



위기설 이면을 볼 줄 아는 지혜(요약)

Why This Report

안녕하십니까 Macro Strategy 여덟번째 자료로 인사드립니다. 금번 주제는 '위기설'과 관련된 내용입니다. 주식시장에서 경험하는 것 중 하나가 위기와 기회가 생각 보다 빨리 온다는 점입니다. 특히 위기와 기회가 공존하는 경우가 많아서 투자자들은 혼란을 많이 느끼는 것 같습니다. 지금도 이와 비슷한 상황입니다. 위기설은 뒷면에 깔린 배경과 진실을 판단하는 것이 중요합니다. 금번 자료에서는 최근 부각되고 있는 위기설의 뒷면을 살펴보고자 합니다

1. 미국발 유동성 위기의 실체는

- FRB가 점진적이고 단계적인 출구전략을 제시할 수 밖에 없는 상황. 대외적으로는 유동성 이탈로 인한 신흥국 경기 악화→ 미국 제조업 부진으로 연결. 내부적으로 이자 비용 증가로 인해 소비경기가 위축될 수 있기 때문임
- 부채한도 협상 문제가 남아 있지만 미국은 예상보다 빠르게 진행되고 있는 재정적자 축소, Fannie Mae와 Freddie Mac 으로부터의 배당금 수령 등으로 재정적인 여유가 있음. 또한 민주당과 공화당 재정지출 이견 차는 2.4%정도에 불과. 오히려 지금부터는 미국의 경제성장 변수가 주택과 기업투자로 변화할 수 있다는 점에 주목

2. 신흥국 외환시장 위기를 어떻게 볼 것인가

- 최근 인도와 인도네시아를 중심으로 글로벌 유동성이 빠르게 유출. 인도와 인도네시아 핫머니 유입이 많았던 것으로 추정. 반면 주요 아시아 7개국 중 두 국가 정도를 제외하면 핫머니는 지속적으로 유출
- 인도네시아의 경우 향후 중국 경기싸이클 개선 여부에 따라 무역수지와 경상수지 개선 여부가 결정될 가능성 높음. 인도는 수입품목 중 원유 관련된 수입품이 사상 최고치를 기록하고 있는 만큼 유가 변화에 따라 무역수지 변화 가능. 한국은 인도네시아, 인도 등과는 달리 재정수지와 경상수지 모두 흑자를 기록. 오히려 한국의 높은 건전성 부각 가능

3. MENA지역의 긴장 상황을 어떻게 봐야 하나

- MENA지역의 정정 불안은 국제 유가 상승과 연결될 여지가 큼. 전세계 원유 생산량 중 MENA지역이 차지하는 비중이 무려 44%나 되기 때문. 국내를 포함한 아시아 지역들은 원유수입 의존도는 큼
- 2011년 초 자스민 혁명과는 달리 현재 국제 곡물가격은 안정적인 흐름을 보이고 있고, 미국이 원유 생산량을 크게 늘리고 있음. 한편 적극적인 내전 개입은 재정 부문 부담 증가와 소비경기 악화로 연결. 현재 국제 유가는 상승과 하락 변수가 공존하고 있어 일부 MENA 국가들의 불안이 확산되지 않는다면 국제 유가 상승은 제한적인 범위 내에서 진행

4. 유럽위기는 재발하나

- 유럽 주요국의 경제상황을 체크해 보면, 스페인 부동산 시장 침체는 진정됐고, 이탈리아와 프랑스는 제조업 경기관련 지표가 개선되고 있다. 독일도 견조한 경기흐름을 유지. 이를 바탕으로 유럽 교역량은 회복하는 조짐
- 경기선행지수와 동행지수는 각각 2012년 11월과 12월을 저점으로 동반해서 회복. 특히 경기선행지수의 경우 2011년 7월 이후 처음으로 (+)플러스권에 근접해 있어 유럽 체감경기 개선 이후 실물경기 회복에 대한 기대가 높음

