



엘런 발언과 중국 PMI에 대한 해석

What's new

- 설 연휴 전후로 긍정적인 이슈들이 계속해서 이어지고 있습니다
- 그리스 문제가 원만히 해결되는 모습이고, 중국의 PMI도 긍정적으로 발표되었습니다.
- 엘런 의장의 발언에 대해서는 해석이 다소 엇갈리는 모습도 나타나고 있습니다.

Our view

- 엘런 의장의 발언이 당장 3월 증시의 불안 요인으로 작용하지 않을 것으로 판단됩니다
- 유럽에 이어 중국의 PMI도 회복세를 보이고 있습니다.
- 중국과 유럽의 제조업 경기는 국내 증시에 있어 긍정적인 시그널 역할을 합니다.

일단락된 그리스 이슈와 긍정적 해석이 가능한 엘런 의장의 발언

- 그리스 구제 금융 지급의 선결 조건이었던 경제 개혁안에 대해 유로 그룹은 별다른 잡음 없이 무난히 통과시킴
- 엘런 의장의 발언에 대해 해석은 다소 엇갈리는 모습이 나타나고 있는 상황
- 그러나 엘런 의장의 발언 이후에도 달러인덱스가 약세를 보이고, 글로벌 금융시장의 리스크 지표들이 하락세를 이어가고 있다는 점에서 시장의 해석은 긍정적으로 이루어 지고 있다는 판단

유럽에 이어 중국의 PMI도 개선

- 지난 주 발표된 유럽의 PMI 가 호조를 보이는데 이어, 중국의 PMI도 기준선 50을 회복하는 모습
- 대외 경기 모멘텀과 관련된 긍정적인 시그널로 해석될 수 있다는 점에서 국내 증시에도 긍정적으로 작용하는 지표
- 특히, 중국과 유럽의 PMI는 KOSDAQ과 KOSPI의 상대 강도와도 밀접한 연관성을 보이고 있음

일단락된 그리스 이슈와 긍정적 해석이 가능한 엘런 의장의 발언

지난 설 연휴를 전후로 대외 부문에서 긍정적으로 해석될 만한 이슈들이 연이어 등장하면서 글로벌 금융시장의 리스크 지표 하락과 국내 증시 외국인들의 움직임에 긍정적인 영향을 미치는 모습들이 나타나고 있다. 전일만 하더라도 국내 증시는 대외 부문에서 발생한 몇 가지 긍정적인 소재들의 영향으로 2,000억원 가량의 외국인 순매수가 유입됐으며, KOSPI는 1,990pt 대에 진입하는 모습을 보였다.

먼저 그리스 관련 이슈가 있었는데, 21일 그리스 구제금융 4개월 연장 안이 유로그룹 회의에서 통과된데 이어, 해당 회의에서 구제금융 연장의 조건으로 내걸었던 그리스 정부의 경제 개혁안 승인이 전일 큰 문제 없이 통과됐다. 그리스의 이번 협상이 채무 조정을 위한 가교협상이라는 점에서 그리스 문제가 완전히 해결된 것은 아니나 당분간 글로벌 증시에 민감한 이슈로 작용할 가능성은 충분히 낮아진 것으로 볼 수 있을 듯 하다.

미국에서도 눈 여겨 볼만한 이슈가 있었다. 24일 엘런 의장은 상원 은행위원회에 출석해 경기 판단과 통화정책 운용 방안에 대한 의견을 전달했는데, 시장에서 가장 주목한 부분은 통화정책 변화와 관련된 내용이었다. 사실 이에 대해 매파적이라는 해석과 비둘기파적인 태도로 바라보는 시선이 엇갈리고 있는 것이 사실이다. 통화정책과 관련된 내용만 보자면 엘런 의장은 변경 시점에 대한 구체적인 단서를 주지 않았기 때문이다. 그러나 필자는 다음과 같은 이유로 엘런 의장의 발언을 호재로 분류할 수 있다는 판단을 하고 있다.

상원 은행위원회에서 엘런 의장의 발언 내용 요약	
부문	내용
고용	<ul style="list-style-type: none"> - 미국 고용 시장의 개선은 상당 수준 진행 - 임금 상승, 경제활동 참여율 측면에서 개선의 여지가 존재
미국 경제	<ul style="list-style-type: none"> - 미국의 소비와 생산이 견조하게 회복 중 - 고용 시장의 개선세를 유지 시킬 정도의 충분한 경기 회복은 지속될 것으로 판단
인플레이션	<ul style="list-style-type: none"> - 인플레이션은 여전히 연준의 목표(2%)를 크게 하회하고 있으며 인플레이션 기대도 여전히 안정적 - 단기적으로 인플레이션은 추가적으로 하락할 여지가 존재
대외 경제	<ul style="list-style-type: none"> - 중국의 경제 성장이 예상보다 둔화될 여지가 있고 유럽도 여전히 느린 속도의 경기 회복세 - 중앙은행들의 경기 부양을 통해 현재보다 강한 회복세를 보일 것 - 저 유가 역시 긍정적인 요소
통화정책	<ul style="list-style-type: none"> - Patient라는 문구가 향후 두어 차례의 FOMC내에 기준금리 인상이 결정되지 않는다는 절대적인 시그널은 아님 - 금리 인상 결정에 앞서 forward guidance에 변화를 줄 것 - 그러나 문구의 변화가 두 차례 이내의 회의에서 금리 인상을 시사하는 것으로 해석되어서도 안됨

