



중국 경제지표에 대한 민감도가 높아지는 구간

Why This Report

국내 증시의 최근 흐름은 반등 구간도 아니고, 그렇다고 크게 하락하는 것도 아닌 다소 어정쩡한 국면이 이어지고 있습니다. QE 축소에 대한 직접적인 충격이나 중국의 단기 금융시장 우려, 유로존 우려 같이 한동안 주변을 시끄럽게 만들었던 소재들은 어느정도 반영이 되었지만 중국 경기에 대한 우려가 여전히 남아 있기 때문이 아닌가라는 생각이 듭니다. 경기 펀더멘털에 대한 관심이 높아질 수 있는 구간인 만큼 중국 경제지표에 당분간 주의를 기울여야 할 필요가 있어 보입니다.

보다 간간해 지고 있는 글로벌 유동성

- 과거 경험을 보게 되면 글로벌 유동성의 확장 국면에는 유동성이 향하는 자산의 범위가 확대되는 모습이 나타나지만 반대로 QE 종료 국면 등을 보게 되면 일부 자산들만 상승세를 보이는 현상이 나타남
- 글로벌 유동성의 위험 선호도 수위에 따라 자산을 선택하는 기준이 완화되거나 강화되기 때문인 것으로 판단
- 현재 글로벌 금융시장 움직임은 이미 양적완화 종료 시점을 대비하는 듯한 모습을 보여주고 있어 향후 글로벌 유동성의 향방은 견조한 펀더멘털이 뒷받침 되는 자산으로 향하게 될 듯

경기에 대한 기대감이 유동성 유입으로 연결될 수 있다

- 최근 신흥 아시아 지역 주가와 경제 성장률 전망치를 보게 되면 펀더멘털과 글로벌 유동성의 자산 선택 사이에 연관성이 있다는 주장을 뒷받침 해줌
- 국내의 경우 상위 경제 지표(GDP 성장률 전망치, 경기선행지수 등)는 양호한 흐름을 보이고 있지만, 주가는 상대적으로 부진한 편
- 국내 경제의 대외 의존도와 지역별 수출 비중을 고려하게 되면 중국 경기 둔화에 대한 우려로부터 자유롭지 못하기 때문이라는 추론이 가능

중국 경제 지표의 영향력이 확대될 수 있는 구간

- 금일을 시작으로 다음 주 15일까지 중국 주요 경제지표들이 발표될 예정. 이미 주요 IB들의 경제 성장률 전망치 하향 조정이 주를 이루고 있는 상황에서 큰 상승 모멘텀을 기대하기는 힘들어 보임
- 단, 대외 환경 개선에 따른 무역 지표의 회복세가 나타날 경우 중국 경기 둔화 우려는 일정 부분 경감될 가능성이 있음

중국 무역지표, 단기 방향성에 지대한 영향을 미칠 수 있는 변수

- 중국 경기둔화가 화두가 되고 있지만, 다음주 발표되는 실물 지표들의 서프라이즈 기대하기는 어려워 보임
- 무역지표는 대외 환경에 따른 개선 가능성 상존. 경기둔화 우려를 경감시키는 소재로 작용할 가능성 존재

주식시장 투자전략

보다 깐깐해 지고 있는 글로벌 유동성

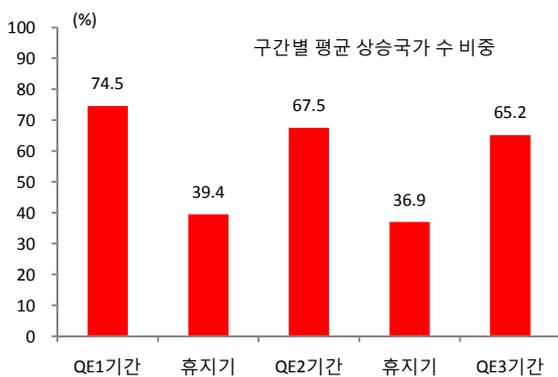
MSCI 글로벌 인덱스를 구성하는 45개 국가를 대상으로 매월 + 수익률을 기록한 국가 수를 조사해 보았다. QE1에서 QE3까지 연준의 자산 매입이 행해지던 구간에서는 월 평균 약 31개의 국가(70%)가 상승했다. 반면, 각 유동성 확장국면의 휴지기, 즉 각 회차 QE 사이의 기간 동안 상승 국가 수를 살펴 보게 되면 절반에 가까운 17개 국가(42%)만이 평균적으로 + 수익률을 기록했다. 이 결과가 의미하는 바가 무엇일까?

