



나쁘지는 않지만, 불안 요소를 가지고 있는 증시

Why This Report

어느덧 하반기의 첫번째 달도 마지막 날을 맞이했습니다. 6월 말부터 반등구간이 진행되면서 그나마 미국의 QE 축소 우려 때문에 입었던 피해는 어느정도 위로를 받으셨을 것으로 생각됩니다. 그러나 투자자 입장에서 매 순간 그러하듯 경험한 한 달 보다는 경험하지 않은 하루에 대한 전망이 더욱 중요할 듯 합니다. 향후 증시에 영향을 미칠 수 있는 펀더멘털과 리스크 측면에 대해 각각 점검해 보도록 하겠습니다.

경기 펀더멘털은 일단 양호

- 전일 발표된 미국의 주택가격 지수는 7년 2개월만에 최고치를 기록. 최근 일부 지표의 둔화세가 나타났던 것은 사실이나 방향성 자체는 여전히 회복쪽으로 형성되고 있음을 시사
- 특히 미국의 내구재 주문의 증가율이 상당히 높게 나타났다는 점을 긍정적으로 해석할 수 있음. 관련 기업들의 주가도 강하게 움직이고 있다는 점도 눈여겨 볼 필요
- 유로존의 경기 회복에 대한 기대감 또한 날로 강화되고 있음. 경기 심리지수는 여전히 상승세를 이어가고 있음
- 지표 외에 유럽지역의 원유 수요가 증가하고 있다는 사실도 향후 유로존 경기 회복에 대한 기대감을 자극하는 소재 중 한가지
- 중국의 경우 하반기 글로벌 경기 회복에 도움을 주는 소재로 작용하긴 힘들겠지만, 추가적인 부담을 주지도 않을 것으로 판단

중국과 유럽의 리스크 수준이 경감되고 있다

- 중국 인민은행은 전일 역PR를 활용한 유동성 공급을 시행. 규모가 크지 않고 역RP방식을 택했다는 점에서 적극적인 유동성 공급으로 보기는 어려우나 금융시장 불확실성을 방어 하려는 정부의 의지는 명확히 한 것으로 해석
- 유로존의 경우 위험 지표들의 안정세가 나타나고 있으며, 최근 미국의 주요 MMF들이 유럽 은행들에 대한 노출도를 높이고 있다는 점을 눈여겨 볼 필요
- 유로존의 시스템리스크 부각과 함께 빠져나갔던 미국의 MMF 자금들이 돌아오고 있다는 것은 그만큼 유럽에 대한 불확실성이 경감되었음을 암시

리스크 수준과 경기 펀더멘털 모두 양호, 그러나 미국의 국채금리 움직임에는 주의

- 전반적인 펀더멘털과 리스크에 대한 부담은 높지 않으나 결정적으로 미국 국채 금리는 불안 요인
- FOMC 이후 미국 국채 금리 방향성에 따라 대응은 달라질 필요가 있다는 판단

하반기의 첫 한달은 양호한 성적

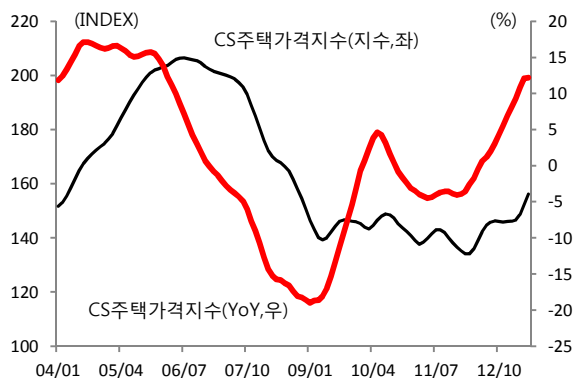
어느덧 하반기의 첫번째 달이 마무리되고 있다. 전반적으로는 미국의 양적완화 축소 가능성과 중국에 대한 불확실성이 악재로 작용하면서 출현했던 급한 하락 국면으로부터 벗어나는 움직임이 나타나고 있는 상황이다. 6월 마지막 주부터 반등을 시작한 KOSPI는 어느덧 1,900pt대를 회복했다. 이와 같은 상승흐름이 지속될 수 있는지에 대한 고민이 필요한 시점인데, 펀더멘털과 리스크라는 측면에서 각각 살펴 보도록 한다.

