



FOMC, 출구전략 불확실성 얼마나 완화시켜줄까?

Why This Report

QE 축소 우려, 중국 경기부진 등의 영향으로 신흥국 증시의 상대적인 부진이 지속되고 있습니다. 국채금리가 상승하면서 기준금리 인상 기대가 앞당겨지고, 과거에 연준이 성급한 출구전략을 실행했던 점도 투자자들을 불안하게 하는 요인인 것 같습니다. 6월 FOMC에서 출구전략에 대한 불확실성을 완화시켜 준다면, 달러 강세가 진정되면서 외국인들의 수급도 개선 될 것으로 보입니다. FOMC 이외에 금주 증시에 영향을 줄 수 있는 중요한 경제지표는 20일 발표 예정인 중국과 유로존의 PMI 제조업 지수입니다.

QE 축소와 국채금리 상승은 미국 경기 정상화 의미, 문제는 달러 강세로 인한 외자 유출

- QE 효과로 장기금리 하락과 부동산시장 빠른 회복
- 고용시장은 아직 느린 회복세: 글로벌 경기 불확실성, 은행들은 대출보다는 국채투자에 열을 올리고 기업들은 금융자산 투자에 나서면서 실물투자가 부진
- 국채금리 상승은 인플레이 기대로 금융권 대출 증가, 기업 설비투자 유발할 것
- 시장이 우려하는 것은 신흥국 외국인 자본 이탈, 국채금리의 빠른 상승과 이로 인한 조기 기준금리 인상 가능성

QE 축소 논란과 함께 기준금리 인상 기대도 앞당겨져

- 연준은 QE와 관련된 불확실성(방법, 시기 등) 완화 뿐만 아니라, 기준금리 조기 인상에 대한 우려도 해소시킬 필요
- 금번 FOMC에서는 QE와 관련된 불확실성을 완화시키는데 주력할 것, QE 축소를 결정하는 때 혹은 그 이전에 연준은 Evans Rule 실업률 목표 하향 조정 등을 통해 조기 기준금리 인상에 대한 우려를 해소시켜 줄 것으로 예상

과거 연준 성급한 출구전략 경험, 재연되지 않을 것

- 1990년대 초의 상황이 지금과 가장 유사한데, 당시 국채금리가 빠르게 상승하면서 연준이 기준금리 빠르게 인상해 신흥국과 자국 경기에 부정적인 영향 초래
- 90년대와 달리 국채금리가 상승해도 연준이 출구전략 서두를 필요 없는 이유 1)원자재 가격 하락과 높은 실업률 등으로 인해 인플레이 압력이 낮고, 2)Evans Rule의 조건과 현실 간의 격리, 3)미국 제외하면 글로벌 경제환경 취약해 글로벌 경기에 상당한 충격을 줄 수 있어

금주 체크 포인트: 유로존, 중국 PMI 제조업 지수

- 6월 유로존 PMI 제조업 지수 추가 상승, 중국 PMI 전월과 비슷한 수준 유지할 전망
- 미국 내수 회복되고 있지만, 글로벌 경기 불확실성 때문에 기업들의 설비투자과 고용 부진. 하반기부터 시퀘스터 영향력 축소되고 유럽경제가 침체에서 벗어난다면, 기업들의 설비투자과 고용 회복 가시화될 것

투자전략: 선진국 경기회복과 엔화 약세 진정, IT와 자동차에 관심

- QE 축소에 대한 논란과 국채금리 상승은 미국 경기 정상화되고 있음을 의미
- FOMC에서 출구전략 불확실성을 완화시켜 준다면, 달러 강세 완화될 전망

주식시장 투자전략

QE 축소와 국채금리 상승은 미국 경기 정상화 의미, 문제는 달러 강세로 인한 외자 유출

5월초 1.6%대였던 미국의 10년물 국채금리는 최근 2.2% 가까이 상승했는데, 디플레 우려 해소와 경기회복 기대, QE 축소 기대 등을 반영하고 있다.

연준의 QE 효과로 장기 국채금리가 크게 하락했고, 이로 인해 미국 부동산 경기는 강력한 회복세를 보이고 있다. 그런데, 고용은 연준이 QE 축소를 위해 필요하다고 생각하는 상당한 개선(substantial improvement)과는 아직 거리가 있다.

