



시장 달래는 버냉키 vs. 시장 기대 낮추는 러우지웨이

Why This Report

버냉키 의장이 반기 의회 증언에서 QE 축소 시기가 미리 정해진 것이 아니고(not on a preset course), QE종료와 기준금리 인상은 별개라는 점을 거듭 강조하면서 출구전략에 대한 우려가 완화되고 금융시장 변동성도 축소되고 있습니다. 반면, 중국 재무장관 러우지웨이는 중국 성장률에 대한 시장 기대를 낮추고, 기업들의 과잉투자를 억제하기 위해 올해는 대규모 부양책이 없다는 점을 강조했습니다.

미국 2분기 성장을 하향 조정, 소비, 재고 등 최근 지표 부진 영향

- 최근 발표된 소매판매, 재고 등 실물지표들이 대체로 시장예상을 하회하면서 2분기 성장률 전망 1% 수준으로 낮아져
- 고용회복과 자산가격 상승으로 소비 모멘텀이 살아나고 시퀘스터 영향도 점차 약화될 것이기 때문에 하반기 경기회복 전망은 여전히 유효
- QE 축소가 논란이 되고 있는 시점이라 미국 2분기 성장률 둔화는 악재로 보기 어려워

버냉키 의회 증언, dovish tone 유지

- QE 축소 시기는 향후 경제지표에 따라 유동적(not on a preset course)
- 정책 조합 변경(changing the mix)을 강조, 자산매입을 축소하는 대신 금리인상 시기에 대한 가이드라인(forward guidance)을 강화하겠다는 의미

중국 성장을 둔화 용인, 지속가능한 성장 달성 위해 부양책 자제

- 17일 중국 재무장관 러우지웨이(Lou Jiwei)는 올해 대규모 부양책은 없을 것이라고 밝혀
- 중국 성장률에 대한 시장 기대를 낮추고, 기업들의 과잉투자를 억제하려는 의도로 보임

21일 일본 참의원 선거 자민당 압승 확실시, 선거 이후 정책에 관심

- 아베 정권이 참의원 선거에서 승리하게 되면 중·참 양원 과반수를 획득해 안정적인 통치기반 구축
- 선거 이후 제시될 성장 정책, 재정건전화 위한 소비세 인상 결정 여부, 개헌 여부 등에 주목

중국 경기둔화 우려 있지만, 미국, 일본 등 선진국 주도 경기회복 전망은 유효

- 미국 경기모멘텀이 아직 약하고, 중국 불확실성 남아 있어 강한 상승을 기대하기는 어려움
- 선진국 완화된 통화정책 당분간 지속될 것이고, 국내증시 밸류에이션 매력 높아 조정 시 매수 관점 접근

주식시장 투자전략

미국 2분기 성장을 하향 조정, 소비, 재고 등 최근 지표 부진 영향

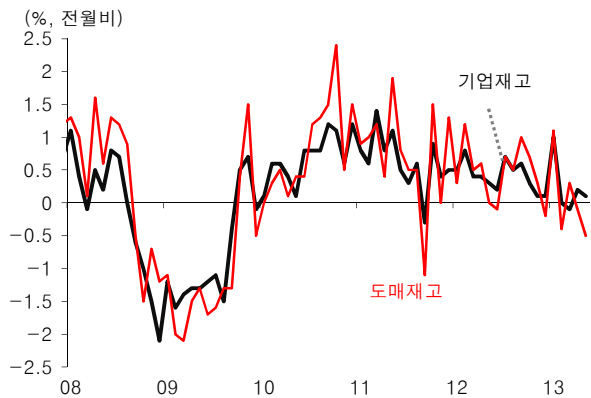
최근 발표된 미국 경제지표들을 보면, NAHB 주택시장지수, 뉴욕지역 제조업 지수 등 서베이에 기반한 심리지표들은 개선된 반면, 소매판매, 재고, 신규주택착공 등 실물지표들은 전반적으로 부진해 혼재된 양상을 보였다.