특정 자산의 가격이 올라간다는 것은 본질적으로 돈이 해당 자산으로 유입된다는 것이다. 즉, QE 같은 유동성 확장 국면에서 돈이 유입된 자산의 개수가 상대적으로 많았다는 것은 해당 국면에서 매입 자산을 선택하는 기준 자체가 상당히 완화된 상태였을 것이라는 추론이 가능하다.

넘치는 유동성이 리스크에 대한 선호도를 높이면서 폭넓은 자산군에 대한 관심을 확대시킬 수 있기 때문이다. 반대로 유동성이 확대되지 않거나, 그에 준하는 우려가 있는 구간에서 수익을 내는 자산의 수가 제한적이라는 것은 돈이 ‘선별된’ 일부 자산으로만 유입되기 때문인 것으로 볼 수 있다.

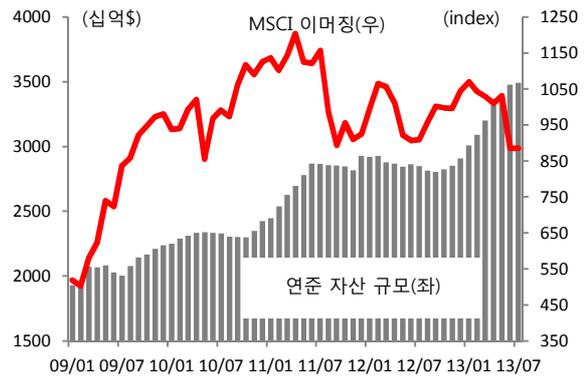
그렇다면 현재 상황은 어디에 가까울까? 후자에 속한다는 주장에 이견을 달기가 쉽지는 않을 듯하다. 아직 QE의 축소가 시작된 것도 아니고 QE 축소가 확장적 통화 정책 스탠스의 종료를 의미하는 것은 더더욱 아니지만 이미 최근 나타나고 있는 글로벌 금융시장의 자금 흐름은 이를 감안한 모습을 나타내고 있기 때문이다.