9월 KOSPI 변동성이 높아질 가능성은 있지만 상승추세 유지 전망

- 9월 KOSPI 예상밴드: 1,860pt~1,990pt
- 경기민감형 저PBR 업종 중 유럽과 중국 매출 비중이 높은 기업에 관심

미국발 유동성 위기의 실체

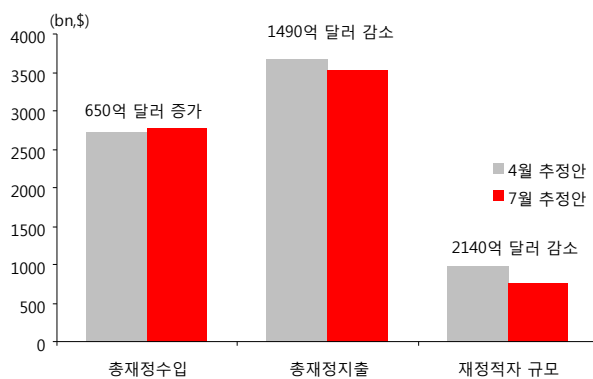
미국은 FRB 의장 교체 시기 임박, 양적완화 축소 시기 임박, 부채한도 협상 임박 등과 같은 위험요소가 도사리고 있다.

과거 FRB 의장 교체 국면에서 미국 시중 금리가 상승하는 모습을 보였다. 1987년 8월 볼커 의장에서 그린스펀으로, 2006년 1월 그린스펀에서 버냉키로 FRB 의장이 교체됐던 국면에서 10년 물 국채금리가 상승했다는 점이 이를 반증하고 있다. 시중금리가 단기적으로는 의장 교체 등과 같은 이벤트에 반응할 가능성 있다.

그러나 우리는 근본적인 질문부터 시작해 할 필요가 있다. QE3 규모를 왜 축소 할까? 무기한으로 할 수 있었던 QE3 규모 축소의 이유는 결국 미국의 경기가 FRB 의 도움(?) 없이도 자생적으로 회복할 수 있기 때문이다.

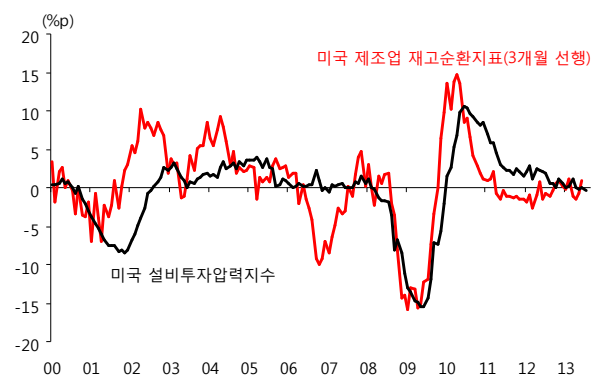
또한 FRB 는 점진적이고 단계적인 출구전략을 제시할 수 밖에 없다. 대외적으로는 유동성 이탈로 인해 신흥국 경기가 위기에 빠지게 되면 신흥국 경기 악화→ 미국 제품에 대한 수요 감소→ 미국 제조업 부진으로 연결되기 때문이다. 내부적으로도 이자 비용 증가로 인해 소비경기가 위축될 수 있기 때문에 시중금리 급등에 FRB 도 신경을 쓸 것이다.

미국 재정지출 추정치 변화(2013년)



자료: OMB, 동양증권 리서치센터

미국 제조업 재고순환지표와 설비투자압력지수



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

부채한도 협상 문제가 남아 있지만 미국은 예상보다 빠르게 진행되고 있는 재정적자 축소, Fannie Mae 와 Freddie Mac 의 700억 달러에 가까운 배당금 수령 등으로 재정적인 여유가 다소 있다. 한편 2011년의 경우 10년간의 재정수지 개선방안을 놓고 민주당과 공화당이 첨예하게 대립했지만 금번의 경우는 일부 재정지출 승인 문제에 국한된 상황이다.

