

Strategy

김정현의 Strategic Idea

Strategist
김정현
6915-5792
john@ibks.com

미국 기준금리 인상, 또 다른 불확실성의 시작

- 금주 예정된(현지시간 15~16일) 미국 FOMC에서 기준금리 인상 발표 후 불확실성 해소와 저가 매수세 및 연말 배당 수요에 따라 일시적인 반등 가능성 있어
- 그러나 미국 기준금리 인상은 또 다른 불확실성의 시작. 과거 미국 기준금리 인상 시기와의 단순 비교로 기준금리 인상 후 국내증시에 미칠 여파를 예상하는 것은 성급한 판단이 될 수 있으며 과거와 현재의 차이를 고려해야
- 미국 기준금리 인상 이후 글로벌 저성장과 신흥국 통화가치 하락 및 신흥국 기업들의 부채 우려가 커지며 신흥국 경기 우려라는 또 다른 불확실성의 시작으로 이어질 가능성 높아

미국 기준금리 인상은 또 다른 불확실성의 시작

2008년 12월 이후 7년동안 지속된 제로 수준(0.00~0.25%)의 기준금리 시대를 종결할 12월 FOMC가 금주로 다가왔다. 이번 FOMC에서 기준금리를 인상한다는 데에는 대부분 이견이 없는 듯 하다. 그러나 기준금리 인상 이후 증시에 대해서는 불확실성 해소에 따른 반등과 외국인 자금 유출 및 신흥국 경기 불안이라는 또 다른 불확실성에 따른 하락세 지속으로 의견이 나뉜다. 필자는 그 동안 여러 보고서를 통해 언급해왔듯 후자에 더 무게를 두고 있다.

물론 그 동안 시장을 억눌러왔던 미국 기준금리 인상이라는 불확실성 해소와 최근 하락에 따른 저가 매수세 및 연말 배당을 노린 자금 유입으로 증시가 반등할 가능성은 높다. 그러나 이런 반등세가 나타난다고 해도 단기적인 반등일 것으로 예상하며 과거 미국이 기준금리를 인상했던 시기와의 단순 비교로 미국 기준금리 인상이 불확실성 해소로 이어지며 국내증시의 반등세가 지속될 것이라는 기대는 선부른 판단이라고 생각한다.

미국 기준금리 인상이 불확실성의 해소라기보다 신흥국 경기 우려라는 또 다른 불확실성의 시작이라고 전망하는 이유는 글로벌 저성장, 신흥국 통화가치 하락, 신흥국 기업들의 부채 우려 등 과거와 현재의 경제 여건이 다르기 때문이다.

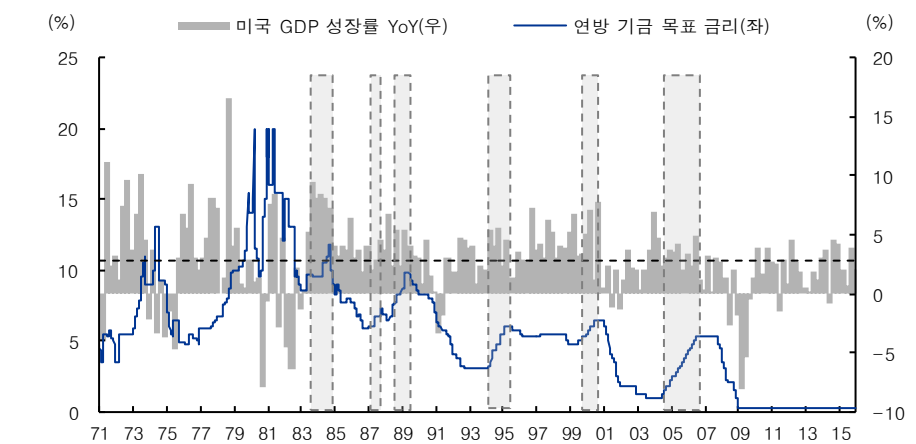
미국 기준금리 인상이 또 다른 불확실성의 시작이라는 근거

1) 미국 및 글로벌 경제의 저성장

과거 미국 기준금리 인상은
미국 경제의 회복을 의미

과거 미국의 기준금리 인상은 미국 경제의 회복, 즉 미국을 중심으로 한 글로벌 경제의 성장이라는 반증이었고 실제 미국 GDP 성장률도 기준금리 인상 기간 동안 1970년대 이후 평균(2.85%)을 상회하는 양호한 수치를 나타냈다. 따라서 기준금리 인상에 따른 우려보다도 미국을 중심으로 한 글로벌 경제의 성장에 따른 수혜를 받으며 우리나라를 비롯한 신흥국 증시도 상승세를 보일 수 있었다.

