

이머징을 바라보는 시각의 변화

Economist 김승현 769-3912 economist1@daishin.com

이머징에 대한 판단기준이 변할 수 있다

작년 하반기 이후 국내 주식시장에서 지속적으로 제기되었던 문제는 한국 시장의 역차별화였다. 미국, 일본 주식시장은 매우 좋은 성과를 내고 있었고 아세안 등 일부 아시아 국가들의 자산가격도 빠르게 상승했다. 하지만 이 과정에서 한국은 소외되었다. 아시아에서 부각되던 일본과 경합도가 높은 반면, 일본자금의 이동이 거의 없는 성격 때문에 이런 차별화는 더 크게 나타났다.

버냉키 미연준 의장이 연준의 자산매입 속도를 완화시킬 수 있음을 시사했던 지난 5월 22일 이후 신흥국가 금융시장은 이전과는 다른 양상이다. 특히 주식시장 측면에서 차별화는 두드러지는데 지난해 하반기 이후 가장 좋은 성과를 보여왔던 인도네시아, 필리핀, 태국, 터키와 같은 국가들이 버냉키 충격이 있었던 5월 22일 이후 성과가 가장 안 좋은 국가들로 바뀌었다.

이들의 특징은 일본이 선호하는 투자국가였다는 것과 내수가 강한 국가로 글로벌 경기부진에 따른 영향이 상대적으로 작다는 특성이 있었다. 세계증시가 방어주 중심으로 움직이던 상황처럼 신흥국가에 대한 투자도 방어적인 기준이 적용된 것이다. 세계경기에 민감한 국가, 특히 유럽경기 영향을 더 많이 받는 국가들은 상대적으로 소외되었다. 중국과 한국도 이 영향을 크게 벗어날 수 없었다.

표 1. 주요 신흥국가의 최근 금융시장 성과의 비교

	주가상승률 + 통화절상률(%p)			국채금리 변동폭(%p)		
	12/7~13/5	13년 YTD	13년 5/22 이후	12/7~13/5	13년 YTD	13년 5/22 이후
헝가리	8.8	7.6	5.8	-292	-51	62
대만	15	4.5	-1.6	6	30.7	18.7
베트남	18	18.1	-1.8	-73.4	-90.8	-24.8
폴란드	7.5	-15.8	-3.3	-180.7	19.8	58.1
말레이시아	17	1.7	-5.4	-42.7	20.4	62.1
남아공	9.6	-10.2	-5.7	-76	125.5	117
싱가폴	20.1	-1.2	-6.3	-13	118.6	103.4
한국	10	-11.3	-6.4	-71	28	51
인도	15.8	-4.9	-7.7	-103.8	-48.7	21
체코	9.3	-18.2	-7.7	-146.5	24.8	52.6
호주	22.3	-4	-9.6	16.1	45.2	48.4
중국	9.8	-6.6	-11.3	13	2.5	10
칠레	-0.3	-15.9	-13.5	-23	-30	12
인도네시아	27.8	4.5	-13.9	-45.4	304.4	255.3
필리핀	41.9	7.9	-15	-254.4	-19.8	82.7
태국	46.2	2.7	-15.8	-22	17	42
터키	43.9	-10	-20.8	-255	233	266
브라질	2	-30.9	-25	14	166	78

자료: Dalastream, 대신증권 리서치센터
주 : 정렬기준은 5/22 일 이후 주가상승률 + 통화절상률

미국중심 사고에서 시야를 넓히면...

오랜 기간 유럽경제 부진이 이어지면서 유럽에 대한 투자자들의 신뢰도 역시 떨어져 있는 것이 현실이다. 때문에 투자 판단의 중심에는 항상 미국이 있었다. 글로벌 유동성의 불확실성이 제기되는 현실에서도 다시 미국중심의 사고는 강화되고 있는 듯 하다. 비록 그 불확실성이 미국에서 비롯되고 있을지라도 결국 안전한, 그리고 수익성 있는 투자처는 미국일 수 밖에 없다는 것이다.

미국에 대한 높은 신뢰는 달러 강세 기대를 높이고 있다. 또한 신흥국가에 대한 부정적인 전망으로 이어지는 경향이 있다. 그림 4와 5는 이런 시각을 돌아볼 수 있는 대조되는 그림이다.

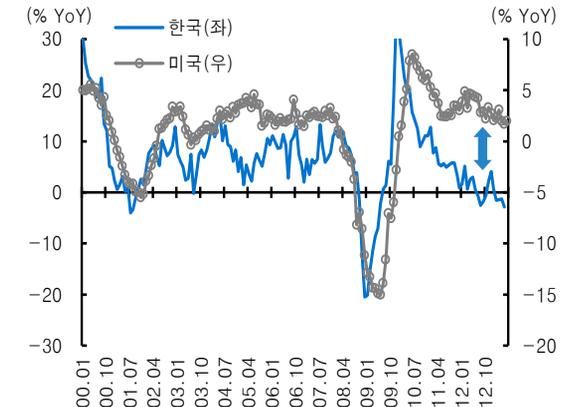
그림 4는 강한 미국경제는 성장세를 지속하지만, 미국 경제 성장에 더 이상 아시아 신흥국가가 동참하지 못할 것이라는 논리를 뒷받침하는 근거로 사용되곤 한다. 그림에서 보면 2010년이후 미국 산업생산 증가속도와 한국의 산업생산 증가속도 차이가 벌어지고 있다. 과거와는 구조가 달라졌다는 주장이다. 2010년 이후 미국에서 이렇다할 혁명은 없었기 때문에 이런 과거 실적이 미래를 보여주는 창이라 하기는 어렵다. 2010년 당시 미국은 여전히 부동산 경기 부진을 불안해하고 있었으며, 경제의 정상화를 위해 두번째 양적완화를 준비하고 있었다.