주식시장 투자전략

총 재정지출 3조 7,730억 달러 중 1조 달러 정도만 의회 승인을 받으면 된다. 이 부문에서 민주당과 공화당의 의견 차이가 발생한다. 다만 민주당은 1조 580억 달러, 공화당은 9,670억 달러를 주장하고 있어 차이는 불과 910억 달러로 전체 재정지출 중 2.4%에 불과한 수준이다.

오히려 지금부터는 미국의 경제성장이 변화할 수 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 09년 유동성 → 10~12년 소비 → 13년에는 주택과 기업 투자가 경기 중심에 설 것으로 보인다.

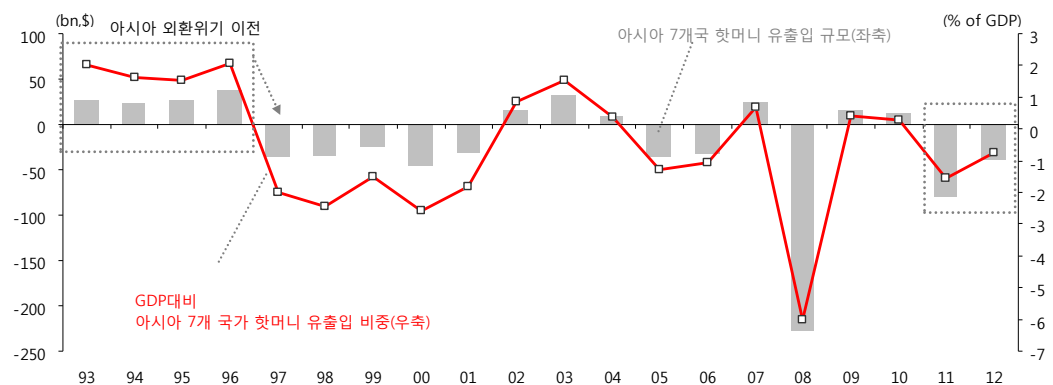
신흥국 외환시장 위기를 어떻게 볼 것인가

최근 인도와 인도네시아를 중심으로 글로벌 유동성이 빠르게 유출되고 있다. 1월~5월까지 인도와 인도네시아 증시 외국인 순매수 금액은 각각 151억 달러와 20억 달러였다. 그러나 6~8월까지 외국인은 3개월 연속 순매도 우위를 유지하고 있고 총 순매도 규모도 각각 -37억 달러와 -28억 달러(한국은 최근 2개월 연속 외국인 순매수 기록, 차별적인 모습을 보임)를 기록했다.

인도와 인도네시아에는 핫머니 유입이 많았던 것으로 추정된다. 반면 주요 아시아 7개국 중 두 국가 정도를 제외하면 핫머니는 지속적으로 유출됐다. 모든 아시아 국가에서 글로벌 유동성이 무차별하게 유출 될 가능성은 낮다.

한편 1997년 동아시아 외환위기와 현재 상황은 다르다고 판단된다. 아시아 7개 국가들(한국, 대만, 인도, 인도네시아, 필리핀, 말레이시아, 태국)의 핫머니 유출입 규모를 보면, 1993~96년까지 4년 동안 아시아 지역으로 핫머니는 순유입됐고, 유입 규모도 GDP 대비 2%로 상대적으로 높은 수준 기록했다. 당시 아시아 지역에서 자금 유출이 심각하게 진행됐던 이유 중 하나다.

