

2018/08/27



# 미국의 사다리 걷어차기는 세상을 어떻게 바꿀까?

## Strategist 윤영교

02)6923-7352

Skyhum00@capefn.com

### 03 | 미국은 왜 무역분쟁을 고집하는가?

시장 전망의 대전제가 흔들리다

미국과 신흥국 증시 간 발생한 괴리에 대한 해석

### 07 | 무역분쟁 이후 중국의 부상을 저지하기 위한 미국의 무기는?

관점에 따라 미국이 무역분쟁을 심화하는 이유와 주체가 달라진다

무역분쟁은 중국의 급부상을 저지하는 여러 수단 중 하나에 불과하다

### 11 | 달러 약세 유도과 인프라투자, 잃을 건 적고 얻을 건 많은 정책

미국이 달러 약세를 원하는 이유

달러 약세는 어떻게 유지할 수 있을까?

### 19 | 미국과 중국 시장에 예상되는 변화는?

미국과 중국의 행동이 미국 시장에 미칠 영향

미국과 중국의 행동이 중국 시장에 미칠 영향

### 24 | 우리는 변화에 어떻게 대응해야 하는가?

예상되는 변화가 우리에게 주는 투자전략적 함의(Implication)

: 중장기 달러 약세 기조 / 수요견인 인플레이션 국면 / 원자재가격 상승

/ 중국시장 성격 변화 / 증시 내 업종 주도권 변화에 대응

## 전략 Strategy

## 미국의 사다리 건너차기는 세상을 어떻게 바꿀까?

Strategy 윤영교 · 02)6923-7352 · skyhum00@capefn.com

## 미국은 왜 무역분쟁을 고집하는가?

당사는 지난 보고서("무역전쟁 이후를 생각하다"-2018.7.16)를 통해 미국과 중국의 무역분쟁은 미국의 승리로 귀결될 것임을 말씀 드렸습니다. 그리고 이후 시장의 인식도 그렇게 흘러가고 있습니다. 그럼에도 불구하고 미국은 중국과의 무역분쟁을 고집하고 있습니다. 11월에 있을 중간선거를 의식한 트럼프 대통령의 몽니라고 보는 시각과 함께 미국을 위협하는 2등국으로 부상한 중국을 누르기 위한 방편이라는 견해가 힘을 얻고 있습니다.

최근 미국의 행동은 과거 일본에 한 행동과 많은 면에서 오버랩됩니다. 다만 당시에는 대상이 미국의 안보 우산 하에 있었던 일본이었다면 지금은 군사적으로도 대치하고 있는 중국이라는 점이 다릅니다. 따라서 미국은 엔화 가치를 강제로 끌어올렸던 과거와 다른 수단을 쓸 수 밖에 없습니다. 무역분쟁은 여러 수단 중 하나에 불과합니다.

## 미국의 또 다른 수단, 달러 약세 유도과 인프라투자

상황에 따라 다르기는 하지만 미국은 달러 약세를 원합니다. 달러 약세가 경제적으로든 국제정치적으로든 자국에 유리하게 작용하기 때문입니다. 더욱이 오바마 행정부 이후 미국 정부가 장기 과제로 여기고 있는 제조업 부활을 위해서라도 달러 약세는 필수적입니다. 그 과정(달러 약세를 유도하는 과정)에서 중국의 부상도 저지할 수 있습니다. 미국 입장에서 보면 달러 약세는 두마리 토끼를 잡을 수 있는 좋은 무기입니다.

달러 약세를 유도하는 수단은 크게 두가지입니다. 첫번째는 반기환율보고서입니다. 오는 10월에 발표될 반기환율보고서에서 중국이 환율조작국으로 지정될 가능성을 배제할 수 없습니다. 이를 통해 미국은 중국과의 무역분쟁에 필요한 법적 근거까지 마련할 수 있습니다. 두번째는 인프라투자입니다. 트럼프 대통령이 공약으로 내세웠던 인프라투자는 아직 진행되지 않았습니다. 이 공약을 지키는 과정에서 경기를 부양하는 동시에 자연스럽게 달러 약세도 이끌어 낼 수 있을 것입니다.

## 미국과 중국 시장에 예상되는 변화, 그리고 투자전략에 주는 함의

미국이 달러 약세를 유도하고 중국의 부상을 저지하는 과정에서 금리 상승 기조는 더욱 명확해 질 것입니다. 금리 상승이 주식시장에 악영향을 줄 수 있다는 우려도 있지만 이는 해석 상의 오해입니다. 금리가 상승하는 국면은 기업이익이 빠르게 증가하는 국면입니다. 반등에 성공한 미국 증시는 당분간 호조를 이어갈 것입니다.

중국은 그동안 "안정적인 고성장이 유지되는 대국"이라는 프레임을 통해 금융시장에서 매력적인 투자처로 자리매김하였습니다. 그러나 향후 중국의 경제가 수출주도형에서 내수중심형으로 바뀌는 과정에서 성장률은 하락할 수 밖에 없습니다. 새롭게 떠오르는 소비재시장으로서의 가치는 시간을 두고 인정받을 수 있겠지만 고성장 메리트는 생각보다 빠르게 사라질 것으로 전망합니다.

이러한 변화가 투자전략에 주는 함의는 다섯가지 정도로 정리할 수 있습니다. 1) 중장기 달러 약세 기조에 기초한 운용 전략 필요, 2) Demand-Pull Inflation 국면을 예상한 투자 전략 필요, 3) 원자재 가격 상승에 따른 시장 변화에 대응 필요, 4) 중국 시장 성격 변화에 대비한 투자전략 필요, 5) 주식시장 내 업종 주도권 변화를 예상한 투자전략 필요

## 미국은 왜 무역분쟁을 고집하는가?

### 시장 전망의 대전제가 흔들리다

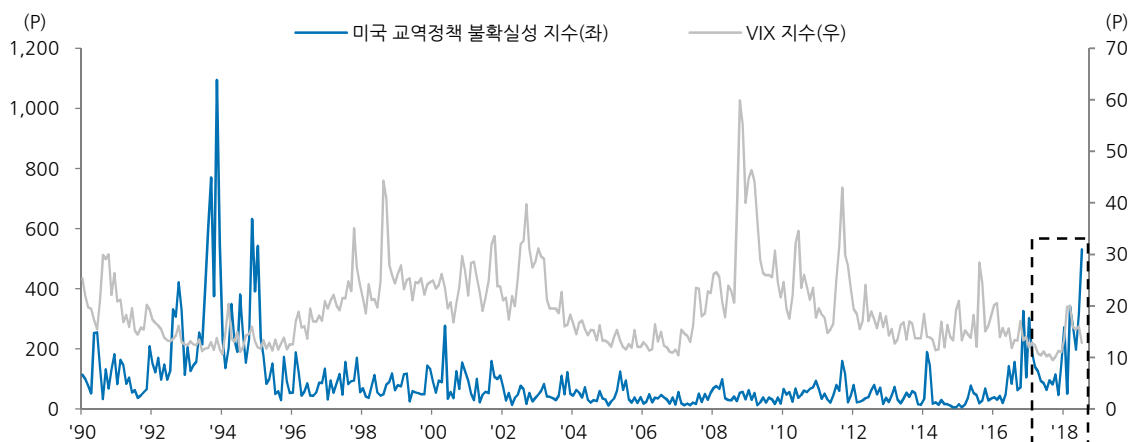
2000년대 경제 호황은  
중국의 WTO 가입과  
미국의 자유무역주의에  
대한 신뢰가 바탕

중국은 2001년에 WTO에 가입하면서 세계 경제의 일원으로 편입됐다. 그리고 세계의 공장 역할을 맡아 2000년대 전세계 경제 호황(대공황 이후 최악의 버블 붕괴로 막을 내렸지만)의 주역이 됐다.

중국의 WTO 가입 이후 트럼프가 미국 대통령으로 취임한 2016년까지 16년 간 미국의 교역정책이 글로벌 금융시장에 미치는 영향은 미미했다. 미국의 교역정책(자유무역 옹호)의 큰 틀이 바뀔 가능성은 희박하다는 전제가 금융시장 전반에 깔려 있었다는 표현이 더 정확할 것 같다.

글로벌 금융시장이 IT버블과 서브프라임 사태, 유로존 부채 위기로 수많은 부침을 겪는 동안에도 미국 교역불확실성지수는 16년간 거의 움직이지 않았다.

그림1. 지난 16년 간 금융시장은 수 많은 부침을 겪었지만 자유무역이라는 대전제는 유지됐다, 그것이 최근 흔들리고 있다



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

트럼프가 미국  
대통령으로 취임하면서  
상황 급반전

트럼프가 “아메리카 퍼스트”라는 구호를 앞세워 미국 대통령에 당선되면서 상황이 달라졌다. 그나마 “기업 감세”에 경제정책의 역량을 집중시켰던 2017년에는 대외 통상정책에 큰 변화가 없었다. 그러나 감세 문제가 어느 정도 갈무리 된 올해 연초부터 중국을 상대로 한 보호무역을 전면에 내세우기 시작했다.

중국이 경제를 개방한 이래 처음으로 글로벌 금융시장이 교역정책에 대한 불안 때문에 흔들리기 시작했다. 시장참여자들이 금융시장을 전망할 때 전제가 되는 가정-자유무역은 영원할 것이다-이 흔들리고 있기 때문이다.

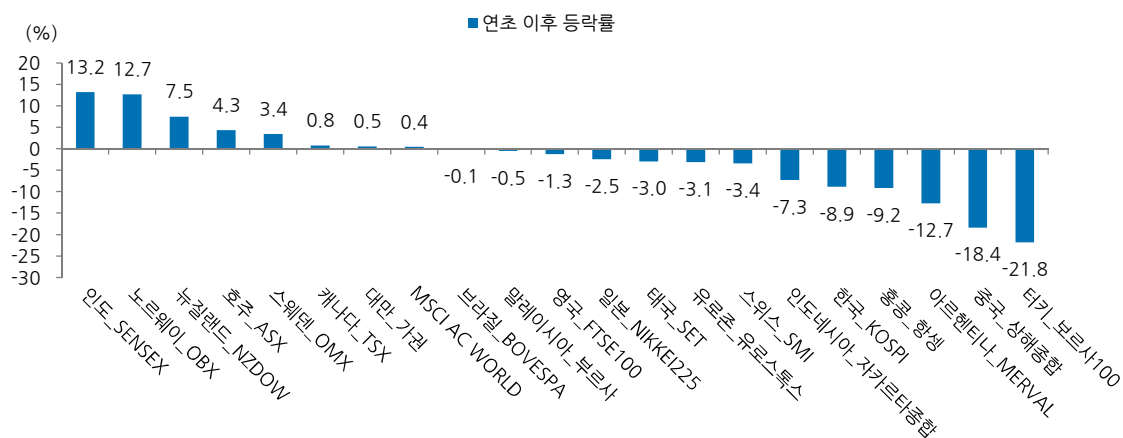
신흥국 경제성장 동력은  
대부분 미국에 대한 수출

대부분의 신흥국은 선진국, 특히 미국에 대한 수출이 경제 성장의 중요한 동력이다. 한국과 같이 내수시장이 협소하거나 중국, 인도와 같이 내수시장이 크더라도 충분한 구매력이 확보되지 못한 경우가 많기 때문이다.

실제로 이번 조정 장세에서 조정폭이 컸던 증시는 대부분 경제 내 수출의존도가 높고 수출 대상 시장 중 미국 비중이 높은 국가들이다. 반대로 무역분쟁의 당사국임에도 불구하고 미국 증시 조정폭은 크지 않았다. 오히려 S&P500지수는 사상 최고치를 경신하는 등 호조를 이어가고 있다.

