



시장 우려 요인 점검: QE 축소, 중국 경기둔화

Why This Report

QE 축소 우려로 신흥국 증시가 상대적으로 크게 조정을 받았는데, 이는 선진국 주도의 경기회복, BRICs의 구조적 문제, 원자재 가격 하락 등 구조적인 변화를 반영한 결과입니다. 중국의 경기둔화는 이미 현실이 되고 있고, QE 종료는 앞으로 (9~12월 FOMC) 다가올 현실입니다. 그런데, 현재와 같은 금융시장의 큰 변동성은 경기회복을 지연시킬 수 있기 때문에 6월 FOMC에서 QE 조기 축소에 대한 우려를 진정시켜 줄 것으로 예상합니다. 하지만, 지금 나타나고 있는 현상들이 연준이 본격적으로 출구전략을 진행하는 과정에서 나타나게 될 변화를 반영하고 있다는 측면에서 포트폴리오 조정을 통해 미리 대비할 필요가 있을 것 같습니다.

QE 축소 우려와 중국 경기 우려로 신흥국 자산 상대적으로 큰 조정

- 2012년 이후 선진국 증시의 상대적인 강세 시현, 중국 성장률 7%대 둔화와 원자재 가격 안정 때문
- 최근 QE 축소 우려로 조정을 받는 과정에서 선진국과 신흥국 증시의 갭이 확대되었는데, 이는 선진국 주도의 경기회복, BRICs의 구조적 문제, 원자재 가격 하락 등 펀더멘탈을 반영한 결과

선진국 주도의 글로벌 경기회복 vs. BRICs의 구조적 문제

- 4월 OECD 선형지수는 미국, 일본 주도로 하반기 글로벌 경기회복이 가속화될 것임을 시사
- BRICs 국가들은 장기 추세(100) 이하의 성장 지속

조기 QE 축소 우려가 단기적으로 과도하게 반영

- 아직 글로벌 경제의 펀더멘탈이 취약한 상황에서 QE조기 축소 논란이 발생한 것이 금융시장에 부정적인 영향
- 아직 고용회복이 미진하고, 물가는 하락세를 보이고, 설비투자과 제조업 경기가 부진해 QE 축소 결정은 빨라야 9월 이후에 결정될 전망

중국 지방정부 부채와 그림자금융에 대한 우려, 금융위기 가능성은 낮아

- 부동산 개발업자와 지방정부가 그림자금융을 통해 자금을 조달했기 때문에 그림자금융 및 부동산 규제로 인해 부동산 개발업자와 지방정부의 자금 조달이 어려워지고 투자 감소

중국 경제지표 부진으로 성장을 하향 조정 지속

- 5월 수출 등 경제지표 부진으로 6월 들어 외국계 IB들 중국 성장률 하향 조정 잇따라
- 중국 수출은 위안화 절상 기대로 핫머니가 수출대금으로 위장해 국내로 반입되면서 실제보다 과대계상, 5월 정부 규제 강화로 정상화되면서 5월 수출 크게 둔화

투자전략: 6월 FOMC 앞두고 글로벌 증시 반등 시도할 전망

- 현재와 같은 금융 변동성은 경기회복 저해, 6월 FOMC에서 조기 축소 우려 진정시켜줄 전망
- 선진국 주도 경기회복, 내수회복 기대 등을 고려할 때 IT, 소비재, 레저, 여행주 등에 대한 관심 지속

QE 축소 우려와 중국 경기 우려로 신흥국 자산 상대적으로 큰 조정

연준의 QE 축소 우려로 투자자들이 차익 실현에 나서면서 정도의 차이가 있을 뿐 거의 모든 자산들에서 매도세가 나타나고 있다. 특히, QE 축소 우려와 중국 경기부진으로 인해 원자재 가격이 약세를 보이면서 러시아, 브라질, 남아공 등과 같은 자원의존적인 경제를 가진 국가의 증시와 환율이 크게 영향을 받으면서 신흥국 증시의 낙폭이 상대적으로 컸다.