그림 1. 미국 기준금리와 GDP 성장률 추이

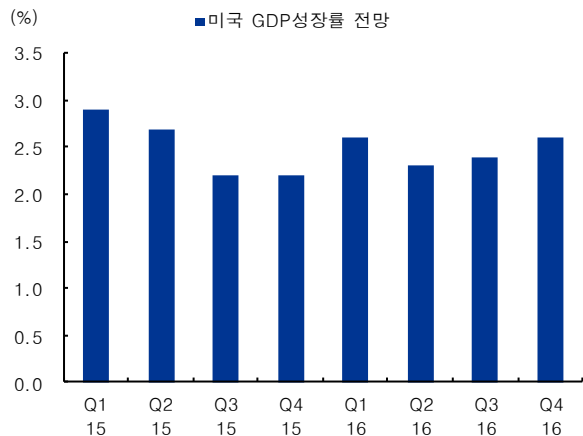


자료: Bloomberg, IBK투자증권

향후 미국 경제 저성장
국면 지속 전망

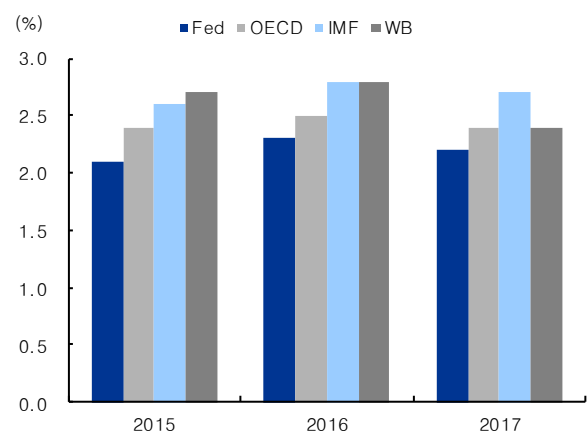
그러나 향후 미국은 물론 글로벌 경제는 저성장 국면이 지속될 것으로 전망되고 있다. 블룸버그에서 집계한 글로벌 IB들이 전망하는 2016년 및 2017년 미국 경제 성장률 전망치도 2.4~2.5%에 불과하고 Fed와 OECD, IMF, WB 등 공식 기관도 저성장 국면이 지속될 것으로 전망하고 있다.

그림 2. 미국 경제성장률 전망치(분기 - 민간)



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 3. 미국 경제성장률 전망치(연간 - 공식)



자료: Bloomberg, IBK투자증권

미국 경제의 저성장은
신흥국으로의 낙수효과에
대한 기대를 낮추는 요인

이렇게 미국을 중심으로 글로벌 경제의 저성장 국면이 지속될 것이라는 전망은 향후 미국 기준금리 인상 속도가 완만할 것이라는 기대를 높이는 요인이나 과거와 같이 미국의 경기 회복이 신흥국까지 이어지는 낙수효과에 대한 기대는 낮추는 요인이 된다.

따라서 미국 기준금리 인상이 불확실성 해소와 미국 경제의 회복 기대로 이어지며 수출주 중심의 국내증시가 그 동안의 하락세를 마치고 반등할 것이라는 기대감도 낮아질 것으로 예상된다.

2) 달러 인덱스는 선진국 통화대비 미국 달러의 가치일 뿐

최근 달러 인덱스 하락에도
신흥국 통화 가치 역시 하락

과거 달러 인덱스와 신흥국 통화 가치는 달러 인덱스가 강세를 보일 때 신흥국 통화가치는 하락하는 반비례 관계가 비교적 뚜렷하게 나타났었다. 그러나 최근 들어 ECB의 추가 부양책 기대가 약화되며 유로화 강세로 달러 인덱스가 하락하고 있음에도 신흥국 통화 가치 역시 하락하는 모습을 보이고 있다.

