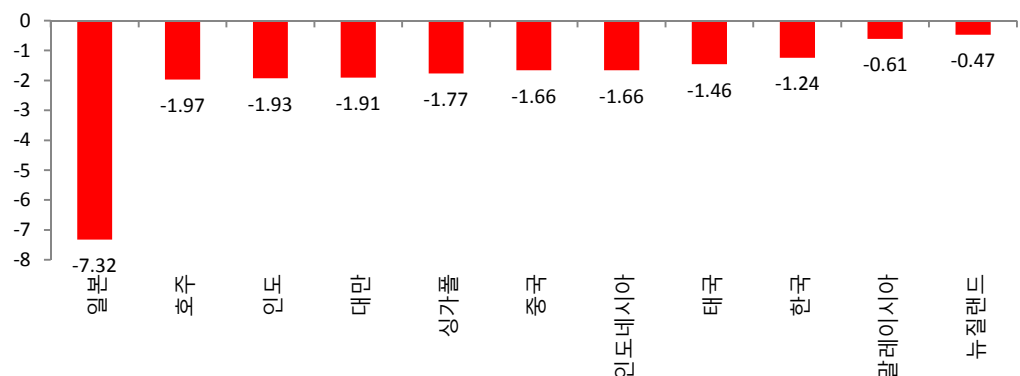
최근 비교적 양호한 흐름을 보이면서 많은 투자자들이 KOSPI 2,000pt 대 회복에 대한 기대감을 키우고 있었지만, 결과적으로 전일 지수는 -1%대의 하락을 보이며 마무리 되었다. 내부적인 문제 보다는 외생변수들에 의한 하락이었는데, 중국과 미국 그리고 일본에서 각각 악재가 등장했다.

중국과 관련해서는 전일 발표된 HSBC PMI 지수 속보치가 49.6으로 7개월만에 기준선인 50을 하회했다. 그렇지 않아도 중국의 경기 둔화에 대한 우려가 형성되어 있던 상황이었다는 점에서 충격이 확대된 것으로 볼 수 있다.

미국에서는 지난 FOMC 회의록과 버냉키의장의 의회 질의 응답의 내용이 악재로 등장했다. 지난 회의에서 다수의 의원들이 경제가 충분히 강하다는 확신이 형성된다면 QE 조기종료를 검토해야 된다는 의견을 제시한 것으로 알려졌다. 한편 버냉키 의장은 의회 모두연설에서는 양적완화의 효과와 필요성에 대해 언급했지만, 이후 질의 응답 과정에서 경제의 호전이 확인되면, 향후 FOMC 에서 양적완화 규모를 조절할 수 있다는 발언을 함으로써 시장에 미국 발 유동성 축소에 대한 우려를 안겼다.

마지막으로 일본은 전일 니케이 지수가 -7.3% 급락하면서 지난 도호쿠 대지진 당시(2011년 3월 15일, -10.55%)이후 가장 큰 폭의 하락을 기록하며 글로벌 증시에도 부정적인 영향을 미쳤다. 최근 채권금리 급등, 무역수지 악화 등 유동성의 급격한 확대와 엔화 가치 하락에 따른 부작용이라고 생각되는 문제들이 가시화된데다 중국의 경제 지표 악화 소식까지 더해진 점이 그간의 상승폭에 대한 부담을 자극한 것으로 풀이된다. 여러가지 변수들이 복잡하게 얽혀가고 있는 상황인 만큼 각각의 사안들에 대한 신중한 해석이 필요해 보인다.

전일 나타난 아시아 증시의 동반 하락



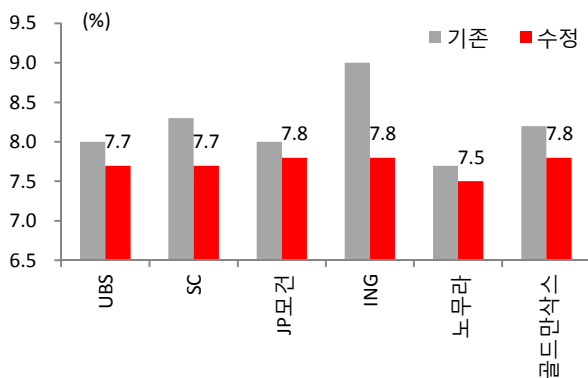
자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

