



유럽 경기회복 순서에 따라 업종이 달라진다

Why This Report

금일 자료는 최근 들어 이슈가 되고 있는 유럽에 대해서 다뤄보도록 하겠습니다. 최근 유럽 증시의 강세 이유와 향후 볼 수 있는 리스크, 그리고 그 리스크가 글로벌 증시에 줄 수 있는 영향력도 체크할 필요가 있습니다. 한편 유럽의 경기회복의 순서가 있기 마련입니다. 유럽 경기회복 순서에 따라 국내 증시에서 관심을 가져야 할 업종도 달라질 수 있습니다. 유럽 경기회복 순서에 맞춘 업종별 투자전략 지도를 그려줄 필요가 있는 시점입니다

관심이 높아지고 있는 유럽

- 6월 말 이후 현재까지 MSCI 유럽16개국지수는 10.0%나 상승하며 미국(5.5%), 일본(3.6%) 보다 높은 수익률 기록
- 유럽 Financial Condition Index는 기준선(0)을 넘어섰고, 주요국의 정치적 위험 수준도 낮아지면서 정치적인 불안도 수면 아래로 내려간 상황. 경기모멘텀은 빠른 회복세를 보이고 있고, 유로화도 달러대비 강세로 전환

유럽의 경기회복 믿을 수 있나

- 그리스는 2014년과 2015년 각각 44억 유로와 65억 유로의 자금이 더 필요. 과거 독일 총선 직전 유럽의 정치위험지수가 높아졌다는 점을 감안 시 최근 다소 잠잠한 유럽의 정치적 불확실성이 9월을 전후로 재차 높아질 가능성 있음
- 유럽의 본질적인 문제 중 하나는 정치와 금융시장 위험의 연쇄 반응. 그러나 지금은 OMT프로그램 실행으로 두 변수의 연쇄 반응 정도가 크게 약화
- 유럽의 체감경기도 의미를 부여할 수 있을 정도의 기간 동안 개선되고 있음. 또한 유럽 주요국의 경우 소비와 투자가 균형을 이루며 회복한다는 점에도 주목할 필요가 있음. 특히 재정위기 등으로 부진함을 면치 못했던 남유럽 국가인 이탈리아의 경우도 회복세에 동참할 것이라는 점 역시 상당히 고무적인 현상

유럽 경기회복도 순서가 있고, 순서에 따라 국내 투자전략도 변화

- 첫 번째 단계에서는 PMI제조업지수와 소비심리 등과 같은 체감경기지수가 경제지표 중 가장 빠르게 회복. 두 번째 단계에서는 산업생산, 소매판매 등과 같은 실물경기 성격이 강한 경제지표들의 회복(선행지수에 3개월 후행)으로 연결. 마지막 단계에서 실업률, 은행대출 등과 같은 후행지표들이 회복(선행지수에 14개월 후행)
- 현재와 같이 유럽의 경기선행지수와 동행지수가 (-)마이너스권에서 동반 회복할 때는 자동차, 자동차부품, 전자/부품, 은행→ 그 다음 단계로 경기선행지수가 (+)플러스권으로 진입하고, 동행지수가 (-)마이너스권에 개선될 때는 반도체/장비, 디스플레이, 전자/부품, 조선→ 마지막 단계인 경기선행지수와 동행지수가 (+)플러스권에서 동반 상승할 때는 철강, 정유, 화학, 건설 업종이 유망