그림 4. 달러 인덱스와 신흥국 통화 지수

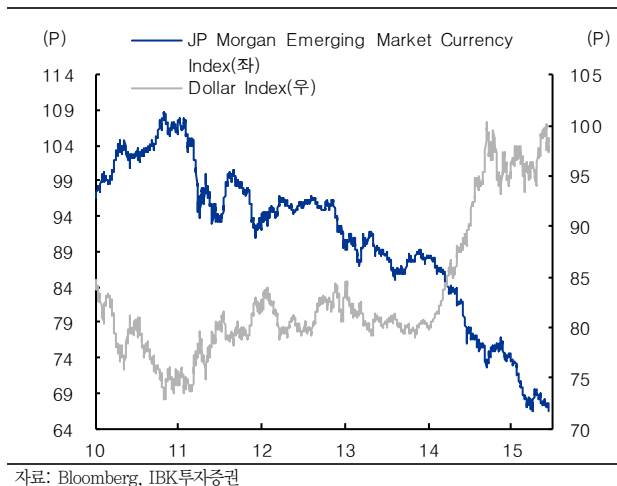
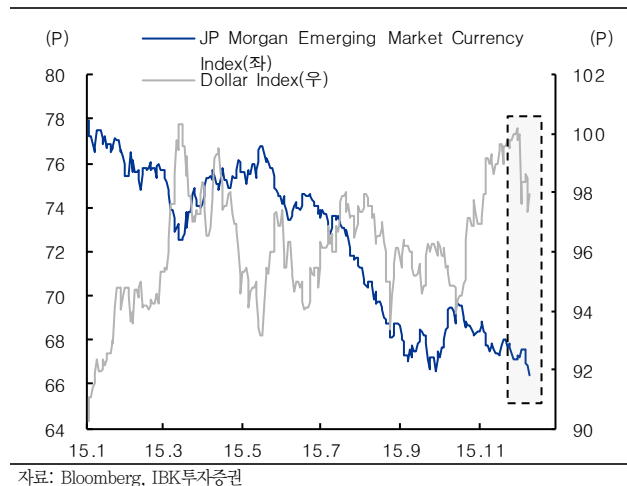


그림 5. 최근 달러 인덱스 하락에도 신흥국 통화 가치 역시 하락

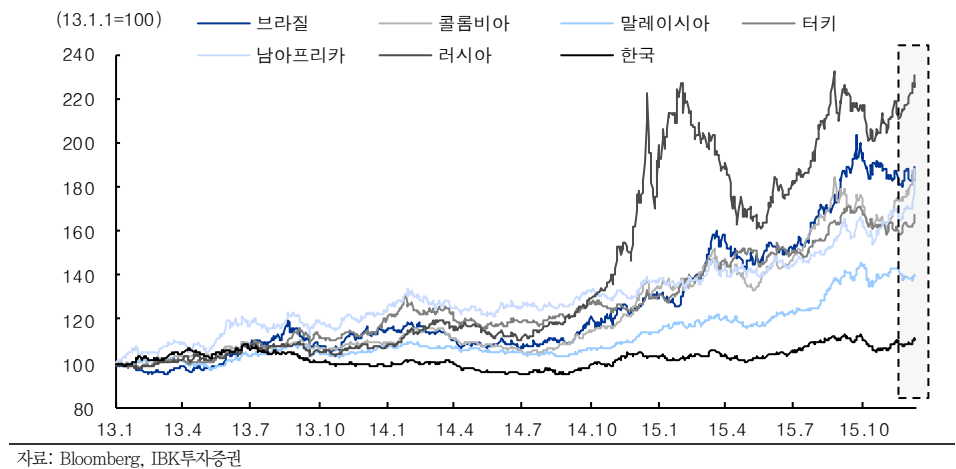


당연한 얘기겠지만 환율이라는 것은 자국 통화와 타국 통화의 상대적 가치를 나타내는 교환비율이다. 따라서 유로, 엔, 파운드, 캐나다 달러 등 선진국 통화대비 미국 달러의 가치를 나타내는 달러 인덱스가 하락한다고 신흥국 통화 대비 미국 달러의 가치까지 반드시 하락해야 하는 것은 아니다. 즉 일부의 전망처럼 미국 기준금리 인상 등 달러 강세의 요인이 이미 대부분 달러 가치(인덱스)에 반영되어 있고 ECB의 양적완화에 대한 기대감 축소로 미국 기준금리 인상 후 달러 인덱스가 다시 하락한다고 해도 신흥국 통화 대비 달러 가치까지 하락 전환할 것으로 보긴 어렵다.

신흥국 통화대비 달러
가치는 더욱 상승할 것

오히려 최근 국제유가 등 원자재 가격 하락으로 원자재 수출국 중심으로 신흥국 경제에 대한 우려가 확산되고 국제유가 급락으로 산유국 자금이 신흥국을 중심으로 회수되고 있음을 감안하면 신흥국 통화대비 달러의 가치는 더욱 상승할 것으로 예상되며 원화 역시 이런 신흥국 통화 가치 절하에서 자유로울 수는 없다고 판단된다.