주식시장 투자전략

Issue 1. 중국의 PMI 기준선 하회

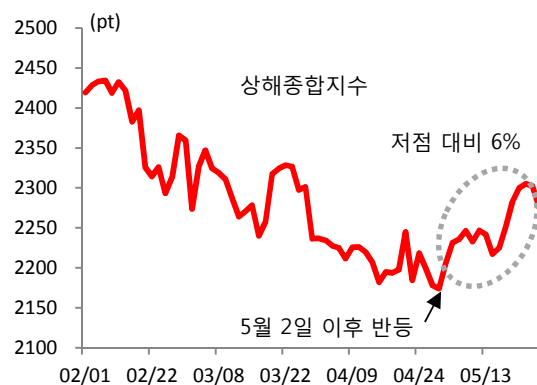
앞서도 언급한 바와 같이 중국 경기에 대한 불안감이 깊어지고 있는 시점에서 발표된 PMI 인 만큼 그 충격이 더했던 것으로 풀이된다. 이미 잘 알려진 바와 같이 5월 중 발표된 중국의 산업생산이나 고정자산 투자와 같은 중국의 제조업 지표들이 이미 부진한 흐름을 보여왔고, 그 결과 중국의 경제 성장률 전망치도 하향조정 되고 있는 상황이었다. 현재 블룸버그의 컨센서스 집계에 따르면 중국 2013년 GDP 성장률 전망치는 4월 8.0%에서 현재 7.87%까지 하락한 상황이다.

주요 금융사들은 중국 GDP 성장률을 하향 조정



자료: 언론보도참조, 동양증권 리서치센터

부정적인 경제 전망에도 불구하고 5월 중 반등 흐름을 보였던 중국증시



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

이처럼 경기 둔화와 관련된 부정적인 소재들이 등장했지만, 눈여겨 볼만한 것은 그럼에도 불구하고 5월 중국 증시(상해종합지수 기준)는 5월 2일 저점 대비 5월 21일 고점까지 6%나 반등했었다는 것이다. 그렇다면 이 반등은 어떻게 해석해야 할까? 단순히 2월부터 4월까지 이어진 하락에 대한 반작용이었을까?

답은 유럽에서 찾아볼 수 있다. 중국 증시가 저점을 확인하고 반등을 시작한 날은 5월 2일로 바로 ECB의 기준금리 인하가 결정된 시점과 일치한다. 즉 유럽 지역의 경기 모멘텀에 대한 기대가 중국 경제 전망 악화에도 불구하고 증시의 반등을 유발했던 것으로 판단하고 있다. 사실 중국의 경우 현재 자생적인 경기 회복이나 경기 부양책이 즉각적으로 시행될 것에 대한 기대감이 크지 않다. 결국 활로는 외부에서 찾아야 하는데, 그 단초를 제공할 수 있는 쪽이 바로 유럽이다.

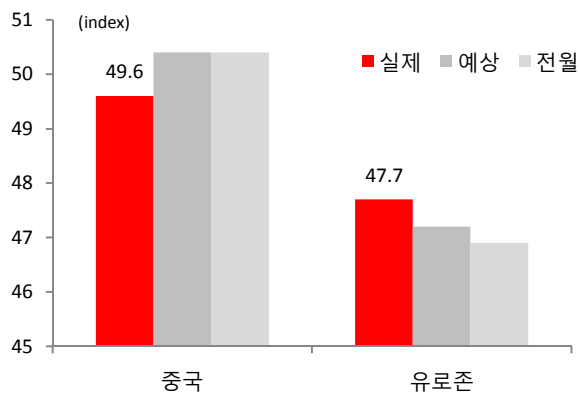
이와 같은 사고를 뒷받침 해 줄 수 있는 것이 중국의 무역데이터이다. 2013년 수출입 데이터를 기준으로 할 경우 중국 총 수출 금액의 16.7%가 유럽에서 발생하고 있는데다 미국이나 아시아 지역에 대한 수출이 증가하고 있음에도 불구하고 유럽 지역에 대한 수출은 오히려 감소하고 있는 상황이었기 때문에 유럽 경기 모멘텀의 회복이 중국의 경기 모멘텀에 대한 우려를 희석시켜 줄 수 있을 것으로 기대할 개연성이 존재한다.