유럽 경기회복 순서에 따라 업종 투자전략 변화

- 유럽 경기회복 시그널이 보다 강화될 수 있는 국면으로 진입 예상
- 유럽 경기지표 회복 순서에 따라 업종별 투자전략에도 변화가 필요

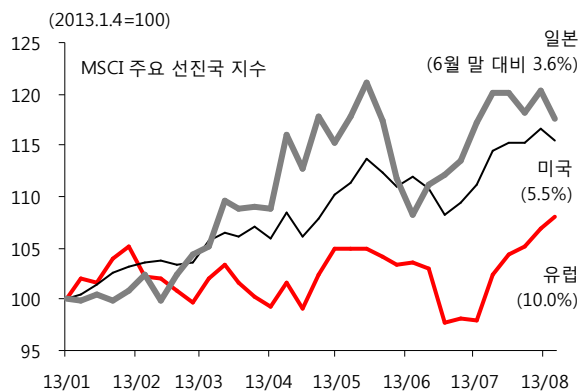
주식시장 투자전략

투자자들의 관심이 모아지는 지역: 유럽

유럽이 투자자들의 관심을 끌고 있다. 6월 말 이후 현재까지 MSCI 유럽16개국지수(오스트리아, 벨기에, 덴마크, 핀란드, 프랑스, 독일, 그리스, 아일랜드, 이탈리아, 네덜란드, 노르웨이, 포르투갈, 스페인, 스웨덴, 스위스, 영국)는 10.0%나 상승하며 미국(5.5%), 일본(3.6%) 등을 앞질렀다(그림1).

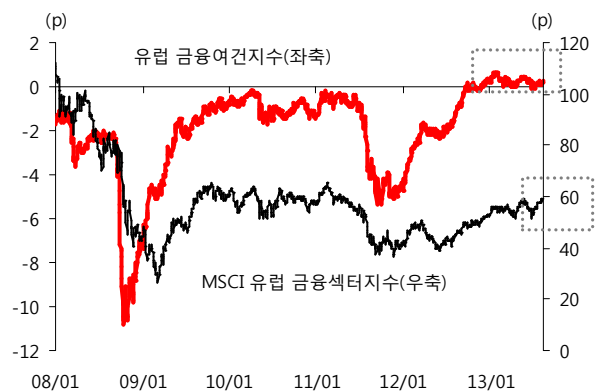
유럽 Financial Condition Index(금융여건지수: Libor-OIS 스프레드, 장단기금리차, 주가, 변동성지수, 채권 등 금융시장 움직임을 종합적으로 반영해 만든 지표)는 기준선(0)을 넘어섰고, MSCI 유럽 금융섹터지수도 6월 말 대비 12%나 상승했다(그림2).

[그림 1] 선진유럽 증시가 6월 이후 높은 수익률을 기록



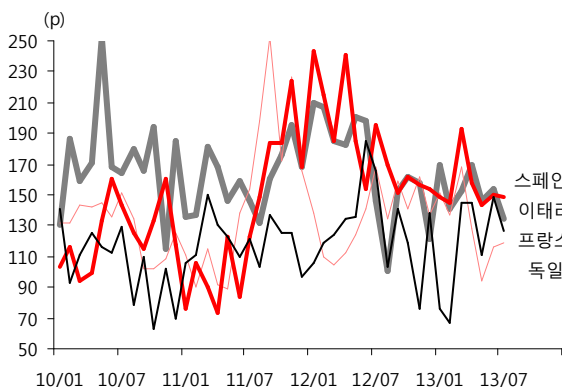
자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림 2] 유럽 금융상태는 정상적인 수준으로 진입, 금융섹터 강세



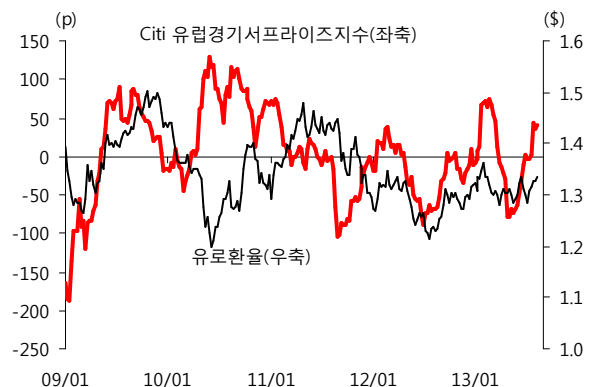
자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림 3] 유럽 주요국의 정치 위험 수위도 낮아지고 있는 상황