그림 6. 주요 신흥국 통화가치 추이 (2013.01.01=100)



따라서 미국 기준금리 인상 이후 신흥국 통화가치 하락과 이에 따른 원화가치 하락은 최근 지속되고 있는 외국인 순매도를 연장시키며 국내증시의 반등을 저해할 가능성이 높다.

3) 신흥국 기업들의 부채 우려 더욱 커질 것

지난 12월 월간전망(IBKS Strategic Insight - “돈을 잃지 마라. 기회는 곧 온다.”) 이후 필자는 줄곧 미국 기준금리 인상에 따른 신흥국 부채 위기에 대한 우려를 언급해왔다.

이주열 한은 총재도 지난 10일 열린 금통위 기자회견에서 “미국 기준금리 인상에 따른 한국경제의 가장 큰 리스크는 재정상황이 취약하고 원자재 가격 하락으로 어려움에 처한 신흥국 위기”라고 언급했고, 최근 한국은행과 IMF 컨퍼런스에서 기획재정부 주형환 차관 역시 신흥국 부채 문제가 최근 세계경제 여건 변화와 맞물리면서 글로벌 금융시장 불안울 촉발시킬 수 있다는 우려가 대두되고 있다고 언급했다.

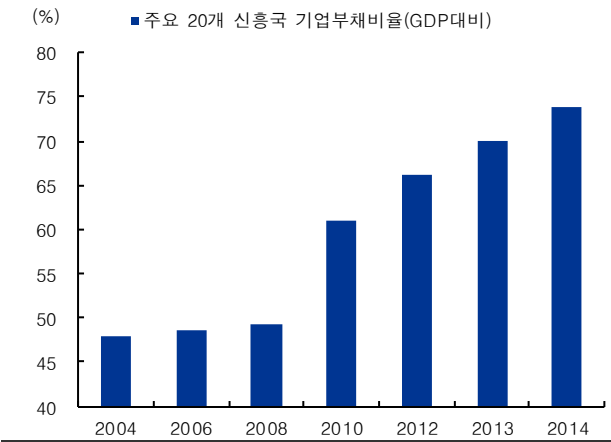
신흥국 비금융기업
GDP대비 부채비율 10년간
26%p 증가

IMF에 따르면 주요 신흥국 비금융기업의 GDP대비 부채비율은 2014년 기준 약 74%로 10년전에 비해 26%p 증가했고 특히 아시아 기업들의 부채 증가가 두드러진다. 특히 이런 신흥국 기업들의 부채 문제는 미국 기준금리 인상으로 달러 표시 채권의 이자 부담이 증가할 것으로 예상되는 가운데 앞서 언급한 글로벌 저성장 및 신흥국 통화가치 하락과 맞물리며 더욱 우려가 커질 것으로 전망된다.

신흥국 위험지표 상승세

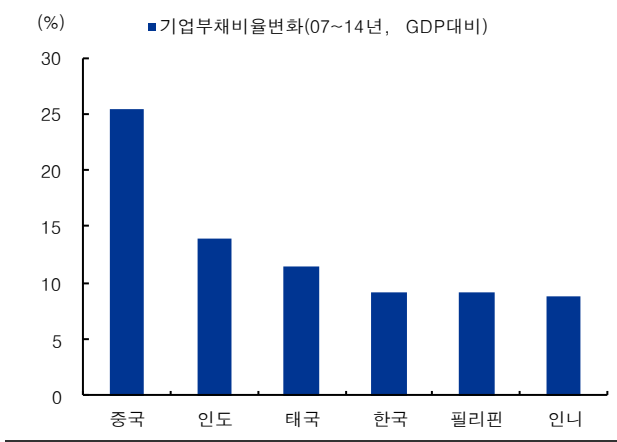
이를 반영하듯 최근 원자재 수출국을 중심으로 신흥국의 CDS 프리미엄은 다시 상승세를 보이고 있고 EMBI 스프레드와 글로벌 금융 스트레스 지수 등도 반등세를 보이며 우려를 키우고 있다.

