



지표의 개선에도 연준에 대한 우려는 깊어지지 않은 듯

Why This Report

의외로 전일 발표된 주요 지역의 경제 지표들이 일제히 서프라이즈를 기록했습니다. 그 덕에 아시아 증시는 전반적으로 상승흐름을 보였고, 자료를 작성하고 있는 현재(8/2일 자정) 미국과 유럽 증시 모두 비교적 큰 폭의 상승세를 보이고 있습니다. 우리 증시도 전일 KOSPI지수를 기준으로 +0.35% 상승하면서 양호한 분위기를 형성한 것은 사실인데, 아무래도 최근 들어 상승 탄력이 둔화되는 느낌을 지울 수가 없습니다. 저점 대비 반등 폭에 대한 부담일까요? 추가적인 상승 여력이 있는 상황인지에 대해 점검해 볼 필요가 있는 시점입니다.

글로벌 주요 지역 경제지표가 일제히 개선

- 미국의 GDP 성장률이 예상을 크게 뛰어넘는 결과를 발표했으며 ADP민간 고용자수 역시 예상치를 뛰어넘는 서프라이즈를 연출
- 유로존의 실업률도 2011년 1월 이후 처음으로 하락하는 모습을 보였으며 유로존과 중국의 PMI도 일제히 개선된 결과를 발표
- 미국과 유럽의 3,4분기 경제성장률 전망치가 추가적으로 악화되지는 않는 모습이 나타나고 있어, 하반기 경기에 대한 전망은 대체로 긍정적인 변수로 볼 수 있을 듯

지표 호조와 QE축소 우려에도 미국 국채 금리는 제자리

- 최근 미국 국채 금리 변화의 동인이 경기 회복에 대한 기대감과 QE축소 전망이라는 관점에서 보면 어제 미국 국채 금리는 상승하는 것이 정상적
- 그러나 여전히 높은 수준인 것은 사실이지만 추가적인 상승이 나타나고 있지 않다는 점에서 연준의 대응이 추가적인 금리 상승을 제한 시켜 줄 것이라는 기대감이 형성되고 있는 것으로 판단
- 미국 국채 금리 상승이 제한되는 상황이 이어진다면, 글로벌 금융시장의 리스크 수준도 안정적인 국면을 유지할 가능성이 높아 보임

통계적인 관점에서, 3분기 중 2,000pt 회복에 대한 기대가 가능

- 과거 데이터들의 움직임을 고려해 볼때, 현재의 성장률 전망 및 리스크 수준이 유지될 경우 3분기 말 2,000pt 수준까지의 상승 여력은 가지고 있는 것으로 판단

강화되는 경기 모멘텀과 완화되는 리스크 부담 고려시 추가적인 반등 예상

- 가장 큰 리스크 요인 중 하나로 생각했던 미국의 국채 금리가 안정적인 흐름을 이어가고 있음
- 현재 수준의 성장률 전망치와 리스크 수준이 유지된다고 하더라도 추가 상승이 가능해 보이는 상황

글로벌 주요지역 경제지표가 일제히 개선

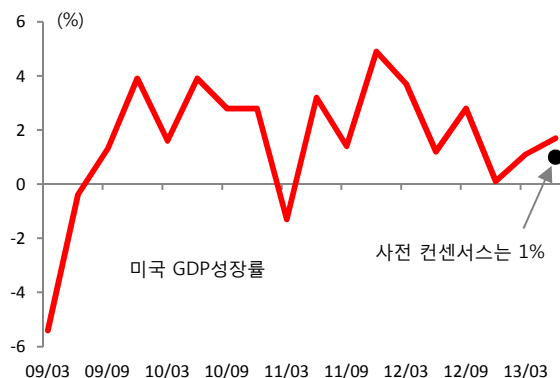
전일은 비교적 많은 이벤트들의 결과를 받아볼 수 있었다. 미국 FOMC 가 진행되었고, 2분기 GDP 성장률과 7월 ADP 민간고용도 발표되었다. 유럽에서는 실업률과 PMI 지수가 발표됐고, BOE 와 ECB 의 통화정책 회의도 있었다. 중국에서는 PMI 지수가 발표되었다.

전반적으로 살펴 보자면, 가장 특징적인 모습은 경제지표들이 모두 긍정적인 결과를 보여주었다는 점이다. 우선 미국쪽의 데이터를 보면, 2분기 GDP 성장률은 예상치인 +1.0% 성장을 크게 뛰어넘는 +1.7%의 성장률을 기록했고, ADP 민간고용 역시 예상치인 +18만명을 상회하는 +20만명 증가를 기록했다.