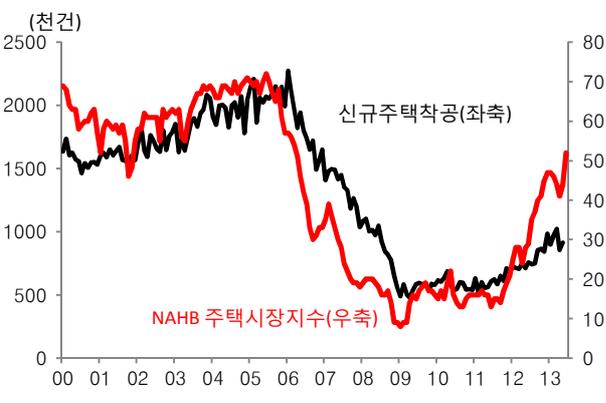
고용회복이 느린 이유는 1) 유로존, 중국 경기부진에 따른 글로벌 경기 불확실성 때문에 기업들이 설비투자자와 고용을 꺼리고 있는 것이 주된 이유이지만, 한편으로 2) 국채금리가 지속적으로 하락하면서 은행들은 대출보다는 국채투자에 열을 올리고 기업들은 금융자산 투자에 나서면서 실물투자가 부진했던 것도 있다.

따라서, 국채금리 상승은 디플레 기대가 깨지고 미국 경기가 정상화되고 있으며, 국채금리 상승이 은행 대출과 기업들의 설비투자를 유발할 수 있다는 측면에서 글로벌 경제 상황만 놓고 보면 긍정적인 시그널로 볼 수 있다.

시장이 우려하는 것은 달러 강세 기대로 인한 신흥국 자본 이탈, 국채금리의 빠른 상승과 이로 인한 조기 기준금리 인상 가능성 등이다. 그러나, 본격적인 긴축을 의미하는 기준금리 인상 시기는 2년 정도(2015년 예상) 더 남았기 때문에 달러 강세가 아직 본격화되었다고 보기는 이르다.

그런데, 최근 QE 축소가 당초 시장예상보다 앞당겨지면서 첫 기준금리 인상 시기에 대한 기대도 2014년 말 정도로 앞당겨졌다.

신규주택착공 선행하는 6월 NAHB 주택시장지수 52로 7년래 최고치, 주택시장 빠르게 회복



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

미국 비농업고용 최근 3개월 평균 15만 5천명 증가, 기업 투자와 고용회복은 아직 완만



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

주식시장 투자전략

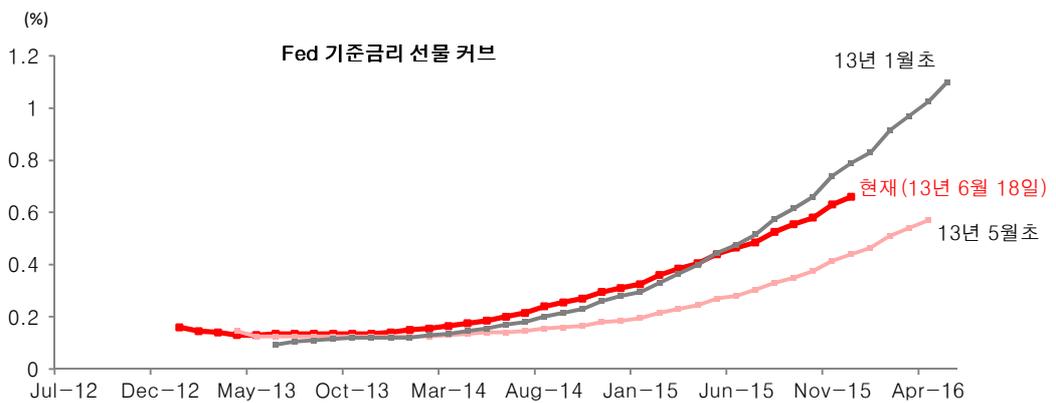
QE 축소 논란과 함께 기준금리 인상 기대도 앞당겨져

미국 연방기금금리(기준금리) 선물 커브의 변화를 살펴보면, 연초 Evans Rule(기준금리 인상 시기를 물가 2.5% 및 실업률 6.5% 연계) 도입 이후 첫 금리인상 시기에 대한 기대가 2015년 중반 정도로 늦춰졌으나, 5월 22일 버냉키 의장의 의회 발언 이후 QE 축소 논란이 본격화되면서 기준금리 인상 시기에 대한 기대가 앞당겨져 투자자들은 이제 2014년말 금리인상을 예상하고 있다.

