투자포커스

9월 이슈 : 미국 Tapering 시나리오

Strategist 오승훈 769-3803 oshoon99@daishin.com

유동성 축소의 힘은 여전히 강했다. 그동안 부진했던 유로존 및 중국의 경기가 청신호를 보여주었지만 유동성 축소의 벽을 넘어서기엔 역부족이었다. 8월 주가 하락으로 코스피에 대한 시장 컨센서스는 9월17일~18일 FOMC와 9월말 이벤트를 확인한 후 대응해야 한다는 쪽으로 쏠리고 있다.

***Tapering 시나리오와 코스피 대응전략**

Tapering 기본 시나리오 : Tapering 연기(9월 미실시)

8월 중순이후 미국 경제지표는 예상을 하회하는 지표의 수가 많아지고 있다. 이를 반영하여 미국경제 서프라이즈지수는 아직 플러스권에 있지만 방향성은 꺾였다. 9월초 예정된 미국의 지표는 전월대비 둔화될 것으로 전망되고 있다. 9월 3일 발표될 8월 ISM지수는 7월 55.4대비 떨어진 54.0을 기록할 전망이다. 비농업신규일자리수도 전월과 비슷한 16만건을 기록해 강한 고용개선 신호를 주지 못할 것으로 전망된다. 더 확장되지 못하는 미국 지표는 9월17~18일 자산매입 축소 전망을 후퇴시킬 것으로 판단한다.

코스피의 경로 : 9월초 안도랠리=〉 상단 1,970, 유럽/한국/중국 차별화 주도

9월초 안도랠리를 전망한다. 우선 9월초 발표될 미국 ISM과 고용지표는 Tapering 개시 지연에 대한 기대를 높이게 될 것이다. Tapering 신중론은 9월 5~6일 러시아에서 열릴 G20정상회의를 통해 더욱 힘을 받을 수 있어 신흥국에 대한 과도한 불안도 진정될 수 있다. Tapering 지연이 미국 경제지표에 의한 것이기 때문에 Non US 경기에 대한 기대가 높아질 수 있다. 8월말 글로벌 유동성 흐름에 나타난 것처럼 유럽과 수출주도 제조국가인 한국, 중국의 차별성이 부각될 수 있다. 9월초 안도랠리의 상단은 코스피 1,970으로 설정한다. 9.17~18일 FOMC 및 9월말 주요이벤트를 앞두고 경계감이 커질 것으로 전망한다. 9월초의 안도랠리는 외국인이 주도할 가능성이 높다. 삼성전자 중심의 IT, 금융, 자동차가 안도랠리의 선두에 설 전망이다.

선반영된 Tapering 충격

미국 Tapering 이슈는 이미 노출된 악재이다. 5월 이후 Tapering 자체의 영향력은 감소하고 있다. 단적으로 미국 국채 금리의 월간단위 상승폭은 5월 이후 축소되고 있으며, 미국 채권형 펀드에서의 자금이탈 규모도 줄어들고 있다. Tapering에 대한 시장 컨센서스는 9월 개시, 규모는 100억달러 축소로 형성되어 있다(블룸버그 서베이, 8.11~13, 42명 이코노미스트). 물론 이러한 컨센서는 9월초 발표될 미국지표에 따라 달라질 수 있다. 8월 Tapering 영향력이 커진 것은 자체의 영향력이 높아진 것이 아니라 Tapering의 부정적 영향을 받는 신흥시장에 대한 불확실성이 커졌기 때문이다.