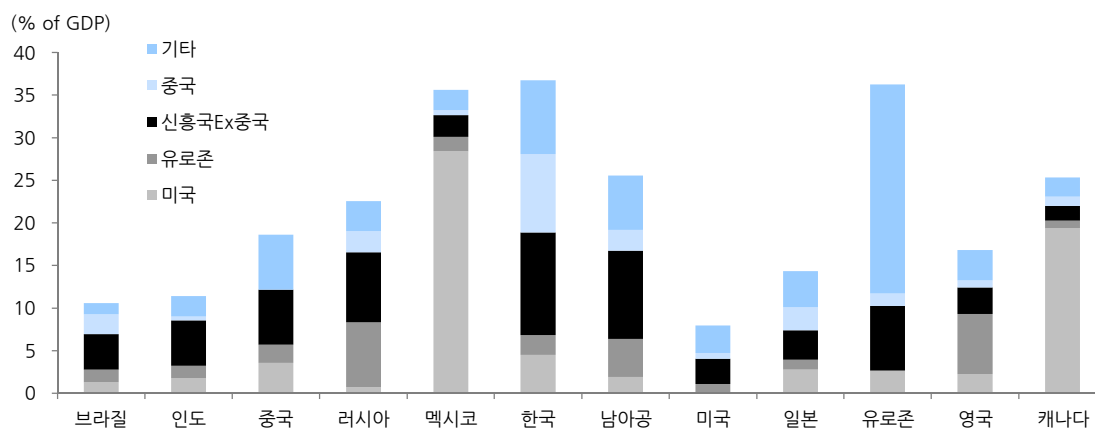
미국 증시와 미국을 제외한 여타 증시 간 괴리가 심화된 것이다.

그림2. 무역분쟁이 시장에 자리잡은 연초 이후 국가별 증시 등락률



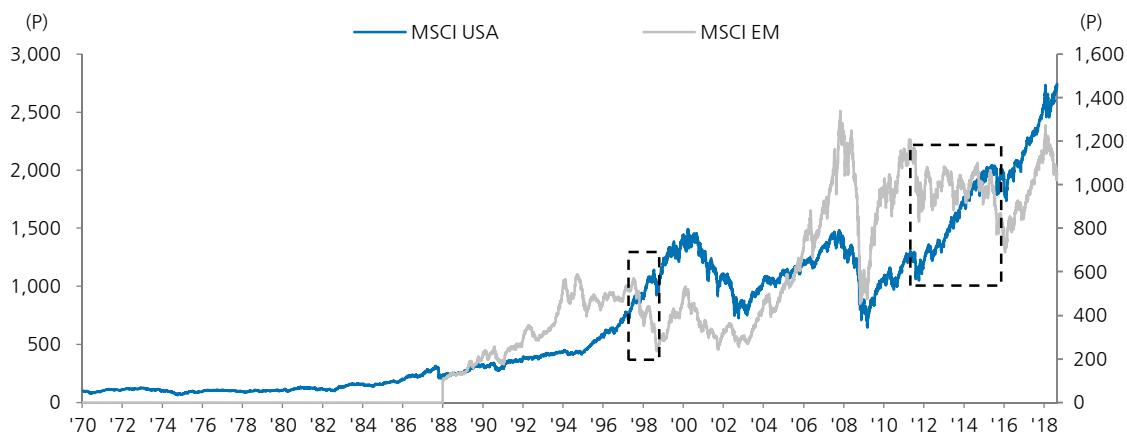
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 대부분의 신흥국은 미국에 대한 수출 의존도가 높다



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 역사적으로 미국 증시와 신흥국 증시 간 방향에 괴리가 길어진 경우는 동아시아 외환위기와 디플레이션 구간 당시



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

역사적으로 보면 신흥국 증시와 신흥국 증시의 (상승률이 아닌) 방향의 괴리가 1년 이상 유지된 경우는 1990년대 후반 동아시아 외환위기 당시와 2011년부터 2015년까지 진행된 유로존 부채 위기 당시를 꼽을 수 있다. 모두 미국 외적인 원인으로 금융시장에 시스템 리스크가 불거졌던 시점이다.

현 상황이 과거의 두 시기와 유사한지 알아보기 위해서는 최근 발생한 미국과 신흥시장 간 발생한 괴리에 대한 해석이 먼저 이루어져야 한다.

### 미국과 신흥국 증시 간 발생한 괴리에 대한 해석

미국과 신흥국 증시 간  
괴리에 대한 해석 1:  
미국과 신흥국의 경제  
구조상 차이

최근 미국 증시와 신흥 증시 간 발생한 괴리는 두가지 측면에 따라 해석할 수 있다.

먼저 경제 내 내수 비중이 절대적인 미국 경제 구조와 그렇지 못한 신흥국 경제 구조의 차이가 반영된 것이다. 미국 경제는 지난 2분기에 4%(연율화)가 넘는 성장률을 기록했다. 숫자도 숫자지만 내용을 보면 미국 경제가 얼마나 견조한 상황인지 알 수 있다.

경제의 70%를 차지하는 가계소비가 전분기 대비 4.0%나 증가했다. 그 중에서도 특히 내구재소비가 활발하게 이루어지고 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

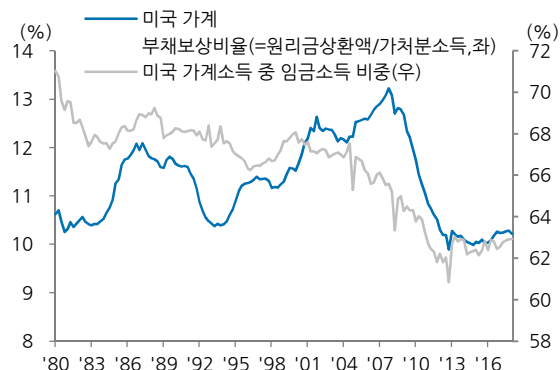
내구재는 자동차나 가구와 같이 사용연한이 긴 품목들이다. 대체로 단가가 높고 생필품과는 거리가 있는 품목들이기도 하다. 생필품 소비가 먼저 이루어진 뒤 가장 나중에 소비가 이루어지고, 구매 시 할부나 대출과 같은 레버리지가 동반되는 것이 보통이다.

그림5. 미국 경제는 내구재소비를 중심으로 확장 중



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림6. 가계 레버리지 증가는 소득의 안정성을 대변



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

미국과 신흥국 증시 간  
괴리에 대한 해석 2:  
신흥국 증시 조정이  
펀더멘탈 상의 문제가  
아닐 가능성

미국 가계 부채 부담은 사상 최저 수준이다. 가계가 소비에 레버리지를 적극 활용할 수 있다는 것은 향후 소비에 대한 전망이 긍정적인 전망을 가능하게 한다. 미국 경제는 당분간 확장 국면이 이어질 가능성이 높다.

두번째는 신흥국 증시 조정이 펀더멘탈 상의 문제가 아닌 투자심리 상의 문제로 조정 받았을 것이라는 점이다.

아직 글로벌 경제에 무역분쟁의 효과가 반영됐을 가능성은 높지 않다. 이미 오래 전부터 문제국으로 지목되던 나라들(터키, 아르헨티나 등)을 제외하면 신흥국 경제가 심각한 위기에 처했다는 신호는 아직 감지되지 않는다.

다만 주식이라는 자산이 “현재”가 아닌 “향후” 기대되는 기업이익에 대한 함수라는 점을 감안하면 무역분쟁으로 향후 이익이 감소할 수 있다는 “우려”가 시장에 반영됐다고 해석할 수 있다. 다시 말해 신흥국 증시 조정의 원인은 “현재 펀더멘탈” 상의 문제라기보다는 “투자심리” 상의 문제일 가능성이 높다는 뜻이다.

신흥국 증시 조정의 원인이 심리 상의 문제라면 무역분쟁으로 악화된 투자심리가 개선될 경우 시장은 본격적인 반등에 나설 수 있다는 결론에 이를 수 있다.

1) 무역분쟁 문제가 미국과 중국의 극적인 타결-물 건너 간 것으로 보인다-로 해소되거나, 2) 무역분쟁을 극복할 만한 모멘텀이 발생한다면 시장의 본격적인 반등은 현실화 될 수 있을 것이다.

그 가능성을 판단하기 위해서는 먼저 미국이 무역분쟁을 극단까지 몰고 있는 이유와 그 득실을 생각해 봐야 한다.

## 무역분쟁 이후 중국의 부상을 저지하기 위한 미국의 무기는?

미국이 무역분쟁을  
심화/장기화하는 이유는  
복합적

### 관점에 따라 미국이 무역분쟁을 심화하는 이유와 주체가 달라진다

미국이 국내외 전방위적인 반대에도 불구하고 무역분쟁을 심화하는 이유는 단기적인 관점과 중장기적인 관점에서 동시에 생각해 볼 필요가 있다.

단기적인 관점에서 보면 무역분쟁의 주체는 트럼프 대통령이다. 그러나 중장기적인 관점에서 보면 무역분쟁의 주체는 미국 행정부이다.

트럼프 대통령이 중국과의 교역 문제에 대해 거친 발언을 쏟아내기 시작한 시점이 올해 연초이다. 일각에서부터 11월에 있을 중간선거를 의식한 행동이라는 견해가 나오기 시작했다. 그리고 시간이 흐를수록 그 점이 뚜렷해졌다.

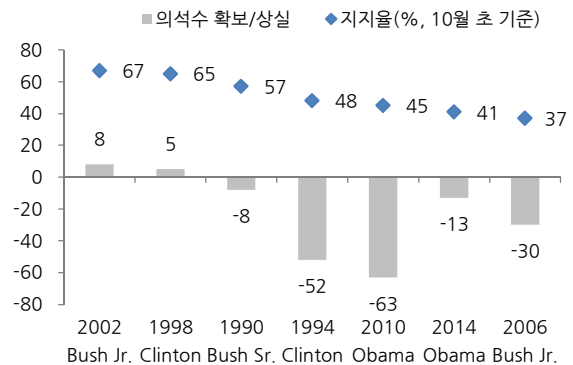
트럼프 대통령의 지지율은 취임 후 1년간 하락하기만 했다. 과거 사례를 보면 대통령 지지율과 중간선거 결과 간에는 높은 상관관계가 존재한다. 인종차별 발언과 러시아 스캔들 등으로 국내에서는 지지율 반등을 이끌어낼 만한 소재가 마땅치 않은 트럼프 대통령 입장에서 보면, 외국과의 분쟁은 유권자들의 시선을 돌리기에 안성맞춤인 재료이다.

그림7. 취임 후 1년 간 트럼프 대통령의 지지율은 하락했다



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림8. 대통령 지지율과 중간선거 결과 간 상관관계



자료: UCSB American Presidency Project, 케이프투자증권 리서치본부

무역분쟁으로 과거  
대통령들의 평균 지지율  
수준까지 끌어 올리는데  
성공

효과도 있었다. 2017년 연말에 37% 수준까지 하락했던 트럼프 대통령 지지율은 44% 수준까지 상승했다. 무역분쟁 이슈를 통해 과거 대통령들의 평균 지지율 수준에 도달하는데 성공한 셈이다.

그러나 이후에는 지지율이 답보 상태에 머물러 있다. 무역분쟁 이슈가 지지율을 끌어 올리는 동력으로서의 힘이 다했다는 의미일 것이다. 그럼에도 불구하고 미국은, 그리고 트럼프 대통령은 중국과의 무역분쟁에 열을 올리고 있다. 무역분쟁이 단순히 정치적인 이유로 진행되는 것이 아니라는 해석이 가능한 대목이다.