아시아 7개국 핫머니 유출입 규모와 GDP 대비 비중



자료: WB, CEIC, 동양증권 리서치센터

주식시장 투자전략

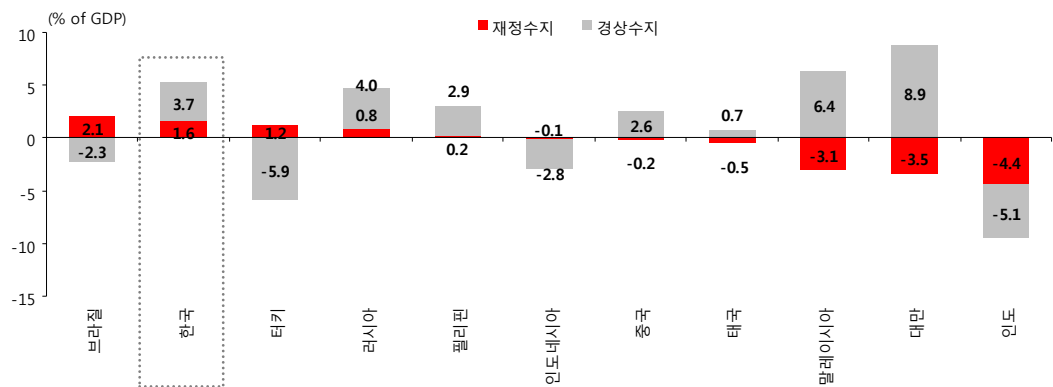
그러나 최근 2년간 아시아 지역에서 핫머니는 순유출을 기록했다. 단기성 자금이 1997년 이전과 같이 많이 유입됐다면 유동성 축소로 인한 위기설을 심각하게 고민할 수 있겠지만, 지금은 1997년 외환위기 직전과는 다른 모습을 보이고 있다.

또한 외환시장의 구조도 주요국 외환위기 직전 보다 양호한 상황이다. 외환보유고는 증가했고, 외환보유고 대비 단기외채는 감소했다. 다만 인도와 인도네시아의 경우 경상수지 적자 규모가 크게 증가했다는 점이 눈에 들어오는 변화 중 하나다.

인도네시아의 경우 최근 중국 수출부진으로 무역수지가 악화됐다. 향후 중국 경기사이클 개선 여부에 따라 무역수지와 경상수지 개선 여부가 결정될 가능성이 있다. 인도 역시 무역수지가 대규모 적자를 기록하고 있다. 수입품목 중 원유 관련된 수입품이 사상 최고치를 기록하고 있는 만큼 유가 변화에 따라 무역수지도 변화할 여지가 있다.

한국은 인도네시아, 인도 등과는 달리 재정수지(GDP 대비 1.6%)와 경상수지(GDP 대비 3.7%) 모두 흑자를 기록하고 있는 국가다. 흑자 수준도 다른 신흥국가들에 비해 높은 수준을 유지하고 있다. 따라서 경상수지와 재정수지가 모두 적자인 국가와 한국을 동일하게 보는 것은 무리가 있어 보인다. 오히려 한국의 높은 건전성이 상대적으로 부각될 수 있는 국면이라고 판단된다

주요국 GDP 대비 경상수지와 재정수지 비중



자료: IMF, 동양증권 리서치센터

MENA 지역의 긴장 상황을 어떻게 봐야 하나

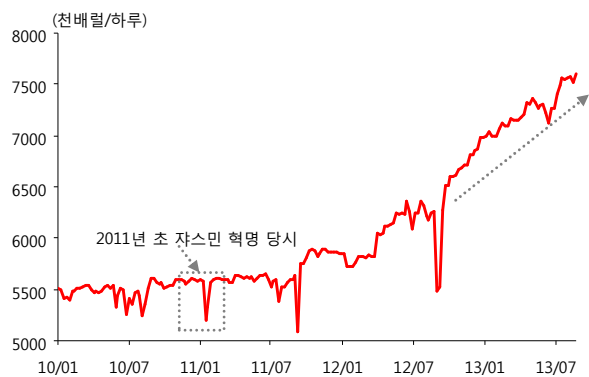
최근 시리아는 시아파(반군)와 수니파(정부)간의 내전이 격화되고 있고, 미국 등 서방 선진국의 개입 가능성이 부각되고 있다. 한편 리비아, 나이지리아, 이라크, 이집트 등도 정정불안이 높아지고 있다.

주식시장 투자전략

MENA 지역의 정정 불안은 국제 유가 상승과 연결될 여지가 크다. 전세계 원유 생산량 중 MENA 지역이 차지하는 비중이 무려 44%나 되기 때문이다(아프리카 11%, 중동 33%).

