

[주간전망] 완만한 속도(moderate pace)를 선택할 FOMC

Strategist 오승훈 769-3803 oshoon99@daishin.com

*FOMC의 선택

글로벌 주가조정은 5월 22일 미국 FOMC 의사록 발표에서 시작됐다. 미국 채권금리를 비롯한 선진국 국채금리가 상승하면서 유동성 축소에 대한 불안을 키웠고, ECB, 일본 중앙은행의 침묵은 글로벌 유동성 공급 엔진이 멈출 수 있다는 불안으로 확산되었다. 결국 이번 주가 조정을 해소하는 실마리도 이번주 FOMC (18~19일)에 의해 결정될 가능성이 높다.

6월 FOMC 회의를 계기로 유동성 축소에 대한 과잉 반응은 진정될 것이다. 우리는 이번 FOMC에서 연준의 경기판단이 전월과 동일하게 유지될 것으로 전망하고 있다. 경기판단 및 고용상황 평가에 변화가 없다면 유동성 축소가 성명서에 명시될 가능성은 그만큼 낮아진다.

[표1]은 2009년 이후 FOMC성명에 나타난 경제활동, 고용상황에 대한 평가와 이에 따른 정책 추이를 나타낸 것이다.

2009년 이후 출구전략이 논의된 시기는 2010년 상반기였다. 당시 경제활동에 대한 FOMC 성명서의 평가는 'Economic activity continued to strengthen'(경제활동 지속적으로 강화) 였다. 고용시장에 대해서도 고용시장 안정에서 개선 시작으로 표현이 강화된 바 있다. 2013년 5월1일 연준회의에서 경제에 대한 평가는 한단계 낮은 '적절한 속도로 개선' 이며, 고용시장 평가는 '개선의 징후를 보여왔지만 여전히 실업률은 높은 수준을 유지' 였다.

과거의 사례를 감안하다면 출구전략이 본격화되기 위해서는 연준의 경기판단과 고용시장에 대한 판단이 상향되어야 한다. 그러나 6월초 발표된 ISM지표가 수축국면으로 급락했고, 신규일자리수가 예상을 충족시켰지만 고용시장에 대한 전망을 높이기에는 충분치 않다.

표 1 2009년 이후 미국 FOMC 성명서의 경기 판단, 노동시장 평가, 양적완화 추이

발표일자	경제활동 평가	고용시장 평가	액션
2009.09.23 2009.11.04	Economic activity has picked up		
2009.12.16	Economic activity continues to pick up	고용시장 악화 둔화	
2010.01.27 2010.03.16 2010.04.28	Economic activity continued to strengthen	고용시장 악화 둔화 고용시장 안정(3월) 고용시장 개선 시작(4월)	2.18일 재할인율 인상 비전통적 통화정책 수단 종료
2010.06.23	Economic recovery is proceeding	고용시장 점진적으로 개선	
2010.08.10 2010.09.21	Economic recovery modest	산출과 고용면에서 경제회복 속도 둔화	
2010.11.03	Economic recovery slow	산출과 고용면에서 경제회복 속도 둔화 지속	QE2 실시
2010.12.14 2011.01.26 2011.03.05	Economic recovery continuing	경제 회복이 노동 시장의 현저한 개선을 가져 오기엔 불충분한 속도	
2011.04.27	Economic recovery at moderate pace	고용시장 점진적인 개선	
2011.06.22 2011.08.09	Economic recovery slower than expected	고용시장 지표 기대했던 것보다 약해	
2011.09.21	Economic growth remains slow,	고용 시장이 여전히 침체된 상태 유지 실업률 여전히 높은 수준 유지	Operation Twist 발표(9.21)
2011.11.02	Economic growth strengthened somewhat	고용 시장의 약세 지속	
2011.12.13	Economy has been expanding moderately	고용 시장 약간의 개선 조짐 실업률 여전히 높은 수준 유지	
2012.01.25	Economic growth to be modest	고용 시장 상황에서 일부 추가적 개선 조짐 실업률 여전히 높은 수준 유지	
2012.03.13 2012.04.25	Expect moderate economic growth	고용 시장 개선	
2012.06.20	Employment growth has slowed	고용 성장 둔화	
2012.08.01	Economic activity decelerated	고용 성장 둔화	
2012.09.13	Economic activity moderate	고용 성장 둔화, 실업률 여전히 높은 수준	MBS 매입
2012.10.24 2012.12.12	Economic expansion moderate	실업률 다소 하락했지만 여전히 높은 수준	QE3 실시 (12.12)
2013.01.30	Economic growth paused	고용 확장 지속, 실업률 여전히 높은 수준	
2013.03.20	Economy return to moderate growth	고용시장 개선 신호, 실업률 여전히 높은수준	
2013.05.01	Economy expanding at moderate growth	고용시장 개선 신호, 실업률 여전히 높은수준	지표 호전 지속시 6월 회의에서 유동성 축소 논의