미국의 경기회복세는 여전히 진행 중

글로벌 경기 펀더멘털과 관련해서는 전반적으로 긍정적인 뉴스들이 주를 이루고 있다. 우선 미국 쪽에서는 여전히 양호한 지표들이 발표되고 있다. 전일 발표된 미국의 케이스 쉐러 주택가격지수는 전년 동월대비 +12.2% 상승하면서 7년 2개월만에 최고치를 기록한 것으로 나타났다. 최근 발표된 일부 지표들에서 회복세 둔화가 나타나고 있는 것은 사실이지만 방향성 자체는 훼손되지 않고 있다는 확신을 더해줄 수 있는 모습 중 한 가지이다.

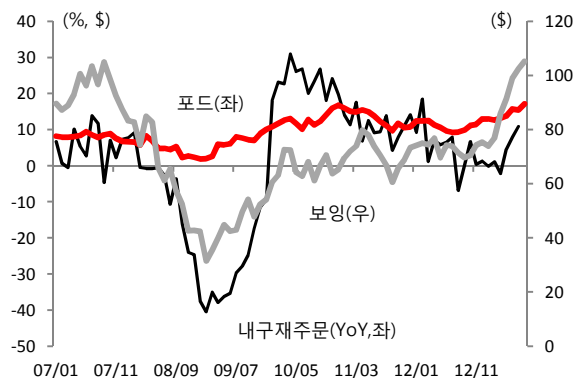
한편, 주택시장의 회복세가 지속되고 있는 것 뿐만 아니라 전반적인 경기 회복세와 관련해 보다 긍정적인 관점을 유지시켜주는 소재 중 한 가지가 지난 주 25일 발표된 미국의 내구재 주문이다. 6월 내구재 주문은 전월 비 +4.2% 증가하면서 컨센서스인 +1.3%를 크게 넘어섰다. 내구재는 기계류, 운송 장비류와 같이 구매시 수년 이상의 사용기간을 지나는 재화들을 지칭한다. 따라서 해당 항목들에 대한 주문이 증가했다는 것은 산업 부문이나 개인 부문에서 중장기적인 경기 전망이 개선되고 있음을 나타내 주는 것으로 해석이 가능하다. 그리고 이와 함께 대표적인 내구재 생산업체인 보잉이나 포드의 주가가 최근 가파른 상승 흐름을 나타내고 있어 향후 전망에 대해서도 긍정적인 기대감이 형성되고 있음을 나타내 주고 있다.

미국 케이스 쉐러 주택가격지수



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

미국 내구재 주문과 관련 업체인 보잉과 포드의 주가 추이



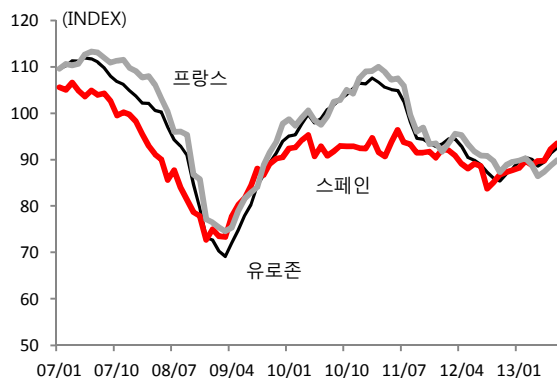
자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

유럽의 경기 회복에 대한 기대감은 점차 강화되고 있는 모습

미국 뿐 아니라 유럽 지역에서도 경기 회복과 관련된 긍정적인 소재들이 등장하고 있다. 전일 발표된 스페인 GDP 성장률은 -0.1% 를 기록해 -0.5% 를 기록했던 지난 분기에 비해 경기 둔화 폭을 크게 줄이는 모습을 보였다. 유로존 국가들 중 성장성과 관련해 가장 우려가 컸던 국가 중 하나에서 이와 같은 성장률의 회복세가 나타났다는 사실이 고무적이다.