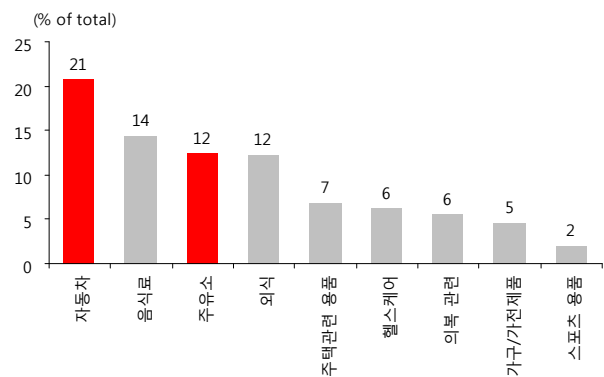
국내를 포함한 아시아 지역들은 원유수입 의존도(해당국의 원유수입금액/GDP*100) 상대적으로 높기 때문에 원유 공급 쇼크 발생 시 경제 및 증시에 주는 충격이 (선진국 대비)상대적으로 크다. 특히 아시아 지역은 중동지역에서 원유를 많이 수입하고 있다는 점도 문제점 중 하나로 지적할 수 있다.

미국 원유생산량



자료: EIA, 동양증권 리서치센터

미국 부문별 소매판매 금액 비중



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

현재 MENA 지역의 불안 확산 여부, 미국의 적극적인 개입 여부(지상군 파견 등) 등이 중요한 체크 포인트 중 하나다. 우선 2011년 초 자스민 혁명과 달리 현재 국제 곡물가격은 안정적인 흐름을 보이고 있고, 미국이 셰일 오일 등을 통해 원유 생산량을 크게 늘렸다.

한편 미국의 GDP 대비 재정수지 적자 비중은 2012년 7%에서 2013년과 2014년 각각 4.0%와 3.3%로 축소될 것으로 전망된다. 그러나 과거 걸프전(1991년 7월), 이라크전(2003년 3월) 당시 재정적자는 GDP 대비 3.8%→4.4%(1990년에서 1991년), 1.5%→3.4% (2002년에서 2003년)로 확대됐다는 사실을 감안 시 내전 개입은 재정 부문에 부담을 줄 가능성이 있다.

또한 미국 전체 가계 소비금액 중 유가 등락과 직접적으로 관련된 품목(자동차+주유소) 비중이 30%를 상회하고 있기 때문에 유가가 소비(유가 상승→자동차와 주유소 지출 증가→여타 품목 소비 감소)에 영향을 준다. 시리아 내전에 서방 선진국들이 개입하게 될 경우 유가 급등으로 인해 소비경기가 일시적으로 위축될 가능성도 있다.

주식시장 투자전략

MENA 지역 긴장 고조로 인해 투자심리가 국제 유가 변화에 민감하게 반응할 수 있는 국면이다. 다만 최근 MENA 지역의 불안에도 불구하고 미국 상품선물시장에서의 원유의 총 선물거래 포지션(매수+매도) 중 투기적 포지션(매수+매도)의 비중은 26% 정도로 이전 고점인 30%에 비해서는 낮은 수준을 유지하고 있다.

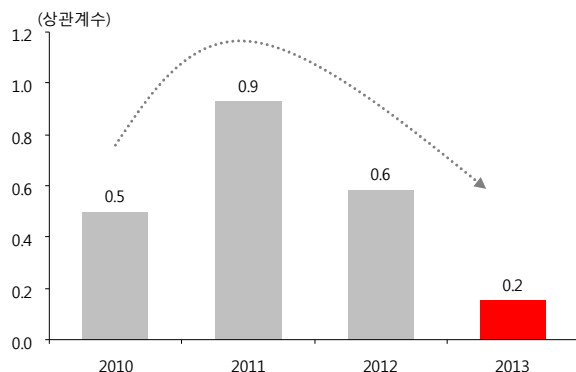
MENA 지역 불안 고조, 글로벌 경기사이클 개선 등과 같은 유가 상승 요인도 있지만 미국 원유 생산 증가, 일부 신흥국 환시장 불안, 드라이빙 시즌 종료 등과 같은 유가 하락 요인도 있어 일부 MENA 국가들의 불안이 확산(미국 등 선진국 내전 개입 여부도 포함)되지 않는다면 국제 유가 상승은 제한적인 범위 내에서 진행될 것으로 예상된다.