자료: policyuncertainty.com, 동양증권 리서치센터

[그림 4] 정책 효과로 경기모멘텀 회복 → 유로화 강세



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

주식시장 투자전략

유럽 주요국의 정치적 위험 수준도 낮아지면서 정치적인 불안도 수면 아래로 내려간 상황이다(그림3). 특히 5월 ECB의 정책금리 인하와 드라기 총재의 유럽 성장 지지 발언 등으로 경기모멘텀은 빠른 회복세를 보이고 있고, 유로화도 달러대비 강세로 전환했다(그림4). 유럽 증시 회복에 발판을 만들어 준 이유들이다.

유럽의 회복을 믿어도 될까, 그리스 추가자금 지원, 독일 총선 문제가 남아 있다

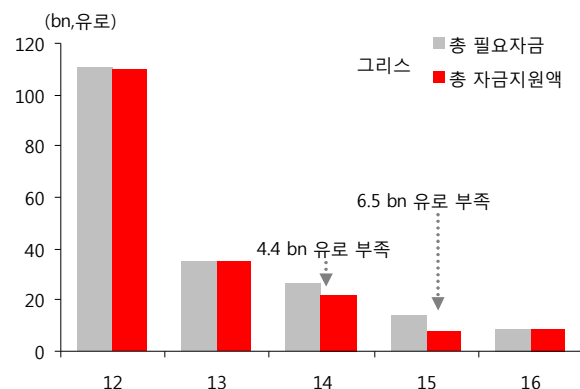
여기서 던질 수 있는 질문 중 하나는 ‘유럽의 회복을 믿어도 될까?’ 일 것이다.

2013년 7월 IMF 보고서에 따르면, 그리스의 경우 추가적인 자금 지원이 필요할 것이라고 밝혔다. 그리스는 2014년과 2015년 각각 44억 유로와 65억 유로의 자금이 부족할 것으로 보인다(그림5). 추가적인 자금 지원에 대한 논란이 부각될 수 있고, 유럽 금융시장의 위험지표들이 악화될 가능성이 있다. 그리스에 대한 트로이카(EU, ECB, IMF)의 실사는 오는 9월 말(9/29일)과 11월말(11/30일) 진행될 예정이다.

한편 9/22일 독일에서는 총선이 치러질 예정이다. 메르켈 총리에 대한 지지율과 현재 여당의 지지율이 높기 때문에 큰 이변이 없는 한 메르켈이 이끄는 현재 여당이 총선에서 이길 가능성이 높아 보인다. 다만 과거 독일 총선 직전 유럽의 정치위험지수가 높아졌다는 점을 감안 시 최근 다소 잠잠한 유럽의 정치적 불확실성이 9월을 전후로 재차 높아질 가능성이 있다(그림6).

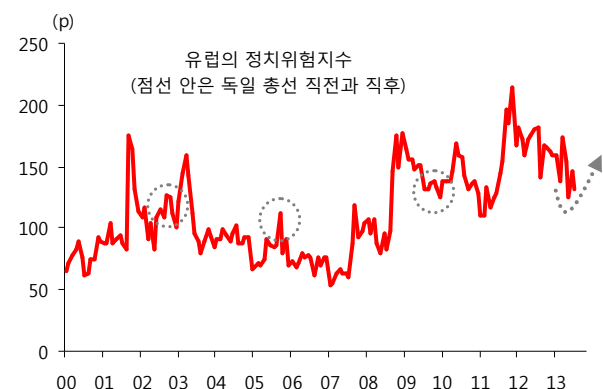
유럽 금융시장과 정치적 위험 수준이 높아질 수 있다는 점을 염두에 둘 필요가 있다.