미국의 중장기적인  
목표는 중국의 부상을  
저지하는 것

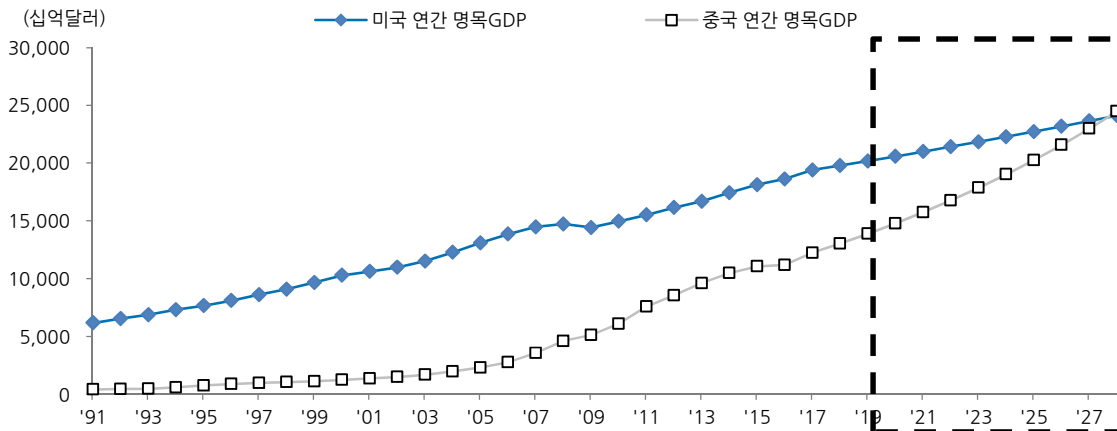
### 무역분쟁은 중국의 급부상을 저지하는 여러 수단 중 하나에 불과하다

미국은 2차 세계 대전을 기점으로 패권국 지위에 올랐다. 그리고 그 지위를 유지해야 한다는 목적의식이 있다. 2008년 금융위기 이후 급부상한 중국의 위상을 일찌감치 꺾어 놓겠다는 계산이 무역분쟁 안에 들어있을 것이다.

2017년 연말 기준으로 중국의 GDP 규모는 미국의 2/3 수준이다. 2008년 금융위기를 겪으면서 미국 경제가 주춤한 동안 격차가 빠르게 축소됐다. 조만간 중국 경제 규모가 미국 경제 규모를 앞지를 것이라는 성급한 전망도 나왔다.

시나리오에 따라 차이가 있지만 미국 경제가 향후 연간 2%, 중국 경제가 연간 6.5%씩 성장한다는 전제를 깔면 10년 뒤인 2029년에는 중국 경제규모가 미국 경제규모를 앞지르게 된다.

그림9. 미국 경제가 2%, 중국 경제가 6.5% 씩 성장한다고 가정하면 10년 뒤에는 중국 경제가 미국 경제를 앞지른다



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

글로벌 금융시장  
안에서도 중국의 입지는  
커지고 있어

글로벌 금융시장 내에서 중국의 입지도 커지고 있다.

중국의 대외투자액은 2008년 금융위기를 기점으로 급격한 속도로 늘고 있다. 글로벌 경제 통화 중 위안화 비중은 2016년 기준으로 2%까지 올라섰다. 여전히 달러화에 비하면 미미하지만 중국 당국의 목표에는 흔들림 없이 다가가고 있다. 2016년에 위안화가 IMF SDR에 편입됐고, 2021년에는 그 11%까지 비중이 늘어날 전망이다.

중국의 입지가 커지는 만큼 미국의 입지는 줄어들고 있다. 물론 아직 미국의 위상을 직접적으로 위협할 정도는 아니지만, 그 수준까지 올라온 다음에는 미국의 대응이 늦어버릴 것이다.

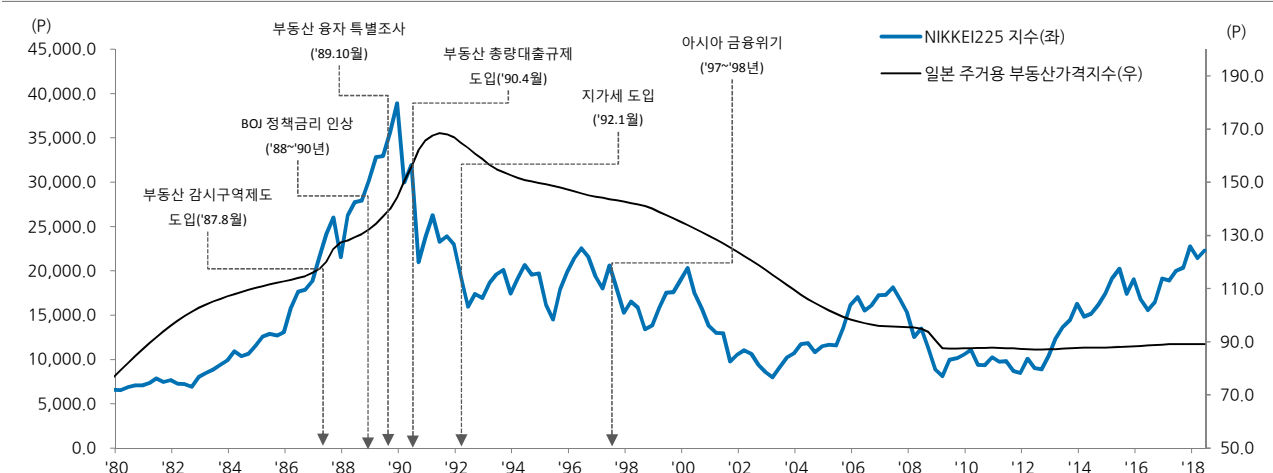
일본의 사례를 보면  
2등국을 대하는 미국의  
태도를 알 수 있어

패권을 위협하는 2등국을 대하는 미국의 태도는 일본의 사례를 보면 분명히 알 수 있다.

일본 경제는 1960년대부터 두자릿 성장률을 유지하면서 1980년대에는 미국 경제 규모의 2/3까지 이르렀다. 미국의 對 일본 무역수지 적자는 눈덩이처럼 불어났다.

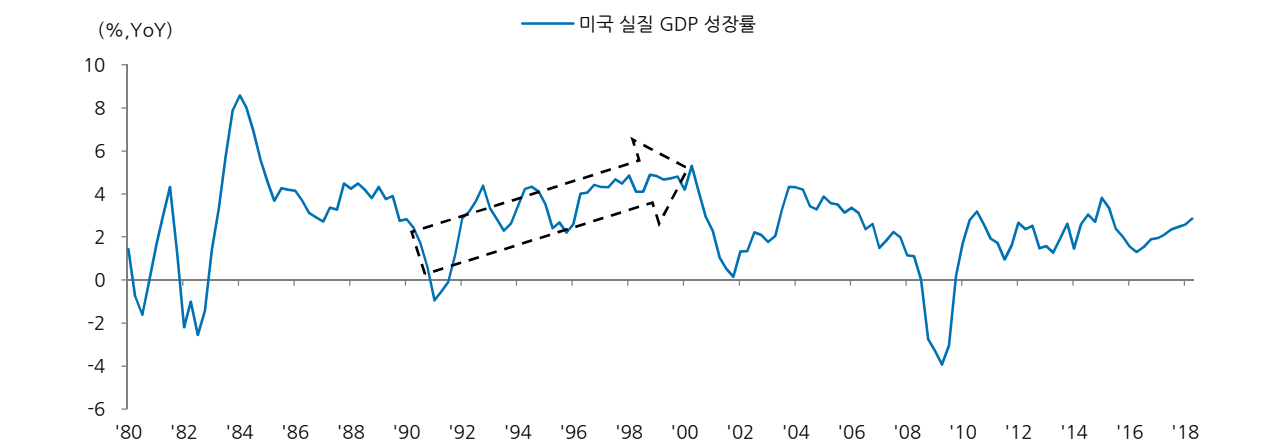
미국은 이 문제를 플라자 합의를 통해 해결했다. 악화일로를 걷던 미국 경제는 이를 계기로 회생했고, 일본 경제는 급격한 버블 형성기를 겪은 후 장기 불황에 빠져들었다. 지금은 일본 경제가 미국 경제를 위협할 것이라고 생각하는 사람은 아무도 없다.

그림10. 일본 경제는 플라자 합의 이후 버블 형성기를 지나 장기 불황에 빠져들었다



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림11. 미국 경제 흐름은 플라자 합의로 1990년대 장기 호황의 기반을 마련했다



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

달러화와 인프라투자가  
중국의 부상을 저지하는  
또 다른 수단이 될 것

물론 중국과 일본은 미국과의 관계라는 측면에서 상황이 다르다. 일본은 미국에 대한 안보 의존도가 높다. 플라자합의라는 일방적인 조치를 감내할 수 밖에 없는 위치에 있었다. 그러나 중국은 그렇지 않다. 군사력이 미국에 미치지 못하지만 그렇다고 미국의 안보 우산 안에 있는 것도 아니다.

그렇기 때문에 미국 행정부는 중국을 누를 만한, 그리고 일본을 누를 때와는 다른 수단이 필요했을 것이다. 그 수단 중 하나가 무역분쟁이다.

무역분쟁이 극적인 타격을 이루더라도 미국의 중국 때리기는 계속될 것이다. 그리고 무역분쟁은 중국의 부상을 저지하는 여러 수단 중 한 축에 불과하다.

또 다른 수단은 달러화와 인프라투자이다.

## 달러 약세 유도과 인프라투자, 잃을 건 적고 얻을 건 많은 정책

### 미국이 달러 약세를 원하는 이유

트럼프 대통령과 미국 정부, 연준의 공통된 의식, 달러는 약세로 가야 한다

트럼프 대통령과 미국 정치권, 그리고 연준은 시시때때로 경제 정책에 대해 엇박자를 내고 있다. 그러나 한가지 사안에 대해서는 공통된 인식을 갖고 있는 듯하다. 달러는 약세로 가야 한다는 생각이다.

달러는 여러 안전자산 중에서도 가장 대표적인 자산이다. 때문에 달러 강세는 시장에 몇 가지 중요한 사실을 암시한다. 그리고 궁극적으로는 미국 경제와 시장의 방향을 결정한다.

달러 강세는 미국 경제에 대한 부정적인 시그널을 제공한다

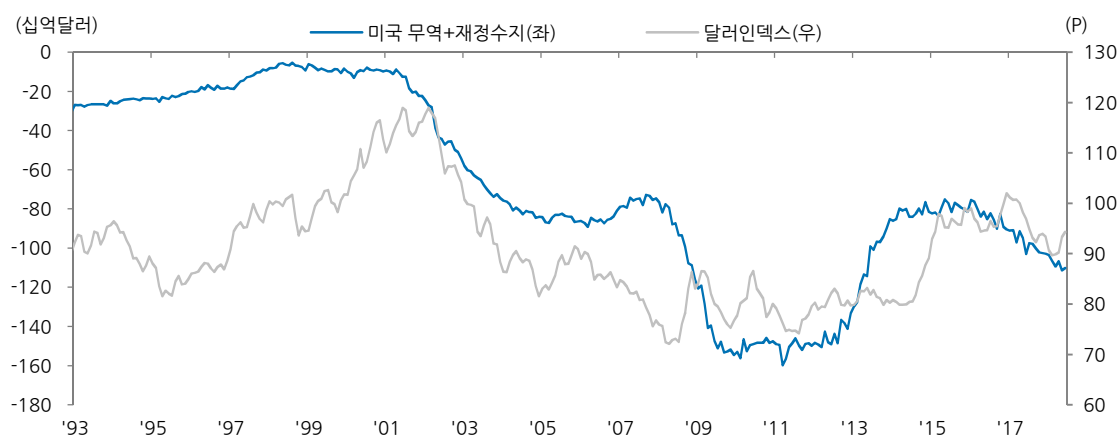
1) 먼저 달러 강세는 미국 경제가 좋지 않다는 점, 혹은 좋지 않아질 것이라는 점을 의미한다.