자료: 유안타증권 리서치센터

주식시장 투자전략

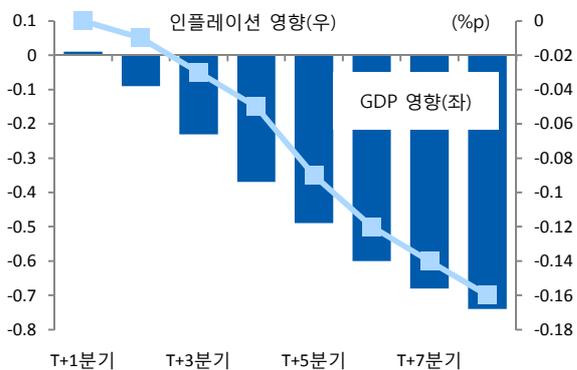
우선, 인플레이션과 관련된 코멘트를 통해 현재 인플레이션 우려가 존재하지 않으며, 단기적으로 추가적인 하락도 기대해 볼 수 있다는 언급을 했다. 대외 경제 부문에 대해서도 각국 중앙은행들의 정책 대응에 따라 개선될 수는 있지만 아직까지 중국과 유럽의 경기 회복에 대한 확신은 하지 않고 있다는 뉘앙스를 풍겼다는 점에서 여전히 신중한 정책 스탠스를 견지하는 것으로 볼 수 있을 듯 하다.

한편 미 연준은 달러 강세 일변도 현상이 가져올 수 있는 부정적인 영향에 대해서도 신경을 쓰는 모습을 보이고 있다는 점도 감안할 필요가 있을 듯 하다. 지난해 11월 미 연준 홈페이지에 게재된 FRB/US 모델을 이용한 대외 변수 영향력 분석 결과에 따르면 미 연준은 달러화의 10% 강세가 진행될 경우 첫 해 -0.37%p, 2년에 걸쳐 -0.74%p의 GDP 감소 효과가 발생하는 것으로 추정하고 있다.

이에 더해 지난 해에 이어 또 다시 찾아온 한파의 영향으로 미국의 1분기 성장률 전망치가 최근 빠르게 하향 조정되는 모습을 보이고 있다는 점과 앞서 언급한 바와 같이 대외 경기 모멘텀 부진으로 수출 부문에 대한 우려를 가지고 있다는 점, 그리고 인플레 우려까지 제한적이라는 점까지 감안하게 되면 굳이 현 시점에 환율 충격을 야기할 수 있는 정책 스탠스 변경을 앞당기지는 않을 것이라는 추론을 해 볼 수 있다.

그리고 무엇보다 전일 옐런 의장의 상원 발표에도 불구하고 달러 인덱스가 반등하지 않았다는 점과 리스크 지표가 빠른 하락 추세를 이어가고 있다는 점에서 글로벌 금융시장은 전일 있었던 옐런 의장의 발언을 비둘기과적인 것으로 받아들이고 있다는 해석이 타당성을 지니는 것으로 볼 수 있다.