유럽에서도 긍정적인 지표들이 발표됐다. 우선 마르키트 사가 발표한 7월 유로존 PMI 지수는 50.3을 기록해 잠정치 50.1을 상회하며 2011년 7월 이후 처음으로 기준선인 50을 상회했다. 또, 유로존 통계청인 유로스탯이 발표한 6월 유로존의 실업률은 10.9%를 기록, 2011년 1월 이후 처음으로 감소하는 모습을 보였다. 물론 국가별로 편차가 존재하기 때문에 추세 전환을 판단하기는 힘들지만, 앞서 언급한 바와 같이 최근 개선되는 흐름을 보여주고 있는 심리 지표들과 함께 본다면 향후 전반적인 유로존 경기에 대한 긍정적인 기대감을 가질 수 있게 만드는 소재이다.

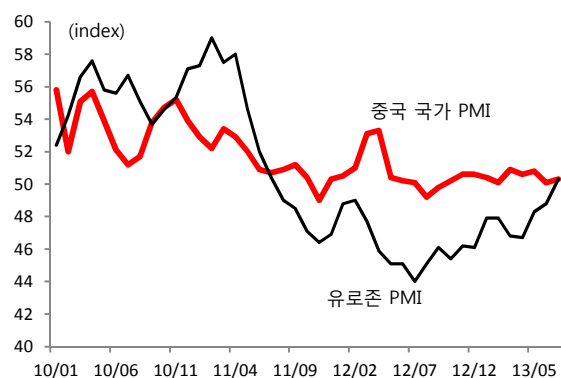
중국에서도 PMI 가 예상치 이상으로 양호한 결과를 발표했다. 중국의 7월 PMI 지수가 50.3을 기록, 전월의 50.1과 컨센서스 49.8을 모두 상회했다. 마찬가지로 전일 발표된 HSBC PMI 확정치(47.7)와 괴리차가 작지 않다는 점에서 정부 조작설과 같은 루머들이 형성되고 있는 것도 사실이다. 하지만, 6월 단기 금리 쇼크 상황에서 중소기업들이 상대적으로 어려움을 겪었을 가능성이 크고, HSBC PMI 의 집계 대상기업들이 정부 PMI 에 비해 민영기업과 중소기업들의 비중이 높다는 점에서 그 여파가 영향을 상대적으로 크게 미쳤을 가능성도 있다는 관점에서 본다면 이해가 될 수 있는 부분이기도 하다.

미국 GDP 성장률 전망치가 예상치를 상회하는 결과를 발표



자료: 미 상무부, 동양증권 리서치센터

중국과 유럽의 PMI 지수가 모두 개선되는 모습을 보임

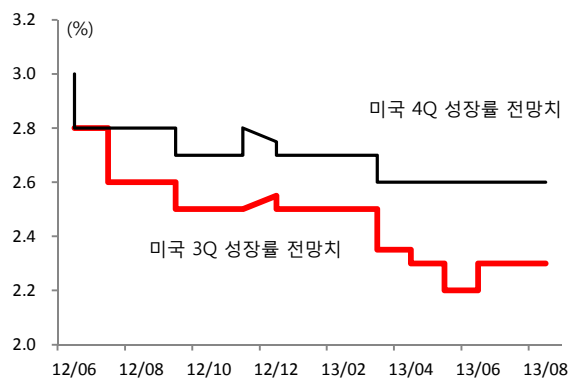


자료: CEIC, Markit, 동양증권 리서치센터

주식시장 투자전략

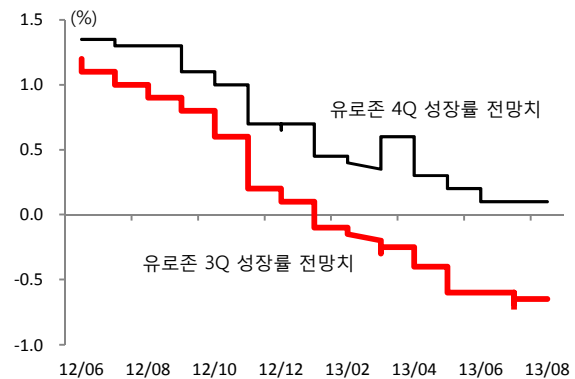
결과적으로 글로벌 경기 회복에 대한 기대감은 점차 강화되는 흐름이 나타나고 있는 것으로 볼 수 있다. 아직까지 글로벌 성장률 전망치의 가시적인 상향조정이 나타나고 있지는 않지만 미국의 3분기 성장률 전망치가 상향 조정되는 모습이 나타났으며, 4분기 성장률 전망치 또한 하락이 멈추고 있는 모습이다. 유로존 또한 성장률 전망치의 추가적인 하향 조정은 일단락된 모습이 나타나고 있다. 중국에 대한 우려가 남아 있는 것은 사실이지만, 정부의 성장률 하단 방어 의지를 감안한다면 큰 쇼크를 야기할 소재는 아니라고 볼 수 있고 따라서 하반기 글로벌 경기전망은 현재 수준 이상에서 형성될 가능성이 높다는 판단이다.