반면, 선진국은 대체로 자원 수입국이고 경제(GDP)에서 소비가 차지하는 비중이 크기 때문에 원자재 가격 안정이 선진국 경제에는 우호적인 환경이 되고 있다. 그리고, BRICs 국가들이 구조적인 문제들을 안고 있는 반면에 미국, 유럽 등 선진국들은 금융위기 이후 구조조정, 재정긴축, 개혁 등을 통해 부실을 털고 경쟁력이 향상된 점도 선진국 증시의 상대적 강세의 원인이다.

2012년 이후 선진국 증시의 상대적인 강세가 뚜렷하게 나타나고 있는데, 이는 중국 성장률 7%대 둔화와 원자재 가격 안정 때문이다. 금융위기 이후인 2011년까지도 중국이 4조 위안의 경기부양책과 대출완화로 9%대의 고성장세를 유지했었다. 그러나, 그 과정에서 부동산버블과 과잉설비투자 문제가 발생했고, 부동산 규제 등의 영향으로 지난해부터 중국의 성장률이 7%대로 크게 둔화되었다.

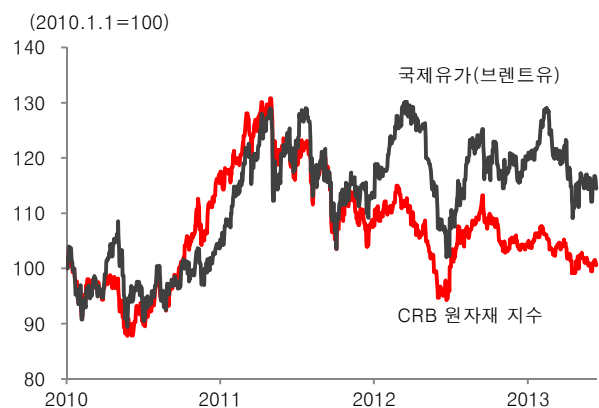
그리고, 최근 QE 축소 우려로 조정을 받는 과정에서 선진국과 신흥국 증시의 갭이 확대되었는데, 이는 선진국 주도의 경기회복, BRICs의 구조적 문제, 원자재 가격 하락 등 펀더멘탈을 반영한 결과다. 미국의 경기회복세가 미약하고, QE가 지속될 때는 선진국과 신흥국 증시, 채권, 원자재 등 모든 자산들이 유동성 랠리를 보였지만, 미국 경기회복이 가시화되고 QE 축소가 이슈화되면서 글로벌 자금 흐름이 펀더멘탈을 반영해 이동하고 있다.

2012년 이후 선진국 증시의 상대적 강세. QE 축소 우려로 펀더멘탈이 약한 신흥국 증시가 더 크게 하락



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

원자재 가격 하락으로 원자재 수출 의존도 높은 국가들의 증시, 환율 약세. 소재, 산업재 섹터에도 부정적 요인으로 작용



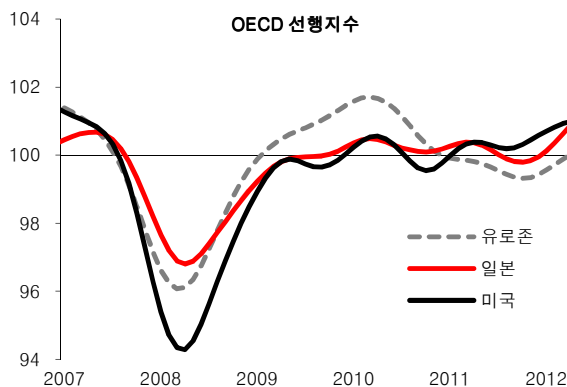
자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

선진국 주도의 글로벌 경기회복 vs. BRICs의 구조적 문제

4월 OECD 선행지수는 미국, 일본 주도로 하반기 글로벌 경기회복이 가속화될 것임을 시사했다. 미국(101.0), 일본(101.1), 영국(100.8), 유로존(100.1) 등 선진국들은 OECD 선행지수의 상승세가 지속되었다. 선진국 중앙은행의 공격적인 통화정책 영향으로 미국, 일본 주도의 경기회복이 두드러진 가운데, 유로존도 긴축완화 기대를 반영하며 선행지수의 상승 흐름이 이어지고 있다.