주식시장 투자전략

이런 관점에서 본다면, 향후를 전망하는데 있어서는 유럽의 PMI가 더욱 중요하다고 볼 수 있는데, ECB의 기준금리 인하가 단행되면서 경기 회복에 대한 기대감을 자극해 준 점이 유럽의 PMI에 반영되는 모습이 나타난다면, 중국의 경기에 대한 우려는 일정 부분 상쇄되면서 차후에 발표되는 심리 지표들의 개선을 기대해 볼 수 있을 듯 하다.

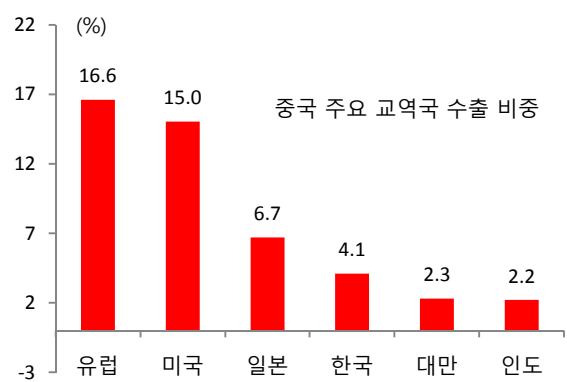
다행스럽게도 전일 유럽 지역의 PMI는 비교적 양호한 결과를 보였다. 유로존 종합 PMI는 47.7로 전월(46.9)와 컨센서스(47.2)를 모두 상회했다. 지금 당장 발표되는 중국의 PMI 지표들에는 반영이 안되었을 지라도, 향후 개선의 여지를 남겨 주는 소재(유럽 PMI의 개선)가 등장했다는 점을 감안하면, 전일 중국의 PMI 지수 하락이 가져온 충격은 제한적인 수준에서 머물 것이라고 판단된다.

G2 제조업 지수의 둔화는 경기에 대한 우려를 야기할 듯



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

중국은 유럽에 대한 수출 비중이 상당히 높은 국가



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

Issue 2. 미국의 QE 조기종료에 대한 우려

전일 있었던 또 한가지 악재는 미국의 QE 조기 종료에 대한 우려이다. FOMC 의사록과 버냉키 의장의 발언에서 QE의 조기 종료 가능성을 암시하는 내용이 등장했다는 점이 이와 같은 우려를 확산시켰다.

FOMC 회의록 내용을 보게 되면, 한 명의 참가자가 즉시 자산매입의 속도를 감속 시킬 것을 언급했으며, 몇몇 참가자들은 충분히 강하고, 지속가능한 경기 회복의 징후가 있다면 6월 회의에서도 자산 매입 속도를 조절할 수 있다는 의사를 표명했다. 그러나 한편으로는 대부분의 의원들이 자산 매입속도를 조절하기에 앞서 지속적인 개선과 전망에 대한 자신감 그리고 하방리스크의 경감이 선행되어야 한다는 의견을 제시한 것으로 나타나고 있다. 결국 아직까지 FOMC 내에서도 신중론이 우위에 있는 것으로 볼 수 있는 모습이다.

버냉키의장의 발언도 마찬가지이다. 질의 응답 시간에 회복세가 지속되고 지속가능하다는 확신

주식시장 투자전략

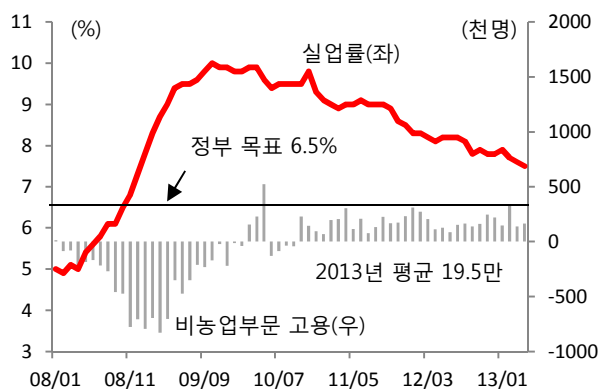
이 든다면 앞으로 열리는 FOMC 정례회의에서 매입 속도를 줄일 수 있을 것이라는 언급을 한 것은 사실이지만 전반적인 발언의 기조는 현행 통화 정책이 경제에 도움이 되고 있으며 아직은 즉각적인 정책 축소의 시기가 아니라는 뉘앙스였던 것으로 볼 수 있다.