따라서, 연준은 QE 와 관련된 불확실성(방법, 시기 등) 완화 뿐만 아니라, 투자자들의 기준금리 조기 인상에 대한 우려도 해소시킬 필요가 있다. 기준금리 조기 인상에 대한 우려를 해소시키는 방법은 Evans Rule 에서 실업률 목표 6.5% 하향 조정하는 방법이 있을 수 있다. 고용 개선보다는 베이비붐 세대의 은퇴 등으로 인해 경제활동참가율이 지속적으로 하락하면서 실업률이 예상보다 빠르게 하락하고 있기 때문이다. 따라서, 실업률이라는 단일 지표만으로는 고용시장 상황을 평가하기에는 부족한 측면이 있다.

금번 FOMC 에서는 QE 와 관련된 불확실성을 완화시키는데 주력할 것으로 예상되지만, QE 축소를 결정하는 때 혹은 그 이전에 연준은 실업률 목표 하향 조정 등을 통해 조기 기준금리 인상에 대한 우려를 해소시켜 줄 것으로 예상된다.

QE 축소가 예상보다 빨라지면서 기준금리 인상 기대도 앞당겨져(5 월초 2015 년 중반, 현재 2014 년말 금리인상 기대)



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

과거 연준 성급한 출구전략 경험, 재현되지 않을 것

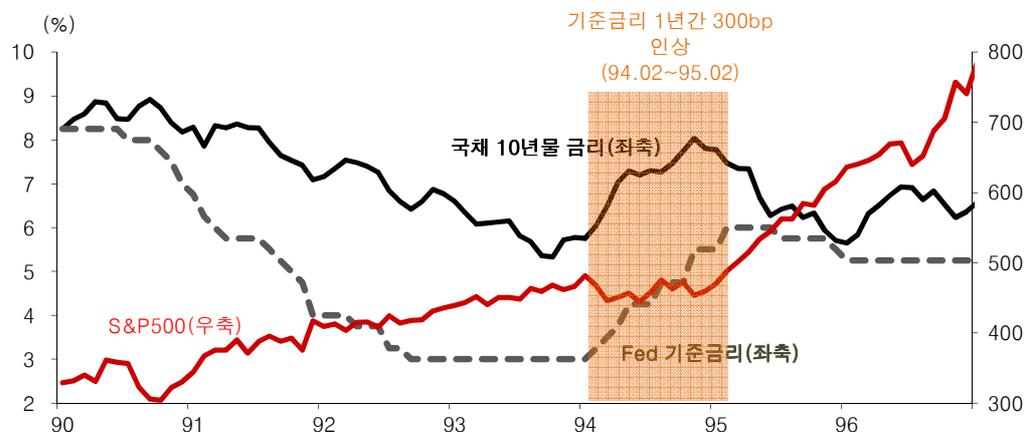
1990년대초 저축대부조합 위기, 1993년 재정개혁, 1993~1994년 국채금리 상승과 연준의 출구전략 실시 등 1990년대 초의 상황이 지금과 가장 유사하다. 1990년대 저축대부조합 위기로 Fed 는 장기간 저금리(당시 3%)를 유지했었다. 그런데, 1993년 8월 클린턴 대통령의 재정개혁

주식시장 투자전략

이후 경제주체들의 경기회복에 대한 기대감이 높아지면서 11월 이후 장기 국채금리가 상승하기 시작했다.

당시 Fed 는 상승하는 인플레 기대와 장기금리를 안정시키기 위해 기준금리를 1994년 1월 3.0%에서 1995년 2월 6.0%까지 거의 1년간 300bp 나 인상했었다.

클린턴 재정개혁(1993 년 8 월) 이후 경기회복 기대로 국채금리 빠르게 상승, 1994 년 2 월부터 Fed 기준금리 300bp 인상한 경험



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

당시 94년 2월부터 시작된 Fed 의 지속적인 금리인상으로 멕시코 폐쇄화 폭락하는 등 남미 국가들이 외환위기에 가까운 상당한 어려움을 겪었으며, 미국도 인플레 기대가 꺾이고 경기가 둔화되면서 재차 금리를 인하했던 경험이 있다.