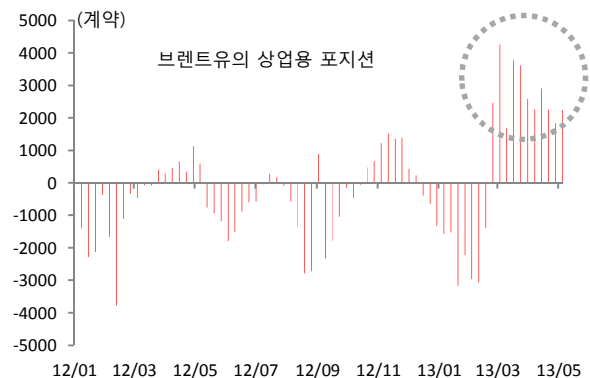
한편, 심리지표들의 개선세도 여전히 이어지고 있다. 지난 주 유로존 PMI 지수가 50.1을 기록하면서 2년여 만에 처음으로 확장국면에 진입한 것에 이어, 전일 발표된 유로존 경제심리지수(ESI)가 전월 대비 1.2pt 상승 한 92.5를 기록했다. 구성 국가별로도 독일 뿐만 아니라 최근 성장성에 대한 우려가 높았던 프랑스, 스페인, 이탈리아 등 주요국들에서 전반적으로 심리가 개선되는 모습을 나타냈다는 점이 더욱 긍정적으로 해석 가능한 모습이다.

유로존 경기 심리 지수



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

브렌트유의 상업용 포지션



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

경제지표 이외의 부문에서도 유로존의 경기 회복을 기대하게 만드는 모습들은 찾아볼 수 있다. 최근 파이낸셜타임즈는 유럽의 원유 수요가 증가세를 보이고 있다는 기사를 보도한 바 있다. 2011년 후반부터 지속적으로 감소세를 보이던 유럽의 원유 수요가 최근 두달 연속 증가세를 보이기 시작했으며, 이와 함께 IEA 에서도 유럽의 원유 수요 전망치를 2% 상향 조정했다는 내용의 기사였다.

원유의 수요가 증가한다는 것은 해당 지역의 경기 회복에 대한 기대감을 형성시키기 충분한 내용이다. 실제로 브렌트유의 상업용 포지션은 지난해에 비해 레벨업 된 상태에서 머물고 있어 실질적인 수요가 지난해에 비해 많이 형성되고 있음을 나타내 주는 모습이다.

주식시장 투자전략

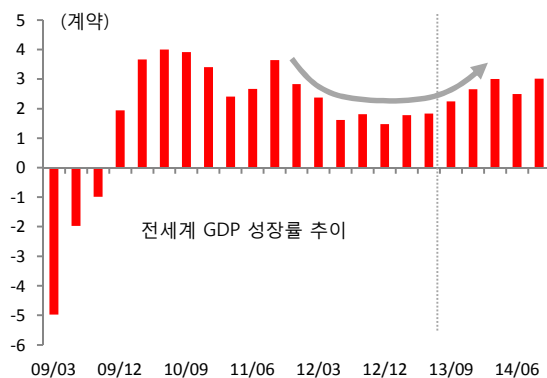
이상에서 살펴 본 바와 같이 미국과 유럽의 경기와 관련해 긍정적인 변수들이 다수 등장하고 있다. 사실 글로벌 경기와 관련해 가장 불확실한 부분이 중국인 것은 사실이지만, 정부 측에서 7%대의 성장률은 방어 하겠다는 의지를 이미 피력하면서 경착륙에 대한 우려가 경감된 상황이었어서 하반기 경제전망에 있어 추가적인 악재 요인으로 작용할 가능성은 제한적인 것으로 판단된다.

결과적으로 이와 같은 현상들이 종합된 글로벌 GDP 성장률 전망치는 긍정적인 관점에서 해석가능한 모습들이 나타나고 있다. 블룸버그에서 집계한 전세계 이코노미스트들의 글로벌 GDP 성장률 전망치는 1분기 1.78%, 2분기 1.84%로 정제된 것으로 볼 수 있는 모습이 나타났지만, 3분기에는 2.25%로 회복될 것이 전망되고 있다. 전 분기 대비 +0.41%p 개선되면서 5분기 연속 이어졌던 1%대의 성장률 구간에서 탈출을 전망하고 있다.