미국은 적자(=무역수지+재정수지)로 유지되는 경제이다. 경제가 좋으면 수입이 늘어나 무역수지 적자폭이 확대된다. (경제가 좋으면) 세입이 늘어나면서 재정수지가 줄어들 수 있겠지만 적자 기조가 바뀌지는 않는다. 재정적자는 누적되는 개념이다.

미국은 경제가 좋을수록 쌍둥이 적자는 확대된다. 그리고 이를 감당하기 위해 달러 공급량을 늘린다. 달러는 약세로 진행된다.

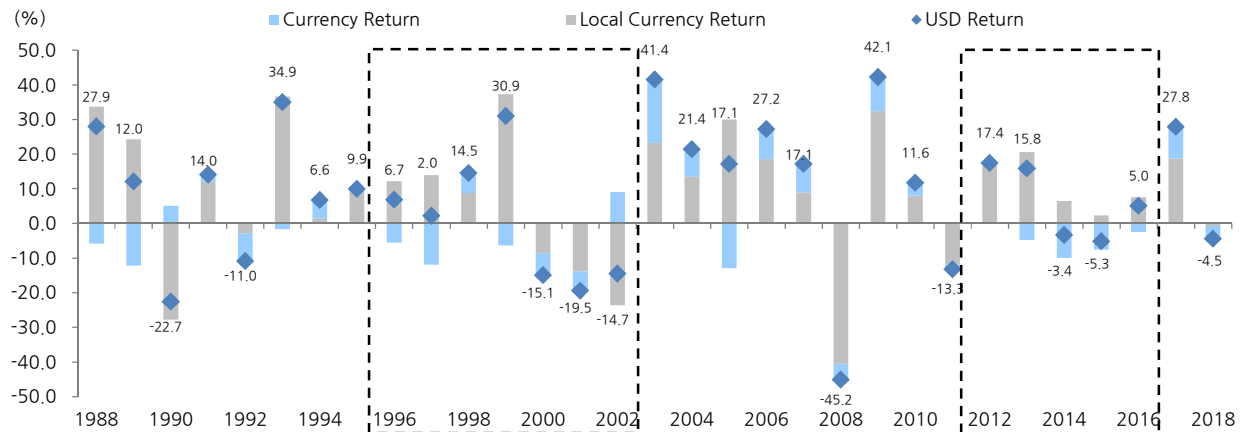
미국 경제가 좋으면 신흥국 경제도 뒤따라 좋아진다. 신흥국 경제는 기본적으로 미국보다 변동성이 크고 성장률이 높다. 때문에 경기 호황기에는 전세계 경제에서 미국 경제가 차지하는 비중이 줄어든다(미국 경제 성장속도보다 신흥국 성장속도가 빠르기 때문에). 글로벌 경제에서 미국이 차지하는 비중과 달러 가치는 유사한 방향으로 흘러가는 것을 확인할 수 있다.

그림12. 쌍둥이 적자와 달러의 관계



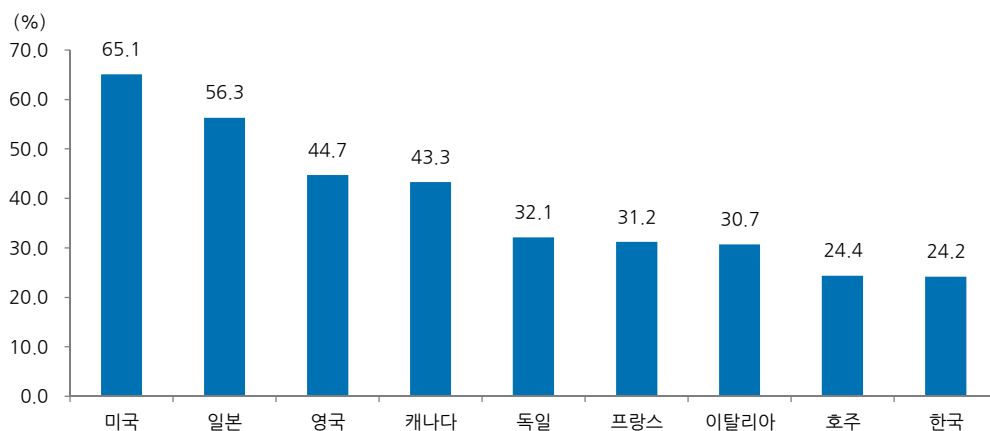
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림13. 달러 환산 해외 금융투자 수익률 기여도: Box 부분은 달러 강세기



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림14. 미국 가계 자산 중 금융자산 비중은 다른 국가에 비해 높은 편이다



자료: 케이프투자증권 리서치본부

달러 강세는 미국의 수출 경쟁력을 저하시키고 수입물가 하락을 초래한다. 둘 다 소비심리를 위축시킬 수 있는 요인이다. 미국 경제는 소비심리가 유지되면서 가계 레버리지가 서서히 증가할 때 가장 안정적으로 유지된다.

달러 강세는 금융시장에 부정적인 시그널을 제공

2) 글로벌 금융시장 상황이 좋지 않다는 뜻이다.

달러 강세는 글로벌 금융시장 내에서 악재가 호재를 누르고 있다는 의미로 해석된다. 때문에 달러 강세는 주식 등 위험자산에 대한 관망심리를 자극한다. 그리고 해외에 나가있는 미국의 투자자산의 달러 환산 기대 수익률을 낮춘다.

미국 가계 자산 중 금융자산이 차지하는 비중은 65%로 다른 나라들에 비해 높은 편이다. 금융자산의 기대수익률이 떨어지면 소비에 부정적인 영향을 미칠 수 있고 그 여파가 다른 국가에 비해 크다고 볼 수 있다.

그림15. 달러화는 강세기에 비해 약세기가 훨씬 길다



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

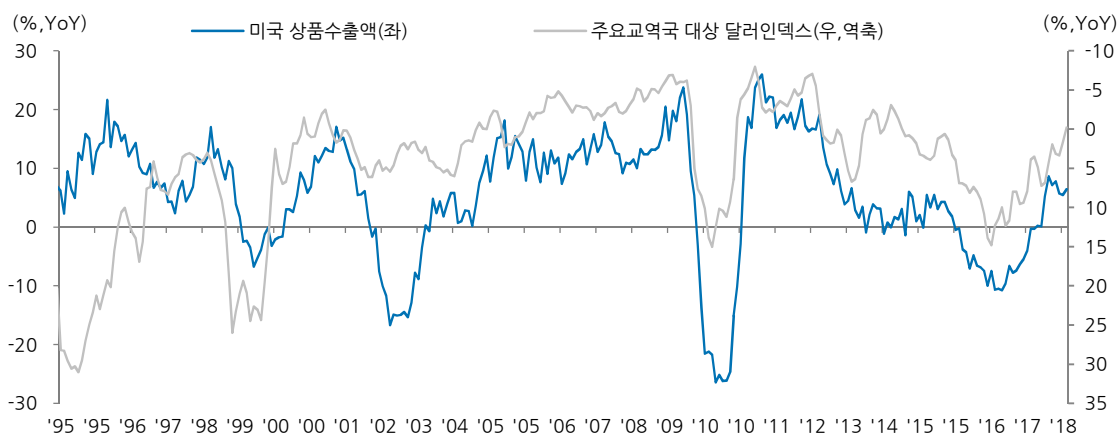
달러 약세는 트럼프  
대통령의 의도와도 맞는  
정책

위 <그림 15>에서 확인할 수 있는 바와 같이 역사적으로 달러 강세기에 비해 약세기가 훨씬 길다. 미국의 달러 정책이 기본적으로 어느 방향인지가 명확히 보이는 그림이다.

달러 약세 정책은 제조업 부활을 통한 고용 및 경기 회복이라는 트럼프 행정부의 의도와도 맞아 떨어지는 정책이다.

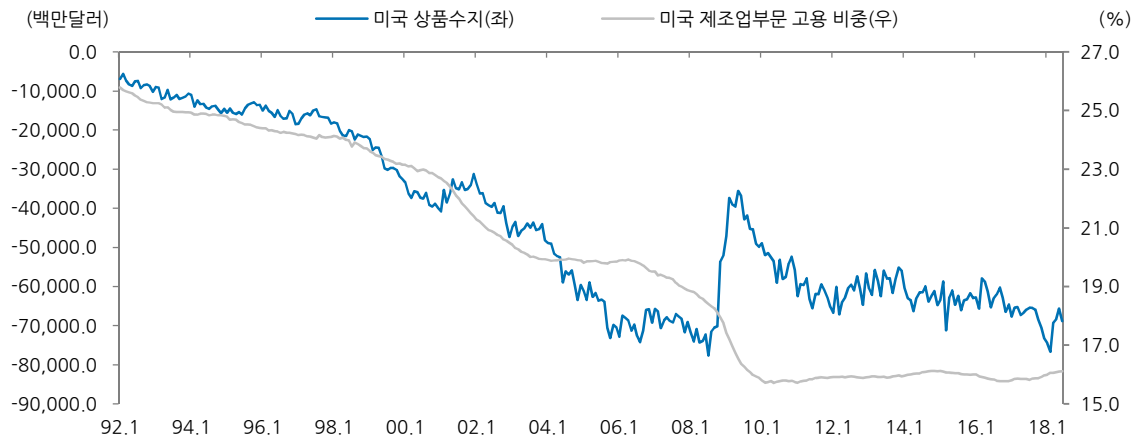
미국 경제에서 수출이 차지하는 비중은 여타 국가들에 비해 낮은 것이 사실이다. 그렇다고 무시할 수 있는 수준은 아니다. 서비스를 포함한 전체 수출액 비중은 14~15% 정도이고 서비스를 제외한 상품(제조업) 수출은 10~11% 수준이다.

그림16. 달러 가치와 미국의 상품 수출액 간에는 역의 상관관계가 뚜렷하다



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림17. 제조업 수출액과 제조업 업황 및 고용시장 간에는 높은 상관관계가 있다



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

미국 장기 경제정책의  
초점은 제조업 부활

당연한 이야기일 수 있지만 미국 상품수출액과 달러가치는 역의 상관관계를 갖는다. 달러가 약세로 가면 수출액이 늘어나고 강세로 가면 줄어든다. 상품 수출액이 늘어나면 제조업 업황과 고용은 호전될 것이고, 수출액이 감소하면 제조업 업황과 고용은 악화될 것이다.

미국은 1990년대 이후 제조업 기반을 해외로 이전시키고 서비스업 육성에 집중했다. 그로 인해 상품수지 적자가 늘어나는 만큼 고용시장에서 제조업 위상은 위축됐다. 문제는 제조업에 비해 서비스업 고용의 안정성이 떨어진다는 점이다.

2000년대에 미국이 금융산업에 집중하면서 가계소득 수준을 끌어올리는데 성공했다. 하지만 고용시장의 안정성 악화가 장기적으로 미국 경제에 도움이 되지 않는다는 점이 금융위기를 통해 확인됐다.

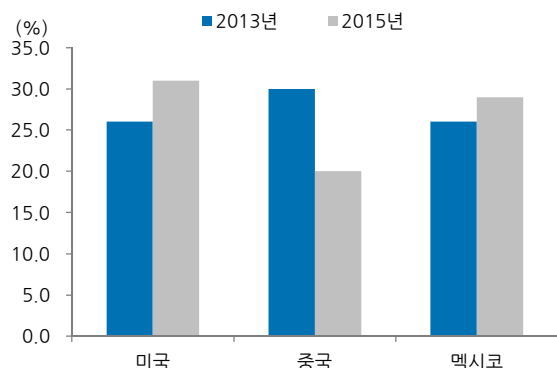
제조업 부활은 트럼프가  
새롭게 들고 나온  
정책이라고 볼 수 없어

이미 오바마 행정부 시절부터 미국 행정부의 장기 경제정책은 제조업 부활에 포커스를 맞추고 있다. 그리고 2000년대 이후 미국의 생산기지 역할을 담당해 온 중국이 타깃이 되는 것은 자연스러운 현상이다.