2분기 미국 GDP 성장률은 시퀘스터 영향 때문에 1분기보다 둔화될 것으로 이미 예상되었지만, 최근 발표된 소매판매, 기업재고 등 실물지표들이 대체로 시장예상을 하회하면서 성장률 전망이 계속 하향 조정되고 있다. 골드만삭스(0.8%), 바클레이즈(0.5%), RBS(0.5%) 등 2분기 성장률이 1%를 하회할 것으로 전망하는 투자은행들도 증가하고 있다.

시퀘스터, 세금인상 영향에 따른 소비둔화 등으로 인해 2분기 성장률이 1% 수준으로 둔화되었지만, 고용회복과 자산가격 상승으로 소비 모멘텀이 살아나고 시퀘스터 영향도 연말로 갈수록 약화될 것이기 때문에 하반기 경기회복 전망은 여전히 유효하다.

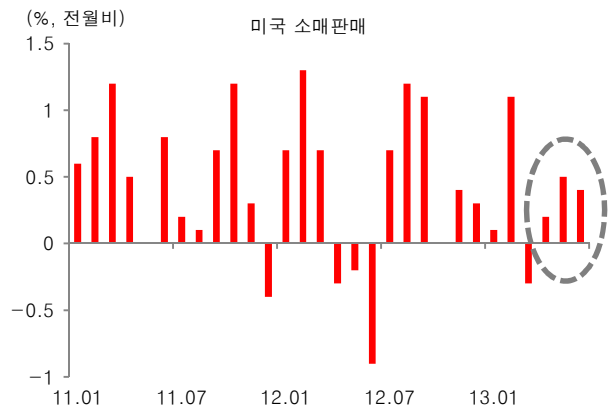
그리고, QE 축소가 논란이 되고 있는 시점에서 미국의 지표 둔화는 연준의 출구전략을 지연시키는 요인이 될 수 있기 때문에 현재 금융시장 상황에서 미국 2분기 성장률 둔화는 악재라고 보기 어려우며, 크게 신경 쓸 필요는 없어 보인다.

5월 도매재고 전월비 0.5% 감소, 2분기 기업 재고투자 부진



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

6월 소매판매 전월비 0.4% 증가, 2분기 소매판매 다소 부진



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

버냉키 의회 증언, dovish tone 유지

17일 하반기 통화정책에 대한 의회 증언에서도 버냉키 의장은 지난 10일 NBER(전미경제연구소) 컨퍼런스에서와 같이 비둘기파적인 스탠스를 유지하며 시장 달래기에 나섰다.

버냉키 의장은 QE 축소 시기는 향후 경제지표에 따라 유동적(not on a preset course) 적이지만,

주식시장 투자전략

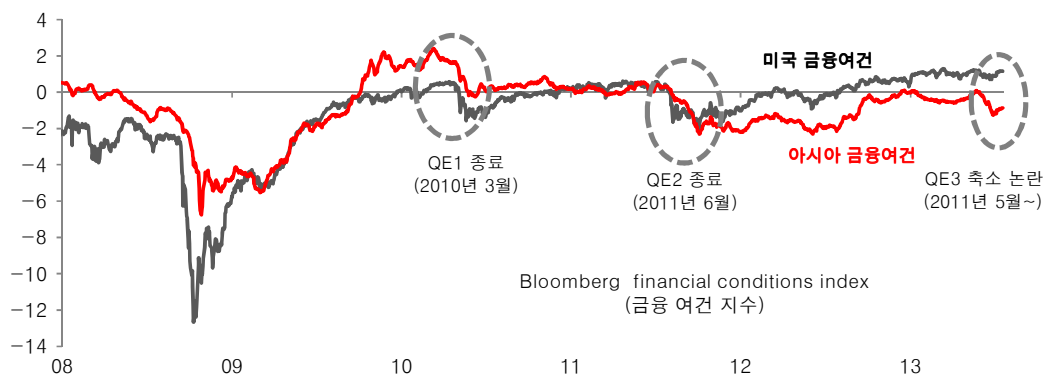
연준의 전망대로 하반기 경기가 회복된다면 하반기 중(later this year) QE를 축소할 것이라는 기존 관점을 유지했다. 그리고, 버냉키 의장은 QE가 종료된 이후에도 연준이 보유자산을 매각하지 않고, 만기가 돌아오는 자산의 원리금으로 재투자 할 것이기 때문에 연준의 자산은 높은 수준을 유지할 것이고, 이것이 장기 국채금리의 하락 압력으로 작용할 것이라고 했다.

