



QE 축소 우려의 배경과 전망

Why This Report

최근 시장의 가장 큰 관심사는 QE 축소 시기인 것 같습니다. QE 축소 기대와 달러 강세 현상이 나타나고 있는 배경은 주택시장 회복, 셰일혁명, 재정개혁을 통한 장기부채 안정 기대 등으로 미국의 중장기 성장 전망이 낙관적이기 때문입니다. 필자는 과거와 달라진 거시 환경, 예전 QE와 달리 탄력적 운용이 가능한 QE3의 특성 등으로 인해 QE 축소 이후에도 경기회복 기대감으로 위험자산 선호(원자재 예외)가 지속될 것으로 예상합니다.

QE 축소 우려로 금융시장 변동성 확대, 상품통화 약세

- QE 조기 축소 우려로 환율, 국채, 증시 등 변동성 확대
- 최근 1개월 동안의 환율 변화와 증시 수익률을 살펴보면, 상품통화(commodity currency) 국가군의 약세 뚜렷

과거와 달라진 거시 환경, QE 실행 중임에도 달러 강세와 원자재 가격 하락

- 과거 QE1과 QE2를 실시했을 때는 원자재 가격이 급등해 인플레이션을 유발했기 때문에 경기회복이 지속되지 못했음. 그러나, 지금은 QE3가 진행형이지만, 원자재 가격은 오히려 하락세
- 달러 강세 원인은 1)주택시장 회복과 소비회복, 2)셰일혁명에 따른 무역수지 개선과 기업 경쟁력 강화, 3)재정개혁을 통한 장기부채 안정 기대 등으로 인한 낙관적인 중장기 성장 전망 반영
- 원자재 가격이 안정되고 있는 이유는 중국 부동산 규제와 투자 감소, 셰일혁명, 달러 강세 등이 영향
- 미국증시가 역대 최고치를 경신하면서 랠리를 보이고 있지만, 인플레이 기대는 안정(골디락스 기대 형성)

미국 경기회복 지속 중, 그러나 성장률, 물가 고려할 때 조기 QE 축소할 정도는 아니야

- 시퀘스터 영향으로 2~3분기 성장세가 약하고, 물가도 하락하고 있어 QE를 시급히 축소해야 할 이유가 없는 상황
- 9월 이후 내년 예산편성, 장기부채 안정 방안 마련, 부채한도 상향조정 등과 관련된 정치적 불확실성이 남아 있다는 점이 변수. 대타협 통한 정책 신뢰회복되어야 QE 종료 여건 마련됨
- QE 축소 결정은 4분기(10월 또는 12월 FOMC) 중 결정될 것으로 예상

QE 축소 영향 생각보다 크지 않을 것

- QE3는 개방형이기 때문에 탄력적 운용 가능하기 때문에 경기상황에 맞게 단계적 축소 이루어질 것
- QE3가 종료되더라도 미국 경기회복세 지속 전망. 미국경제 체질 개선, 유로존 위기 진정, 아베노믹스 등 때문
- 물가안정으로 ECB, BOJ, BOE 등 다른 선진국 통화정책 여력 증가

QE 축소는 아직 시기상조, 하반기 경기회복 기대로 상승 흐름 이어질 전망

- 4분기 중에 QE 축소 결정될 전망. 엔화 약세 속도 조절, 경기회복 기대로 상승 흐름 이어질 전망
- QE 조기 축소 경계감, 지수 2,000 돌파 후 나타나는 펀드환매 영향 등으로 상승탄력은 둔화 될 수 있어

