

## 흔들림이 있었지만, 크게 달라진 것은 없다

### Why This Report

휴일 직전에 국내외 증시가 비교적 큰 폭으로 흔들리는 모습을 보였습니다. 미국의 양적완화 조기 종료에 대한 우려가 다시 한번 대두되었고, 일본의 아베 총리의 성장 정책에 대한 실망감도 원인으로 작용했습니다. 내부적으로는 STX그룹과 관련된 이슈도 낙폭을 키우는데 일조한 상황입니다. 여러가지 악재가 중첩되면서 일시적으로 투자심리가 상당히 위축될 수 있는 구간이라는 생각이 듭니다만, 가만히 살펴보면 기존의 상황과 크게 달라진 것은 없는 듯 합니다.

#### ‘세번째 화살’에 대해 실망하기는 아직 이르다

- 5일 KOSPI 지수 하락의 원인 중 한가지는 아베 총리가 발표한 성장정책이 실망스러웠다는 점
- 노동 시장의 구조 개혁이나 원전의 재가동, 법인세율에 대한 문제 같은 경제의 구조적인 문제를 개선시키는 정책들을 기대했으나 실제로는 이와 같은 안건들이 배제된 상황
- 그 이유는 7월 21일 참의원 선거를 앞두고 있어 고용이나 원전과 같이 유권자들이 민감하게 반응할 수 있는 사안들에 대한 언급이 쉽지 않았기 때문
- 선거 이후 보다 구체적인 성장정책에 대한 논의들이 가시화될 것으로 기대된다는 점에서, 성장정책에 대한 기대감은 소멸이 아니라 이월된 것으로 판단

#### QE조기종료에 대한 우려도 아직은 이르다

- 매파 성향의 연준 인사의 발언, 경제지표의 호조 등은 반복적으로 QE축소 가능성에 상기시키는 재료로 작용하고 있음
- QE의 조기축소 실행 조건을 인플레이션과 고용지표라고 전제하면 아직 QE에 대한 우려를 가지는 것은 이르다는 판단
- 고용 지표의 회복 속도가 과거에 비해 현저히 느린 상황이며, 질적인 측면에서도 여전히 개선의 여지가 많은 상황

#### 흔들림은 있었지만, 변한 것은 없다

- 단기적으로는 변동성이 확대될 개연성이 존재. 투자자들이 QE조기종료에 대한 두려움을 가지고 있으며, 일본 금융시장의 변동성이 확대되고 있는 상황에서 BOJ회의가 다음 주 초 예정되어 있기 때문
- 그러나 미국의 QE를 비롯해 주요국 정책 공조가 진행되고 있는 상황이라는 점에서 유동성 환경은 지속될 듯
- 유럽지역의 전향적인 태도는 유럽 및 중국 지역의 경기 모멘텀을 회복시키는 소재로 작용할 전망

#### 단기적인 변동성 확대는 불가피, 그러나 여전히 주식 비중 확대 국면

- BOJ 회의 등 정책 이벤트가 다수 예정되어 있어 단기적으로 변동성 확대 가능
- 풍부한 유동성 환경과 유로존 발 경기 모멘텀의 조합은 여전히 유의할 수 있다는 판단

### 대내외 악재 패키지에 의한 급락

5일 KOSPI 지수는  $-1.52\%$ , KOSDAQ 지수는  $-2.22\%$  급락해서 마감했다. 외국인들은 선물 시장에서 1만계약 이상을 순매도하면서 불안한 투자 심리를 더욱 자극했다. 물론 선물 미결제 약정이 감소하는 모습을 보였다는 점에서 하락에 대해 베팅하는 공격적인 매도 보다는 기존 포지션의 청산 물량이 상대적으로 다수였다고 볼 수는 있지만 안그래도 변동성이 큰 시장에서 불안감을 자극하기엔 충분한 소재였던 것으로 판단된다.

이처럼 국내증시가 급락하는 모습이 나타났던 것은 여러가지 악재들이 중첩되어 나타났기 때문이다. 내부적으로는 STX의 법정관리 신청 계획에 따른 해운주 및 은행주들의 급락이 증시의 낙폭을 확대시키는 역할을 했다. 해당 악재가 관련 업종을 중심으로 낙폭을 확대시키는 역할을 한 것이라고 볼 수 있다면 본질적인 하락 원인은 대외 부문에서 찾을 수 있다.