미국 기업들을 대상으로 조사한 바에 따르면 미국 시장을 대상으로 한 최적의 제조업 시설 위치로 중국을 꼽은 비중은 하락했다. 반대로 미국, 미국과 국경을 맞대고 있는 멕시코라고 대답한 비중은 늘어났다. 또한 2010년 이후 미국으로 회귀한 일자리와 기업 수 역시 중국에 있었던 일자리와 기업 비중이 압도적으로 많다.

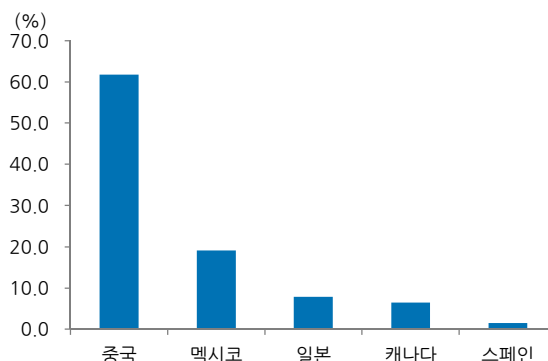
결국 미국 행정부의 달러 약세 정책은 거세게 도전하는 2등국인 중국의 추격을 뿌리치는 동시에 미국 경제의 안정성을 도모할 수 있는, 두가지 목적을 동시에 달성할 수 있는 좋은 수단인 셈이다.

그림18. 미국 시장을 위한 최적의 생산기지는?



자료: BCG, 케이프투자증권 리서치본부

그림19. 미국으로 회귀하기 전 위치는?(비중, 일자리 수 기준)



자료: Reshorenw, 케이프투자증권 리서치본부

## 달러 약세는 어떻게 유지할 수 있을까?

달러 약세 유지 수단은  
크게 두가지

달러 약세를 유도하는 것이 미국 경제에 유리하다는 점은 명확해졌다. 그런데 달러 약세를 어떻게 유지할 수 있을까?

30년 전에는 그 대상국(일본, 독일)이 미국의 안보 체계에 편입돼 있는 국가들이었기 때문에 일종의 강제적인 수단을 동원하는 것이 가능했다. 그러나 지금은 시대적인 상황이 나 상대국의 특수성을 감안하면 강제적인 수단을 동원하는 것은 불가능에 가깝다.

이러한 상황에서 미국이 쓸 수 있는 카드는 두가지이다. 재무부가 발표하는 반기환율보고서가 그 중 하나이고, 재정지출을 늘리는 것이 또 하나이다.

중국, 가을  
반기환율보고서에서 환율  
조작국으로 지정될  
가능성

중국을 지난 수 년간 반기환율보고서에서 환율 조작 관찰대상국에 이름을 올려 왔다. 일종의 경고를 받은 셈인데, 최근 트럼프 대통령의 발언과 상황의 특수성을 감안하면 이번 가을(10월) 보고서에서는 환율조작국으로 지정될 가능성이 높다.

중국은 매일 당국이 기준환율을 고시한다는 특성이 첫번째, 그리고 하반기 들어 환율 절하폭이 상당했다는 점이 두번째 근거이다. 미국이 제시하는 환율조작국 지정 조건 중 세번째 항목에도 포함될 수 있다는 의미이다. 미국 입장에서 보면 명분이 충분해졌다.

그림20. 하반기 들어 위안화 절하폭이 상당했다



자료: 케이프투자증권 리서치본부

표1. 환율 조작국 지정 관련 법안 비교

| 구분           | 종합무역법(1988)                                                                            | 교역촉진법(2016)                                                                                                             |
|--------------|----------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 환율 조작국 지정 요건 | 1) 대규모 경상수지 흑자국<br>2) 유의미한 대미 무역수지 흑자국<br>- 재무부 장관은 2가지 요건을 모두 충족하는 국가에 대한 환율조작 여부를 판단 | 1) 대미 무역흑자 200억달러 이상<br>2) GDP 대비 경상수지 흑자 3% 이상<br>3) GDP 대비 2% 이상의 달러 매수 개입<br>위 조건 2건 충족시 관찰 대상국, 모두 충족 시 환율 조작국으로 지정 |
| 제재 내용        | 재무부가 이들 국가의 환율 조작을 시정하기 위한 즉각 협상에 돌입                                                   | 1) 해당국에 대한 미국기업 투자 시 금융지원 금지<br>2) 해당국 기업의 미 연방정부 조달시장 진입 금지<br>3) IMF 를 통한 환율압박 무역협정과 연계                               |
| 환율보고서 시점     | 재무부가 4월과 10월 작성                                                                        |                                                                                                                         |
| 주요 지정 사례     | 한국(1988), 대만(1988, 1992), 중국(1992)                                                     | 지정사례 없음, 관찰대상국만 지정                                                                                                      |

주: 교역촉진법은 종합무역법을 보충하는 성격의 법안으로 작용함

주: 환율조작국 요건을 충족하지 않아도 종합무역법을 적용하여 대통령 지명을 통해 언제든지 환율조작국 지정 가능

자료: 케이프투자증권 리서치본부

표2. 최근 환율보고서(2018년 4월) 발간 결과

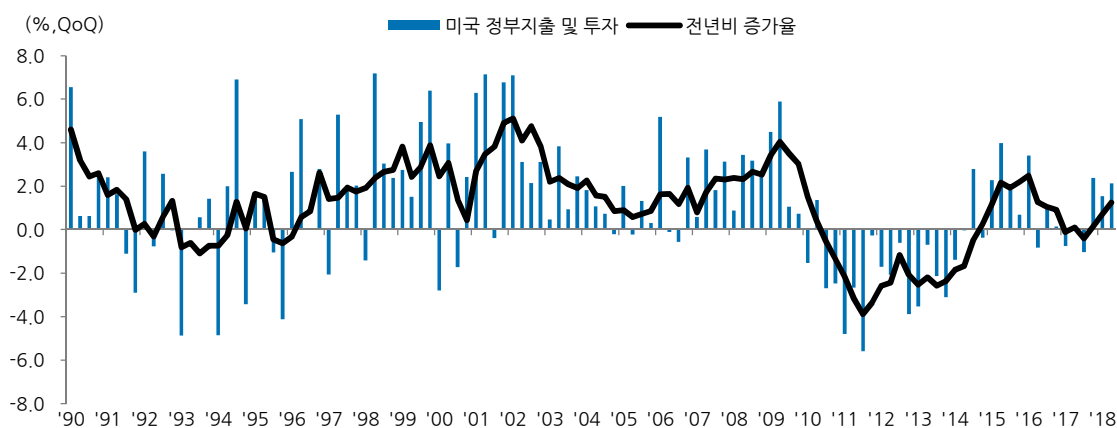
|     | 대미 무역수지<br>200억달러 이상 | GDP 대비 경상수지<br>흑자 비율 3% 이상 | GDP 대비 2% 이상<br>달러 매수 개입 | 충족 요건 수 | 지난 보고서<br>('17.10월) 대비 비교 |
|-----|----------------------|----------------------------|--------------------------|---------|---------------------------|
| 중국  | 3,750억달러             | 1.40%                      | -0.60%                   | 1       | 동일                        |
| 일본  | 690억달러               | 4.00%                      | 0.00%                    | 2       | 동일                        |
| 독일  | 640억달러               | 8.10%                      | 0.00%                    | 2       | 동일                        |
| 인도  | 230억달러               | -1.50%                     | 2.20%                    | 2       | 신규                        |
| 한국  | 230억달러               | 5.10%                      | 0.60%                    | 2       | 동일                        |
| 스위스 | 140억달러               | 9.80%                      | 6.60%                    | 2       | 동일                        |

주: 중국의 경우, 충족 요건이 1건이나 특정 국가가 한 번 관찰대상국 지정시 최소 2차례 관찰대상국으로 유지된다는 조건이 신설되며 유지

자료: 케이프투자증권 리서치본부

중국이 환율조작국으로 지정되면 금융/통상 면에서 여러가지 제재를 가할 수 있게 된다. 그동안 무역분쟁이 정치적인 목적을 달성하기 위한 수단이라는 비난을 받아왔지만, 중국이 환율조작국으로 지정되면 그 비난에서 벗어날 수 있는 법적 근거가 확보된다.

그림21. 2017~18년 정부지출이 증가한 것처럼 보이는 것은 일종의 착시이다



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

트럼프 대통령은 취임  
이후 국내 경제 공약 중  
절반은 지키지 않아

반기환율보고서와 함께 미국이 쓸 수 있는 또 하나의 카드는 인프라투자이다.

트럼프 대통령은 2016년 대선 당시 기업 감세와 함께 정부 주도의 인프라투자를 경제 공약으로 내세웠다. 감세 공약은 어느 정도 지켜졌지만 정부주도의 인프라투자 활성화 공약은 아직 지켜지지 않고 있다.

트럼프 대통령이 취임한 2017년 이후 미국 정부투자액이 오바마 행정부 시절에 비해 늘어난 것처럼 보이는 것은 사실이다. 그러나 오바마 행정부 당시에는 정책적으로 정부지출을 줄였기 때문에 생기는 착시이다.

다음 정치적 목표 달성을  
위해서라도 트럼프  
대통령은 인프라투자  
공약을 이행할 필요

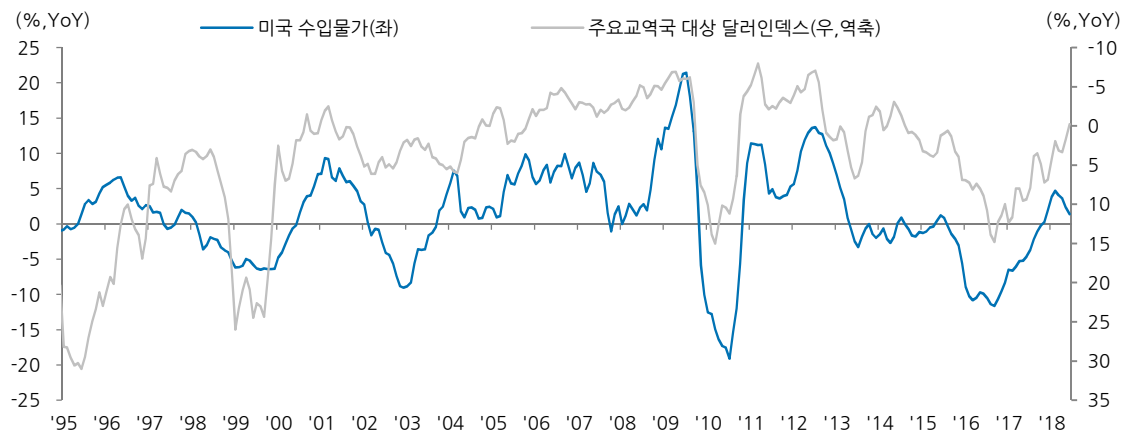
트럼프 대통령의 다음 정치적 목표는 2020년에 있을 대선이다. 이를 겨냥해 인프라투자 공약에 박차를 가할 가능성이 높다. 당연히 정부지출은 증가할 것이다. 정부부채(=국채 발행액) 역시 증가한다. 정부지출이 증가하면 쌍둥이 적자폭이 커지고 달리는 약세로 흘러간다.

달러 약세가 진행되는 과정에서 미국 경제에도 일정부분 부담이 생긴다.

달러 약세가 진행되면 수출물가가 올라가는 만큼 수입물가도 올라간다. 수입물가 상승은 인플레이션 압박으로 이어진다. 여기에 정부지출이 늘어나면서 국채가격 하락으로 이어진다면 시장금리 상승 속도도 가팔라질 수 있다.