2010년은 유럽재정위기가 확대된 시점이다. 그림 5는 미국과 한국만을 비교한 것이 아니라 유럽의 산업생산증가율을 같이 비교한 것이다. 이에 근거해서 보면 한국처럼 수출비중이 높은 국가가 미국의 모멘텀을 따라가지 못했던 것은 유럽 경제 부진에 따른 영향을 받았기 때문이다.

보기에 따라 다른 결과를 도출할 수 있는 두개의 그림이라고 생각한다. 미국 중심으로 생각하면 미국경제 호조에 한국 등 아시아 국가들이 동참하기 어렵다는 결과를 도출 할 수도 있다. 그러나 다른 관점에서 유럽경제가 살아난다면 이런 식의 아시아 소외현상이 해소될 수 있다는 결론 도출이 가능하다.

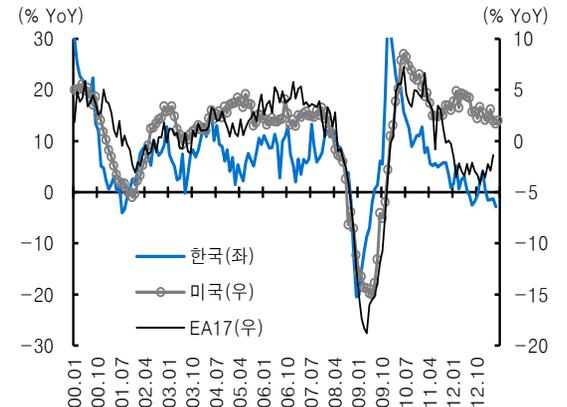
신흥국가에게 유럽은 희망이다. 유럽경제 회복은 그림5에서처럼 경기 차별화를 해소하는 단서가 될 수 있다. 유럽의 부활은 유로화를 강세로 이끌어 미국 중심 사고를 강하게 지지하는 달러강세에 대한 믿음을 약화시킬 수 있는 동력이다.

그림 4. 한국과 미국의 산업생산 증가율 차이



자료: CEC, 대신증권 리서치센터

그림 5. 유럽을 같이 보면 미국과 차이의 원인을 알 수 있다



자료: CEC, 대신증권 리서치센터

유럽과 이머징의 동반 예상

미국과 유럽, 둘중 누가 더 빠르게 매력을 높여갈 것인지에 따라서 이머징에 대한 선택기준도 달라질 것이라 생각한다. 유럽경제 회복과 달러약세 전환이라는 조합에서 선택될 이머징국가는 이전처럼 내수가 강한 방어적인 이머징이 아니라 수출과 원자재에 강한 이머징이 될 것이기 때문이다.

다른 측면에서 본다면 이는 자금의 위험에 대한 선호도가 커질 것인지 여부에 따른 선택일 수 있다. 위험선호가 살아나게 되면 수출, 원자재 중심의 신흥국가가 더 매력적인 투자순위에 오를 수 있을 것이다.

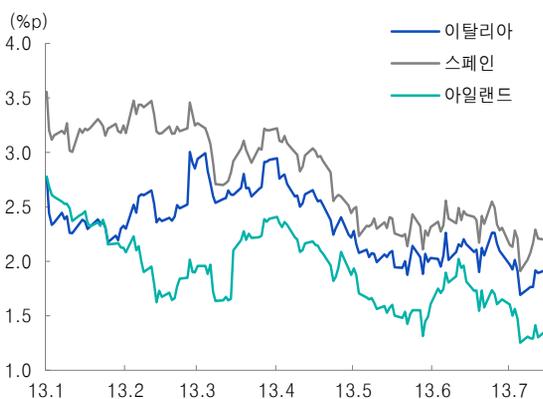
버냉키 충격 후 5주간 미국 채권형 펀드에서는 665억 달러가 유출되었고, 이들 중 상당부분은 단기 부동산금융화(같은 기간 Retail MMF로 350억 달러 유입) 되어 있다. 이런 부동산금이 다시 투자처를 찾을 때 어디로 갈 것인지가 관건이다. 미국 중심사고로 본다면 이 자금은 다시 미국채에 대한 투자로 회귀할 것이다.

반면 부동산금이 위험자산에 투자된다면 그 선택은? 채권에서 주식으로 자금이 이동하는 "Great Rotation"을 기대하기는 어렵다. 채권 투자 자금이 주식으로 이동하는 현상이 의미있게 확인된 적은 없다. 이런 기대 역시 미국 채권이 아니라면 미국 주식이라는 미국 중심 사고의 다른 형태에 불과할 수 있다.

보다 현실적인 선택은 그간 비중이 많이 줄어든 고수익채권으로의 이동이다. 이런 고수익 채권에 대한 대안으로 부각될 수 있는 것은 유럽채권이다. 유럽채권과 미국채와의 금리차가 다시 좁혀지기 시작하면 이를 위험에 대한 선호가 살아나는 신호로 볼 수 있을 것이다. 정치적 불확실성이 여전히 남아있는 포르투갈을 제외하면 유럽채권과 미국채가 금리차는 7월 이후 안정화되고 있다.

유럽과 미국채권과의 간격 좁히기가 유럽이 이끄는 위험 선호 확대로 본다면 이런 환경에서는 주식에 대한 선호도가 살아나고, 특히 경기민감주에 대한 기대가 높아지는 신호로 볼 수 있을 것이다.

그림 6. 미국채와 유럽 재정위기국 채권과 금리차-1



자료: Dalastream, 대신증권 리서치센터

그림 7. 미국채와 유럽 재정위기국 채권과 금리차-2



자료: Dalastream, 대신증권 리서치센터

▶ 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.