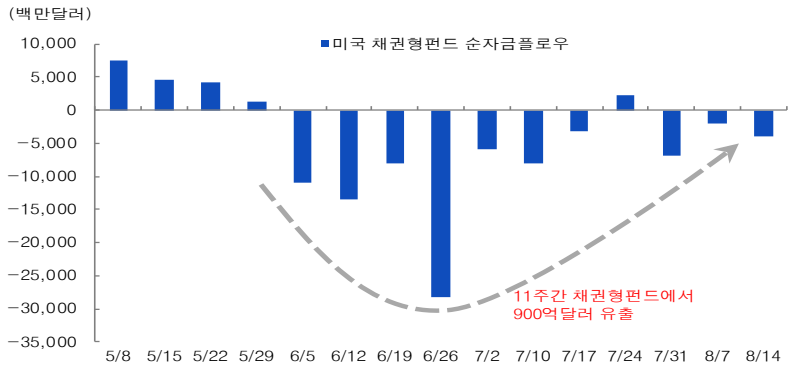
*선반영된 충격 : 미국 채권형펀드에서 4개월간 900억달러 유출

지난 4개월의 과정을 통해 Tapering에 대한 스트레스 테스트는 이미 진행되고 있다. 미국 국채시장과 모기지 시장은 5월 이후 상당한 스트레스를 받아왔다. 미국 채권형 펀드에서 5월 22일 버냉키 쇼크 이후 약 900억달러의 자금이 빠져나갔다.[그림] 이러한 영향으로 미국채 금리 10년물은 5월초 1.6%에서 현재 2.8%대까지 상승했다. Tapering 초기 규모에 대한 컨센서스가 100억달러 축소인 점을 감안하면 지난 4개월간 미국 국채 시장은 초기 충격 이상의 스트레스(자금이탈과 금리급등)테스트를 거쳤다고 볼 수 있다.

또한 수요(연준의 자산매입 규모축소)의 변화에 따른 공급측면(재무부의 국채발행)의 변화가 동시에 나타날 수 있다는 점도 함께 고려해야 한다.

21개 PD(프라이머리 딜러) 대상 서베이 결과에 따르면 8월 31일재무부의 분기 재정조달 계획을 통해 향후 1년간 국채 발행규모가 예정되었던것 대비 400~1000억달러 정도 줄어들 것으로 조사되었다. 공곱물량 축소는 수요 감소 충격을 상쇄하는 긍정적 요인으로 작용할 수 있다.

그림 1. **미국 채권형 펀드에서 11주동안 900억달러 유출 => 8월 이후 이탈 규모 축소**



자료: ICI, 대신증권 리서치센터

Tapering 시나리오와 코스피 대응전략

Tapering(자산매입 규모 축소)이 늦춰지는 것이 호재인가? 아니면 개시를 통해 불확실성을 줄이는 것이 호재인가?

늦추는게 호재라고 보는 쪽은 지난 5년간 글로벌 경제를 지배했던 유동성의 역할을 중시한다. 반면 개시를 통해 불확실성이 줄어들 수 있다고 보는 쪽은 자산매입 규모 축소가 경기의 힘이 커지는 것을 의미하기 때문에 정상화를 위한 마찰음으로 정도로 인식하고 있다.

***기본 시나리오 : Tapering 연기(9월 미실시)**

8월 중순이후 미국 경제지표는 예상을 하회하는 지표의 수가 많아지고 있다. 이를 반영하여 미국경제 서프라이즈지수는 아직 플러스권에 있지만 방향성은 꺾였다[그림3]. 9월초 예정된 미국의 지표는 전월대비 둔화될 것으로 전망되고 있다. 9월3일 발표될 8월 ISM지수는 7월 55.4대비 떨어진 54.0을 기록할 전망이다. 비농업신규일자리수도 전월과 비슷한 16만건을 기록해 강한 고용개선 신호를 주지 못할 것으로 전망된다[그림2]. 더 확장되지 못하는 미국 지표로 9월 17~18일 자산매입 축소 전망을 후퇴시킬 것으로 판단한다.

(코스피의 경로) : 9월초 안도랠리 => 상단 1970, 유럽/한국/중국 차별화 주도

Tapering에 대한 과도한 반응이 진정될 가능성이 높다. 9월 5일 예정된 G20회의와 맞물려 미국 Tapering에 대한 비판이 거세질 수 있다. Tapering 지연이 미국 경제지표에 의한 것이기 때문에 Non US(유럽,중국)에 경기모멘텀대한 기대가 높아질 수 있다. 8월말 글로벌 유동성 흐름을 보면 유럽과 수출주도 제조국가인 한국, 중국의 차별성이 부각될 수 있다.