우선 해묵은 악재이기는 하지만 미국의 QE 조기 종료에 대한 문제가 다시 이목을 집중시켰다. 지난 4일 에스더 조지 켄자스시티 연준 총재가 한 강연에서 경제여건이 개선되는 상황인 만큼 향후 통화정책은 자산매입 규모를 늦추는 쪽으로 가는 게 적절하다고 본다는 견해를 밝혔고, 이것이 투자자들에게 QE 축소에 대한 두려움을 제공했다.

일본에서도 악재가 등장했다. 4일 아베 총리의 성장정책과 관련된 연설이 진행 되었는데 해당 일정을 앞두고 시장의 기대감이 형성되었던 것이 사실이다. 하지만, 막상 뚜껑을 열고보니 구체적인 내용이 결여되었고, 시장의 기대치도 만족시키지 못했다는 평가와 함께 시장은 실망감을 감추지 못했다. 결국 일본증시는  $-3.83\%$  급락해서 마감했다. 국내증시 뿐만 아니라 글로벌증시 전반에 대한 변동성 확대 요인으로 작용했던 두 가지 변수에 대해 점검해 볼 필요가 있다.

### ‘세번째 화살’에 대한 실망, 국내 증시에 대한 영향력은 제한적

5일 일본을 비롯한 국내외 증시에 가장 민감한 소재로 작용한 이슈는 바로 아베 총리의 성장전략에 대한 발표였다. 이날 정오, 아베 총리는 도쿄에서 발표한 연설문을 통해 민간 활력 증진이 키워드라는 말과 함께 국민 소득 증대와 투자 확대 등을 골자로 하는 성장전략을 제시했다.

언뜻 보면 연기금들의 주식 비중 확대와 같은 솔깃한 내용들도 있었지만, 시장의 반응은 5일 니케이 지수의 움직임에서 볼 수 있듯 냉랭하기 그지없었다. 이처럼 시장이 냉담한 반응을 보인 것은 성장정책과 관련해 시장이 기대했던 주된 내용들에 대한 기대치를 만족시켜주지 못했기 때문이다. 사전적으로 시장에서 기대했던 부분은 크게 세 가지 정도로 요약해 볼 수 있다. 바로 범인세율 인하와 고용의 유연성(기업측) 제고 그리고 원전 재가동에 대한 내용들이었다.

## 주식시장 투자전략

### 5일 발표된 아베노믹스의 성장전략(요약)

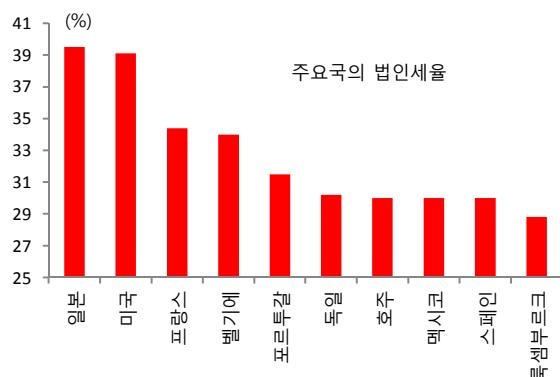
- ① 인당GNI 연 3% 이상씩 견인, 향후 10년내 150만엔 이상 증가
- ② 경제 특구를 신설하고 35조엔 규모의 외국인 투자를 유치
- ③ 전력, 의료, 인프라 정비 등 공적 영역에民間 참여 확대
- ④ 전력 부문에 대한 투자 10년간 30조엔 규모로 확대
- ⑤ 여성 및 노후 인력 등의 고용 기회 확대와 교육 강화
- ⑥ 일반용 의약품의 인터넷 판매 허용
- ⑦ 총 200조엔 규모의 공적 연기금들에 대해 주식 투자 비중 확대 유도

자료: 언론보도취합, 동양증권 리서치센터

우선, 일본은 법인세율이 전 세계에서 가장 높은 수준의 법인세율을 가지고 있다. 한국경제연구원의 조사자료에 따르면 일본의 기업들에 적용되는 법인세율이 지방세를 포함 39.5%로 나타나고 있다. 미국의 39.1%에 비해 크게 높지 않다고 볼 수도 있지만 미국은 법인세의 과세 구간이 8개로 구성되어 있어 탄력적인 세율적용이 이루어지는 반면 일본은 단 2개의 과세구간만을 가지고 있어 보다 부담이 클 수 있는 구조라고 볼 수 있다. 사전적으로 법인세를 20%대로 낮추는 방안에 대한 기대감이 형성됐었지만, 이번 발표에서는 이와 관련된 구체적인 내용이 언급되지 않았다.