자료: FOMC, 대신증권 리서치센터

표 2 6월 FOMC 시나리오

시나리오	경제활동 평가	노동시장 평가	QE에 대한 언급
1 (유력)	Economy expanding at moderate growth (전월과 동일)	고용시장 개선 신호, 실업률 여전히 높은수준 (전월과 동일)	출구전략 성명서에 언급하지 않음
2	Economy expanding at moderate growth (전월과 동일)	고용시장 개선 신호, 실업률 여전히 높은수준 (전월과 동일)	QE에 대한 시기, 절차 언급
3	Economic activity continued to strengthen (경기판단 상향)	고용시장 점진적 개선 (고용시장 판단 상향)	QE에 대한 시기, 절차 언급

자료: 대신증권 리서치센터

[표2]은 FOMC의 세가지 시나리오를 나타낸 것이다.

앞서 살펴본 것 처럼 경기판단을 유지하고 유동성 축소를 언급하지 않는 1번 시나리오가 유력하다. 경기와 고용시장에 대한 판단을 전월과 동일하게 유지하고(완만한 회복세—at a moderate pace), 이를 이유로 양적완화 축소와 관련된 어떠한 입장도 밝히지 않는 것이 될 것이다. 6월초 발표된 미국지표(ISM)가 예상을 밑돈데다 하향조정되고 있는 세계 경제 성장 전망이 불확실성을 높인다는 점에서 양적완화 축소에 대한 논의가 조기에 이루어지지 않을 수 있다.

2번 시나리오는 추가적인 시장 충격을 줄 수 있는 시나리오이다. 미국 경기에 대한 판단이 바뀌지 않은 채 양적완화 축소 논의가 시작되는 경우가 될 것이다. 그러나 과거 연준의 스탠스를 감안할 때 경기와 고용시장에 대한 판단을 상향하지 않은 채 출구전략 논의를 본격화 할 가능성은 매우 낮다고 생각한다.

3번 시나리오는 양적완화 축소에 대한 논의가 시작되더라도 연준이 경기판단에서 강한 자신감을 내비친다면 이 역시 주가 조정을 마무리하는 시나리오가 될 수 있다. 실제 1차 양적완화 종료가 임박했던 2010년 1월에도 유동성 회수에 대한 우려가 불거졌지만, 1월 26일 ~ 27일 개최되었던 FOMC에서 경기에 대한 판단이 강한 자신감을 나타내는 표현으로 바뀌면서 주가 조정이 마무리되는 계기가 되었다. 다만 현재의 경기 및 고용상황을 감안하면 경기 및 고용에 대한 판단을 상향할 가능성은 낮아 보인다.

신흥시장에 대한 스트레스 테스트

신흥시장은 당장 지금은 아니지만 조만간 다가올 미래에 대한 적응력을 시험받고 있다. ‘미국 유동성 축소’, ‘선진국 금리인상’이라는 극단적인 가정에서 버틸 수 있는지를 시험받고 있다는 점에서 신흥국은 선진국 중앙은행의 정책변화에 대한 스트레스 테스트를 받고 있는 셈이다. 더불어 그동안 급등했던 필리핀, 인도네시아 등 동남아시아 국가의 경우 과열 해소과정이 진행되는 것으로 볼 수 있다.

*신흥국의 대응

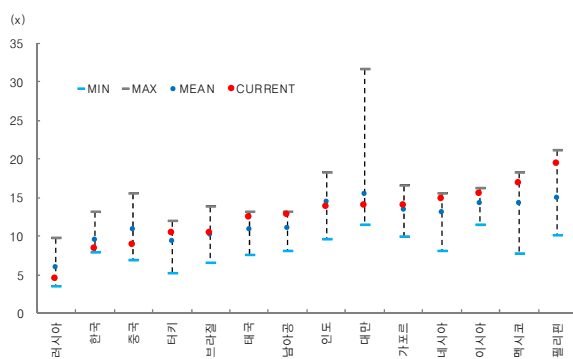
주가, 환율, 채권의 트리플 약세가 지속되면서 국가별 대응도 빨라지고 있다. 브라질 정부는 외환파생상품에 대한 과세와 외국인에 부과한 6%의 채권 과세를 폐지했다. 인도네시아는 기준금리를 전격적으로 인상한데 이어 달러 매각, 자국 국채 매입을 실시하고 있다. 터키, 인도 중앙은행도 달러매각, 자국국채 매입을 통해 환율 방어에 나서고 있다. 이러한 대응은 변화의 속도를 늦추는데 기여할 수 있다.