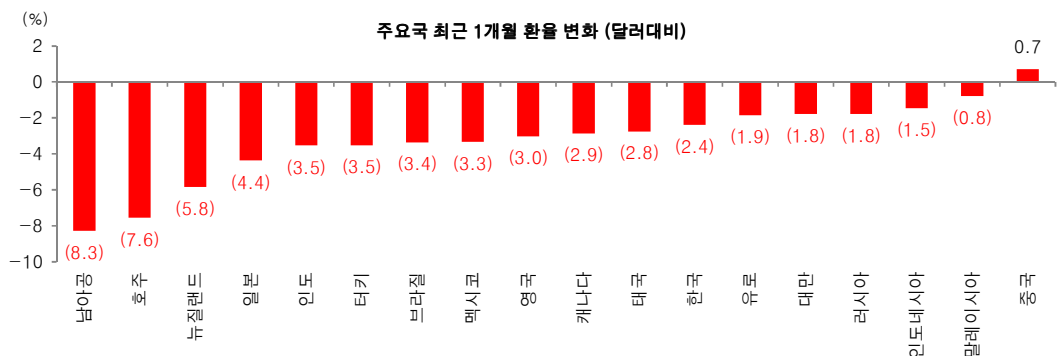
QE 축소 우려로 금융시장 변동성 확대, 상품통화 약세

버냉키 의장이 5월 22일 의회 증언에서 경제지표 개선 여부에 따라 자산매입 속도 조절이 가능하다고 언급했고, 같은 날 공개된 FOMC 의사록에서도 일부 위원들이 이르면 6월 회의에서 양적완화 규모 축소를 논의할 수도 있다는 내용이 공개되면서 **글로벌 금융시장의 변동성이 커졌다**.

최근 1개월 동안의 환율 변화와 증시 수익률을 살펴보면, 상품통화(commodity currency) 국가군(호주, 뉴질랜드, 남아공, 브라질, 러시아 등)들의 약세가 뚜렷하게 나타났다. 이러한 현상은 QE 축소에 따른 금융시장 영향을 preview 형태로 미리 가늠해 볼 수 있는 기회가 되었다.

그렇다면, 향후 시장의 가장 큰 관심사는 QE3 축소 시기와 그 영향인데, 금일 보고서에서는 이 부분을 중점적으로 살펴보고자 한다.

최근 1개월 환율 변화, 남아공, 호주, 뉴질랜드, 브라질 등 상품통화(commodity currency) 약세 뚜렷.



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

최근 1개월 글로벌 증시 수익률에서도 상품통화 국가군(뉴질랜드, 호주, 남아공, 러시아, 브라질 등) 약세



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

과거와 달라진 거시 환경, QE 실행 중임에도 달러 강세와 원자재 가격 하락

과거 연준이 QE1과 QE2를 실시했을 때는 원자재 가격이 급등해 인플레이를 유발했기 때문에 경기회복이 지속되지 못했다. 그러나, 지금은 QE3가 진행형이지만, 원자재 가격은 오히려 하락하고 있다.

원자재 가격이 안정되고 있는 이유는 중국 부동산 규제와 투자 감소, 셰일혁명, 달러 강세 등이 영향을 주고 있기 때문이다. 그리고, QE를 실시하고 있지만 달러가 강세를 보이고 있는 원인은 1)주택시장 회복과 소비회복, 2)셰일혁명에 따른 무역수지 개선과 기업 경쟁력 강화, 3)재정개혁을 통한 장기부채 안정 기대 등으로 미국의 중장기 성장 전망이 주요국 중 가장 낙관적이기 때문이다. 달러 강세와 QE 축소 기대의 배경에는 이와 같은 미국 경제에 대한 낙관적인 중장기 성장 전망이 있다.

한편, 원유(WTI 기준) 가격이 90불 대에 머물러 있는 것은 셰일혁명과 이라크 원유 생산 정상화로 미국과 이라크의 원유 생산이 빠르게 증가하면서, 가격 안정을 위해 사우디가 감산을 하고 있기 때문이다. 이라크는 계속되는 전쟁과 미국의 수입 규제로 인해 2003년에는 생산이 거의 중단되기도 했었는데, 이후 정상화되기 시작해 2012년부터는 생산이 빠르게 증가해 데일리 기준으로 300만 배럴을 생산하고 있다.

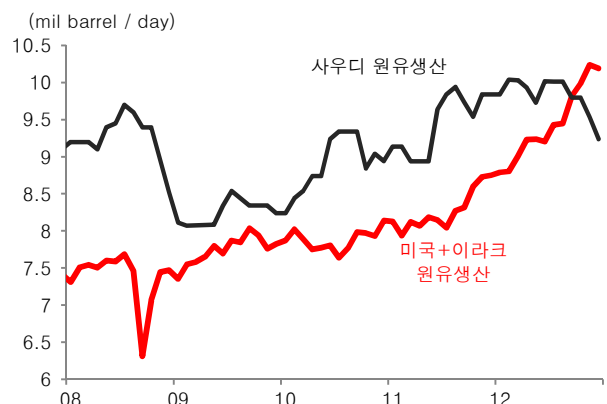
그 동안 생산이 부진했던 탓에 이라크는 전세계에서 가장 낮은 비용으로 원유 생산이 가능하며, 매장량도 풍부하기 때문에 이라크 정부는 2020년까지 천만 배럴을 생산해 사우디를 제치고 원유 수출 1위 국가가 되겠다는 야심찬 계획을 세웠다. 그러나, IEA는 인프라 부족, 지속적인 투자 부재 등으로 인해 2020년까지 600만 배럴(현재 2배) 정도 생산할 것으로 전망하고 있다.