미국 3분기 및 4분기 GDP 성장률 전망치 추이



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

유로존 3분기 및 4분기 GDP 성장률 전망치 추이



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

경제지표의 호조와 지속되는 QE 축소 우려에도 미 국채 금리는 제자리

이상에서 전일 발표된 지표들에 대해 개략적으로 살펴 보았는데 이 번에는 미국과 관련된 내용에 조금 더 집중해서 생각을 해보자. 경제 지표들이 긍정적으로 발표되었음에도 불구하고 현지 시간 31일 미국의 증시와 국채 금리는 큰 움직임을 보이지 않았다. 특히 눈길이 가는 것이 미국 국채 금리의 움직임이다.

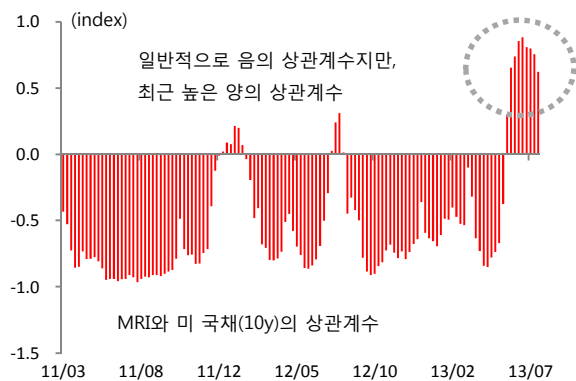
최근 몇 년 정도를 놓고 보게 되면 미국 국채 금리의 변화는 세 가지의 동인에 의해서 이루어진다고 볼 수 있다. 하나는 글로벌 금융시장의 안전자산 선호도의 변화, 또 하나는 미국 경기 회복에 대한 기대감, 마지막으로 미국 연준의 통화정책이 있다.

그런데 첫번째 동인은 현재 국채 금리에 크게 영향을 미치지 않고 있는 모습이다. 글로벌 금융시장의 리스크 인덱스(Citi Macro Risk Index)와 미국 국채 금리간의 상관관계수가 플러스(+)권에서 형성되고 있는데, 리스크에 대한 회피 심리가 강화되는 구간에서 미국 국채에 대한 수요가 증가한다는 일반적인 경우와는 상이한 움직임이 나타나고 있다는 점에서 현재 리스크 지표가 미국 국채 금리변화에 동인으로 작용하는 기존의 관계는 약화된 것으로 보이는 상황이다.

주식시장 투자전략

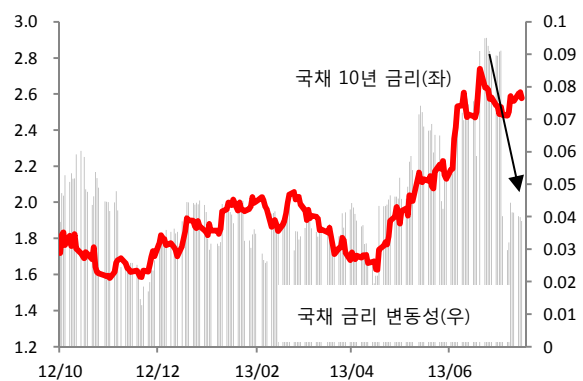
그렇다면 최근 미국 국채 금리의 변화는 나머지 두개의 변수, 미국 경기 회복에 대한 기대감과 연준의 통화정책에 대한 전망에 의해 결정되고 있다고 볼 수 있다. 이를 전제한다면, 전일은 미국 국채 금리의 상승이 나타나는 것이 자연스러운 상황이었다. 앞서 언급한 바와 같이 양호한 경제 지표가 발표되었고, FOMC 에서도 QE 축소에 대한 불안감을 경감시키기 위한 추가적인 대응은 없었다는 점에서 9월 양적완화 축소에 대한 기존의 기대감(혹은 우려)가 여전히 유지되고 있는 상황이기 때문이다. 그럼에도 불구하고 미국 국채 금리가 큰 변화를 보이지 않았던 것에 대해서는 다음과 같은 해석이 가능해 보인다.