[그림 5] 그리스, 2014년과 2015년 자금지원 더 필요



자료: IMF, 동양증권 리서치센터

[그림 6] 독일 총선 직전 잠잠했던 유럽의 위험 수준이 재차 상승 가능



자료: policyuncertainty.com, 동양증권 리서치센터

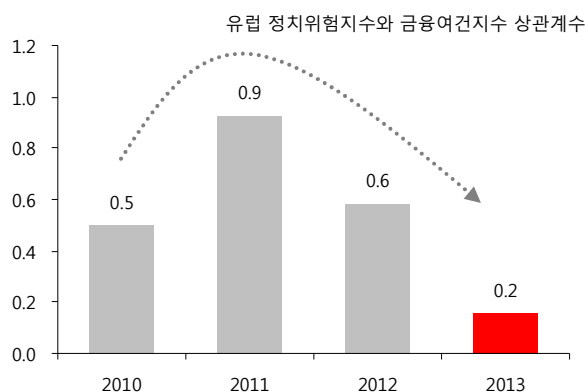
유럽의 회복을 믿어도 될까(1) 정치와 금융 부문 연쇄반응의 정도가 약해졌다

유럽의 본질적인 문제 중 하나는 정치와 금융시장 위험의 연쇄 반응이었다. 즉 유럽의 경우 정치적 위험이 높아지면 금융시장의 위험 수준도 동반해서 상승했다. 그러나 지금은 과거와 상황이 많이 달라졌다.

2010년과 2011년의 경우 유럽의 정치위험지수와 유럽 금융여건지수의 상관관계가 높아졌던 국면이었다. 특히 2011년의 경우 두 지수의 상관관계는 무려 0.9정도를 유지했다. 그러나 2012년 이후 상관관계는 낮아지기 시작했다(그림7). 또한 유럽의 정치위험지수가 10p 상승 시 2011년의 경우 금융여건지수가 -0.2p 가 하락했지만, 2013년 이후에는 정치위험지수가 상승하더라도 금융여건지수는 큰 변화가 없다(그림8).

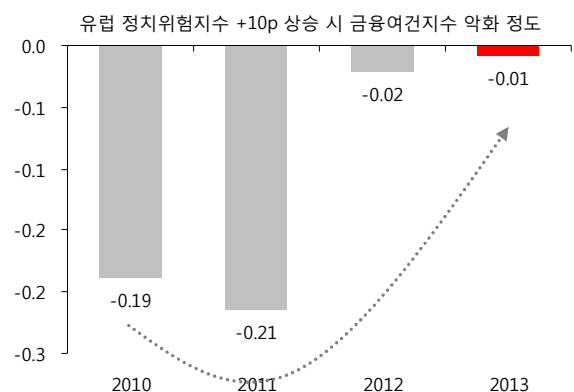
2012년 9월 ECB 의 OMT(조건부 무제한 국채매입 프로그램)실행 발표로 정치와 금융시장 위험 사이에 방화벽이 마련됐기 때문에 정치와 금융 부문의 연쇄반응의 정도가 약화됐다.

[그림 7] 유럽은 정치와 금융부문의 연쇄반응 정도가 약화(1)



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림 8] 유럽은 정치와 금융부문의 연쇄반응 정도가 약화(2)