유럽 위기는 재발할 것인가

정치적 불안이 고개를 들 가능성이 있는 이탈리아, 추가적인 자금이 필요한 그리스, 9/15일과 9/22일 두 차례 선거를 치르는 독일 등으로 유럽 위기도 재발할 수 있다는 우려의 목소리가 높아지고 있다.

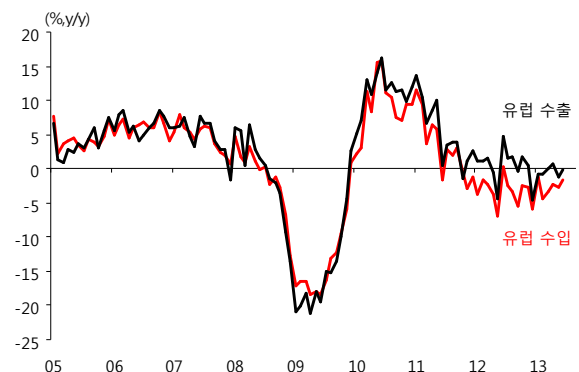
그러나 심리적인 부담은 있지만, 특별한 위험이 감지되고 있지 않은 상황이다. 이탈리아와 스페인 은행에서 뱅크런 조짐은 나타나고 있지 않으며, OMT 라는 방화벽도 작동하고 있어 정치와 금융 부문의 연쇄반응의 정도가 약화된 것으로 판단된다. 실제로 2010년과 2011년의 경우 유럽의 정치위험지수와 유럽 금융여건지수(Financial Condition Index)의 상관관계수가 높아졌던 국면이다. 특히 2011년의 경우 두 지수의 상관관계수는 무려 0.9정도를 유지했다. 그러나 2012년 이후 상관관계수는 크게 낮아졌다는 점이 이를 증명하고 있다.

유럽 정치위험지수와 Financial Condition Index와의 상관관계수



자료: EIA, 동양증권 리서치센터

유럽 수출과 수입량



자료: CBP, 동양증권 리서치센터

주식시장 투자전략

유럽 주요국의 경제상황을 체크해 보면, 스페인 부동산 시장 침체는 진정됐고, 이탈리아와 프랑스는 제조업 경기관련 지표가 개선되고 있다. 독일도 견조한 경기흐름을 유지하고 있다. 이를 바탕으로 유럽 교역량은 회복하는 조짐을 보이고 있다. 최근 들어 유럽 수출과 수입 규모 회복 시도. 수입과 수출규모(y/y)는 지난 2월을 저점으로 꾸준히 회복되는 모습을 보이고 있는 상황이다.

한편 유럽 경제지표에도 회복 순서가 있다. 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 경제지표들이 회복된다. 마지막 단계에서 실업률, 은행대출 등과 같은 지표들이 개선된다

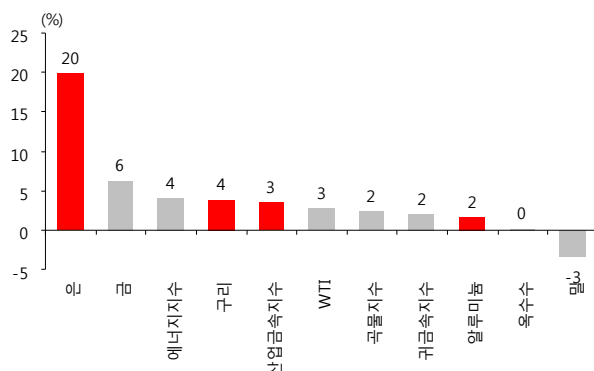
이를 이용해 유럽의 선행(PMI 제조업지수와 소비심리지수)/동행(산업생산과 소매판매)/후행(실업률과 은행대출) 지표를 만들어 보면, 유럽 경기선행지수는 동행지수에 3개월 정도 선행한다. 후행지수는 선행지수에 대략 14개월 정도 후행한다.