그림 7. 주요 20개 신흥국 GDP대비 기업부채비율 추이



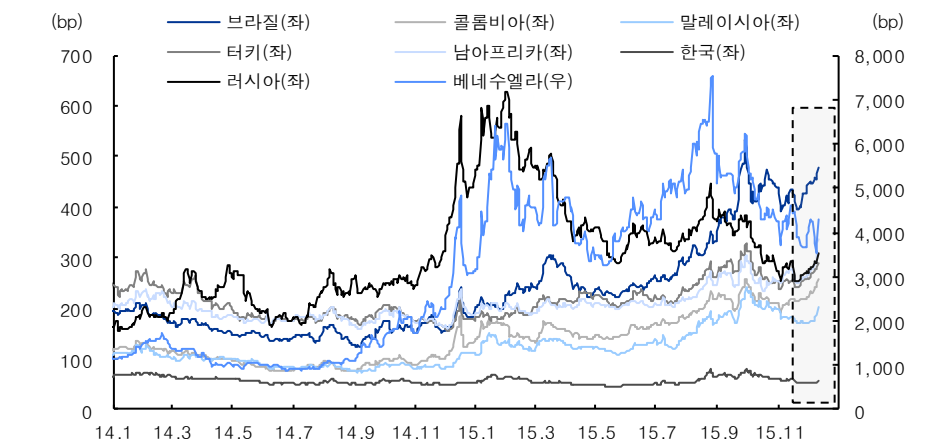
자료: IMF, 한국은행, IBK투자증권

그림 8. 주요 신흥국 GDP대비 기업부채비율 변화(2007~2014년)



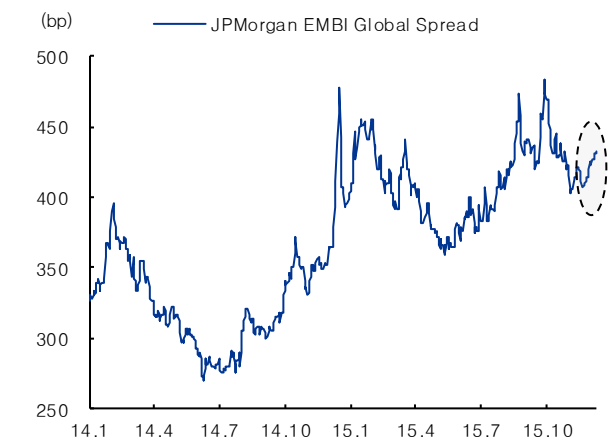
자료: IMF, 한국은행, IBK투자증권

그림 9. 주요 신흥국 CDS 프리미엄 추이



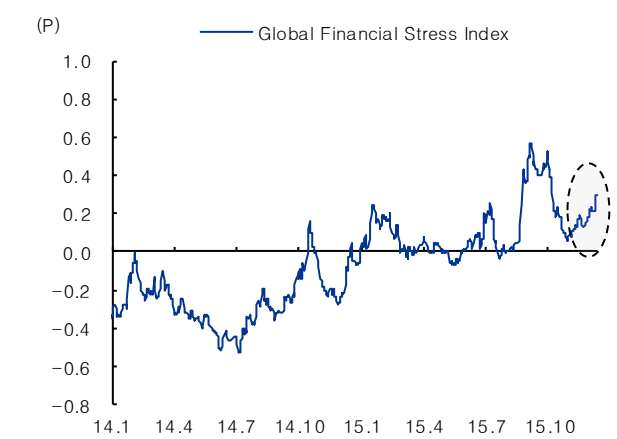
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 10. JPMorgan EMBI Global Spread



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 11. BoA Merrill Lynch Global Financial Stress Index



자료: Bloomberg, IBK투자증권

미국 기준금리 인상의 여파를 확인하고 가도 늦지 않다

미국 기준금리 인상은 또 다른 불확실성의 시작

앞서 언급한 내용들처럼 미국 기준금리 인상은 불확실성의 해소보다는 글로벌 저성장, 신흥국 통화가치 하락, 신흥국 기업들의 부채 우려 등으로 이어지며 또 다른 불확실성의 시작이 될 것으로 판단된다.

금주 미국 12월 FOMC에서 기준금리 인상을 결정하고 점진적인 금리 인상에 대한 확신을 시장에 전달하면 글로벌 증시는 불확실성 해소에 따른 반등세를 보일 가능성이 높다. 국내 증시 또한 12월 초 이후 지속되고 있는 하락에 따른 저가 매수세 및 연말 배당을 노린 매수세가 유입되며 반등세에 동참할 가능성이 높을 것으로 판단된다.

여전히 보수적인 시장 대응을 권고

그러나 미국 기준금리 인상이 또 다른 불확실성으로 이어지고 있는 상황에서의 반등세는 그리 길게 이어지지 못할 것이며 반등폭 또한 크지 않을 것으로 예상된다. 따라서 여전히 유동성을 최대한 확보하고 배당주와 경기 방어주 중심의 포트폴리오로 보수적인 시장 대응을 해야 할 것으로 판단되며 미국 기준금리 인상이 신흥국에 미칠 영향을 확인한 후 주식비중을 확대할 것을 권한다.