경험적인 관점에서 보게 되면, GDP 성장률의 레벨보다는 성장률이 개선되는지 악화되는지의 방향성이 주가에 보다 민감한 영향을 미치는 것으로 나타나는데, 아시아 외환위기 이후 약 15년간의 데이터를 분석한 바에 따르면, 분기별 GDP 성장률의 변화 폭과 주가 수익률 간에는 +0.45의 비교적 강한 상관관계가 존재하는 것으로 나타난다. 이상의 논의들을 종합해 볼 때, 글로벌 경기는 향후 글로벌 증시에 긍정적인 영향을 미치는 변수의 영역에 있다는 판단이다.

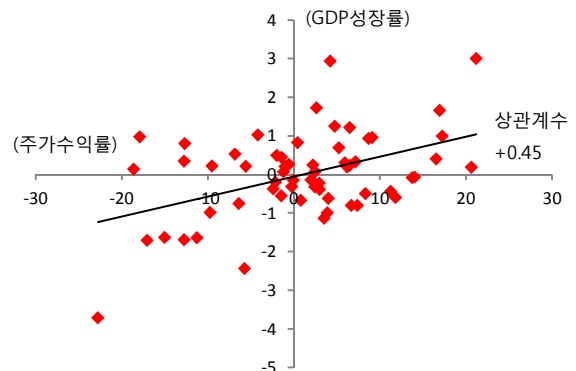
글로벌 경기가 전망치와 같이 회복되는 모습을 보일 경우 국내 경기 및 증시에도 긍정적인 영향을 미칠 가능성이 높은 것으로 볼 수 있다. 앞서와 같은 기간을 대상으로 글로벌 GDP 변화율과 주요국 GDP 변화율의 민감도를 계산해 보면, 국내 GDP 변화율은 글로벌 GDP 변화율에 상대적으로 탄력적(약 1.2배)으로 반응한다는 결과를 얻을 수 있으며, 글로벌 증시의 수익률에 대해서도 국내 증시의 베타가 상당히 높게 형성(1.23배)되는 국가 중 하나이기 때문이다.

글로벌 경제 성장률 및 전망치 추이



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

GDP 성장률의 변화 분과 분기 수익률 간의 관계



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

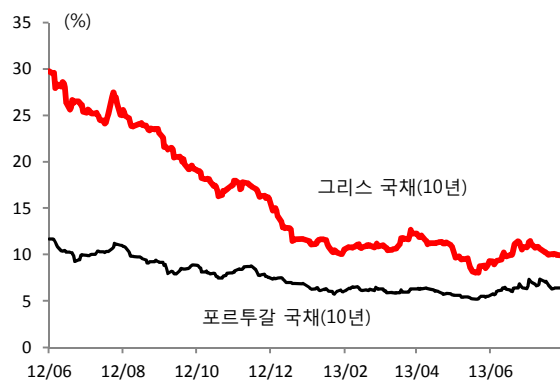
중국과 유럽의 리스크 수준은 경감되고 있다

이상에서 살펴본 바와 같이 펀더멘털에 대한 부분은 크게 문제가 없다는 판단이다. 그렇다면 다음으로 살펴볼 부분은 리스크와 관련된 이슈들이다. 우선 중국부터 살펴 보게되면, 전일 중국 인민은행은 역 환매조건부채권(RP) 입찰을 통해 170억 위안의 유동성을 공급하기로 결정했다. 인민은행이 이와 같은 방식으로 유동성을 공급한 것은 지난 2월 이후 처음이다.

일단 유동성의 공급 규모가 그리 크지 않다는 점과 역 PR 방식을 통한 단기적인 유동성 공급이라는 점에서 실질적인 영향력은 그리 크지 않을 것이고 적극적인 시장 개입과도 거리가 멀다는 것이 시장의 중론이다. 하지만, 중앙은행이 금융시장의 변동성 확대를 방어하기 위한 경계의 시선을 가지고 있으며 이를 방어하기 위한 행동에 나설 수 있다는 상징성을 가지는 개입이었다는 점에서 지난달에 발생했던 단기금리 급등과 같은 돌발 상황에 대한 우려는 상당히 경감된 것으로 볼 수 있다는 판단이다.