미국 국채 금리와 MRI의 상관관계 추이



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

높은 수준이기는 하지만, 변동성이 축소되고 있는 미국 국채 금리



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

결국 연준에 대한 기대가 국채 금리의 상승을 제어하는 것으로 판단

최근 버냉키 의장이 언급한 내용(NBER 연설, 의회 연설 등)들을 살펴 보게 되면, 실업률이 목표치인 6.5%에 도달하더라도 그 자체가 즉각적이고 기계적인 금리 인상을 의미하는 것은 아니라는 내용이 있다. 이는 tapering 을 진행한다고 할 지라도 여전히 실질적인 tightening 과는 여전히 거리가 있는 상황이라는 의사를 표명함으로써 빠르게 나타나던 국채 금리의 상승세를 진정시키기 위한 의도를 가진 발언이었던 것으로 볼 수 있다.

이러한 발언의 연장선상에서 볼때, 만약 9월 FOMC 에서 예정대로 양적완화의 규모를 축소시키는 결정을 내린다고 하더라도 연준과 버냉키 의장은 이를 반영한 국채 금리의 급격한 변동성 확대를 막기 위해 대안을 강구할 가능성이 높아 보인다. 예컨대 기준금리 인상 가능 조건을 보다 강화(실업률 목표치를 더 낮은 수준으로 조정)하거나 추가적인 조건을 부과하는 형태의 방법론이 있을 수 있다.

결론적으로 미 연준 입장에서 QE 축소와 관련해 단기적으로 국채금리의 변동성의 확대되는 문제는 부담이 있을 수 밖에 없는 상황이고 이를 방어하기 위한 수단을 강구할 가능성이 커보이

는 상황이 전개되고 있다. 그렇기 때문에 전일 미국 경제지표들의 서프라이즈와 QE 축소에 대한 연준의 큰 변화없는 태도가 유지되었음에도 불구하고 금리 수준이 올라가지 않았던 것으로 볼 수 있다. 따라서 적어도 단기적으로는 현재 금리 레벨에서 추가적인 상승이 이루어 질 가능성은 제한적이라는 판단이 가능해 보인다.

현재의 경기 전망과 리스크 수준을 감안한다면, 추가상승이 가능한 영역

이상에서 살펴 본 바와 같이 글로벌 경기 성장률이 현재 수준 이상에서 형성될 가능성이 높고, 연준의 tapering 에 따른 금융시장의 불확실성이 확대될 가능성이 제한적이라는 조건들을 전제 하자. 그렇다면 이러한 상황에서 국내 증시는 추가적인 상승이 가능할 것인지 여부를 따져 볼 필요가 있다. 현재 KOSPI 는 지난 6월 급락 구간을 경험한 이후 미국과 중국에 대한 우려가 희석되면서 이미 저점 대비 100pt 이상 상승한 상황이기 때문에 추가적인 모멘텀이 부족해 보이는 현 시점에서 상승 탄력이 다소 둔화되는 것에 대한 우려가 형성될 수 있기 때문이다.

이 문제에 대해서는 다음과 같은 방식으로 접근해 보았다. 글로벌 증시의 흐름에 밀접한 연관성을 가지고 있는 것으로 판단되는 전세계 GDP 성장률의 변화분과 리스크 인덱스(MRI)의 변화분, 그리고 글로벌 PMI(JP Morgan 글로벌 PMI)지수와 분기 주가 수익률(MSCI AC 월드 기준) 등을 가지고 군집분석을 이용해 98년 이후 각 분기를 5가지의 국면으로 분류해 보았다. 그리고, 판별 분석을 이용해 현재 조건들을(① GDP 성장률의 소폭 상승, ②MRI 의 정체 혹은 소폭 하락, ③PMI 가 중립 수준에서 개선) 대입해 본 결과 과거 현재와 유사한 지표들의 움직임이 나타났던 경우 MSCI AC 월드 지수의 분기 평균 수익률은 +6.8%(95% 신뢰구간의 하단과 상단은 각각 +3.8%, +9.8%)로 계산된다.

이를 MSCI AC 월드 지수와 KOSPI 지수의 beta 를 고려해 국내 증시에 적용해 보면, 3분기 국내 증시의 증가는 평균 수익률 적용 시 약 2,005pt 수준으로 계산된다. 다시말해 통계적인 관점에서 본다면 지수는 경기 및 리스크 지표의 개선 여부가 현재 수준만 유지되어 줄 경우 2,000pt 수준까지의 반등을 기대해 볼 수 있다는 의미이다. 현재 지수 레벨이 1,920pt 대에서 형성되고 있다는 점을 감안하면 추가적인 상승을 기대해 볼 수 있는 구간이라는 판단이 가능하다.