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

유럽의 회복을 믿어도 될까(2) 지역과 부문의 균형적인 회복도 주목할 필요가 있다

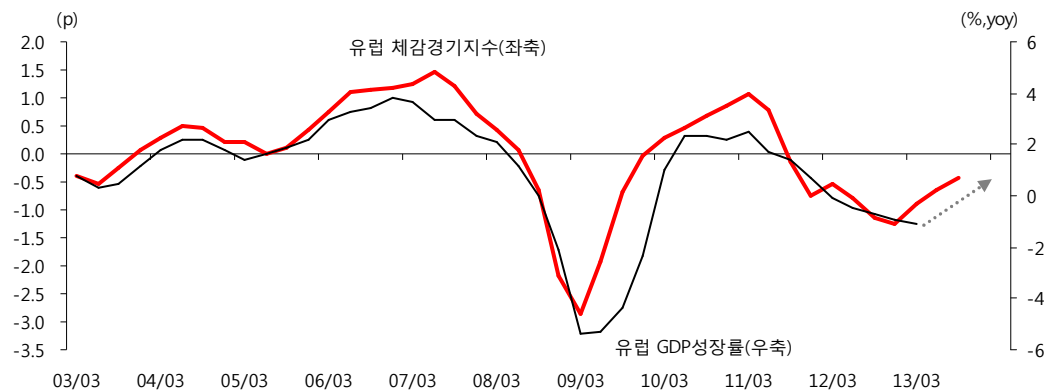
유럽의 체감경기가 의미를 부여할 수 있을 정도의 기간 동안 개선되고 있다는 점에도 주목할 필요가 있다.

유럽 PMI 제조업지수는 3개월 연속 상승하며 2011년 7월 이후 처음으로 확장국면에 진입했다. 소비심리지수는 8개월 연속 개선되는 모습을 보이고 있다. 결과적으로 유럽 체감경기지수(유럽 PMI 제조업지수와 소비심리지수 표준화 후 평균)는 2013년 이후 꾸준한 회복세를 보이고 있다.

주식시장 투자전략

유럽 체감경기지수와 GDP 성장률(y/y) 간의 관계를 보면, 유사한 흐름을 보인다는 특징이 있다. 이점을 감안 시 1분기를 저점(-1.1%)으로 유럽 GDP 성장률이 회복할 가능성이 높아 보인다(그림9). IB 들의 평균 GDP 성장률(y/y) 전망치는 2분기 -0.9%→ 3분기 -0.6%→ 4분기 0.2%로, 경기싸이클이 개선될 것으로 예상된다(참고로 8/14일 2분기 GDP 성장률 발표).

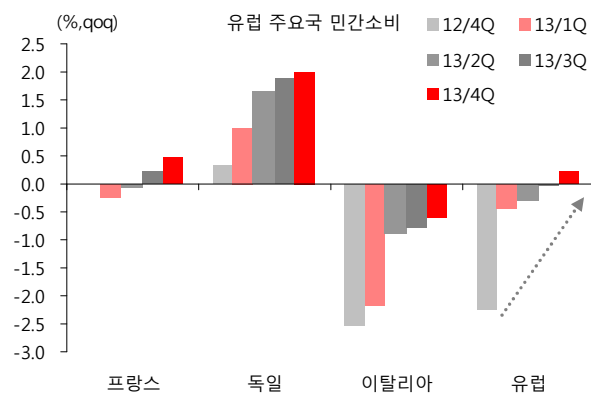
[그림 9] 2013년 이후 유럽 체감경기지수 꾸준한 회복세 시현. GDP 성장률 1분기를 저점으로 회복 가능성 높음



자료: Datastream, CEIC, 동양증권 리서치센터

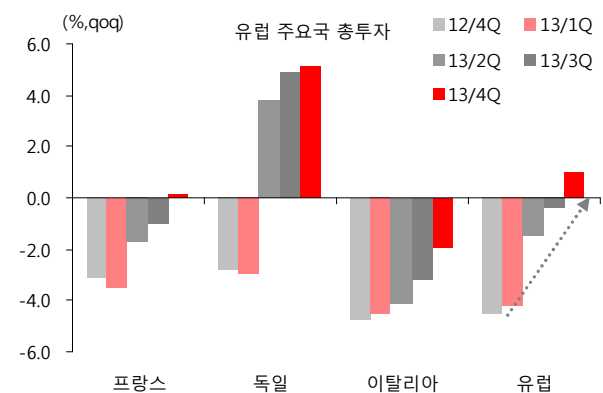
특히 유럽 주요국의 경우 소비와 투자가 균형을 이루며 회복한다는 점에도 주목할 필요가 있다. 2013년 이후 독일, 프랑스, 이탈리아의 민간소비와 기업투자는 꾸준한 회복세를 보일 것으로 예상된다. 한편 재정위기 등으로 부진함을 면치 못했던 남유럽 국가인 이탈리아의 경우도 회복세에 동참할 것이라는 점 역시 상당히 고무적인 현상 중 하나라고 판단된다(그림10과 그림11).