QE1, QE2 는 인플레이 야기해 경기회복 지속되지 못했지만, QE3 이후에도 물가안정돼 QE3 종료 후에도 경기회복 지속될 것



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

미국과 이라크의 원유생산 증가세, 사우디 감산으로 인해 원유(WTI) 90~100 불대 유지



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

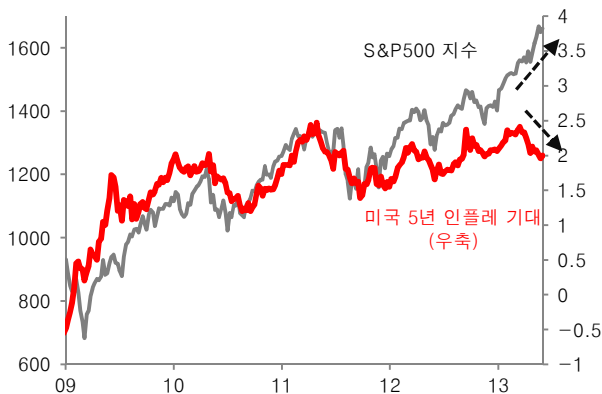
주식시장 투자전략

그리고, 미국중시가 역대 최고치를 경신하면서 랠리를 보이고 있지만, 인플레이 기대는 안정되고 있는 점에도 주목할 필요가 있다. 이는 경기회복이 인플레이를 유발하지 않을 것(골디락스)이라는 기대를 반영하고 있다. 원자재 가격 안정, 달러 강세로 인한 수입물가 하락, 높은 실업률로 인한 낮은 임금상승률 등으로 인해 인플레이 압력은 향후 상당기간 낮게 유지될 것이기 때문에 QE가 종료 되더라도 연준의 완화된 통화정책은 상당히 오랜 기간 유지될 것이다.

그리고, 과거와는 달리 유로존 위기가 크게 완화되고 경기우려도 진정되고 있다. 지난 3년간 여름만 되면 경기 우려 및 유로존위기 부각으로 증시가 폭락했었는데, 올해는 ECB의 OMT 프로그램으로 유로존 위기가 진정되고, 일본이 아베노믹스를 통한 적극적인 경기부양책을 실시하면서 경기우려도 거의 해소되었다. 이로 인해 올해는 과거와 달리 경기회복 기대로 주요 선진국들의 국채금리가 상승세를 보이고 있다.

저성장에 대한 우려로 국채시장으로 과도하게 유입되었던 자금들이 점차 이탈하는 조짐이 나타나고 있는데, 이러한 국채시장 이탈은 하반기 경기회복과 함께 가속화될 것이고, 국채시장에서 빠져나온 자금의 일부는 주식시장으로 유입될 것이다.

미국 인플레이 기대는 안정되고 있는 반면 증시는 상승세 지속. 경기회복되더라도 인플레이 압력 낮을 것이라는 기대 반영



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

지난 3년간 여름만 되면 경기 우려로 국채금리 하락, 올해는 경기회복 기대감, QE 축소 우려 등으로 국채금리 상승



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

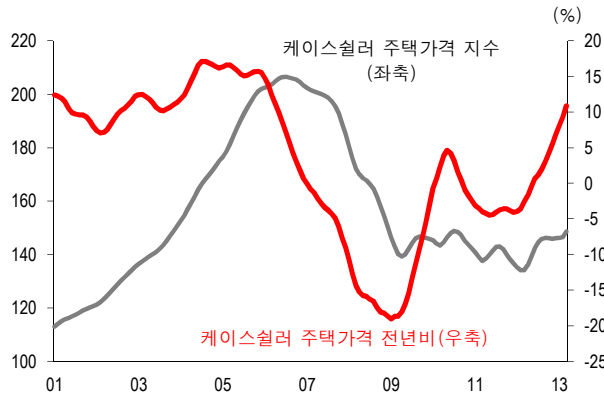
주: 인플레이 기대는 5년 breakeven 스프레드(=5년 국채금리-TIPS 금리)

미국 경기회복 지속 중, 그러나 성장을, 물가 고려할 때 조기 QE 축소할 정도는 아니야

시퀘스터와 연초 세금인상에도 불구하고 미국 경제는 건조한 회복세를 보이고 있다. 주택지표, 소비자심리지수, 신규실업수당청구건수 등의 경제지표들이 예상보다 빠르게 개선되면서 경기회복에 대한 기대감을 높여주고 있다. 아직 제조업 경기는 미약하지만, 4월 내구재 및 자본재주문이 예상보다 크게 개선돼 하반기 제조업 경기회복에 대한 기대감도 높아졌다.