연준은 달러의 강세 일변도를 긍정적 요인으로만 평가하지는 않는 듯



자료: FED, 유엔티증권 리서치센터

한파의 영향으로 미국 1분기 성장률 전망이 빠르게 하락 중

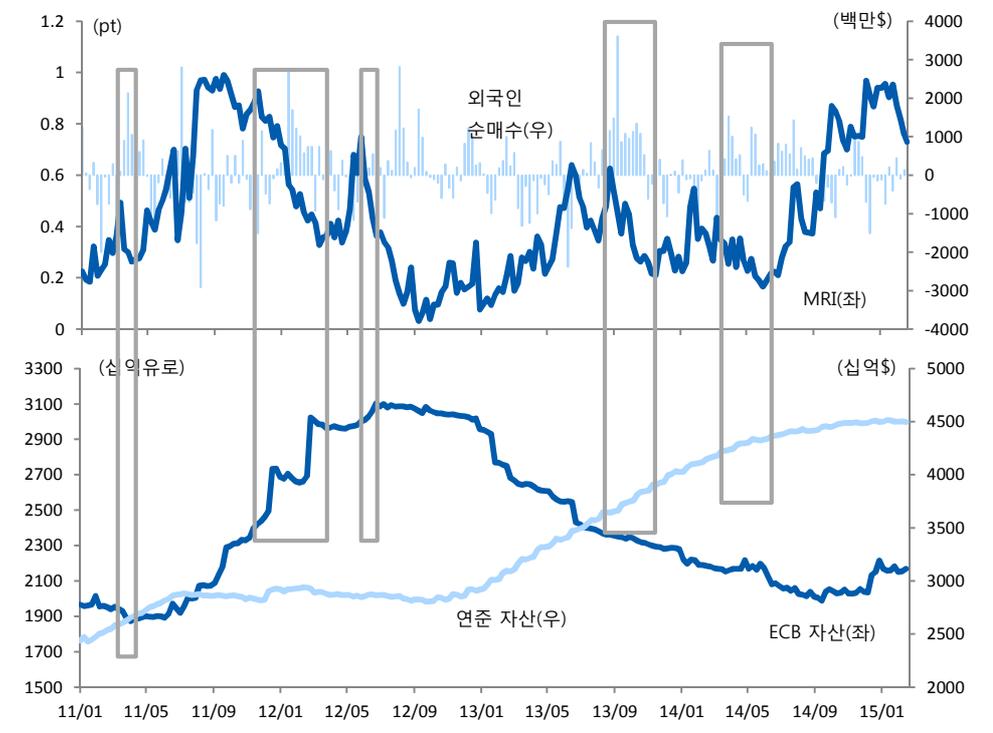


자료: Bloomberg, 유엔티증권 리서치센터

주식시장 투자전략

일각에서는 3월 FOMC 에서의 forward guidance 변경 가능성과 이 이벤트가 발생했을 경우의 충격에 대한 우려를 제기하고 있는 것이 사실이나 이상에서 언급한 바를 전제한다면 과도한 경계심을 가질 필요는 없을 듯 하다. 그리스와 미 연준 관련 불확실성 완화에 따른 안전자산 선호도의 하락과 3월부터 시작될 ECB 의 유동성 공급에 따른 유동성 유입 기대감을 향유할 수 있는 시점이라는 판단이다.

주요 중앙은행들의 유동성 공급과 리스크 지표의 하락이 겹치던 구간에서는 외국인들은 매수세를 형성



자료: ECB, FED, Bloomberg, 유인타증권 리서치센터

유럽에 이어 중국의 PMI 도 개선

전일 전해진 또 하나의 긍정적인 이슈는 중국의 PMI 가 예상 외의 반등을 보이면서 기준선인 50을 회복했다는 점이다. 전일 발표된 중국의 HSBC 제조업 PMI 는 사전 컨센서스인 49.5를 상회하는 50.1을 기록했다. 속도치라는 점에서 향후 확정치가 수정될 가능성을 배제할 수 없겠지만, 일단 예상치를 상회했다는 점과 기준선을 회복했다는 점, 그리고 유럽과 중국의 PMI 가 동반 상승(20일 발표된 유로존 제조업 PMI 도 51.1로 7개월래 최고치 기록)을 보이고 있다는 점에 의미를 부여할 수 있다.

주식시장 투자전략

물론 제조업 심리 지표의 상승만으로 실물 경기의 회복을 전적으로 단언할 수는 없겠지만, 유로존과 중국을 합치면 2014년 기준으로 국내 수출의 34%이상을 차지하고 있다. 수출 구조 상 산업 경기에 민감한 자본재 수출 비중이 상대적으로 높고, 증시 구성에 있어서도 수출주의 비중이 높은 국내 증시 입장에서 본다면 해당 지역의 제조업 지표 개선 흐름이 이어지고 있다는 것은 분명 긍정적인 모멘텀이 될 수 있다.

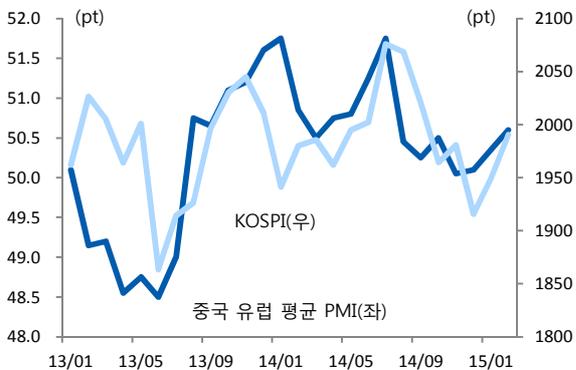
실제 아래 그림에서 확인할 수 있는 바와 같이 최근 수년간 증시가 박스권 흐름을 이어 오는 과정에서 국내 증시(KOSPI)의 등락과 유로존과 중국 PMI의 평균적인 흐름은 상당히 유사한 궤적을 형성하고 있음을 쉽게 확인할 수 있다.