유동성 확대가 멈추었던 구간은 보다 깐깐한 자산 선택 기준이 형성



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

연준 양적완화의 종료는 아니지만 증시는 민감하게 반응



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

주식시장 투자전략

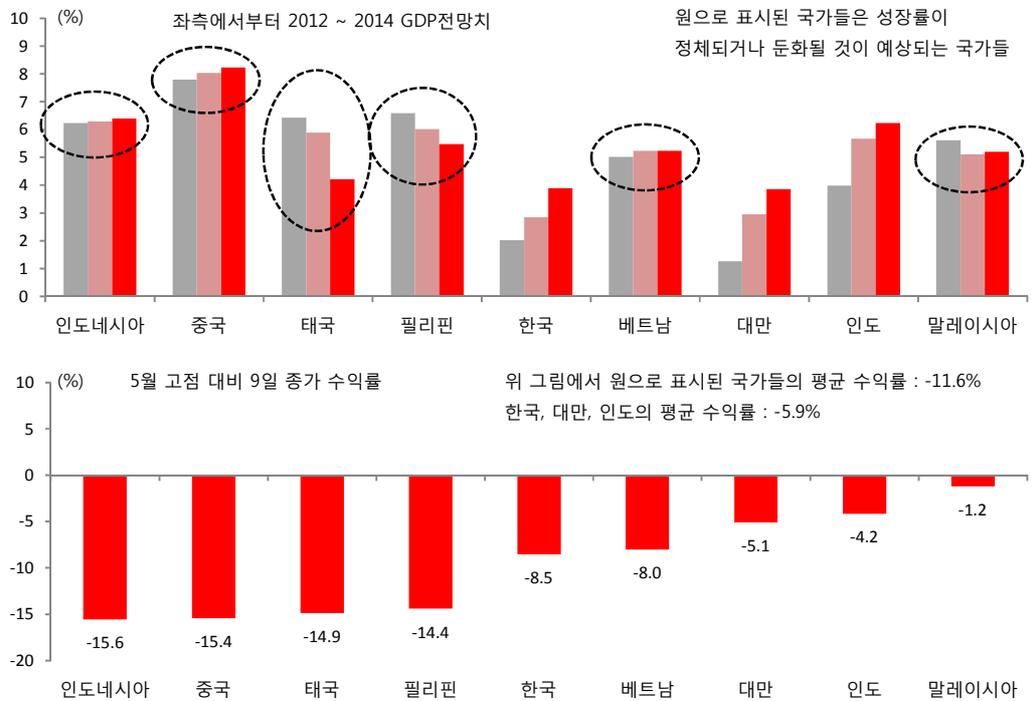
결국 경기에 대한 기대감이 유동성의 유입으로 연결될 수 있다

이처럼 유동성의 무제한적인 확장에 대한 기대가 줄어들고 그 이후 상황을 고려하는 상황 전개가 지속된다면 옥과 석을 구분하는 기준은 결국 펀더멘털이 될 수 밖에 없다는 판단이다. 실제로 최근 나타난 신흥 아시아 지역의 주가 움직임과 경기 펀더멘털에 대한 기대감을 매칭 시켜 보면 이와 같은 주장을 어느 정도 뒷받침 해주는 결과가 나타난다.

아래 그림에 나온 바와 같이 신흥아시아 국가들의 2012~2014년 경제성장률 전망치(IMF World Economic Outlook 참조)를 살펴 보게 되면, 중국, 인도네시아, 필리핀, 태국 등은 경제 성장률이 정체되거나 둔화되는 모습을 나타낼 것으로 전망되고 있다. 반면, 인도나 한국, 대만 등은 경제 성장률이 지난해를 저점으로 회복 추세를 보일 것으로 전망되고 있다.

이와 함께 해당 국가들의 5월 이후 고점 대비 최근 종가까지의 수익률 구해보자. 눈으로 보기에 도 극명한 차이가 드러남을 알 수 있다. 앞서 언급한 성장률 정체 및 둔화 국가들의 평균 수익률은 -11.6%인 반면 경기 회복이 예상되는 국가들의 수익률은 -5.9%로 큰 차이를 보인다는 결과가 도출된다.

신흥 아시아 국가들의 경제 성장률 전망치와 최근 주가 움직임

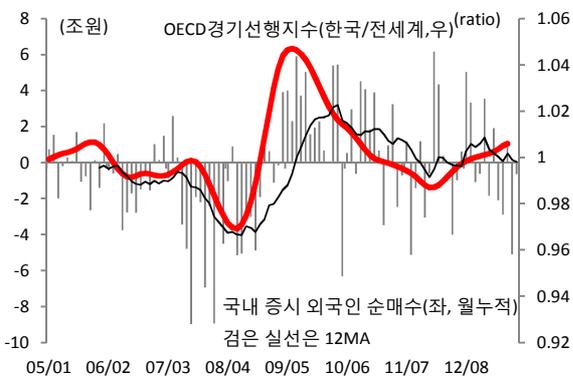


자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

주식시장 투자전략

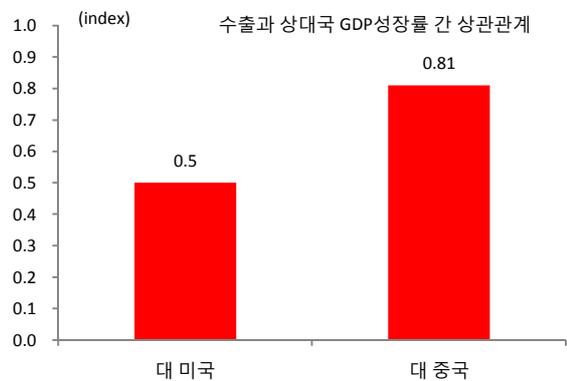
경기과 관련된 대표적인 지표인 GDP 성장률 전망치나 최근 발표된 OECD 경기선행 지수 같은 가장 상위에 속하는 Macro 지표들을 보게 되면 비교적 나쁘지 않은 상황이라는 판단도 가능하다. 위에서 살펴본 바와 같이 국내 성장률 전망치는 점진적인 회복이 기대되는 상황이고 국내 외국인의 매매와 장기적인 관점에서 높은 연관성을 보이는 OECD 경기선행지수도 전세계 지수 대비 빠른 회복세를 이어가고 있기 때문이다.

OECD 경기선행 지수와 국내 증시 외국인 순매수 동향



자료: OECD, 동양증권 리서치센터

우리나라 수출은 미국 경기에 대한 민감도 보다 중국에 대한 민감도가 높음



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

우리나라는 중국에 대한 걱정에서 자유롭지 못하다

그러나 앞 페이지 그림에서도 나타난 바와 같이 상위 지표들이 긍정적인 모습을 보이고 있음에도 불구하고 국내 증시의 퍼포먼스가 딱히 좋지는 못하다는 점은 한번쯤 생각해 볼 필요가 있다. 우리나라와 마찬가지로 성장률 전망치가 상대적으로 양호한 그룹에 속하는 국가들에 비해서 상대적으로 부진했다.