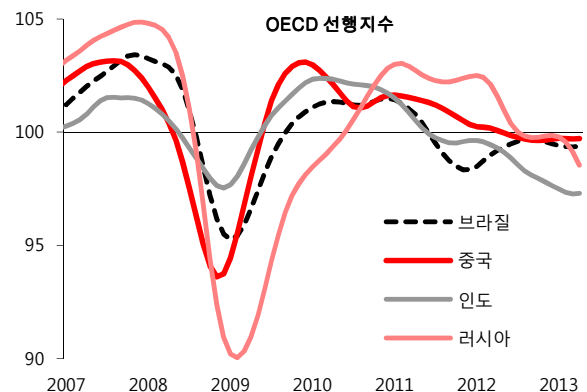
반면, 중국(99.7), 브라질(99.4), 러시아(98.5), 인도(97.3)는 추세 이하(below trend)의 성장을 지속했다. 2000년대 글로벌 경제성장을 주도했던 거대 신흥국인 BRICs는 구조적인 문제를 안고 있어 성장 동력이 약화되고 있다. 중국은 과잉투자로 인한 부동산버블, 브라질은 과잉소비로 인한 가계부채 문제, 러시아는 높은 에너지 의존도와 인구감소, 인도는 만성적인 재정 및 경상수지 적자, 인플레이 등의 문제를 안고 있다.

선진국 4월 OECD 선행지수 상승세 지속, 하반기 경기회복 시사



자료: OECD, 동양증권 리서치센터

BRICs OECD 선행지수는 장기 추세(100) 이하 성장 지속



자료: OECD, 동양증권 리서치센터

조기 QE 축소 우려가 단기적으로 과도하게 반영

Fed, BOJ 등 선진국 중앙은행의 공격적인 통화정책 영향으로 경제 펀더멘탈에 비해 미국, 유럽, 일본 등 선진국의 증시가 너무 빠르게 상승한 경향이 있고, 아직 글로벌 경제의 펀더멘탈이 취약한 상황에서 QE 조기 축소 논란이 발생한 것이 금융시장에 부정적인 영향을 주고 있다.

그러나, 아직은 다음과 같은 3가지 이유로 아직은 연준이 QE를 서두를 필요가 없다고 판단된다.

미국 경제는 연초 세금인상, 시퀘스터 등에도 불구하고 시장예상보다 견조한 회복세를 보이고 있다. 저금리로 인한 주택시장 회복과 자산가격 상승에 따른 소비회복으로 주택건설, 소비 등 내수회복이 경기회복을 견인하고 있다. 반면, 유럽 경기침체 지속, 중국을 비롯한 신흥국 경기부진

주식시장 투자전략

등으로 인한 (1) 글로벌 경기 불확실성 때문에 제조업 경기와 기업들의 설비투자는 부진하다.

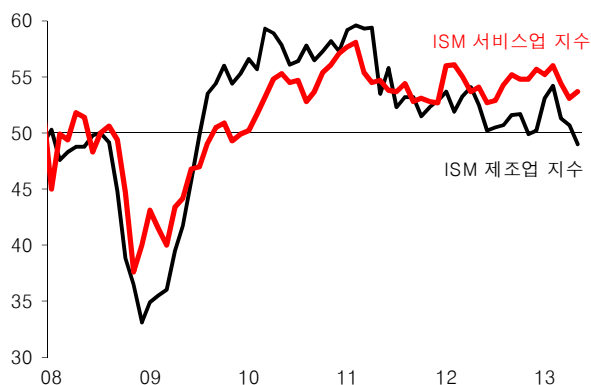
신규실업수당청구건수가 금융위기 이후 최저 수준까지 하락하는 등 기업들의 해고는 감소하고 있지만, 신규 고용은 아직 꺼리고 있는 상황이다. 2월까지만 해도 고용이 빠르게 회복되는 듯 했으나, (2) 3월 이후 시퀘스터, 계절적 요인 등으로 인해 최근 3개월 동안 월평균 비농업고용은 15만명 정도 증가하는데 그치고 있다.