그러나, 90년대와 달리 국채금리가 상승해도 연준이 출구전략을 서두를 필요가 없는 이유는 1) 원자재 가격 하락과 높은 실업률 등으로 인해 인플레 압력이 낮고, 2) Evans Rule (물가 2.5% 및 실업률 6.5% 목표에 금리인상 시기 연동)의 조건과 현실은 아직 켜리가 존재, 3) 글로벌 경제환경이 미국만 좋을 뿐 유로존, 중국 등 전반적으로 취약해 조기 금리인상할 경우 글로벌 경기에 상당한 충격을 줄 수도 있기 때문이다.

금주 체크 포인트: 유로존, 중국 PMI 제조업 지수

금주 FOMC 를 제외하고 증시에 영향을 줄 만한 중요한 경제지표는 20일 발표 예정된 유로존과 중국의 PMI 제조업 지수이다.

미국경제는 주택시장 회복으로 내수가 회복되고 있지만, 글로벌 경기 불확실성 때문에 여전히 기업들의 설비투자과 고용은 부진하다. 그러나, 하반기부터 시퀘스터의 영향력이 축소되고 유럽

주식시장 투자전략

경제가 침체에서 벗어난다면, 기업들의 설비투자와 고용 회복세가 가시화될 것으로 예상된다.

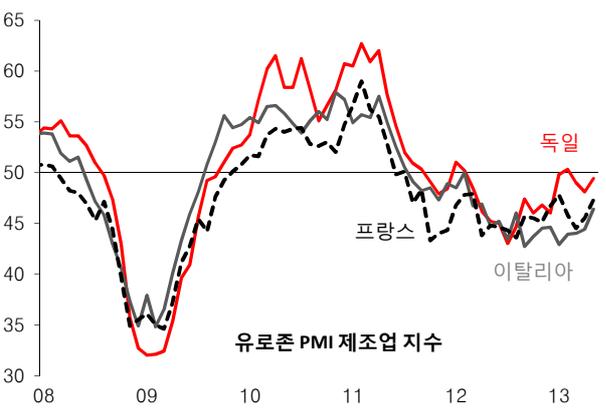
상반기까지 유로존은 경기침체에서 벗어나지 못하고 있지만, 유로존 5월 PMI 복합지수의 반등과 신규주문의 큰 개선은 하반기 회복 기대를 높여준다. 5월 유로존 PMI 제조업 지수는 46.7에서 48.3으로 크게 개선된 바 있다.

금주 목요일(오늘) 발표될 유로존 6월 PMI 제조업 지수는 5월보다 개선될 것으로 예상된다. 5월 신규주문지수가 45.4에서 49.0로 크게 개선되었기 때문이다. 그리고, 저금리, 물가하락에 따른 실질소득 개선 효과, 자산가격 상승에 따른 부의 효과 등으로 인해 유로존의 내수 경기도 점차 회복될 것으로 예상된다.

그리고, 높은 실업률과 경기침체가 지속되면서 유로존의 긴축 일변도의 정책에 변화의 조짐이 나타나고 있다. EC가 프랑스, 스페인, 네덜란드 등에 대해 재정목표 달성 시한을 2년 연장해 주었고, 이탈리아 정부는 지난 주말 경기부양책을 승인하는 등 재정긴축이 완화되고 있으며, 드라기 총재가 필요할 경우 마이너스 예금금리 등을 포함 비전통적 통화정책을 준비하고 있다고 해 추가 통화정책 여력도 남아 있다.

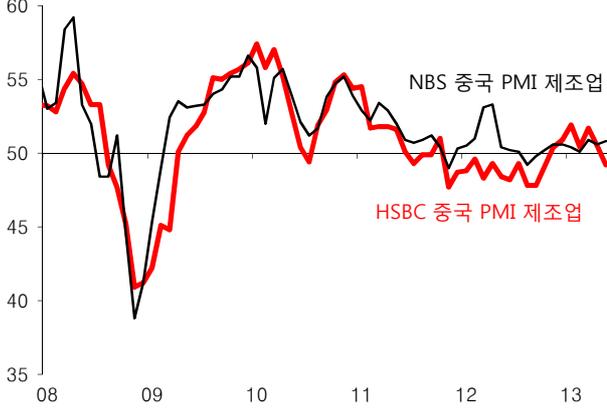
반면, 같은 날 발표될 중국 6월 HSBC 제조업 PMI 지수는 지난 5월 49.2와 비슷한 수준을 유지할 것으로 예상된다. 부동산규제로 인한 내수 위축과 유로존 경기침체로 인한 수출부진으로 인해 중국 제조업 경기는 부진한 흐름을 보이고 있다.