이상의 내용을 종합해 보면, 연준의 QE 조기종료라는 것이 지금 당장 실행될 성질의 것은 아니라고 볼 수 있고, 현재와 같은 유동성 환경도 한동안은 이어질 개연성이 높다는 점에서 크게 우려할만한 성질의 것은 아니라는 판단이다.

하지만 문제가 되는 것은 이미 증시에서는 연준의 QE 조기종료에 대한 문제를 불확실성으로 인식하기 시작했다는 점이다. 만약 연준이 충분히 경기 회복에 대한 자신감을 가질 수 있는 상황이라는 언질을 수개월 동안 해 왔고, 비로소 추가적인 자산 매입을 축소하는 시점이라면 증시는 오히려 미국의 경기 회복에 대한 신뢰를 상승 모멘텀으로 삼을 가능성이 높다.

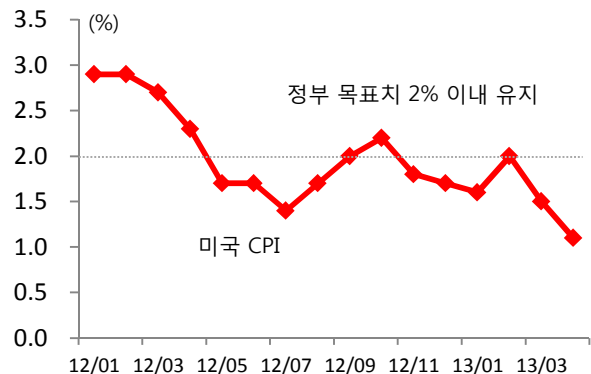
그러나 지금은 그 이전 단계로, 경기에 대한 확신이 부족한 만큼 QE의 조기종료라는 명제가 가져오는 막대한 불안감의 투자심리를 위축시킬 수 있는 구간에 속해 있는 상황이다. 결과적으로 이런 상황에서라면 연준의 정책과 관련된 주요 인사들의 언급이나 경제지표들의 발표가 글로벌 증시의 단기적인 변동성을 확대 시키는 소재로 작용할 가능성이 높다는 점은 인지하고 있을 필요가 있다.

아직은 경기 회복에 대한 확신이 더 필요한 상황



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

물가 수준도 정부 상한인 2% 대와는 이격이 형성되고 있는 상황



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

Issue 3. 일본 증시의 변동성 확대

전일 있었던 여러가지 이슈들 중 가장 큰 임팩트를 주었던 것은 일본 증시의 급락이었다고 볼 수 있다. 앞서 언급한 바와 같이 지난 2011년 도호쿠 대지진 당시의 급락 이후 최대폭의 하락을 시현했는데, 이와 같은 일본증시의 급락은 최근 아베노믹스의 부작용(무역수지 악화, 국채 금리 급등 등)에 대한 우려가 확대되고 있었던 상황에서 미국의 QE 조기 종료에 따른 유동성 확장 국

주식시장 투자전략

면 마감에 대한 우려와 중국의 PMI 지수 악화에 대한 우려 등이 새롭게 등장하며 차익 실현 욕구를 자극했기 때문인 것으로 판단된다.

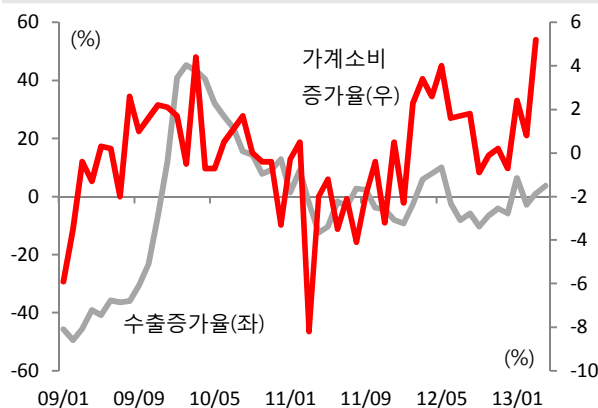
이 과정에서 그동안 이렇다 할 조정 없이 증시의 상승세가 지속되면서 지수 레벨에 대한 경계감이 형성되어 있었다는 점과 대외 유동성 환경에 민감하게 반응할 수 밖에 없는 외국인 투자자들의 비중이 상당히 높다(4월 거래대금 기준 외국인 비중은 52%)는 구조적인 약점도 낙폭을 확대시키는 원인으로 작용한 것으로 볼 수 있다.