또한, (3) 연준이 관심있게 지켜보는 물가인 PCE 근원물가가 4월 1.05%를 기록해 역대 최저 수준을 기록했다. 연준의 물가목표인 2.0%를 크게 하회할 뿐만 아니라, 물가가 하락세를 보이고 있다는 점도 연준이 서둘러 출구전략을 서두를 필요가 없는 이유이다.

연준의 QE 축소 시기는 향후 경제지표에 따라 달라지겠지만, 이르면 9월 늦으면 12월 FOMC에서 결정될 것으로 것으로 예상된다. 그런데, 현재와 같은 금융시장의 큰 변동성과 자산가격 하락은 글로벌 경기에 부정적인 영향을 끼쳐 미국 기업들의 설비투자와 고용회복을 지연시킬 수 있기 때문에 다음 주 18~19일 예정된 6월 FOMC에서는 QE 축소에 대한 우려를 진정시켜 줄 것으로 예상된다.

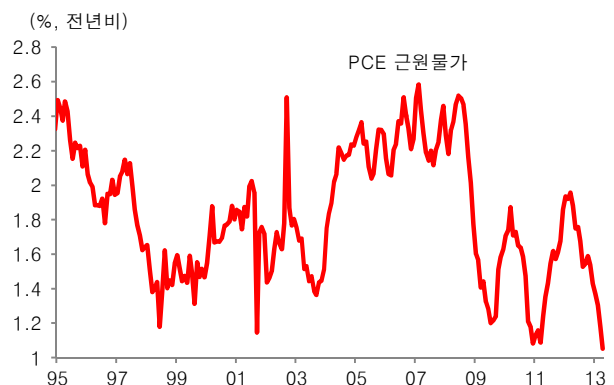
그러나, 중장기적인 관점에서 보면, 지금 나타나고 있는 현상들(선진국의 상대적 강세, 소재, 산업재보다는 IT, 소비재의 상대적 강세 등)이 연준이 출구전략을 진행하는 과정에서 나타나게 될 변화를 반영하고 있다는 측면에서 포트폴리오 조정을 통해 미리 대비를 할 필요가 있다. 특히 연준이 금리를 인상할 무렵에는 지금과 같은 현상이 더 강하게 나타날 것으로 예상되기 때문이다.

주택시장 회복과 자산가격 상승으로 미국 서비스업(내수)은 견조, 글로벌 제조업 경기 부진 때문에 제조업, 설비투자 등은 부진



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

미국 4월 PCE 근원물가 1.05%로 역대 최저치. 인플레이 압력 전혀 없는 상황에서 QE 축소 서두를 필요 없어



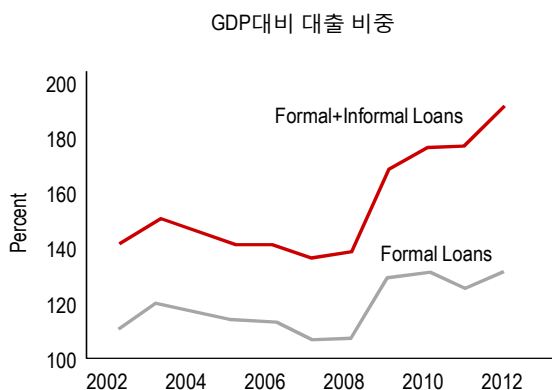
자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

중국 지방정부 부채와 그림자금융에 대한 우려, 금융위기 가능성은 낮아

미국 경기우려, 유로존 붕괴 우려 등은 거의 해소되었고, 성공 여부가 논란이 되고 있는 아베노믹스는 이제 실시한 지 6개월 정도 밖에 되지 않았고 아직 정부와 BOJ의 정책 대응 여력이 남아 있기 때문에 더 지켜 볼 필요가 있다. 따라서, 현재 글로벌 경제와 관련된 가장 큰 리스크 요인은 중국의 부채 문제와 경착륙 우려이다.