주식시장 투자전략

3월 미국 주택가격 전년비 10.9% 상승, 2006년 4월 이후 최고치



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

자산가격 상승, 고용회복으로 5월 소비심리 2008년 2월 이후 최고치



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

미국 경제가 재정긴축에도 불구하고 예상보다 강한 회복세를 보이고 있는 것은 사실이지만, 시퀘스터가 2~3분기 성장률을 끌어내릴 것으로 예상되고, 유로존과 중국의 경기 부진이 지속되고 있기 때문에 연준은 향후 경제지표를 좀 더 주의깊게 살펴본 이후에 QE 축소를 결정할 것이다. 따라서, FOMC 의사록에서 일부 위원들이 주장한 것처럼 6월부터 QE가 축소되지는 않을 것이다.

QE 축소 결정에 영향을 줄 수 있는 요인들은 다음과 같은 3가지 정도로 볼 수 있다. 1) 고용지표 등 경제지표의 상당한 개선, 3) 9월말 예산 편성과 양당의 정책 공조, 2) ECB의 추가 부양책 등이다.

QE 축소 결정에 가장 결정적인 요인은 경제지표의 상당한 개선이다. 증시, 주택가격 등 자산가격은 완화된 통화정책과 하반기 회복 기대로 빠르게 상승하고 있지만, 실물경제의 회복 속도는 이에 미치지 못하고 있다. 시퀘스터 영향으로 2~3분기 성장세가 강하지 않고, 물가도 하락세가 지속되고 있어 QE를 시급히 축소해야 할 이유가 없는 상황이다. 따라서, 4분기 경기 모멘텀이 뚜렷하게 개선되는 것을 확인한 후 QE 축소를 결정할 가능성이 높다.

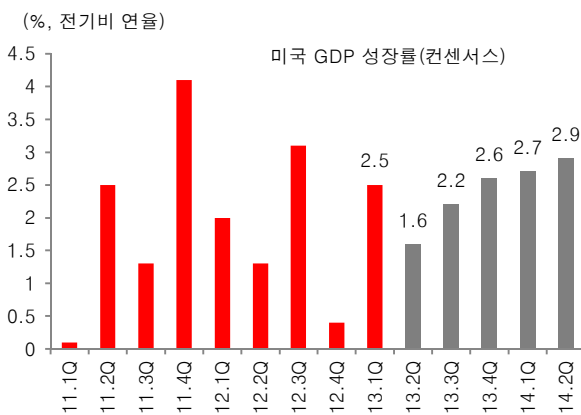
그리고, 9월 이후에는 9월말 내년 예산편성, 시퀘스터 대체 및 세제개혁, 복지축소 등 장기부채 안정 방안 마련, 부채한도 상향조정 등과 관련된 정치적 불확실성이 남아 있다는 점이 변수가 될 수 있다. 양당이 대타협을 통해 내년 예산안, 장기 부채안정 방안, 부채한도 상향조정 등에 합의한다면, 정책에 대한 신뢰회복으로 경제주체들의 컨피던스가 빠르게 회복될 것이기 때문에 연준이 QE를 종료할 수 있는 여건이 마련될 것이다. 반면, 정치권 합의가 지연되면서 임시예산 편성 등을 통해 일시적으로 문제를 해결하고 넘어간다면, 미국 경제에 부정적인 요인이 될 수 있으며 QE 축소도 지연될 가능성이 있다.

주식시장 투자전략

그리고, 변수가 될 수 있는 것은 ECB의 추가 부양책 여부이다. ECB가 자산매입 등을 통한 비 전통적 통화정책을 실시한다면, Fed가 경기부양 부담을 덜 수 있기 때문에 QE 축소 시기가 앞 당겨질 수 있다.

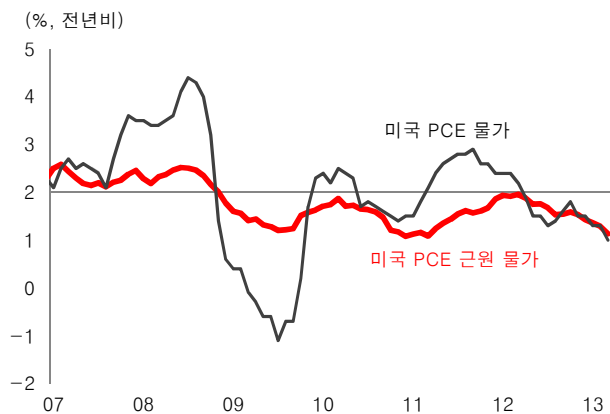
결론적으로 QE 축소 결정은 4분기(10월 또는 12월 FOMC) 중에 결정될 것으로 예상된다.