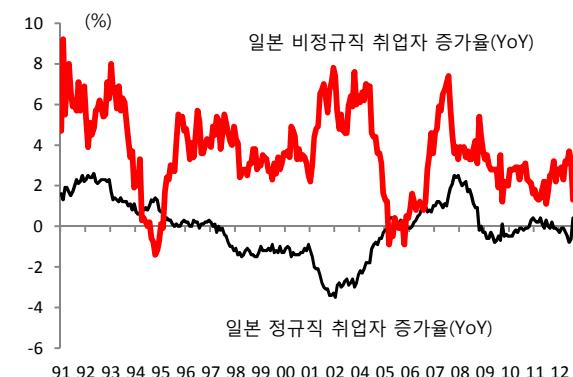
노동시장의 유연성을 제고하기 위한 제도적인 개선에 대한 기대감도 있었다. 일본의 경우 90년대 이후 비정규직의 고용 증가율이 거의 대부분의 구간에서 정규직 고용 증가율을 상회한다. 어떻게 보면 당연한 결과일 수도 있지만, 90년대 이후 정규직의 평균 증가율이 -0.06%라는 점은 분명 문제가 있는 구조라고 볼 수 있다. 이는 정규직의 해고가 어려운 현재 고용 시스템의 제도적인 문제점 때문에 기업들이 정규직 고용을 꺼렸기 때문이다.

### 기업에는 부담요인으로 작용하는 일본의 높은 법인세율



자료: KERI, 동양증권 리서치센터

### 일본 비정규직 및 정규직 고용 증가율은 극명한 차이가 존재



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

## 주식시장 투자전략

결국 기업들의 보다 효율적이고 탄력적인 고용 및 생산활동을 위해서는 이에 대한 규제 완화가 요구되었지만, 이번 발표에서는 직원의 이직을 원활하게 만들겠다는 수준의 언급만이 있었다. 마지막으로 일본내 전력 공급 확충 및 에너지 수입비용 감소에 일조할 수 있는 원전의 재가동과 관련된 내용도 이번 발표에는 빠져 있었다.

그런데 이 중에서 노동시장 제도 개선과 원전 재가동에 대한 내용이 빠진 이유는 7월 21일 예정된 참의원 선거를 의식했기 때문이라고 볼 수 있다. 아직까지 아베 총리에 대한 지지율이 높은 것은 사실이지만, 노동 시장의 개혁이라는 것은 결국 유권자들의 고용 안정성의 저해로 받아들여질 수 있는 문제이고 원전 또한 일본 유권자들이 상당히 민감하게 생각하고 있는 문제인 만큼 선거를 앞두고 이슈화시키기가 힘든 상황이었던 것이다.

결과적으로는 전일 발표된 정책 내용은 선거를 의식한 수위조절이 개입되어 있는 것으로 볼 수 있다. 따라서 선거 이후 노동시장의 구조 개선과 원전 재가동에 대한 논의들은 다시 화두가 될 것이며 아베노믹스의 실패에 대한 우려를 경감시켜 주는 변수로 작용할 가능성이 높아 보인다. 전일 발표된 성장정책에 대한 실망감이 표출된 것은 사실이지만 기대감을 이연시킨 것이지 훼손시킨 것은 아니라는 측면에서 추가적인 악영향을 미칠 소재는 아니라는 판단이다.

### QE 조기종료에 대한 우려도 아직은 이르다

한편, 5일 하락의 원인을 제공한 소재 중 한가지는 QE 조기종료에 대한 우려이다. 미국의 경제 지표와 주가가 호조를 보이면서 QE에 대한 논란이 형성되는 것은 어찌보면 지극히 당연한 일이지만 투자자 입장에서 이와 관련된 논란은 결코 유쾌할 수 있는 성질의 것이 아니다.

글로벌 금융위기 이후 진행된 시장 흐름에서 투자자들은 연준의 자산확대 구간과 휴지기에 중시가 어떤 퍼포먼스를 보여왔는지 너무도 잘 알고 있기 때문이다. 그런만큼 당분간은 관련된 뉴스에 의한 일시적인 변동성 확대는 피할 수 없는 문제라고 볼 수 있다. 다만, 보다 본질적으로 QE의 조기 종료에 대한 가능성은 한번 타진해 볼 필요가 있다.