그 이유는 중국의 경기 둔화에서 찾을 수 있을 듯 하다. 잘 알려진 바와 같이 우리나라의 경제구조는 해외 경기에 민감하게 반응할 수 밖에 없는 수출 의존형 경제구조이고, 그 중에서도 중국과 미국에 대한 수출 의존도가 각각 25%, 11%(2012년 기준)에 달할 만큼 높다.

특히 중국에 대한 수출 의존도가 2위인 미국과도 2배 이상의 격차가 날 만큼 여타 국가들에 견주어 높은 수준이어서 중국의 경기 둔화 우려로부터 자유롭기가 힘든 상황이다. 실제로 중국과 미국의 성장률에 대한 우리나라 수출 증감률의 상관계수를 구해 보게 되면 글로벌 금융위기 이후 미국이 0.5 수준인 반면 중국에 대해서는 0.8의 높은 계수가 도출된다.

최근 우리 증시가 만족할만한 회복을 보이지 못하고 있다는 점이나 외국인들의 매도세가 여전히 지속되고 있다는 사실의 가장 큰 원인 중 하나가 중국의 경기 둔화 우려라는 추론이 충분히 가

주식시장 투자전략

능한 상황이다. 따라서 당분간은 국내 증시가 중국의 경제 지표에 상당히 민감한 반응을 보일 가능성이 높다. 특히 금일 발표되는 중국의 무역지표를 시작으로 15일 산업생산, 소매판매, GDP 잠정치까지 중요한 경제 지표들의 발표가 단기간 내에 집중되어 있다는 점을 감안할때 당분간 다른 이슈들 보다는 중국 경제 지표에 대한 관심이 필요해 보이는 상황이라고 볼 수 있다.

금일, 중국 무역지표 발표 결과에 주목하자

문제는 중국의 경기와 관련해서 최근 들리는 뉴스들은 그리 긍정적이지 못하다는 것이다. 일단 이번주와 다음 주에 발표가 예정된 중국의 실물 지표들은 대부분 컨센서스가 지난달에 비해 크게 나아질 것이 없는 수준에서 형성되고 있다. 그리고 글로벌 주요 금융기관들은 중국 GDP 성장률 전망치를 하향조정하고 있는 상황이다. 이와 같은 상황이라면 경기 부양에 대한 기대가 높아질만도 하지만 최근 정부의 움직임을 보게 되면 이러한 기대도 녹녹치 않다.

시진핑 국가 주석은 지난 30일 열린 전국조직공작회의에서 지방 관료의 실적 평가와 관련해 “GDP 성장률만으로 영웅이라 부르기는 어렵다. 단순히 GDP 성장 만이 아니라 그 기반과 잠재 실적까지 봐야 하며 민생개선과 사회발전, 환경의 질 등도 중요 고려사항이 돼야 한다” 고 강조했다. 이로 언론을 통해 보도되고 있다. 이와 같은 발언은 경기부양보다 구조적인 개혁작업에 보다 방점을 두고 있는 리커창 총리의 ‘리커노믹스’ 를 지지하는 발언인 것으로 해석되고 있다. 성장성 제고를 위한 대안 도입과는 거리가 먼 이야기이다.

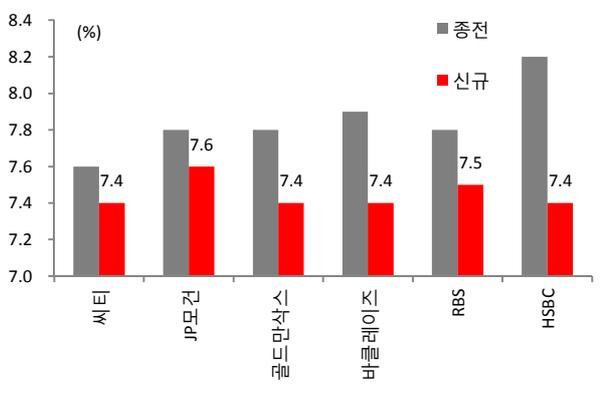
이상에서 언급한 바와 같이 중국 정치권에서의 경기 부양 가능성이 희박하고, 실물지표들도 경기 둔화에 대한 우려를 희석시켜주는 힘들어 보인다. 다만, 중국 경기 둔화라는 것이 어느정도는 기정사실화 되어 있고, 상당 부분 증시에도 반영된 현 상황임을 감안한다면, 실물 지표들이 쇼크 수준으로 발표되는 경우만 제외한다면, 증시의 급락 요인으로 작용할 가능성은 그리 커 보이지 않는다.