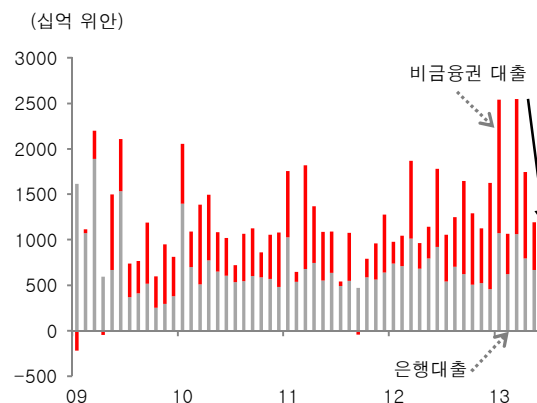
중국의 공식적 신용대출은 2012년 말 중국 GDP의 135.7%에 이른다. 이는 피치가 평가한 신흥국 가운데 최고 수준이다. 그런데, 그림자 금융(비금융권 여신)까지 포함한 총 부채 규모는 GDP의 198%에 이를 것으로 추정된다. 그림자 금융 규모는 34조 위안(GDP의 65%)으로 연평균 25% 이상 증가세를 보이고 있는 것으로 추정된다.

GDP 대비 총신용 200%에 육박, 비공식 신용(그림자금융)이 GDP의 65%



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

3월 그림자금융 규제 발표 이후 신용 증가세 둔화. 5월 대출은 과거 평균 수준으로 크게 감소



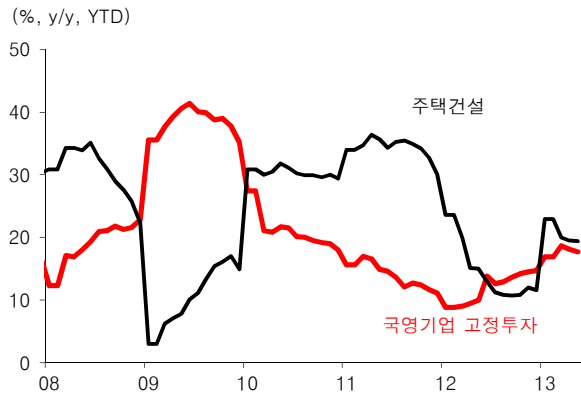
자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

국유기업에 대한 대출규제가 그림자 금융을 키웠다. 정부는 은행들로 하여금, 국유기업 특히 부동산 개발과 지방정부에 대한 기업대출을 억제하도록 했다. 그러나 기업들은 재빨리 신탁(trust loans)을 통해서 자금조달 방법을 찾아냈고, 한편 은행들은 대출규제에 대해 부외(off-balance-sheet) 거래를 통해 대응했다.

그림자 금융(비금융권 여신) 그 자체가 나쁜 것도 아니며, 통제 불가능한 것도 아니다. 문제는 부동산 개발업자와 지방정부가 그림자금융을 통해 자금을 조달했기 때문에 그림자금융 및 부동산 규제로 인해 부동산 개발업자와 지방정부의 자금 조달이 어려워지고 투자 감소로 이어지고 있다.