QE의 조기종료가 결정되기 위해서 필요한 가장 기본적인 조건 무었일까? 말 그대로 가장 기본적인 조건을 찾는다면, 인플레이션이 높아지고 고용지표가 충분히 개선되는 것이다. 그렇다면 우선 첫번째 조건, 인플레이션에 대한 부분을 살펴 보면, 미국의 소비자물가지수는 5월 전년 동월비 +1.1% 상승하는데 그쳤다. 인플레이션에 대한 기대감을 나타내는 TIPS 스프레드도 최근 하락하는 모습을 보이고 있다. 인플레이션에 대한 우려가 형성되기 보다는 오히려 하락하고 있는 상황이라고 볼 수 있다.

또 한 가지 조건인 고용(실업률)의 경우 하락하는 추세를 형성하고 있는 것이 사실이다. 비농업 부문 취업자수도 증가세를 유지하고 있다. 그러나 표면적으로 나타나고 있는 이러한 고용시장의 개선이 QE 조기축소의 필요성을 자극할 만큼 질적인 측면에서도 만족스러운 것인지, 그리고 지속 가능성 여부에 확신을 가질만한 것인지에 대해서는 한번 생각해 볼 필요가 있다.

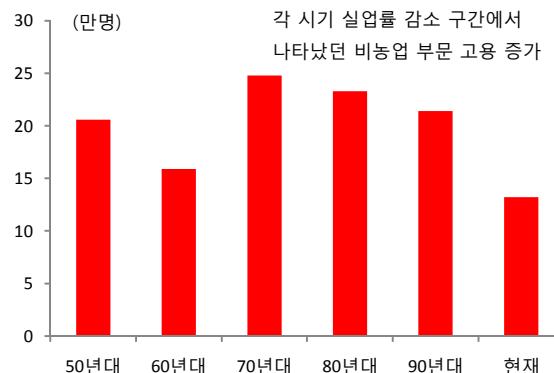
## 주식시장 투자전략

미국의 기대 인플레이션을 반영하는 TIPS 스프레드는 하락하는 모습을 보이고 있음



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

현재 고용 증가 속도는 과거 미국 실업률 감소 구간에서 나타났던 고용 증가 속도에 미치지 못하고 있음



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

우선 고용의 증가 속도가 만족스러울 만큼 높지 않다. 1950년대 이후 미국의 실업률이 고점을 형성하고 6%대에 안착하는 과정에서는 평균적으로 월 21만건 수준의 신규 고용이 발생했다. 그러나 2009년 이후 현재까지 실업률 감소가 진행되는 과정에서 월 평균 고용 증가는 13만건 수준에 그치고 있어 충분한 수준의 고용 증가가 이루어 지고 있다고는 보기 힘든 상황이다.

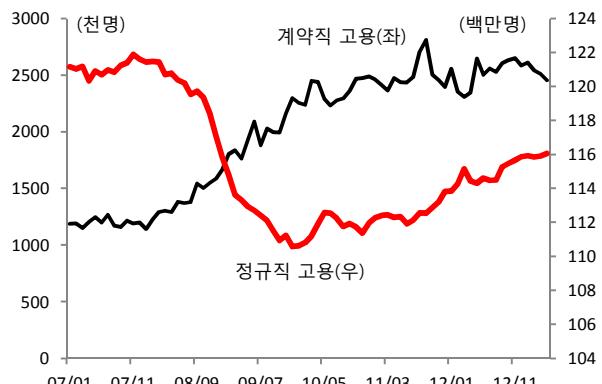
한편, 실질적으로 고용의 질이 개선되었다는 평가를 내리기 위해서는 정규직의 고용이 본격적으로 회복될 필요가 있다. 물론 최근 정규직 고용이 늘어나는 모습을 보이고 있는 것은 사실이다. 그러나 아직까지 글로벌 금융위기 이전 수준과는 괴리가 작지 않다. 반면 비정규직(Part time)의 경우 글로벌 금융위기 이후 크게 증가한 모습을 보이고 있다. 여전히 고용의 증가가 비정규직 중심으로 이루어지고 있다는 점에서 고용시장이 안정적으로 회복되고 있다고 평가하기는 힘든 상황이다.

또, 최근에 발표된 ISM 제조업 및 비제조업 지수의 고용 항목을 보면 50을 넘어선 것은 사실이나 전월에 비해 일제히 하락하는 모습을 보였다. 2분기 이후 시퀘스터 등의 영향으로 미국 경기의 회복세가 이전에 비해 둔화될 것이라는 우려가 상존하고 있어 고용과 관련된 전망도 다소 훼손되고 있는 모습이 나타나고 있는 것이다.