제로금리 하에서 연준은 두 가지 통화정책을 쓰고 있는데, 1)QE로 자산매입을 통해 단기적으로 경기모멘텀을 높여주는 것이고, 2)다른 하나는 금리인상 시기에 대한 가이드선(forward guidance)를 제공해 경제주체들이 연준 정책을 예측가능하게 해 경기회복을 지원하는 것이다.

버냉키 의장은 지난 NBER 컨퍼런스 때부터 정책 조합 변경(changing the mix)을 강조했는데, 이는 자산매입을 축소하는 대신 금리인상 시기에 대한 가이드선(forward guidance)를 강화하겠다는 의미이다.

이번에도 버냉키 의장은 QE가 종료된 이후에도 상당기간 제로금리가 유지될 것이기 때문에 QE종료와 기준금리 인상은 다르다는 것을 재차 강조했다. 버냉키 의장과 연준 위원들이 이 부분을 반복해서 설명하면서 시장도 연준의 메시지를 이해하기 시작했고 이로 인해 금융시장 여건이 개선되고 시장 변동성도 점차 축소되고 있다. Bloomberg Financial Conditions Index를 보면, 미국의 경우 QE 축소 우려가 나타나기 이전 수준까지 회복되었다.

버냉키 의장 비둘기파 성향 발언으로 미국 금융시장 여건은 정상화. 반면 아시아도 개선되긴 했지만, 신흥국 통화 약세, 중국 경기 우려 등으로 아시아 지역은 금융불안 지속



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

주: 블룸버그 금융여건지수는 단기금융시장, 증시, 채권시장, 자본흐름 등을 반영해 지수화, 0이 기준선으로 과거(1994~2008) 평균

그러나, 아시아 지역은 신흥국 통화 약세 우려, 중국 경기 불안감 등으로 인해 과거(1994년~2008년) 평균(0)보다 낮은 -0.87 수준을 나타내고 있다. 이는 미국 신용등급 강등과 함께 유로존 위기가 심화되었던 2011년 하반기 당시의 -2 수준보다는 양호하지만, 여전히 불안감이 남아 있고 금융시장 변동성도 선진국에 비해선 큰 편이다.

중국 성장률 둔화 용인, 지속가능한 성장 달성 위해 부양책 자제

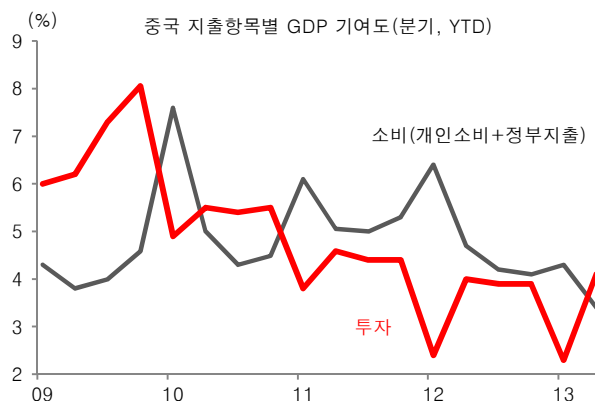
17일 중국 재무장관 러우지웨이(Lou Jiwei)는 올해 대규모 부양책은 없을 것이라고 밝혔다. 러우지웨이 재무장관이 지난 12일 6.5% 성장도 감내 가능하다고 발언하는 등 중국 고위 관직자들이 성장률보다는 구조개혁, 지속가능한 성장 등에 정책 포커스를 두겠다는 발언들을 반복해왔었기 때문에 부양책 기대가 크지는 않았지만, 재무장관의 발언은 중국이 향후 성장보다는 구조조정과 개혁에 집중할 것임을 재확인했다.