미국 올해 2~3 분기 성장률은 시퀘스터 영향으로 1 분기보다 둔화, 4 분기 이후 본격적인 회복 전망됨



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

현재 물가 수준은 Fed 물가목표 2% 크게 하회, QE 축소 당장 급하지 않아



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

QE 축소 영향 생각보다 크지 않을 것

QE1과 QE2가 종료됐을 때 미국 증시(S&P500)는 각각 15%, 23% 하락했었다. 이 때문에 투자자들은 QE3 축소 및 종료에 대한 불안감이 클 수 있다.

그러나, QE3가 과거 QE1 및 QE2(시작과 종료만 있었을 뿐)와 다른 점은 개방형이기 때문에 탄력적 운용이 가능하다는 점이다. 경기회복 속도에 맞춰 QE가 조금씩 단계적으로 축소될 것이기 때문에 실제로 QE가 축소되기 시작하더라도 시장에 큰 충격을 주지는 않을 것이다. 최근 버냉키 의장(의회 증언)과 윌리엄스 샌프란시스코 연은 총재가 언급한 것처럼 QE를 축소하더라도 한 방향(축소)으로만 계속 가는 것이 아니라, 경제 지표가 부진하면 다시 늘리는 방향으로 돌아설 수 있다고 발언한 점에 주목할 필요가 있다.

그리고, QE1, QE2 종료 후 미국 경기가 위축되었지만, 내년 중 QE3가 종료되더라도 미국 경기 회복세가 이번에는 꺾이지 않을 것이다. 왜냐하면 이번에는 OMT 프로그램으로 인해 유로존 위기가 거의 진정되었고, 일본 BOJ가 개방형 QE를 통해 경기부양에 동참했고, 미국 경제는 주택 시장 회복, 세일혁명, 재정개혁 등을 통해 체질이 개선되었기 때문이다.

또한, 연준이 QE 를 축소하더라도 일본, 영국, ECB 는 완화된 통화정책을 유지하거나 추가완화 할 것으로 예상돼 글로벌 경기하방 리스크를 제한할 것이다.

마지막으로 QE 축소는 긴축으로의 통화정책 전환을 의미하는 것이 아니라, 완화된 통화정책의 속도 조절로 볼 수 있다. 그리고, QE3 종료 이후에도 제로금리를 통해 연준의 완화된 통화정책 은 지속될 것이다. 본격적인 긴축은 2015년 이후 이루어질 기준금리 인상 시점이 될 것이다.

따라서, QE 가 축소되더라도 미국을 비롯한 선진국 증시는 거의 영향을 받지 않을 것으로 예상된다. 반면, 달러 강세 영향으로 인해 원자재 수출 의존도가 높은 국가들(호주, 뉴질랜드, 브라질, 러시아 등)의 증시와 상품통화에는 부정적인 영향이 예상된다.

QE 축소는 아직 시기상조, 하반기 경기회복 기대로 상승 흐름 이어질 전망

최근 미국 경제지표 개선으로 QE 조기 축소에 대한 논란이 커지고 있지만, 시퀘스터로 인한 정부지출 축소가 2~3분기 성장률을 끌어내릴 것이고, 소비자물가도 하락세가 지속되고 있어 당장 QE 가 축소되기는 어려우며, 4분기 중에 QE 축소가 결정될 것으로 예상된다. 따라서, 엔화 약세 속도 조절, 하반기 경기회복 기대감 등으로 국내증시의 추가 상승 흐름이 더 이어질 것으로 예상된다.

그러나, 6월 FOMC 이전까지는 QE 조기 축소에 대한 경계감, KOSPI 지수 2,000선 돌파 시 나타나는 펀드 환매 등의 영향으로 상승 탄력은 둔화될 것으로 예상된다.

그리고, QE 축소가 결정된 이후에도 증시의 일시적인 조정은 있을 수 있겠지만, 달러 강세와 상품통화 약세, 채권약세와 주식강세 등 지금 나타나고 있는 현상이 좀 더 강화되는 형태로 재현 될 것이기 때문에 QE 축소에 대해서는 과도하게 우려할 필요가 없어 보인다.