[그림 10] 유럽 주요국 민간소비 개선, 독일 뿐만 아니라 이탈리아까지



자료: OECD, 동양증권 리서치센터

[그림 11] 유럽 주요국 총투자 개선, 독일 뿐만 아니라 이탈리아까지



자료: OECD, 동양증권 리서치센터

주식시장 투자전략

정리를 해 보면, 유럽은 그리스의 추가적인 지원 여부 결정과 독일 총선 등이 남아 있어 글로벌 금융시장에 불안감을 안겨줄 여지는 있다. 다만 이 부문은 글로벌 금융시장의 쇼크(Shock)로 작용하기 보다는 노이즈(Noise) 정도에 그칠 것으로 보인다.

오히려 최근 유럽에서 나타나고 경기회복 시그널에 보다 더 주목할 필요가 있다. 향후 이 시그널은 보다 강화될 가능성이 높아 보인다. 그 이유는,

ECB의 OMT 프로그램 실행으로 정치와 금융부문의 연쇄반응 정도가 크게 약화됐다는 점, 유럽의 체감경기지수가 의미를 부여할 수 있을 만큼 상당기간 지속적으로 회복세를 보이고 있다는 점, 유럽 주요국의 소비와 투자가 동반해서 회복세를 보일 가능성이 높다는 점, 독일 뿐만 아니라 재정위기로 어려움에 처해있던 이탈리아도 경기 회복에 동참할 가능성이 높다는 점 등이 이를 뒷받침해주고 있다.

유럽 경제지표도 회복 순서가 있다

우리가 기억해야 할 부문은 경제지표에도 회복 순서가 있다는 것이다. 유럽도 마찬가지다.

첫 번째 단계에서는 PMI 제조업지수와 소비심리 등과 같은 체감경기지수가 경제지표 중 가장 빠르게 회복을 시작한다. 두 번째 단계에서는 산업생산, 소매판매 등과 같은 실물경기 성격이 강한 경제지표들의 회복으로 연결된다. 마지막 단계에서 실업률, 은행대출 등과 같은 지표들이 회복하게 된다.

유럽 경제지표도 이와 비슷한 경로를 가지고 있다. 우리가 자주 접할 수 있는 유럽에서 발표되는 경제지표들을 이용해 유럽의 선행(PMI 제조업지수와 소비심리지수)/동행(산업생산과 소매판매)/후행(실업률과 은행대출) 지표를 만들어 보면,

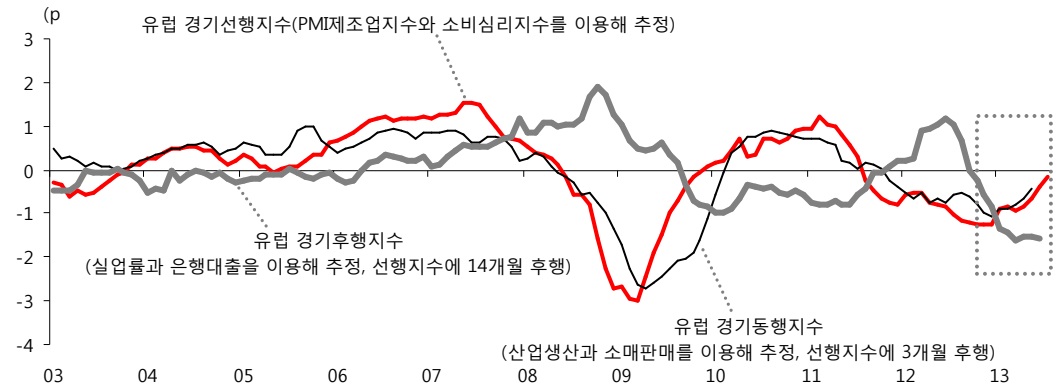
유럽 경기선행지수는 동행지수에 3개월 정도 선행하는 특징이 있다. 후행지수는 선행지수에 대략 14개월 정도 후행하는 모습을 보인다(그림12).