***대안 시나리오 : 낮은 수준의 Tapering 9월 개시(100억달러 축소)**

유동성 축소를 의미하는 'Tapering'의 이면에는 '경기'라는 변수가 있다. Tapering 연기가 단기적으로 시장의 안도감을 높일 수 있지만 큰 틀에서 시장의 변화를 가져오지는 못할 것이다. 오히려 낮은 수준의 Tapering을 개시(자산매입 규모 100억달러 축소)하는 것이 불확실성 해소 차원에서 더 도움이 될 수 있다. 경기에 대한 기대를 높임과 동시에 유동성 축소를 신중하게 하겠다는 시그널을 동시에 보여줄 수 있기 때문이다.

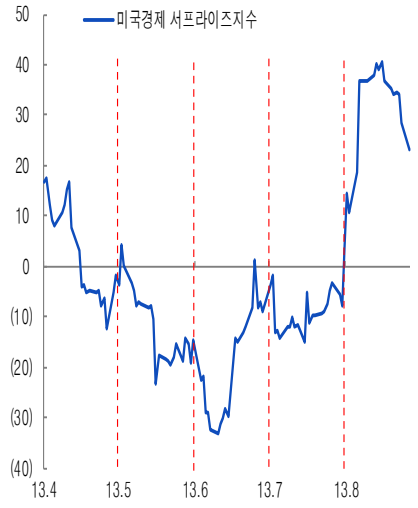
(코스피 경로) : 단기 충격 후 코스피 상승추세 진입(9월 FOMC 이후)

Tapering의 개시는 기본적으로 경기 낙관에 근거한다. 낮은 수준의 Tapering 개시로 경기로 힘이 쏠린다면 9월말 조정은 4분기 추세상승을 위한 좋은 매수기회가 될 수 있다. 반대로 Tapering이 지연되면 단기 호재가 될 수 있지만 박스권을 돌파하는 동력으로 이어지지는 않을 것으로 판단한다.

그림 2. 9월초 발표 미국 지표 => Tapering 개시에 확신을 주지 못할 것

미국 주요경제지표	4월		5월		6월		7월		8월(예상치)	
	예상치	실제치	예상치	실제치	예상치	실제치	예상치	실제치	예상치	실제치
ISM제조업지수	50.5	50.7	51.0	49.0	50.5	50.9	52.0	55.4	54.0	
ISM비제조업지수	54.0	53.1	53.5	53.7	54.0	52.2	53.1	56.0	55.0	
비농업일자리수(천명)	140	165	163	175	166	195	185	162	166	
실업률(%)	7.6	7.5	7.5	7.6	7.5	7.6	7.5	7.4	7.4	
소매판매(전월비)	-0.3	0.1	0.4	0.6	0.8	0.4	0.3	0.2		
CPI(전년동월비)	1.3	1.1	1.4	1.4	1.6	1.8	2.0	2.0		
주택착공건수(전월비)	-6.4	-16.5	11.4	6.8	5.0	-9.9	7.7	5.9		
기존주택판매(전월비)	1.4	0.6	0.6	4.2	1.5	-1.2	1.4	6.5		
신규주택판매(전월비)	1.9	2.3	1.3	2.1	1.7	8.3	-2.0	-13.4		
소비자기대지수	71.2	76.2	75.1	81.4	81.3	80.3	79.0			
내구재주문(전월비)	0.5	1.3	0.0	0.7	0.5	0.0	0.5	-0.6		

그림 3. 8월 중순 이후 둔화되는 미국 지표



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

8월 글로벌 유동성 => 유럽과 한국으로의 차별화

[그림4]는 5.22일 Tapering 충격이후 기간별 미국내 펀드플로우, 아시아 외국인 순매수, 글로벌 주식형펀드 플로우를 나타낸 것이다.

먼저 Tapering의 중심에 있는 미국 채권형펀드는 8월들어 자금유출 규모가 감소하고 있다. 5~7월 820억달러가 유출되었고 8월에는 8월14일까지 60억달러가 유출되었다.

8월 글로벌 자금 흐름을 요약하면 유럽에 대한 선호 강화, 미국 및 일본 선호 약화, 아시아이머징 외국인 매도 확대로 요약할 수 있다. 한국의 경우 이머징 아시아 및 대만과 달리 8월 순매수가 유지되는 특별한 국가 중 하나이다.