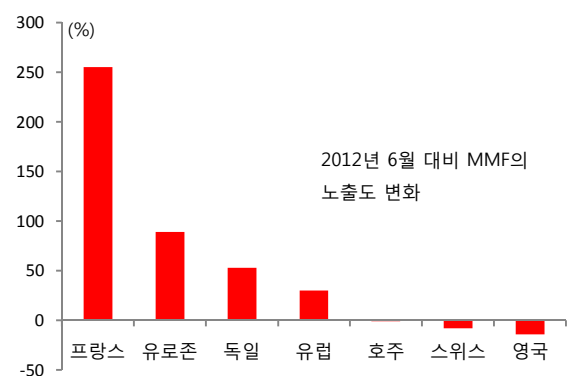
다음으로 유럽지역에 대해 살펴 보면, 그리스에 대한 구제 금융이 결정되고 포르투갈과 관련된 불확실성이 경감되면서 전반적으로 리스크와 관련된 국채 금리나 CDS 프리미엄 등이 안정세를 되찾고 있는 모습이다. 이와 같은 가격 변수의 움직임 뿐만 아니라 자금 흐름과 관련해서도 유로존에 대한 리스크 수준이 상당히 낮아지고 있음을 나타내 주는 모습들을 찾아볼 수 있는데, 최근 미국의 MMF 들이 유럽 은행에 대한 노출을 높이고 있다는 보도들이 그 좋은 예라고 볼 수 있다.

그리스와 포르투갈의 위험지표



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

미국 MMF의 유럽 은행들에 대한 노출도 증감



자료: 언론보도 참조, 동양증권 리서치센터

해외 언론의 보도에 따르면 올 상반기 동안 미국의 주요 10대 MMF 는 전체 운용자금의 15% 가량을 유럽 은행권에 투자한 것으로 나타났다. 미국 MMF 자금의 유로존 은행권에 대한 투자는 2011년 중반의 경우 30%를 넘는 수준을 기록하기도 했지만 유로존 시스템리스크가 부각되면서 2012년 중반에는 10%를 하회하는 수준까지 경험할 만큼 극심한 자금 이탈을 보였다. 그

런 MMF 자금들이 최근 다시 유럽 은행에 대한 노출을 늘인다는 것은 그만큼 유로존의 리스크에 대한 우려가 경감되었음을 반증해 주는 것으로 볼 수 있다.

단기적으로 가장 눈여겨 볼 변수는 미국의 국채금리

이상에서 살펴 본 바와 같이 펀더멘털에 대한 부분도 양호하고, 중국과 유럽의 리스크 확대 요인이 크게 신경 쓰이는 상황도 아니다. 전반적으로 긍정적인 측면이 우위에 있는 가운데 8월을 맞이하게 될 것으로 보고 있다. 그러나 거슬리는 부분이 한가지 있다면, 바로 미국의 국채금리이다.

이미 잘 알고 있는 바와 같이 5월 22일 버냉키의 연설과 6월 FOMC 이후 연준 주요 인사들의 시장 달래기가 상당 기간 진행되었고, 그 결과 국내 증시를 비롯한 글로벌 금융시장은 안정세를 되찾고 있는 모습이다. 그러나 실제로 QE 축소에 대한 우려를 반영하면서 큰 폭으로 상승했던 미국의 국채금리는 여전히 높은 수준에 머물고 있는 상황이다.

버냉키 의장을 비롯한 여러 연준 인사들이 사장에 Tapering 과 Tightning 이 다른 개념임을 수차례 강조하면서 안도감을 바탕으로 증시를 비롯한 여러 가격 변수들이 안정을 되찾은 것이 사실이지만, 여전히 낮아지지 않고 있는 국채 금리는 국채금리의 상승에 대한 우려를 거두지 못하고 있는 상황임을 나타내 주고 있다.

결과적으로 당분간 단기적인 방향성은 미국의 국채 금리 향방과 상당히 밀접한 관련이 있을 것으로 예상된다. 이번 FOMC 이후 다소 둔화된 경제 지표의 회복속도와 연준의 비둘기파적인 태도의 조합이 나타나 미국 국채 금리의 하락을 유발해 줄 수 있다면 증시 또한 추가적인 상승 가능성이 상당히 높다고 볼 수 있지만, 반대로 미국 국채 금리의 방향성이 다시 상승 쪽으로 방향을 잡는다면 당분간 국내외 주식 시장은 변동성 구간에 노출될 가능성이 크다고 보는 것이 바람직해 보인다.