지수 레벨에 대한 부담감과 구조적인 문제는 어쩔 수 없다고 치고, 본질적으로 문제가 되고 있는 부분은 정책 역효과에 대한 우려인데 최근 우려를 자극한 것은 무역수지의 악화와 국채 금리의 급등이 대표적인 사례이다.

전자의 경우 일본 기업들의 생산에 투입되는 반도체 등 전자 부품의 수입과 에너지 자원 수입 비용 증가가 무역수지 악화를 초래한 것인데, 사실 과감한 통화 정책과 엔화약세가 야기하는 부작용이라는 것이 없을 수는 없고, 수입물가 상승이라는 부작용 정도는 이미 사전적으로 충분히 예상해 볼 수 있었던 부분이었다.

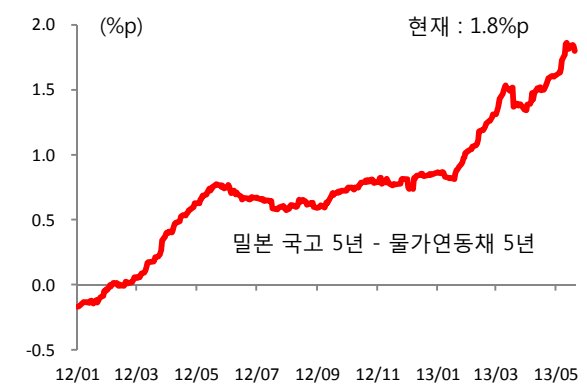
따라서 이와 같은 부작용 보다는 실질적으로 일본 경제의 회복세가 나타나고 있다는 점에 보다 주목할 필요가 있어 보인다. 아직까지 수입 증가율에 비해 수출 증가율이 낮게 형성되고는 있지만, 수출 역시 회복(전년 동월비 +3.8% 증가)되고 있는 것은 분명한 사실이고, 내부적으로는 소비를 중심으로 한 경제 지표들의 회복세가 가시화 되고 있는 상황이다. 일본의 3월 가계 소비지출은 전년대비 5.2%나 증가했으며 이에 힘입어 1분기 GDP 성장률 또한 예상치를 크게 상회하는 +3.5%(YoY) 성장을 기록했다.

가계 소비 증가, 수출 증가 같은 긍정적인 효과도 나타나고 있음



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

일본의 기대 인플레이션이 빠르게 상승하고 있지만, 아직은 정부 목표치 하단



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

주식시장 투자전략

한편, 국채 금리의 급등에 대한 우려가 많은데, 경기 회복 기대감에 따른 국채 금리의 급등에도 불구하고 아직까지 기대인플레이션을 의미하는 물가 연동 국채와 국고채 금리간의 스프레드는 일본 정부의 인플레이션 목표치(2%)에 미달하고 있다. 따라서 정부 또한 아직까지는 관망하는 수준의 태도를 보이고 있지만, 기대 인플레이션이 2%를 상회하는 상황이 전개된다면, 구두 개입이나 국채 매입 규모 조절 등을 통해 기대인플레이션 수준을 유지시키려는 움직임을 보일 것이다. 실제로 BOJ 의 구로다 총재는 22일 통화정책회의를 마친 후 국채 시장의 움직임을 면밀히 관찰하고 있으며 시장 변화에 맞추어 유연하게 국채 매입 규모 및 시장조작 여부를 결정해 갈 것이라고 언급했다.

결국 일본과 관련해서도 상황이 크게 변한 것은 없어 보인다. 일본 정부는 경기 부양을 위한 자산 매입을 계속해 나갈 것이고 이와 관련해서 발생하는 부작용은 또 다른 대응책들을 통해 완화시키거나 해소하기 위해 노력하는 모습을 보일 것이다. 다만, 앞서 살펴 본 바와 같이 일본 증시가 지난 11월 이후 의미있는 조정 구간 없이 랠리를 지속하면서 형성된 레벨에 대한 부담이 상존하고 있는 상황에서 여러가지 부작용에 대한 우려, QE 조기 종료에 대한 우려 등이 주목을 받고 있는 만큼 당분간은 일본 증시가 변동성 구간을 겪게 만드는 소재로 작용할 가능성이 높아 보인다.