최근의 모습을 보면, 경기선행지수와 동행지수는 각각 2012년 11월과 12월을 저점으로 동반해서 회복하고 있다. 다만 (-)마이너스권에 머물러 있어 경기 선행지수와 동행지수가 본격적인 확장국면으로 진입했다고 보기는 어렵다고 판단된다.

후행지수는 여전히 (-)마이너스권에서 하락세를 보이고 있다. 유럽 실업률은 여전히 높은 수준을 유지하고 있고, 은행의 디레버리징도 아직은 진행 중이다.

주식시장 투자전략

[그림 12] 유럽의 경기회복도 순서가 있음. 먼저 체감경기지수와 같은 경기선행지수가 회복하고, 뒤를 이어 산업생산과 소매 판매 등과 같은 동행지수가 회복. 마지막 단계에서 은행 대출, 실업률 등과 같은 후행지수 시차를 두고 회복에 동참



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

유럽의 경제회복 순서에 국내 업종이 반응하는 순서도 기억해 둘 필요가 있다

유럽의 경기회복 국면별로 국내 증시 업종의 반응 정도도 다르다. 유럽 경기회복 순서에 따라 국내 증시 업종의 수익률(월간 수익률 평균)을 체크해 보면,

첫 번째 국면, 유럽의 경기선행지수와 동행지수가 (-)마이너스권에서 동반해서 개선되는 국면에서는 국내 자동차, 자동차부품, 전자/부품, 은행(수익률 순서) 등과 같은 업종이 강세를 보인다. 현재 국면이 여기에 해당한다.

두 번째 국면, 유럽의 경기선행지수가 (-)마이너스에서 (+)플러스로 진입하고, 동행지수는 (-)마이너스권에서 개선되는 국면에서는 반도체/장비, 디스플레이, 전자/부품, 조선(수익률 순서) 등과 같은 업종이 강한 상승세를 보인다. 다음 국면에서 진행될 시나리오이기 때문에 현재 시점에서 관심을 가질 필요가 있다.

유럽 수출비중이 상대적으로 높은 품목이 국내의 경우는 IT(유럽 수출금액 중 차지하는 비중 14%)와 자동차(13%)이기 때문에 나타나는 결과라고 판단된다. 특징적인 점 중 하나는 전자/부품업종(LG 전자 중심)의 경우 두 국면에서 모두 수익률이 높았다는 특징이 있다.

마지막 국면은 유럽의 경기선행지수와 동행지수가 모두 (+)플러스권에서 상승하는 국면이다. 철강, 정유, 화학, 건설(수익률 순서) 등과 같은 업종이 선전한다. 유럽 실물경기보다 밀접한 업종을 중심으로 강세를 보인다는 특징이 있다. 유럽 수출 품목 중 철강과 화학 관련 제품도 상대적으로 높은 비중을 차지하고 있기 때문에 해당 업종의 주가 수익률도 긍정적인 영향을 줄 가능성이 높다.