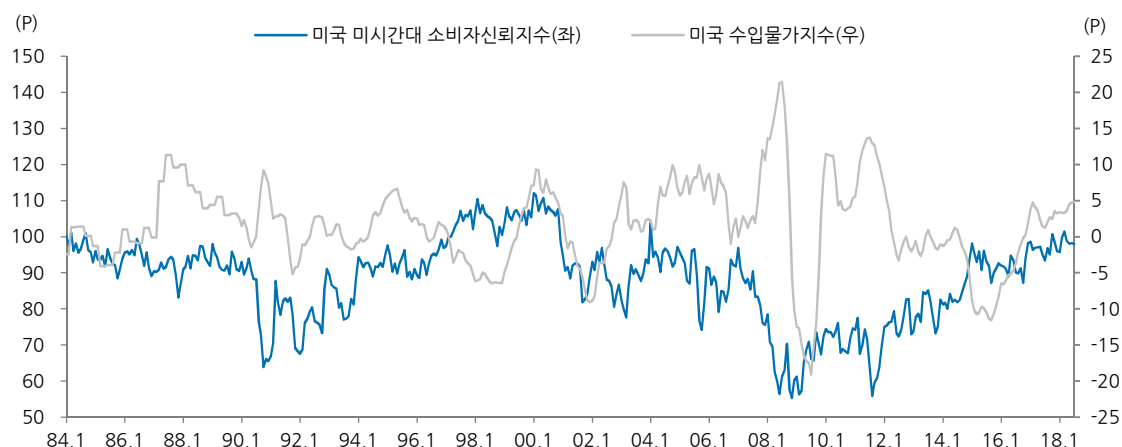
이런 변화가 잘 나가고 있는 미국 경제에 오히려 부담으로 작용하지 않을까? 이러한 변화가 미국 경제의 핵심인 소비심리 훼손으로 이어지는지 여부에 달려 있다.

그림22. 달러 약세는 수출물가 뿐 아니라 수입물가에도 직접적으로 영향을 준다



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림23. 수입물가와 미국 소비자심리와의 특정한 상관관계가 보이지 않는다



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

수입물가 상승이  
소비심리에 어떤 영향을  
줄지는 단정할 수 없어

앞서 본 수출물가와 마찬가지로 달러와 수입물가 간에는 높은 상관관계가 있는 것으로 나타난다. 여기에 정확히 예측할 수는 없지만 미-중 양국이 주고 받은 관세가 반영된다면 실제 수입물가 상승폭은 달러 약세만 반영한 상승폭보다 높을 것이다.

수입물가 상승이 미국 소비자심리에 어떤 영향을 주는지는 다소 애매한 구석이 있다. 역사적으로 미국 수입물가와 소비자심리지수 간에는 상관관계가 높지 않기 때문이다. 소비는 물가보다 다른 어떤 요인에 더 영향을 많이 받는다는 의미일 것이다.

쉽게 생각해 볼 수 있는 요인은 소득이다. 달러 약세로 인한 제조업 부문 고용 확대와 금융시장 활성화가 가계 소득 증가로 이어질 것은 분명하다. 반대로 수입물가상승에 따른 소비심리 약화는 확률적인 영역이다. 확실한 플러스 효과와 확률적인 마이너스 효과가 결합되면 기대값은 플러스가 나올 가능성이 높다.

## 미국과 중국 시장에 예상되는 변화는?

### 미국과 중국의 행동이 미국 시장에 미칠 영향

연준의 금리정책과  
달러화의 상관관계에  
대한 오해

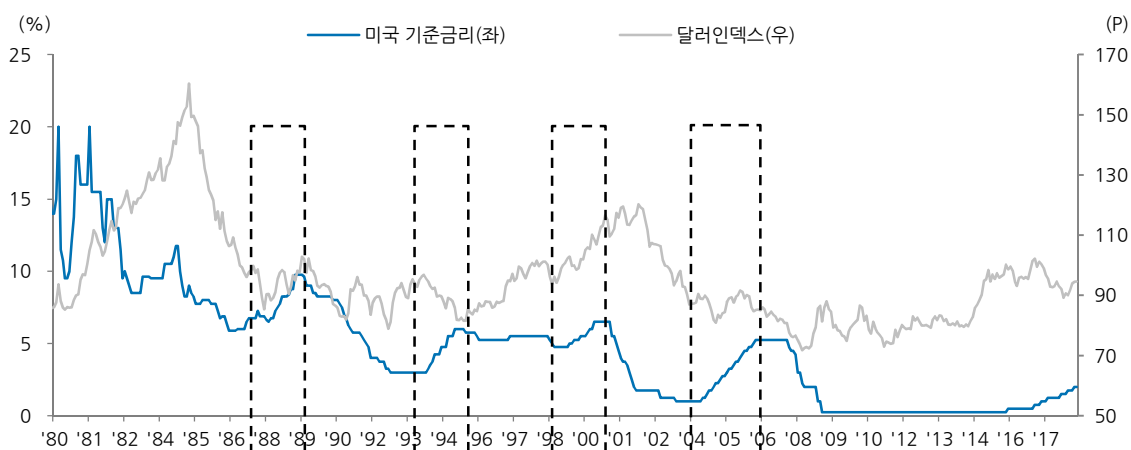
다음으로 생각해 볼 문제는 약달러 유도 정책이 미국과 중국, 그리고 여타 금융시장에 어떤 변화를 몰고 올 것인가에 관한 사항이다.

트럼프 대통령이 최근 연준의 금리정책에 불만을 표시하고 있다. 연준의 금리인상이 달러 강세를 초래할 수 있고, 달러 강세는 미국 경제에 악영향을 줄 수 있다는 논리이다.

그러나 이 주장은 한가지 잘못된 전제를 깔고 있다. 중앙은행의 정책이 경제에 선행한다는 전제이다. 그러나 중앙은행의 정책은 언제나 경기 후행적이다. 중앙은행이 금리를 올려서 경기가 둔화되는 것이 아니라 경기가 좋기 때문이 금리를 올리는 것이다. 그리고 경기가 정점에 도달한 것이 확인되면 금리인상은 멈춘다.

물론 경제와 정책금리가 상호작용하는 것은 맞다. 그러나 금리정책이 경제를 전적으로 Control한다는 생각은 잘못된 것이다.

그림24. 역사적으로 보면 연준 기준금리와 달러는 반드시 같은 방향으로 흘러간 것은 아니다



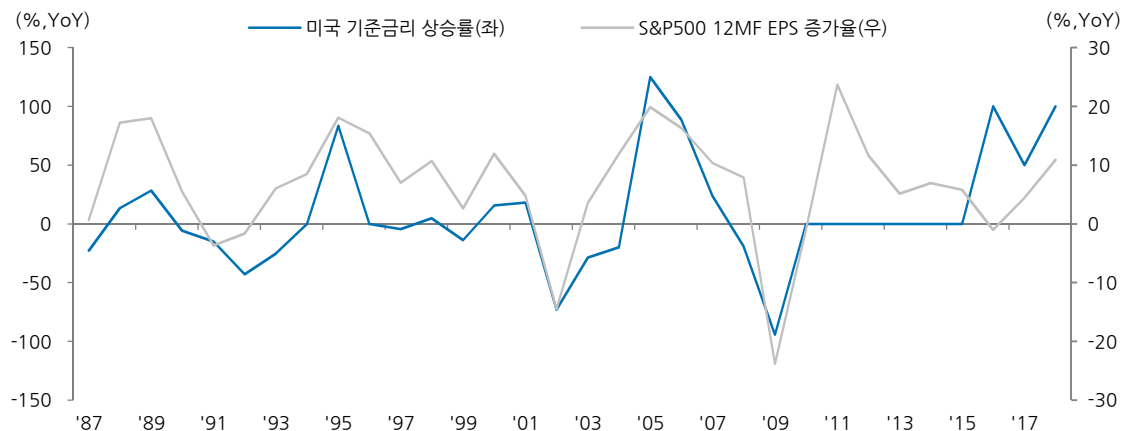
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

역사적으로도 기준금리와  
달러화 가치 간 별다른  
상관관계를 찾기 어려워

그리고 앞에서 언급한 바와 같이 달리는 미국 경제가 좋을 때 약세를 보이는 것이 통상적인 패턴이다. 과거 연준의 기준금리와 달러 가치 사이에는 특별한 상관관계가 존재하지 않는다. 연준의 금리인상이 약달러 정책에-최소한 중장기적으로는-걸림돌이 되지 않는다.

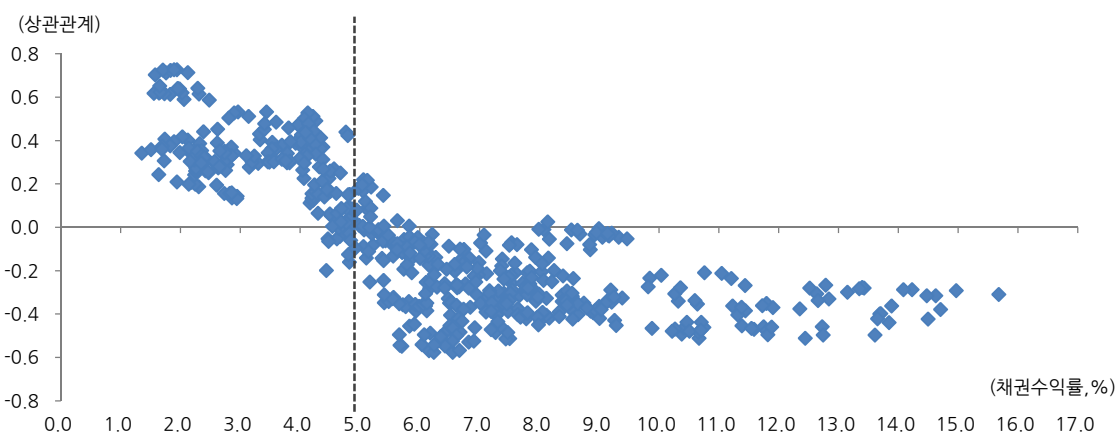
금리인상이 경기에 후행적이라면 연준의 금리인상 가이드선은 미국 경제가 그만큼 좋고 기업이익이 증가한다는 명확한 시그널이 된다. 역사적으로도 연준의 금리인상이 진행될수록 미국 기업이익 전망치도 상향 조정됐다. 그리고 주가는 기대이익의 함수이다.

그림25. 미국 기준금리와 기업이익 전망치 간에는 높은 상관관계가 존재한다



자료: Thomson Reuters, 케이프투자증권 리서치본부

그림26. 주식시장에 부담이 되는 금리수준(국채 10년물 기준)은 5% 가량인 것으로 추정된다



자료: Thomson Reuters, 케이프투자증권 리서치본부

시장금리 상승이 주가  
하락으로 이어진다는  
논리는 반만 맞는 주장

다만 금리가 올라가면 주가산정에 들어가는 할인율 상승 효과가 있다. 금리가 일정 수준에 도달하게 되면 이익 증가라는 플러스 요인보다 할인율 상승이라는 마이너스 요인의 힘이 더 강해진다. 금리인상이 마무리 단계에 들어갈 때 쯤이면 주가 상승 모멘텀이 약해지는 이유 중 하나가 그것이다.

주식시장에 악영향을 주기 시작하는 금리수준을 정확하게 특정하기는 어렵다. 다만 과거 데이터를 근거로 추정해 보면 국채 10년물 금리가 5%에 도달하면 주가 하락의 신호탄으로 여겨진다는 점은 참고해 볼 만하다.