또 한 가지 중국과 유럽의 PMI와 국내 증시 간의 관계에 있어 눈 여겨 볼만한 사실은 해당 지표들의 등락이 KOSPI와 KOSDAQ의 상대 강도에도 밀접한 연관성을 형성하고 있다는 점이다.

우측 그림에 나와 있는 바와 같이 KOSDAQ/KOSPI의 상대 강도 지수는 중국과 유럽 PMI의 평균적인 흐름과 상당히 명확한 음의 상관관계를 형성한다. 유럽과 중국의 PMI가 회복되는 국면에서 KOSPI가 상대강도를 회복하는 경향이 있다는 것인데, 실제로 2013년 이후의 데이터를 대상으로 계산해 본 결과 두 변수 간의 상관계수는 -0.46 에 달한다.

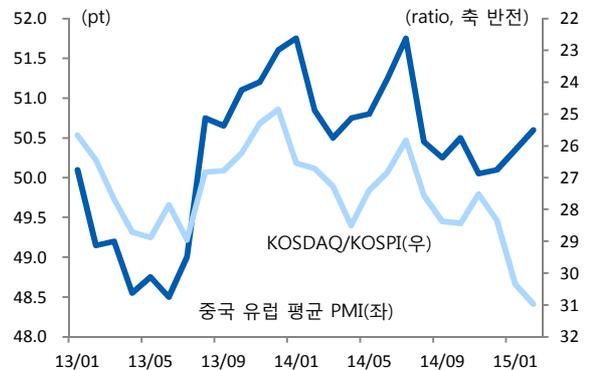
필자는 최근 자료를 통해 KOSPI와 KOSDAQ의 상대 강도에 영향을 미치는 요인들에 대해 언급한 적이 있다. 요약하자면 크게 Macro, Earnings, Risk 세가지 관점에 대한 우려가 강화되는 구간에서 KOSDAQ의 상대적인 강세가 나타난다는 것이다. (2월 12일 ‘모멘텀을 보유한 중대형주 컨셉을 찾는다면’의 2p 참조)

중국과 유럽의 PMI 개선 구간에서 국내 증시는 긍정적인 흐름을 보임



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

특히, PMI 개선과 KOSDAQ/KOSPI 상대강도는 명확한 상관성을 보임

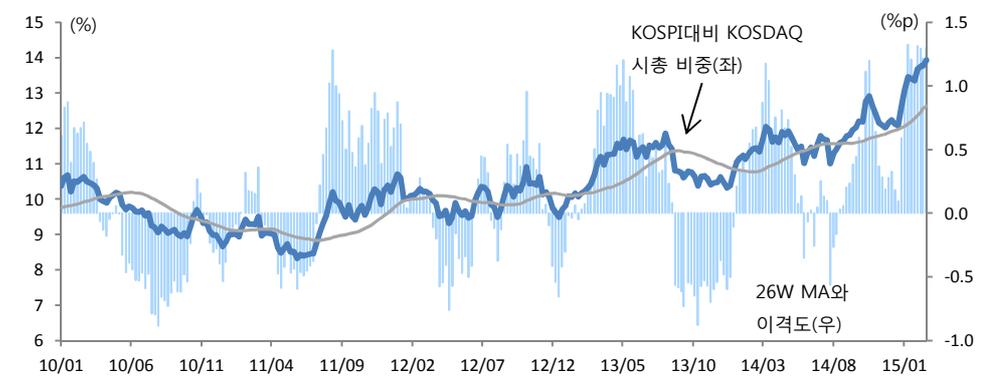


자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

주식시장 투자전략

따라서 이와는 반대로 현재처럼 중국과 유럽의 PMI 가 회복되면서 대외 경기 모멘텀 회복 기대감이 강화되는 국면이라고 한다면(그리고 앞서 언급했던 바와 같이 리스크 지표 역시 하락하고 있다는 점도 감안하면) KOSPI의 상대적인 강세를 기대하는 것이 합리적이라고 볼 수 있다. 이와 같은 관계에 더해 최근 형성된 KOSDAQ의 가격 부담까지 감안한다면 현 상황에서는 KOSPI 시장에 대한 관심을 가져가는 편이 바람직하다는 판단이다.

만약 KOSDAQ 시장을 추세적인 상승기라고 전제하더라도 KOSDAQ의 가격 부담은 극심한 수준



자료: Myresearch, 유안타증권 리서치센터