그림 4. 글로벌 유동성 흐름 : 8월 유럽에 대한 선호 강화, 미국/일본 약화, 한국 차별적 매수

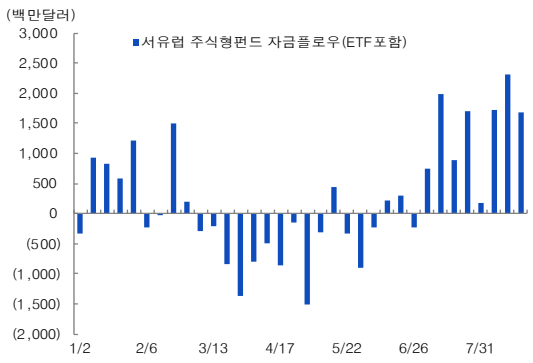
자료원	분야별 자금유출입(백만달러)	5.22~6.24	6.25~7.31	8.1~8.23
미국내 펀드플로우 (ICI)	미국내 채권형 펀드(ICI)	-59,215	-22,164	-6,015
	미국내 국내주식형 펀드(ICI)	-8,047	6,388	-409
	미국내 해외주식형 펀드(ICI)	7,111	9,980	5,312
	미국내 리테일 MMF(ICI)	30,218	-4,923	4,750
외국인 순매수 (Bloomberg)	아시아 외국인 주식순매수(인도네시아,태국, 필리핀,인도)	-411	-1,742	-1,990
	한국 외국인 주식순매수	-3,930	1,093	969
	대만 외국인 주식순매수	-4,831	2,619	-1,929
글로벌 뮤추얼 펀드 플로우(EPFR)	ALL Fund	-25,066	58,823	-9,469
	미국	2,562	42,652	4,623
	서유럽	-853	5,484	5,715
	일본	2,415	2,647	1,121
	인터내셔널	-3,799	9,167	6,596
	GEM	-13,672	2,113	-118
	아시아 EX JAPAN	-7,487	-1,905	-2,257
	남미	-1,306	-1,329	-715
	동유럽,중동,아프리카	-1,563	266	-357

자료: ICI, EPFR, Bloomberg, 대신증권 리서치센터

[그림5,6]은 서유럽과 미국 주식형펀드의 주간단위 자금플로우를 나타낸 것이다. 지난주(8.15~8.21)일 미국에서 대규모 자금유출이 나타난 반면 서유럽에 대한 자금유입은 상대적으로 강했다.

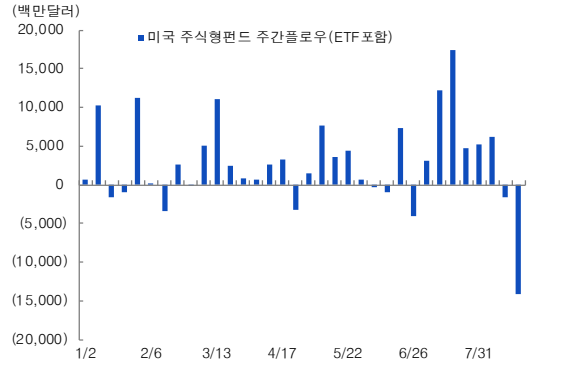
일본 주식에 대한 선호도 약화되고 있다. [그림7,8]은 연초이후 한국과 일본에 대한 외국인 주간순매수를 나타낸 것이다. 7월중순 이후 일본주식에 대한 외국인 순매도가 나타나는 반면 한국은 3주연속 순매수가 유입되면서 차별화되고 있다.

그림 5. 서유럽 주식형 펀드로 자금 유입 지속



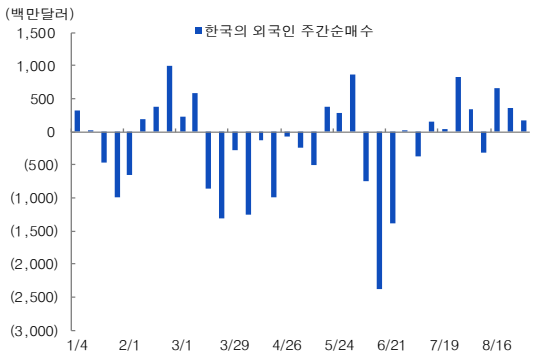
주: 8.21일까지의 주간단위 집계
자료: EPFR, 대신증권 리서치센터