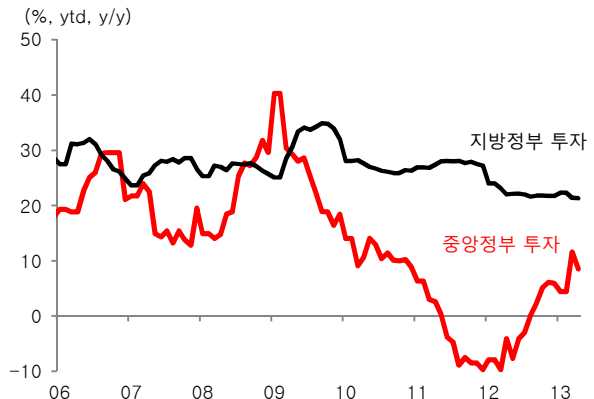
주식시장 투자전략

3월 부동산규제 발표 이후 주택건설 재차 둔화. 국영기업 고정투자도 2개월째 둔화되었는데, 인프라 투자가 peak-out 했을 가능성도 있음



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

부동산 규제로 지방정부 투자 부진 지속, 4월 중앙정부 투자도 둔화



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

신흥국에서 전체 신용이 GDP 대비 200%에 이른다는 것은 신용버블이 형성되었다는 징조이며, 단기간에 신용이 급증한 점은 경제에 부정적이고, 신용평가사들도 잇따라 경고 시그널을 보내고 있다. 그러나, 중국이 그림자 금융에 대한 규제를 강화했고, 양적인 성장보다는 질적인 성장을 위해 구조개혁에 나서고 있기 때문에 시스템 리스크로 전이되지는 않을 것으로 예상된다.

3월 그림자금융 규제 이후 비금융권 대출이 빠르게 감소하고 있다. 은행대출과 비금융권대출을 모두 포함하는 총사회신용(aggregate social financing)은 5월 들어 1조 1900억 위안 증가하는데 그쳐 4월 1조 7470억 위안, 3월 2조 5480억 위안에 비해 신규 신용증가 규모가 크게 감소했다. 그림자금융 규제 강화로 신용이 감소하고 있는 것은 중장기적으로 보면 중국 금융안정성과 경제에 긍정적이지만, 단기적으로는 경기회복을 지연시킬 수 있다.

중국 경제지표 부진으로 성장을 하향 조정 지속

5월 수출, 산업생산, 고정투자 등 경제지표들이 전반적으로 시장예상을 하회하면서 6월에도 외국계 IB 들의 중국 성장률 하향 조정이 잇따르고 있다. 외국계 IB 들의 중국 성장률 하향 조정은 부동산 규제로 인한 경기회복 지연, 그림자금융과 과도한 부채 문제 등에 대한 우려를 반영한 것으로 볼 수 있다.

중국 성장률은 주요 경제지표들이 발표될 때마다 하향조정 되고 있는데, 중국의 2개 성장축이었던 투자와 수출이 모두 부진하기 때문이다. 3월 부동산규제 강화와 그림자금융 규제로 인해 투자가 위축되고 있고, 유럽 경기침체, 임금상승, 위안화 강세 등의 영향으로 인해 수출 부진도 이어지고 있다.

연준의 QE3 영향으로 중국으로 핫머니가 재차 유입되기 시작하면서 위안화 절상 기대가 높아졌

고, 핫머니 유입으로 인해 시중 위안화 유동성이 증가하고 부동산 규제에도 불구하고 부동산가격이 지속적으로 상승하는데 영향을 주고 있다.

또한, 위안화 절상 기대로 중국 기업들이 외환유입 규제를 피해 홍콩 등 해외 자회사 등을 통해 핫머니를 수출대금으로 위장해 국내로 반입했고, 이 과정에서 수출 데이터가 실제보다 부풀려지는 문제도 발생했다.

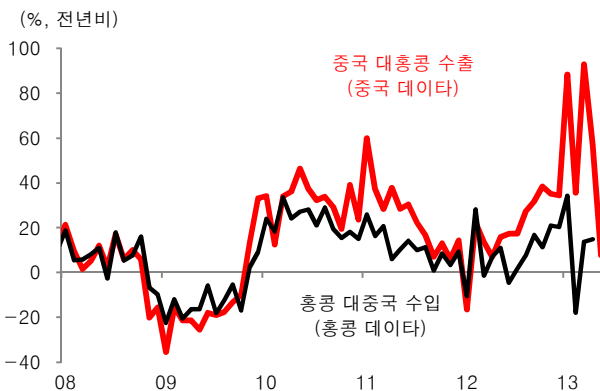
연초 이후 중국의 수출이 부풀려진 것은 홍콩 데이터와 비교해보면 쉽게 알 수 있다. 중국의 대 홍콩 수출(중국 데이터)과 홍콩의 대중국 수입(홍콩 데이터)이 일치하거나 최소한 비슷해야 하지만, 연초 이후 두 데이터는 현저하게 차이가 났다.