최근의 모습을 보면, 경기선행지수와 동행지수는 각각 2012년 11월과 12월을 저점으로 동반해서 회복하고 있다. 특히 경기선행지수의 경우 2011년 7월 이후 처음으로 (+)플러스권에 근접해 있어 유럽 체감경기 개선 이후 실물경기 회복에 대한 기대가 높아지고 있다.

9월 국내증시 전망과 전략

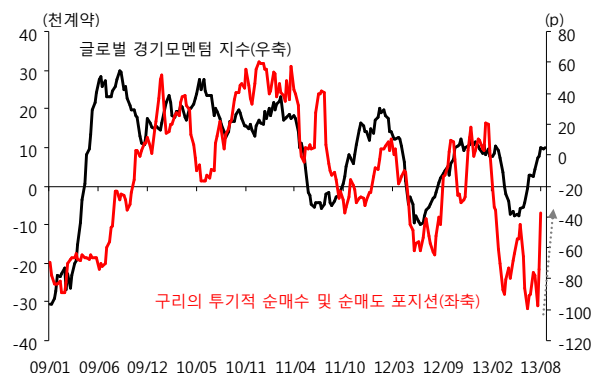
최근 환율과 원자재 시장이 차별적인 흐름을 보이고 있다는 점을 생각해 둘 필요가 있다. 일부 신흥국 환율시장은 유동성 유출로 어려움을 겪고 있지만, 실물 경기를 반영하는 은, 구리, 알루미늄 등은 강세를 보이고 있다.

유럽 정치위험지수와 Financial Condition Index와의 상관관계



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

글로벌 경기모멘텀과 구리의 투기적 포지션



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

주식시장 투자전략

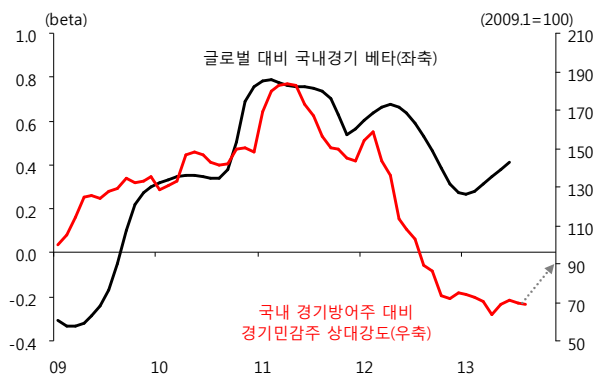
외환시장의 경우 양적완화정책 실행 이후 투기적인 자금이 많이 유입된 반면 원자재 시장은 그렇지 못했다는 차이가 있다. 그래서 외환시장은 리스크에 원자재 시장은 경기변화에 민감하게 반응한다. 최근 원자재 시장 강세는 글로벌 경기모멘텀과 사이클 개선을 반영한 결과라고 판단된다.

한편 글로벌 대비 국내 경기 베타(민감도, OECD 경기선행지수를 이용해 추정)는 2012년 1월 이후 거의 1년 동안 지속적으로 낮아졌다. 그만큼 글로벌 경기사이클 개선의 영향을 국내 경기가 반영하지 못했다는 의미다. 그러나 지난 2분기 이후 글로벌 대비 국내 경기 베타가 본격적으로 상승 전환했다. 글로벌 경기사이클에 국내 경기가 민감하게 반응할 가능성이 높아졌다.

앞서 언급했던 것과 같이 글로벌 경기사이클 개선이 지속될 가능성이 높다는 점을 감안 시 국내 경기 베타 상승은 경기뿐만 아니라 증시에도 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단된다.