이러한 관점에서라면 주말 발표되는 고용지표 역시 개선세가 둔화되는 결과가 나타날 가능성성이 높아 보인다. 일반적인 경우라면 경제지표의 둔화가 결코 좋은 뉴스는 아니겠지만 지금처럼 QE의 축소 가능성이라는 명제에 모든 관심이 쏠린 상황이라면 역설적으로 받아들여질 가능성도 배제할 수는 없을 듯 하다.

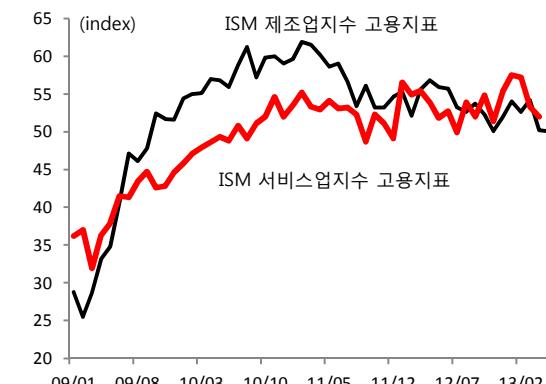
## 주식시장 투자전략

미국 정규직과 비정규직 고용의 추이를 보면 아직 질적인 부분은 개선의 여지가 필요한 상황



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

ISM 제조업 지수와 서비스업 지수의 고용 관련 항목이 악화되는 모습을 보이고 있음



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

한편, 연준 의원들의 성향도 한번쯤 참고해 볼 필요가 있는데, 최근 제임스 블라드 세인트루이스 연준 총재, 에스더 조지 켄자스시티 연준 총재 등이 매파적인 발언으로 불확실성을 자극하고 있는 것은 사실이지만, 여기에 제리미 스테인 연준 이사를 포함한 3인을 제외하면 나머지 연준 의원들은 여전히 경기(고용)의 회복을 판단하기 위해서는 시간이 더 필요하다는 비둘기파적인 성향을 보여주고 있다.(각 인물들의 최근 발언 내용을 기준으로 구분) 이상에서 언급한 내용들을 종합해 볼 때 이번 FOMC에서 전격적인 QE 변화가 나타날 가능성은 적다는 판단이 가능하다.

### 결론, 혼들림이 있었지만 변한 것은 없다

이상의 내용을 정리해 보면, 미국과 일본 그리고 내부적인 악재들이 공교롭게도 동시에 출현하면서 큰 폭의 하락을 경험했고 단기적으로 변동성이 확대될 소지가 남아 있는 것도 사실이다. 미국의 QE 가 지금 당장 축소될 가능성이 낮아보이지만, 이미 투자자들이 이를 risk로 생각하기 시작하면서 뉴스풀로우에 따른 민감도는 상당히 높아져 있고 일본과 관련해서도 성장 정책에 대한 이슈는 차치한다고 하더라도 최근 나타나고 있는 아베노믹스의 부작용에 대한 우려가 진정될 수 있을지 여부가 판가름나는 BOJ 회의가 수일 내에 예정되어 있다는 점에서 단기적으로는 회의 결과를 확인하기 위한 관망세가 형성될 가능성이 높기 때문이다.

하지만, 여전히 기본적인 환경은 변하지 않고 있다. 앞서 언급한 바와 같이 아직까지 미국의 QE 종료에 대한 우려는 이르다고 볼 수 있는 상황이고 ECB 의 추가적인 경기 부양 스텝스에 대한 기대도 여전히 남아있다. 일본 또한 여러가지 잡음이 있다고는 하지만 통화정책을 축소할 상황은 결코 아니라는 점, 브라질 정도를 제외하면 글로벌 주요국들이 전반적으로 공조화된 경기부양 스텝스를 가져가고 있다는 점까지 감안한다면, 여전히 국내외 증시는 유동성 환경 속에 위치하고 있는 것으로 볼 수 있다. 또, 유럽에서 성장에 대한 전향적인 태도를 보이고 있다는 점이 유럽과 중국에 대한 경기 모멘텀을 개선시켜 줄 수 있는 시점이라는 점에서 주식 비중을 확대할 수 있는 구간이라는 기존의 House View 를 유지하고자 한다.