*한국의 매력

6월 FOMC를 통해 유동성 축소에 대한 우려가 진정된다면 한국의 상대적 매력이 부각될 수 있다. 한국 주식과 채권시장의 미국 노출도가 상대적으로 높기 때문에 한국도 주가, 환율, 채권 가격이 하락하는 트리플 약세를 피해갈 수 없었지만 그 강도는 상대적으로 약했다.

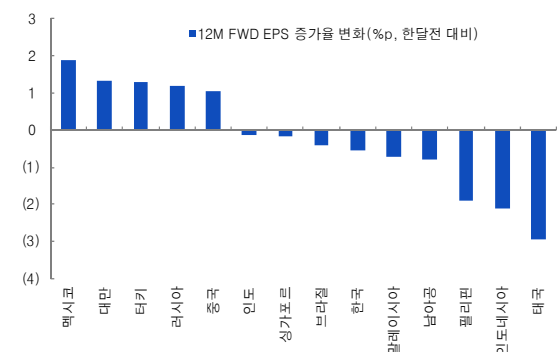
동남아 증시는 주가가 하락했지만 여전히 밸류에이션 부담이 높다. [그림1]은 신흥국에 포함된 주요국가의 2009년 이후 12개월 Fwd PER 밴드를 나타낸 것이다. 동남아 국가의 PER은 역사적 상단 근처에 여전히 위치해 있다. 주가가 하락했지만 이익전망치 하향이 동반되고 있기 때문이다[그림2]. 저금리와 선진국 중앙은행의 양적완화는 밸류에이션 보다 고수익을 더 우위에 두게 만들어 왔다. 그러나 이번 유동성 축소 논란을 계기로 밸류에이션이 무시할 수 없는 기준으로 자리매김 할 것이다. 밸류에이션 기준이 강화된다면 한국이 가장 매력적이다.

그림 1. 동남아 밸류에이션 부담, 한국 밸류에이션 매력



자료: IBES, 대신증권 리서치센터

그림 2. 동남아 증시 이익추정치 하향증



자료: IBES, 대신증권 리서치센터

FOMC 이후에는 유럽을 보자

미국과 일본의 정책드라이브, 또한 최근의 출구전략 논의에 가려져 있지만 유럽에서는 의미있는 진전이 지난 한달간 진행되어 왔다. 독일 중심으로 청년실업 해소에 대한 논의가 진행되어 왔으며, EU집행위는 스페인, 프랑스의 긴축달성 시한을 2년 연장해 주었다. 또한 2012년과 달리 EIB(유럽투자은행) 600억유로, EU예산에서 배정된 청년고용기금 60억유로등 즉시 가용할 수 있는 성장의 재원도 이미 마련되어 있다.

이번주 20일, 21일 EU재무장관회의에서 27~28일 EU정상회의의 의제를 사전 조율하며 최종적으로 정상회의를 통해 구체적 실행계획이 최종 확정될 예정이다. 여기에 7월 4일 예정된 ECB 통화정책회의에서 예고한 비전통적 통화정책 수단이 결합될 경우 유럽을 보는 시각은 크게 달라질 수 있다. 경기 바닥은 정책에 의해 만들어진 경우가 많았다. 5분기 연속 경기침체와 경기저점 형성이 지연되고 있는 유로존도 마찬가지이다. 6월말~7월초 만들어질 성장정책과 통화정책의 결합은 유럽에 대한 시각을 바꾸는 전환점이 될 것이다.

*시장 대응 전략

주초반 까지 변동성이 커질 수 있지만 2012년 11월 기록했던 지수대인 KOSPI 1860에서 지지를 받을 수 있을 것으로 판단한다. 반등시 업종선택은 FOMC 이후 유럽의 변화와 수급 변화(기관 매수세)가 나타나는 소재(화학), 산업재(조선), 금융에 집중하는 전략이 유효해 보인다.

▶ 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 주식투자의 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.