단기적인 변동성에 대한 우려가 높아졌을 뿐, 크게 달라진 것은 없다

전일 함께 등장하며 국내외 증시를 혼란스럽게 만들었던 세 가지 악재에 대해 살펴 보았다. 정리하자면, 중국 PMI 악화는 안그래도 걱정스럽던 중국 경기에 대한 우려를 자극하는 소재로 작용했지만 향후 유로존의 경기 모멘텀이 회복되는 과정에서 불안감을 어느정도 상쇄시켜 줄 수 있을 것으로 예상된다.

미 연준의 QE 조기 종료와 관련된 우려는 말 그대로 크게 변한 것이 없는 상황이다. 당장 QE의 조기 종료 가능성이 있는 것도 아니고 실제로 그런 이벤트가 발생하게 된다면 사전적으로 충분한 예고가 진행될 것이다. 시장이 민감하게 반응하고 있는 이슈인 만큼 연준 주요 인사들의 발언 등이 시장의 변동성을 확대시킬 가능성은 무시할 수 없지만 당장 시장의 방향성 자체를 아해쪽으로 꺾어 놓을 이슈는 아니라는 판단이다.

일본 증시의 급락은 높아진 지수 레벨에 대한 부담을 해소하기 위한 트리거들이 등장했기 때문에 발생한 일시적인 급락일 가능성이 높다는 판단이다. 부작용도 존재하는 것은 사실이지만 일본 정부와 BOJ 가 현 수준 정도의 부작용을 우려해서 경기 부양 정책을 포기할 단계도 아니고, 실제로 개선되고 있는 지표들도 등장하고 있기 때문에 부작용의 확대를 막기 위한 대응 외에는 당분간 관망하는 입장을 고수할 것으로 판단된다.

마지막으로 우리나라 증시와 관련해서 생각을 정리해 보자. 중국의 PMI 가 부진한 것은 사실이지만, 최근 지속적으로 발표되었던 지표들이 충분히 부진한 모습을 보여주었기 때문에 중국에

주식시장 투자전략

대해 큰 기대감이 있던 상황은 아니다. 특히 전일 업종별 움직임을 보더라도 중국 모멘텀에 민감하게 반응하는 업종들이 특별히 급락하는 모습을 보인것도 아니었다는 점을 감안하게 되면 향후에도 국내 증시에 미치는 영향력이 그리 크지는 않을 것으로 예상된다.

미국의 QE 조기종료 논란과 일본 문제는 환율과 관련해서 생각해 볼 필요가 있는데, 그런 관점에서라면 긍정적인 측면도 있을 수 있다는 판단이다. 달러 측면에서 보면 앞서 언급했던 바와 같이 지금 당장 QE 조기 종료의 단행될 상황은 아니기 때문에 언론에 보도되는 연준 의원들의 성향에 따라 안도와 우려가 교차하는 상황이 연출될 것으로 예상된다. 따라서 단기적인 관점에서 달러 가치는 추세적인 흐름보다 현 수준에서 변동성 높은 움직임을 이어나갈 것으로 전망한다.

일본 정부와 BOJ 의 경우는 당분간 구두 개입 정도만 하면서 관망할 가능성이 높다. 부작용에 대한 논란이 확대되는 상황에서 굳이 이를 확대 시킬 가능성이 있는 움직임을 선불리 취하지는 않을 것이기 때문이다. 그렇다면 엔화 가치 또한 기존의 추세적인 약세 움직임을 보다는 주식 시장의 매도 강도에 따른 변동성 구간을 경험할 가능성이 높아 보인다.

연준과 일본에 대한 이 두 가지 전망을 결합해 보면 결국 달러화와 엔화 모두 지금까지의 추세 구간을 일단락 시키고 당분간 변동성 높은 횡보 구간을 진행하게 될 가능성이 높다. 그렇다면 최근까지 국내 증시에 부담요인으로 작용해 왔던 추세적인 엔화 약세에 대한 부담이 적어도 당분간은 완화되는 쪽으로 전개될 가능성이 높아 보인다.

결론적으로 중국 이슈가 특별히 새로운 부담이라는 관점에서 접근할 필요가 없는 사안인 반면, 큰 부담 요인 중 한 가지였던 엔화의 지속적인 약세가 당분간 완화될 개연성이 있는 상황이라고 한다면 국내 증시 입장에서는 오히려 긍정적으로 해석할 수 있는 측면이 있다. 일시적인 변동성 확대에 대한 우려는 감안 하더라도 추가적인 상승 시도가 가능하다는 기존의 House View 를 유지하는 것이 바람직 하다는 판단이다.