유로존 제조업 경기 회복세, 5월 신규주문지수 45.4→49.0로 크게 개선되었기 때문에 유로존 6월 PMI 제조업 지수 추가 개선 예상



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

5월 HSBC 중국 PMI 제조업 지수 49.2로 크게 하락, 6월 더 악화된다면 경기 우려 확대될 수 있어



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

투자전략: 선진국 경기회복과 엔화 약세 진정, IT와 자동차에 관심

QE 축소에 대한 논란과 국채금리 상승은 미국 경기가 정상화(normalize)되고 있다는 것을 의미한다. 즉, 연준의 부양책 없이도 지속적인 성장이 가능한 본격적인 경기회복 국면에 가까워지고

주식시장 투자전략

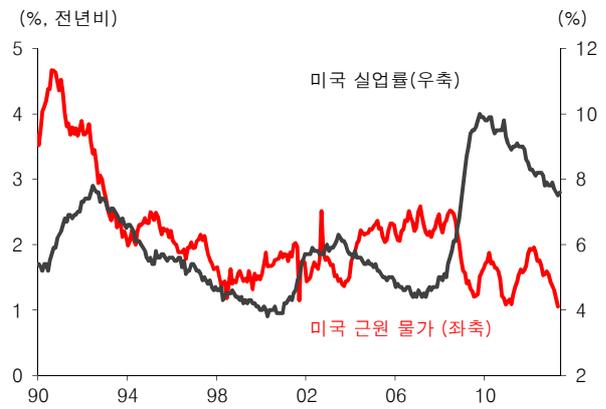
있다는 것이다.

문제는 연준의 출구전략에 대한 우려 때문에 달러 강세 기대로 신흥국에서 자금이 유출되고 있는 점이다. 그런데, 원자재 가격 하락으로 물가가 안정되고 있고 실업률은 7.6%로 여전히 높은 수준이기 때문에 출구전략은 매우 느리게 진행될 것이다. 그리고, 6월 FOMC 에서 QE 축소와 출구전략에 대한 불확실성을 완화시켜 준다면, 달러 강세와 외국인의 증시 이탈도 진정될 것으로 보인다.

그리고, 최근 엔화 약세가 진정되고 있는데, QE 축소 우려 때문에 선진국 통화가 강세를 보이고 신흥국 경기부진 영향으로 엔캐리 트레이드가 예상보다 활발하지 않기 때문이다.

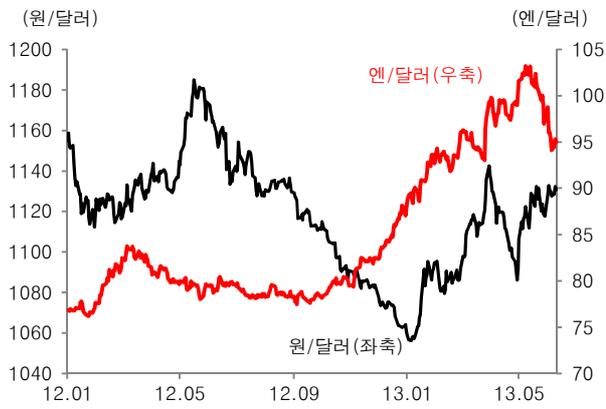
중국을 비롯한 신흥국의 경기가 부진한 가운데, 선진국 경기회복, 엔화 약세 진정 등에 따른 수혜를 볼 수 있는 IT, 자동차 등이 가장 매력적이라고 판단된다.

현재 미국 경제는 실업률은 높고 물기는 안정돼 있어 출구전략 매우 느리게 진행될 전망



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

최근 환율 동향을 보면, 엔화 약세 진정된 반면 원화는 약세



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터