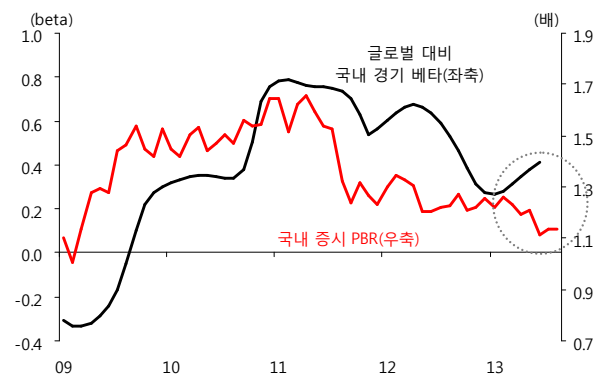
글로벌 대비 국내 경기 베타가 높아지는 국면에서 강세를 보였던 업종군인 경기민감주에 대한 관심을 제고할 필요가 있다.

글로벌 대비 국내 경기 베타와 경기민감주 상대강도



자료: OECD, Fn 가이드, 동양증권 리서치센터

글로벌 대비 국내 경기 베타와 국내 증시 PBR



자료: OECD, Fn 가이드, 동양증권 리서치센터

국내 경기 베타가 상승하는 국면에서 경기방어주와 KOSPI 대비 경기민감주 상대강도가 높아지는 모습을 보였다는 점은 이를 반증한다. 또한 국내 경기 베타와 국내 증시 PBR 이 유사한 흐름을 보인다는 점을 감안 시 PBR 재평가가 진행될 것으로 전망된다.

따라서 국내 증시는 미국 QE3 축소, MENA 지역 긴장 고조, 유럽 정치적 불확실성 등이 상존해 있어 변동성은 확대될 가능성이 있지만, 글로벌 체감경기와 실물경기 동반 회복 국면 진입, 국내

주식시장 투자전략

경기 베타 상승을 바탕으로 한 PBR 리레이팅(경기민감형 업종 중 저 PBR 중심) 등으로 상승추세는 유지될 것으로 전망된다. 9월 KOSPI 예상밴드는 1,860pt~1,990pt 으로 제시한다.

경기민감형 저 PBR 업종 중 유럽과 중국 경기모멘텀 변화에 이익과 외국인 수급이 민감하게 반응하는 기업들이 유망해 보인다. 금호석유, LG 화학, LG 하우스시스, 대림산업, 대우조선해양, 현대하이스코, 만도, 두산중공업이 여기에 해당하는 기업군이다.

경기민감형 저 PBR 업종 중 유럽과 중국 경기모멘텀 변화에 민감하게 움직일 수 있는 기업군

업종	기업명	시가총액 (십억원)	유럽매출 (%)	중국매출 (아시아,%)	12M FWD PER(배)	PBR(배)	'12년 순이익 (십억원)	'13년 순이익 (E,십억원)	12M FWD PER 3년 평균	Trailing PBR 3년 평균
화학	금호석유	2,809	5.6%	45.3%(아시아)	16.1	1.6	129.6	185.9	25.5	3.3
	LG화학	19,053	3.2%	36.0%	13.1	1.7	1494.5	1538.3	13.8	2.5
건설	LG하우스시스	1,103	2.8%	12.0%	12.5	1.6	28.9	98.6	12.6	1.1
	대림산업	3,045	1.0%	13.8%(아시아)	7.8	0.6	391.1	414.6	9.2	0.8
조선	대우조선해양	5,675	-	-	20.5	1.2	221.9	259.5	23.4	1.3
철강	현대하이스코	3,481	10.4%	28.0%(아시아)	11.2	1.7	260.2	289.4	11.0	2.0
자동차 부품	만도	2,241	N/A	18.6%	9.8	1.5	163.1	231.5	13.7	2.1
기계	두산중공업	4,515	14.3%	13.0%(아시아)	18.3	0.9	38.1	249.3	109.2	1.3

자료: Fn 가이드, 동양증권 리서치센터