그림 6. 미국 주식형 펀드플로우 대규모 유출 기록



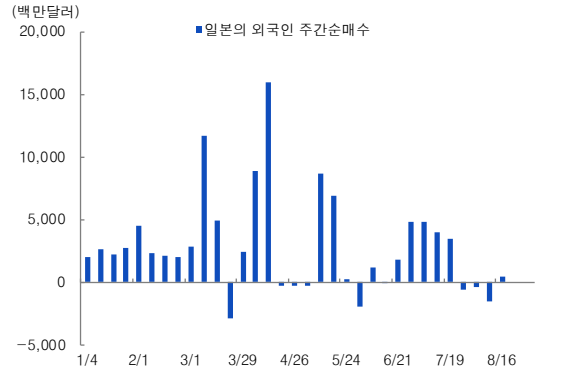
주: 8.21일까지의 주간단위 집계
자료: EPFR, 대신증권 리서치센터

그림 7. 한국의 외국인 주간순매수



주: 8.27일까지의 주간단위 집계
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 8. 일본의 외국인 주간순매수



주: 8.14일까지의 주간단위 집계
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

Tapering 대응 전략

9월초 안도랠리를 전망한다. 9월초 발표된 미국 ISM과 고용지표는 Tapering개시를 정당화시키기 보다 Tapering이 늦춰질 수 있다는 기대를 높이게 될 것으로 판단한다. 지금은 유럽과 중국 경기에 대한 눈높이가 상향되어 있어 경기지표 후퇴와 Tapering 스케쥴 공개가 맞물렸던 5~6월의 충격이 재현될 가능성은 낮다. 또한 Tapering 신중론은 9월 5~6일 러시아에서 열릴 G20정상회의를 통해 더욱 힘을 받을 수 있어 신흥국에 대한 과도한 불안도 진정될 수 있다.

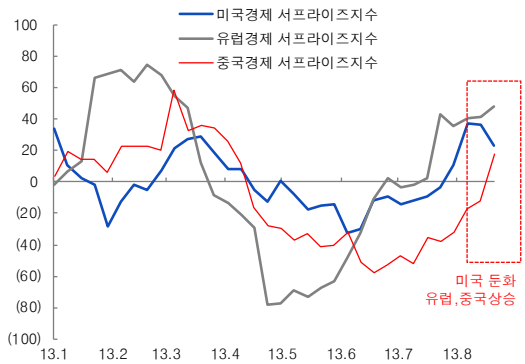
미국의 경기지표 감속, Tapering 지연, 유럽/중국 경기기대의 조합은 한국의 차별적인 모멘텀을 부각시킬 수 있다. 9월초 안도랠리의 상단은 코스피 1,970으로 설정한다. 다만 Tapering 개시라는 불확실성을 안고 가기 때문에 9.17~18일 FOMC 및 9월말 주요이벤트를 앞두고 경계감이 다시 커질 것으로 전망한다. 9월초의 안도랠리는 외국인이 주도할 가능성이 높다. 삼성전자 중심의 IT, 금융, 자동차 업종이 안도랠리를 이끌 것으로 전망한다.

Tapering이 연기되는 것만으로는 안도랠리를 넘어서기 어렵다. 경기기대가 본격적으로 살아나고 경기의 힘이 유동성 축소를 압도할 때 추세적 상승을 나아갈 수 있기 때문이다. 이러한 차원에서 Tapering의 연기는 경기 기대의 약화를 의미한다. 결국 안도렐리를 넘어서는 추세적 상승은 낮은 수준의 Tapering의 개시로부터 시작될 가능성이 높다. 9월말 Tapering 개시가 선언되면서 나타나는 충격은 4분기 추세상승을 대비한 좋은 매수기회가 될 것으로 전망한다. 이때 유망업종은 경기 기대를 반영하여 소재, 산업재, 금융을 적극 편입해야 한다고 생각한다.

그림 9. 경기차 +권 => 유럽경기 모멘텀 우위

자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 10. Non US(유럽, 중국) 경기모멘텀 부각



자료: Bloomberg, 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.