러우지웨이는 성장률, 부양책 등에 대한 발언을 지속적으로 하면서 중국 성장률에 대한 시장기대를 낮추려 노력하고 있다. 또한 중국 기업들은 고성장이 지속될 것이라는 기대로 설비투자를 지속적으로 늘려왔었는데, 이번에는 금융위기 때와는 달리 부양책이 없다는 것을 인식시켜 과잉투자를 억제하려는 의도도 있는 것으로 보인다.

이미 부동산버블, 기업 과잉투자, 과도한 민간부채와 지방정부 부채 등의 문제를 안고 있는 중국은 더 이상 구조조정을 미루기 어려운 상황에 처해 있다. IMF도 최근 중국이 소비에 기반한 성장과 지속 가능한 성장을 달성하기 위해 개혁이 필요하고 경고했다. 투자, 신용확대, 정부지출에 의한 성장 패턴은 지속가능하지 않으며, 소비 주도의 성장으로 전환이 필요하다는 것이다.

중국 2분기 성장률은 7.5%를 기록해 시장예상에 부합했지만, 중앙정부의 인프라 투자 확대 등으로 인해 경제 불균형은 심화되었다. 투자의 성장 기여도가 1분기 2.3%p→2분기 5.9%p로 크게 높아진 반면, 소비(가계+정부) 기여도는 4.3%p→2.5%p로 감소했다. 또한 이는 인프라투자가 peak-out 하면서 성장률이 더 둔화될 여지가 있음을 의미한다.

중국 2분기 성장률 투자 기여도 높아지고 소비 기여도 감소, 인프라 투자 확대가 투자 증가 유발



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

부동산 규제로 주택건설 증가세 둔화, 국영기업 고정투자도 3개월째 둔화



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

주식시장 투자전략

향후 중국 정부는 경기부양보다는 구조조정과 개혁에 매진할 것으로 예상되며, 이로 인한 성장을 둔화는 당분간 지속될 것으로 보인다. 올해는 부양책을 기대하기 어렵겠지만, 구조조정이 어느 정도 진행된 내년에는 '소비 부양책'이 나올 것으로 예상된다.

21일 일본 참의원 선거 자민당 압승 확실히, 선거 이후 정책에 관심

금주 주말 예정된 일본 참의원 선거는 지난해 말부터 추진된 아베노믹스에 대한 일본 국민들의 평가 성격을 띤다. 16일 산케이신문의 여론조사 결과에 의하면, 이번 선거에서 자민·공명당의 연립 여당은 참의원 상임위원장 독점이 가능한 '안정다수' 의석(총 129석) 확보가 확실한 상황이다. 일본 유권자들의 아베노믹스에 대한 기대가 그만큼 높다는 것을 의미한다.

아베 정권이 이번 참의원(상원) 선거에서 승리하게 되면 중·참 양원 과반수를 획득해 안정적인 통치기반을 구축하게 된다. 여론조사에 따르면, 자민당이 이번 선거에서 72석을 확보해 비개선 의석 50석을 더해 122석으로 자민당 단독으로 과반수를 확보할 수도 있다는 전망마저 나온다. 일본 참의원 의석 수는 242석으로 3년마다 절반의 의석(121석)을 새로 뽑는다.

여당의 승리가 확실히 되는 가운데, 선거 이후의 아베 정부의 성장 및 재정 정책 등에 관심을 가질 필요가 있다. 선거 이후에는 아베 총리가 더 이상 눈치를 보지 않고 민감한 정책들을 적극적으로 추진할 수 있는 토대가 마련되기 때문이다.

선거 전 아베 총리가 발언했던 데로 개헌보다 성장 정책에 집중하는지 여부가 아베노믹스에 대한 투자자들의 신뢰 측면에서 중요하다. 성장 정책과 관련해 기업투자에 대한 세금감면, 원전 재가동 등이 실행될 것으로 보이며, 법인세 인하, 고용시장 유연화 등도 논의가 이루어질 것이다.