2020~2021년 전까지  
금리가 주가에 부담이  
되지 않을 것

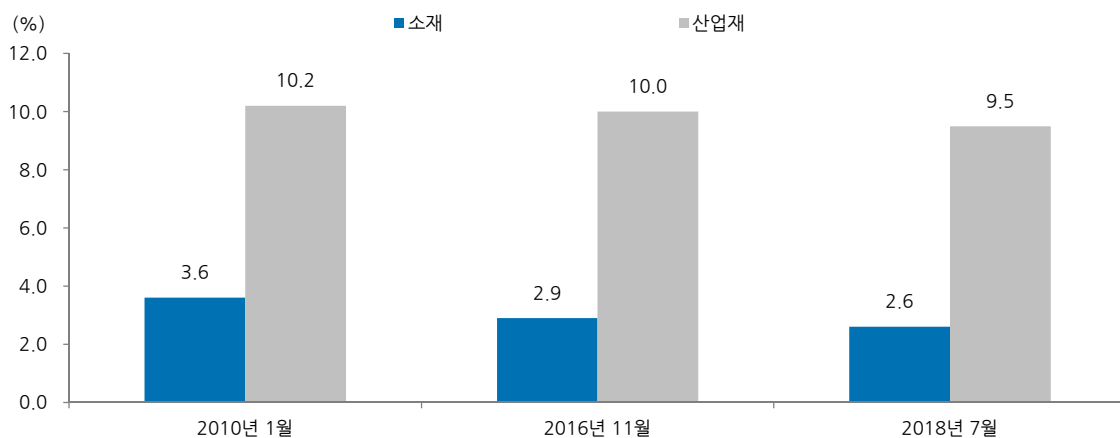
연준이 제시한 기준금리 가이드스와 과거 10년물금리-기준금리 간 스프레드 수준을 감안하면 기준금리가 3%대 중반에 도달하는 2020년 하반기~2021년 상반기에는 금리가 주가에 부담으로 작용하기 시작할 가능성이 높다. 다만 그 전까지는 금리상승보다는 이익 증가속도가 빨라 주가 상승세가 이어질 것이다.

트럼프 대통령이 내년부터 인프라투자에 박차를 가할 것이라는 점도 미국 증시에는 우호적인 요인이다.

정부가 인프라투자를 늘리게 되면, 기업은 그 수요를 맞추기 위한 (설비) 증설에 나서야 한다. 그렇게 되면 그 동안 IT 산업에 눌러 장기간 소외 받았던 소재 및 산업재 업종의 이익과 주가가 한단계 올라설 수 있는 여건이 마련된다. 업종 간 이익이 분산되면 밸류에이션 상향이 가능해 진다.

그동안 중국으로 집중됐던 투자자금이 중국 외로 분산될 것으로 전망된다는 점도, 장기적인 관점이기는 하나 미국 금융시장에 긍정적인 요인이 될 것이다.

그림27. 2010년 이후 미국 증시 내 소재 및 산업재 업종 비중은 줄곧 줄어들었다



자료: Thomson Reuters, 케이프투자증권 리서치본부

## 미국과 중국의 행동이 중국 시장에 미칠 영향

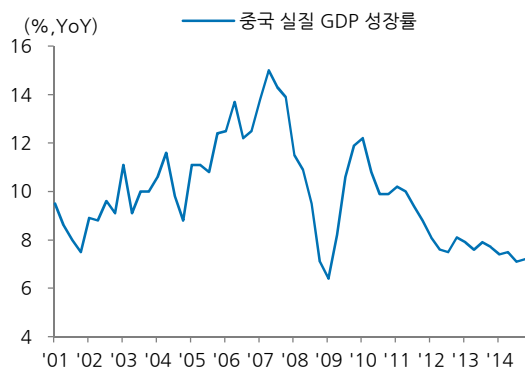
중국 시장은 체질이  
변화할 것

중국 시장의 메리트는 “가장 안정적인 고성장 국가”라는 프레임이다. 예전에 비해 많이 낮아졌다고는 하지만 여전히 중국 경제는 연 6~7%의 고성장을 이어가고 있다. 그러나 중장기적으로 경제가 수출주도형에서 내수중심형으로 바뀌면 이 정도의 성장률을 유지하기 어려워질 것이다.

중국 GDP 항목별 기여도는 2009년 이후에나 통계가 존재한다. 따라서 중국 경제가 두 자릿수 성장률을 구가하던 2000년대에 순수출이 경제성장률에 얼마나 기여했는지 정확히는 알 수 없다. 다만 월별 수출액 통계를 기반으로 흐름을 추정해 볼 수 있을 뿐이다.

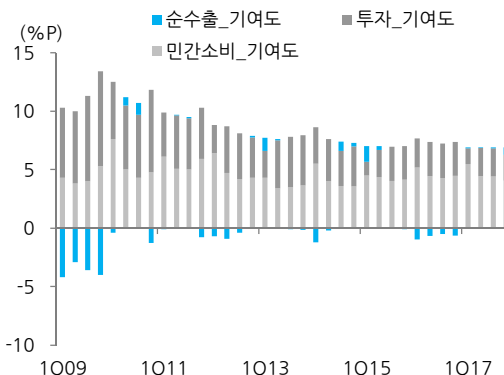
중국의 연간 무역수지는 WTO에 가입한 이후 금융위기가 발생한 2008년까지 급격하게 증가했다. 아마도 이 기간에 중국 경제의 고성장을 견인한 것은 무역수지, 결국 수출일 가능성이 높다.

그림28. 중국 경제는 2000년대에 놀라운 고성장을 구가



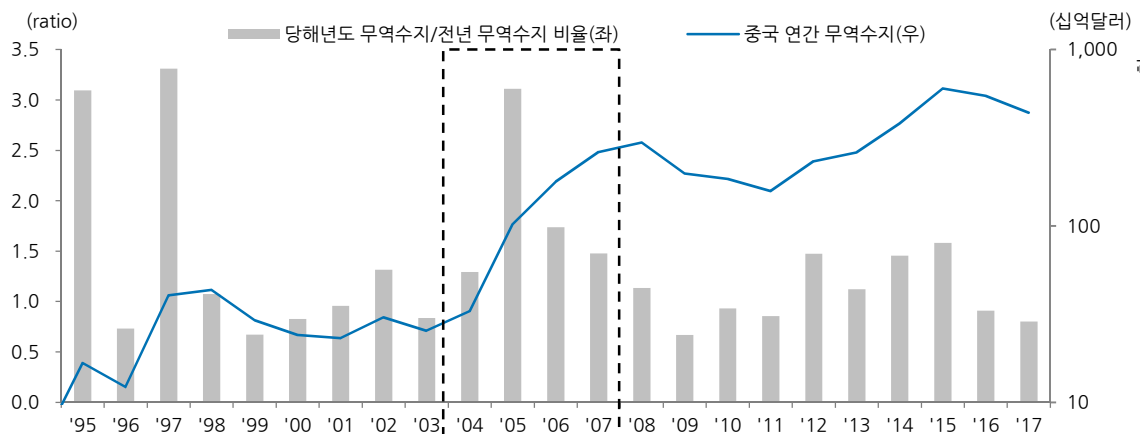
자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

그림29. GDP항목별 구성은 2009년 이후에나 통계 존재



자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

그림30. 2000년대 중국 고성장기에 순수출의 기여도가 높았을 것으로 추정 가능



자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

중국 당국도 수출로  
경제를 유지할 수 없다는  
점을 인식하고 있을 것

2008년에 발생한 금융위기가 수습되는 과정에서 미국 등 선진국은 대대적인 디레버리징을 진행했다. 디레버리징이 어느 정도 진행된 이후에는 이전에 비해 성장률이 낮아졌다.

자연스럽게 중국의 수출 증가세도 느려지고 수출이 경제성장률에서 차지하는 기여도도 작아졌다. 이전과 같은 수출주도형 경제구조를 유지하기 어렵다는 점이 분명해졌다. 중국 정부도 이 점을 알고 있기 때문에 경제 발전의 축을 수출에서 내수로 옮기고 있는 중이다.

내수 부양에는 자국통화(위안화)를 강세로 유도하는 것이 유리하다. 여기에 위안화 국제화 전략이 성공을 거두기 위해서도 위안화 강세 정책이 필요하다. 어떻게 보면 미국 정부가 의도하는 달러 약세와 중국 정부가 의도하는 위안화 약세는 이해관계가 잘 맞아 떨어지는 셈이다.

표3. 중국 개혁개방 이후 주요 경제정책 변화 비교

| 구분                  | 주요 산업정책                  | 육성산업                               | 내용                                                                                                                      |
|---------------------|--------------------------|------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| '78년~'90년<br>(덩샤오핑) | 6~7차 5개년 계획              | 농업, 경공업, 교통, 운수 등                  | 과도한 중공업 비중 축소<br>농업 생산성 확대에 우선순위 배정<br>소비재(가전, 의복, 섬유) 산업 육성                                                            |
| '91년~'00년<br>(장쩌민)  | 8~9차 5개년 계획              | 경공업, 기계, 전자, 석유화학, 자동차, 건축         | 철강, 에너지 등 기초 원자재 사업 육성<br>기술개발, 수입대체 강조<br>고부가가치, 수출경쟁력 확보                                                              |
| '01년~'10년<br>(후진타오) | 10~11차 5개년 계획            | 중화학, 기계, 전자, 자동차<br>(자본집약적 산업)     | 중복투자, 환경오염, 에너지비효율 등 관리<br>자본집약적 산업의 고도화, 효율화<br>과잉설비 해결을 위한 산업 구조조정                                                    |
| '11~현재<br>(시진핑)     | 12~13차 5개년 계획<br>제조업2025 | IT, 바이오, 첨단장비, 신재생에너지,<br>신소재, 자동차 | 고성장→중성장 용인<br>내수중심, 소비주도형, 지역균형 성장 전략 추진<br>3단계에 걸쳐 '45년까지 산업고도화 전략 추진<br>(최종적으로 글로벌 제조업 선도국가 진입)<br>금융개혁을 통한 금융 자유화 추진 |

자료: 주요 언론 보도내용 종합, 케이프투자증권 리서치본부

다만 미국과 중국이 원하는 속도에 차이가 있다. 미국은 당장 가시적인 위안화 강세를 요구하고 있고 중국은 완만한 속도의 위안화 강세를 원할 것이다. 이 문제는 재무부 반기 환율보고서가 발표되는 10월 하순까지 시간을 두고 협상이 진행될 것으로 전망한다.

중국이 경제성장의 엔진을 바꾸면 외형성장률 추가 하락은 불가피하다. 그리 멀지 않은 시점에 중국 경제는 5%대 성장률 시대를 맞을 것으로 전망한다. 고성장 메리트를 바라보고 중국으로 유입된 투자자금은 미국이나 여타 신흥국으로 분산될 것으로 예상된다.

## 우리는 변화에 어떻게 대응해야 하는가?

### 예상되는 변화가 우리에게 주는 투자전략적 함의(Implication)

앞서 논의한 내용을 바탕으로 얻을 수 있는 자산시장에 대한 함의(implication)를 정리하면 다음과 같다.

함의 1)  
달러 약세 흐름에 기초한  
운용 전략 필요

1) 단기적으로는 미국과 중국 간 충돌이 재심화 될 가능성이 있다. 또한 연준의 금리정책에 대한 불확실성도 시장에 작용할 가능성도 배제할 수 없다. 이 경우 안전자산에 대한 선호 심리 강화, 미국 외 국가의 경기 회복세 둔화 등에 대한 우려로 달러 강세가 재현될 수 있음을 고려해야 한다.