이처럼 수출 데이터가 실제보다 부풀려지는 문제를 해결하기 위해 5월 5일 중국 SAFE(State Administration of Foreign Exchange)는 외환유입 관리를 강화했다. 무역 대금결제 위장해 유입되는 외화 자금에 대한 관리 및 감독을 강화한 영향으로 5월 수출은 전년비 1.0% 증가해 시장예상(7.4%)을 크게 하회했다. 5월 중국의 대홍콩 수출은 7.7% 증가하는데 그쳐 전월 57.1% 증가에 비해 급감했고, 총수출도 전년비 1.0% 증가해 전월 14.7% 대비 크게 감소했다.

즉, 당국이 외환유입 규제를 강화하면서 최근 크게 부풀려졌던 중국 수출은 정상화되었고, 수출 데이터의 신뢰도도 이전보다 높아졌다.

하반기 미국, 유럽 등 선진국의 경기가 점차 회복세를 나타낼 것으로 예상되기 때문에 중국의 수출은 완만하게 회복될 것으로 보인다. 그러나, 부동산 규제, 과잉 설비투자 문제 등으로 인해 민간투자가 위축된 가운데, 철도투자 등 인프라투자도 올해 peak-out 할 것으로 예상되기 때문에 중국은 하반기에도 모멘텀 개선이 쉽지만은 않아 보인다. 하지만, 시장이 우려하는 경착륙 가능성도 낮다.

홍콩과 중국의 수출 데이터 불일치는 중국의 연초 데이터가 실제보다 부풀려졌음을 시사. 당국의 외환유입 규제로 인해 5월 수출 크게 둔화



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

6월 들어 외국계 IB 들 올해 중국 성장률 추가 하향 조정. 다수의 은행들이 중국 정부 성장률 목표(7.5%) 수준까지 하향 조정

	6월 전망	5월 전망
바클레이즈	7.4%	7.9%
RBS	7.5%	7.8%
UBS	7.5%	7.7%
ABN Amro	7.5%	8.0%
도이치뱅크	7.9%	8.2%
JP Morgan	7.6%	7.6%
Goldman Sachs	7.8%	7.8%
Morgan Stanley	8.2%	8.2%

자료: Bloomberg, 동양증권 리서치센터

투자전략 6월 FOMC 앞두고 글로벌 증시 반등 시도할 전망

연준의 QE 축소 우려로 글로벌 증시는 조정을 받고 있으며, 특히 신흥국 증시와 국내 증시는 중국 경기 우려로 인해 상대적 부진이 지속되고 있다.

글로벌 증시에 가장 큰 영향을 주고 있는 단일 요인은 QE 축소 우려이기 때문에 다음주 18~19일 양일간 예정된 FOMC 에서 불확실성이 완화될 것으로 기대된다. 현재와 같은 금융시장의 큰 변동성과 자산가격 하락은 글로벌 경기에 부정적인 영향을 끼쳐 미국 기업들의 설비투자과 고용 회복을 지연시킬 수 있기 때문에 6월 FOMC 에서는 조기 QE 축소에 대한 우려를 진정시켜 줄 것으로 예상된다.

따라서, 글로벌 증시는 6월 FOMC 를 앞두고 반등에 나설 것으로 예상된다. 중국의 경기부진이 수출 의존도가 높은 국내경제에 부담이 되겠지만, 금융위기나 경착륙 가능성은 낮다고 판단되기 때문에 국내증시도 현 수준에서는 추가 하락하기보다는 반등에 나설 것으로 보인다. 미국, 유로존 등 선진국들은 하반기에 경기모멘텀이 강해질 것으로 예상되기 때문에 IT 에 지속적인 관심을 가질 필요가 있으며, 국내경제도 거시종합대책과 금리인하 영향으로 하반기에는 회복될 것으로 예상되기 때문에 내수 소비재, 레저, 여행주 등에도 관심을 가질 필요가 있다.