연립내각 구성한 자민당과 공명당의 비개선 의석 59 석, 개선 의석 121 석 중 63 석 확보하면 과반수 확보

	참의원			중의원 (하원)
	개선 의석	비개선 의석	현재 의석수	
자민당	34	50	83	294
공명당	10	9	19	31
민주당	44	42	86	56
다함께당	3	10	13	18
일본생활당	6	2	8	7
공산당	3	3	6	8
사회민주당	2	2	4	2
녹색바람	4	0	4	
일본유신회	2	1	3	53
기타	1	1	2	
무소속	7	2	9	11
공석	5		5	
의석수 합계	121	121	242	480

자료: wikipedia, 언론 보도, 동양증권 리서치센터

일본 주요 정당 정책

원자력 발전 재가동		주요 정책(성장, 복지, 재정)	개헌 관련 입장
자민당	안전이 확인된 원전 재가동	- 투자세액 공제, 장기적으로 법인세 인하 추진 - 기초재정수지, 2015년까지 적자 절반으로 줄이고 2020년까지 흑자 달성 목표	헌법 개정 찬성
공명당	- 안전 확인된 원전 재가동	기업 실적 개선이 임금에 반영되어야	헌법 개정 반대
민주당	- 안전 확인된 원전 재가동 - 2030년까지 원전 점진적 축소(phase out)	- 아베노믹스에 따른 수입물가 상승 비판 - 물가 부담 높아져 저소득층을 위한 현금 인상 필요	헌법 개정 반대(당내 이견 있음)

자료: 언론 보도, 동양증권 리서치센터

재정 정책과 관련해서는 재정건전화를 위해 올해 가을에 소비세 인상을 결정하는지 여부도 중요하다. 당초 일본 정부는 2014년 4월부터 5%→8%, 2015년 10월부터 8%→10%로 2단계에 걸쳐 소비세를 5%p 인상하기로 잠정 합의한 바 있다.

소비세 인상을 미룬다면, 일본 재정에 대한 신뢰가 약화되면서 국채금리가 상승할 수 있다. 소비세 인상이 결정되더라도 내년 4월부터 시행되기 때문에 내년 2분기엔 소비가 크게 둔화되겠지만, 올해 4분기와 내년 1분기에는 오히려 소비가 크게 증가하는 효과가 있기 때문에 소비세 인상이 당장 경기에 미치는 영향은 우려할 필요가 없다.

참의원 선거 이후에 아베 정권은 성장 정책을 본격적으로 추진할 것이다. 중국 경기둔화가 아시아 지역 경제에 불안 요인으로 남아 있는 상황에서 일본은 적극적인 경기부양을 지속할 것이다. 일본은 내수시장이 크지만 자국 제품에 대한 의존도가 높고, 주요 수출 산업이 한국과 경쟁관계에 있기 때문에 일본 참의원 선거의 국내증시 영향은 단기적으로 중립적이라고 판단된다. BOJ의 공격적인 통화정책 기대가 환율에 상당부분 반영되었기 때문에 선거 결과가 환율에 미치는 영향도 제한적 수준의 엔화 약세에 그칠 것이다.

그러나, 일본 경기회복과 수요 창출이 글로벌 경기회복에 영향을 미치고 시차를 두고 국내 수출 경기에도 도움이 된다는 측면에서 아베노믹스의 성공은 장기적으로 국내경제에도 도움이 될 것이다.

출구전략 우려는 완화되었으나, 아직 강한 상승을 기대하기는 어려워

버냉키 의장이 7월 들어 QE 축소 시기가 미리 정해진 것이 아니고, QE 종료와 기준금리 인상 시기는 별개라는 점을 거듭 강조하면서 출구전략에 대한 우려가 완화되고 금융시장 변동성도 축소되고 있다. 출구전략에 대한 우려가 완화되고 글로벌 금융시장 여건이 개선되고 있어 국내증시도 추가 상승을 시도할 것으로 예상된다.

그러나, 시퀘스터, 여름 휴가시즌이라는 계절적 영향 등으로 미국의 경기모멘텀도 아직은 강하지 않고, 중국 구조개혁과 경기둔화 우려 때문에 불안감이 남아 있어 국내증시가 아직은 강한 상승을 기대하기는 어려워 보인다.

선진국의 완화된 통화정책은 당분간 지속될 것이고, 하반기 미국 주도의 글로벌 경기회복 기대는 유효하기 때문에 조정 시 매수 관점으로 접근할 필요가 있다.