근시일내 발표 예정인 중국 경제 지표와 컨센서스

날자	지표	컨센서스	전기
07월 10일	수출	3.7%	1.0%
	수입	6.0%	-0.3%
07월 15일	GDP	7.5%	7.7%
	산업생산	9.1%	9.2%
	고정자산투자	20.2%	20.4%
	소매판매	12.9%	12.9%
10~15일	신규위안대출(십억위안)	800	667
	M2증가율	15.2%	15.8%

자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

중국 경제 성장률 전망치는 하향 조정 되고 있는 상황



자료: 언론보도 취합 동양증권 리서치센터

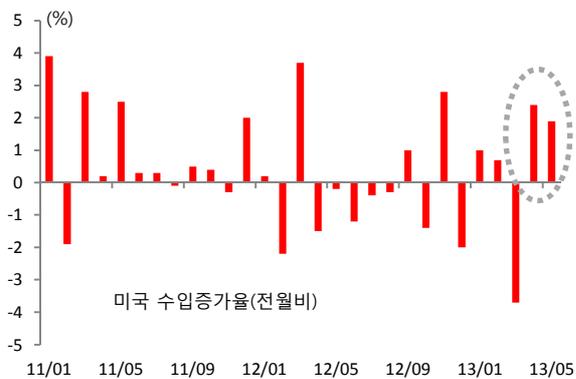
주식시장 투자전략

한편, 그나마 중국 경기에 대한 우려를 경감시켜 줄 가능성이 있어 보이는 데이터가 바로 금일 발표되는 중국의 수출 데이터일 수 있다. 앞서 언급한 바와 같이 중국 내부적으로 기대할 수 있는 부분이 많지 않은 상황이라면 경기 둔화에 대한 우려를 경감시켜 줄 수 있는 소재는 글로벌 경기 회복에 따른 대외 부문의 개선, 즉 수출 증가가 유일해 보이기 때문이다. 이런 관점에서 보았을 때, 금일 발표되는 중국의 무역지표는 단기적인 시장 방향성과 관련해 그 중요도가 상당히 높다고 볼 수 있다.

이와 관련해 긍정적으로 볼 수 있는 부분은 얼마 전 발표된 미국의 무역적자 폭 확대 뉴스에서도 알 수 있는 바와 같이 미국의 경기 회복과 더불어 미국의 수입 증가율이 증가하는 모습이 나타나고 있다는 점, 그리고 중국의 미국 수출과 직결되는 미국 서안 지역 컨테이너 항구의 물동량이 최근 증가세를 보이고 있다는 점이다.

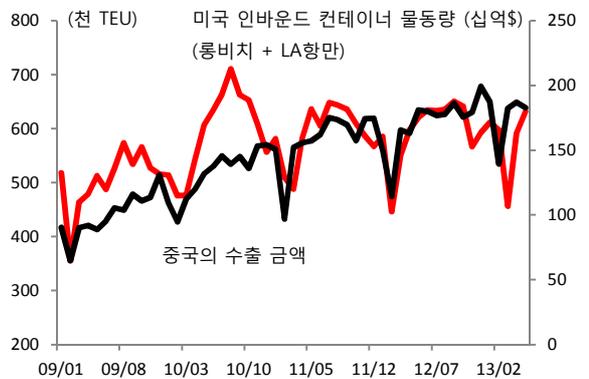
현재 중국의 6월 수출 컨센서스는 전년 동월 대비 +3.7% 증가 수준에서 형성되면서 지난달 기록했던 +1.0%에 비해서 개선될 것으로 전망되고 있으며, 만약 컨센서스를 상회하는 결과가 도출된다면 중국 경기 둔화에 대한 우려가 경감되면서 국내 증시의 반등 시도로 연결될 가능성이 높다는 판단이다.

최근 회복 시도를 하고 있는 미국의 수입 증가율



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

중국과의 무역항인 Long Beach 와 LA 항만의 컨테이너 유입량이 증가세를 보이고 있음



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터