주식시장 투자전략

결론적으로 유럽 경제지표에 회복의 순서가 있다는 점을 고려해 투자전략 시나리오를 수립하고자 한다면,

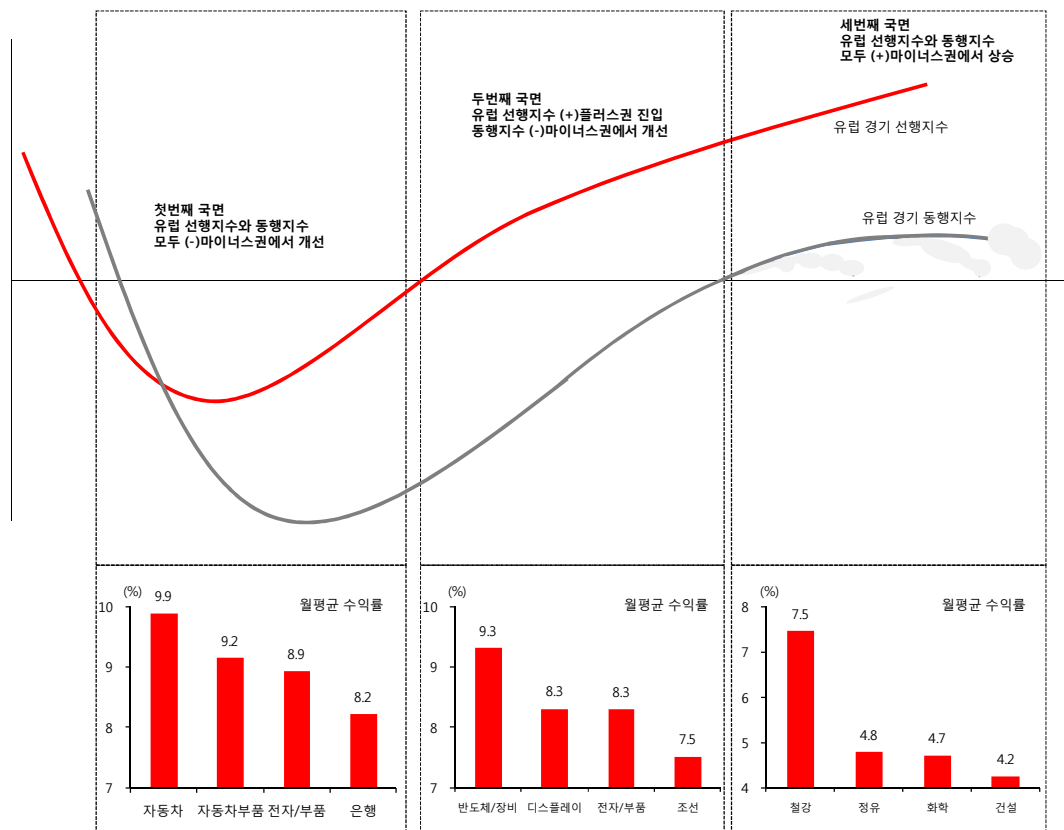
현재와 같이 유럽의 경기선행지수와 동행지수가 (-)마이너스권에서 동반 회복할 때는 자동차, 자동차부품, 전자/부품, 은행→ 그 다음 단계로 경기선행지수가 (+)플러스권으로 진입하고, 동행지수가 (-)마이너스권에 개선될 때는 반도체/장비, 디스플레이, 전자/부품, 조선→ 마지막 단계인 경기선행지수와 동행지수가 (+)플러스권에서 동반 상승할 때는 철강, 정유, 화학, 건설 업종이 유망하다는 순서도 정도는 기억해 둘 필요가 있다(그림13).

[그림 13] 유럽 경기회복 순서에 따른 국내 업종별 순서도

첫 번째 단계 유럽 경기선행지수와 동행지수 (-)권에서 동반 개선: 자동차와 부품, 전자/부품, 은행

두 번째 단계 유럽 경기선행지수 (+)진입, 동행지수 (-)권에서 개선: 반도체/장비, 디스플레이, 전자/부품, 조선

세 번째 단계 유럽 경기선행지수와 동행지수 (+)권에서 동반 상승: 철강, 정유, 화학, 건설



자료: 동양증권 리서치센터