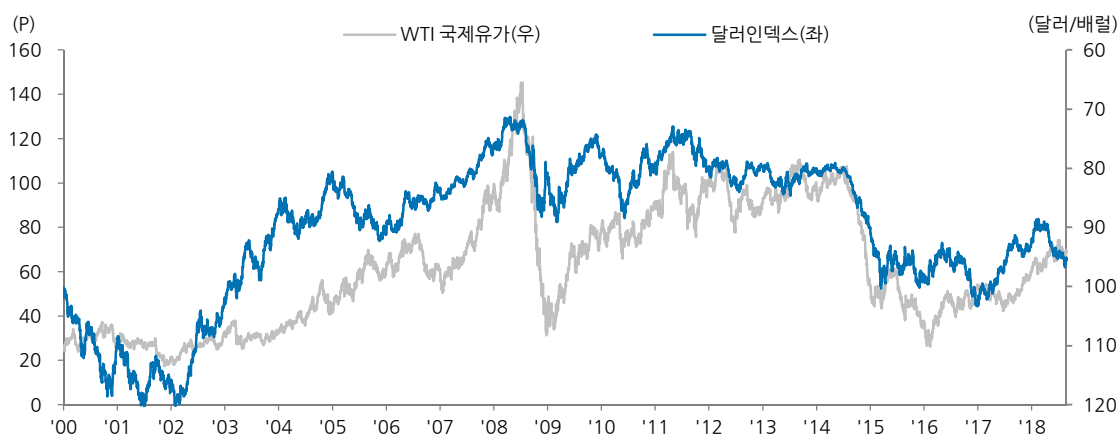
그러나 중장기적으로 보면 달러가 약세로 흘러가는 것이 미국과 중국의 상호 이해관계에 부합한다는 사실을 인지해야 한다. 달러 강세보다는 약세 흐름에 기초한 운용 전략이 필요할 것이다.

함의 2)  
Demand-Pull Inflation  
국면을 예상한 투자전략  
필요

2) 달러 약세는 미국 총수요 증가를 의미한다. 당연히 원유를 비롯한 원자재 수요 증가와 가격 상승으로 이어질 것이다. Demand-Pull Inflation 국면을 예상한 투자전략이 필요하다.

물론 과거와 달리 (특히 원유 시장에서) 공급 과잉 문제가 언제든 터져 나올 수 있다는 점은 부담이다. 그러나 수요가 받쳐주는 상황에서 발생하는 공급 증가는 가격을 끌어내리는데 한계가 있다. 오히려 원자재 가격 급등에 따른 하이퍼인플레이션 가능성이 희박해 졌다는 점에서 긍정적인 측면도 있다.

그림31. 원자재 가격과 달러 간 역의 상관관계가 약해지는 것은 장기적인 현상은 아니다



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

함의 3)  
원자재 가격 상승에 따른  
시장 변화에 대응

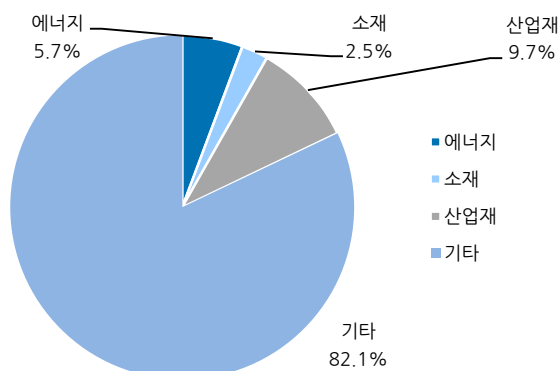
3) 달러 약세와 원자재 가격 상승이 이루어지는 국면에서는 신흥시장이 상대적으로 선진 시장의 성과를 앞지를 가능성이 높다.

미국 증시와 신흥국 증시 내 (원자재 가격 흐름과 직접적인 관련이 있는) 소재 및 산업재 업종 비중을 보면, 상대적으로 미국은 낮고 신흥국은 높다. 경제구조 상 자연스러운 현상이다. 이런 구조 하에서 원자재 가격이 안정적인 상승세를 구가한다면 신흥국 증시가 미국 증시 성과를 추월할 수 있다.

미국과 중국의 무역분쟁이 장기화되더라도 그것이 신흥국 전반으로부터의 수입 감소를 의미하지는 않는다. 미국이 무역분쟁을 끌고 가는 가장 중요한 이유가 중국의 급부상을 저지하려는 것이지 교역 폐쇄주의를 지향하는 것이 아니다.

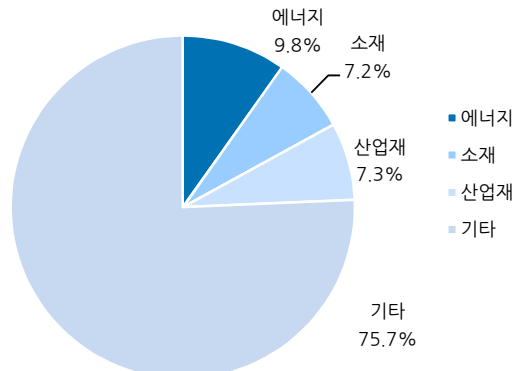
또한 미국의 목표가 아무리 제조업 재건이라고 하더라도 임금 격차를 감안하면 전통 산업 부문의 수입 제한에는 한계가 있다.

그림32. 미국 증시 업종 별 구성 비중



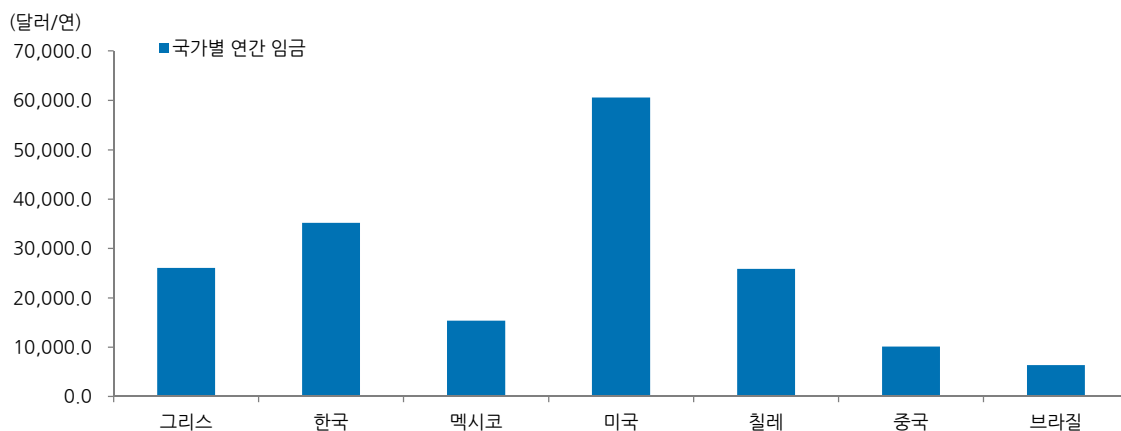
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림33. 신흥국 증시 업종 별 구성 비중



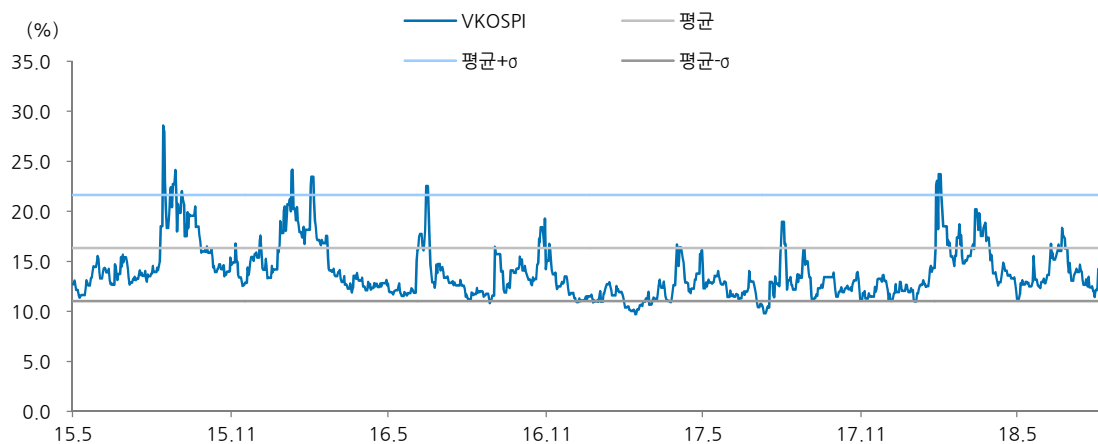
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림34. 미국의 임금수준을 감안하면 전통 제조업 부문의 수입 제한에는 한계가 있다



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림35. 확실히 국내 증시에서 무역분쟁의 영향은 약해지고 있다



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

8월 23일에는 미국과 중국이 상호 관세 부과에 돌입했고 24일에는 무역분쟁 해결을 위한 양국의 협상이 성과 없이 끝났다. 그럼에도 불구하고 금융시장은 평온했다. 23일과 24일 국내 증시는 각각 0.4%와 0.5% 가량 상승했다. 외국인도 꾸준히 국내 증시를 매수하고 있다.

시장은 예상치 못한 악재가 발생하면 본능적으로 최악의 시나리오를 상정하고 그에 따라 반응한다. 그러나 시간이 흐를수록 그 악재에 경제가 어떻게 적응할 것인지에 집중하게 된다.

무역분쟁이 장기화되면서 중국산 수입품목 단가가 높아지면 미국이 수입시장을 다변화할 가능성이 높다. 이 경우에는 한국 등 중국 외 신흥국 경제와 기업에는 오히려 기회 요인이 될 수 있다.

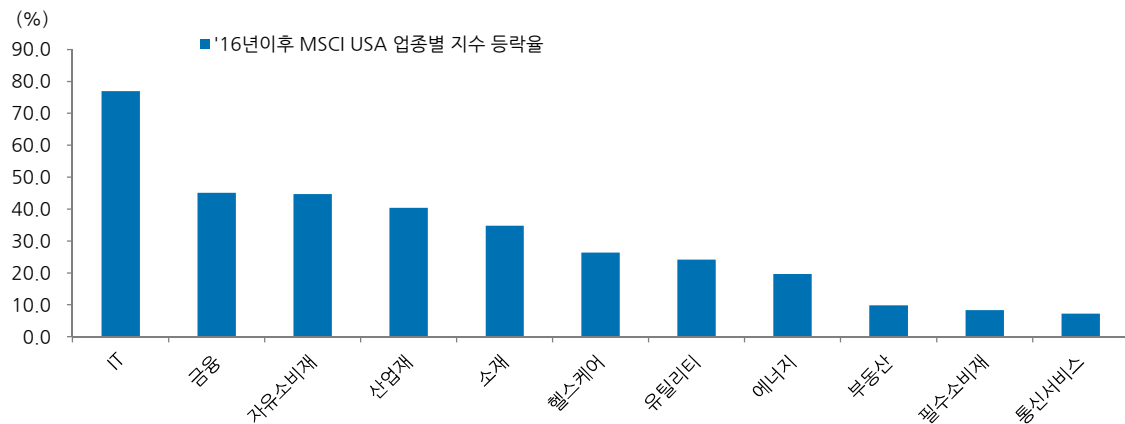
함의 4)  
중국 시장 성격 변화에  
대비한 전략 필요

4) 규모가 크다는 일종의 핸디캡(?)에도 고성장을 무기로 글로벌 금융시장에서 존재감을 과시했던 중국 증시는 매력이 반감될 것이다. 다만 경제구조가 바뀌면서 글로벌 소비재 시장의 큰 손이 될 가능성이 높다는 것은 기회 요인이다.

위안화 강세는 국내 시장에도 시사하는 바가 크다. 2000년대에는 중국이 세계의 공장 역할을 하면서 국내 소재 및 산업재 업종이 큰 수혜를 입었다. 향후 위안화 강세로 중국의 소비재 시장이 활성화 될 경우, 이와 관련한 국내 기업들의 수혜를 기대해 볼 수 있다.

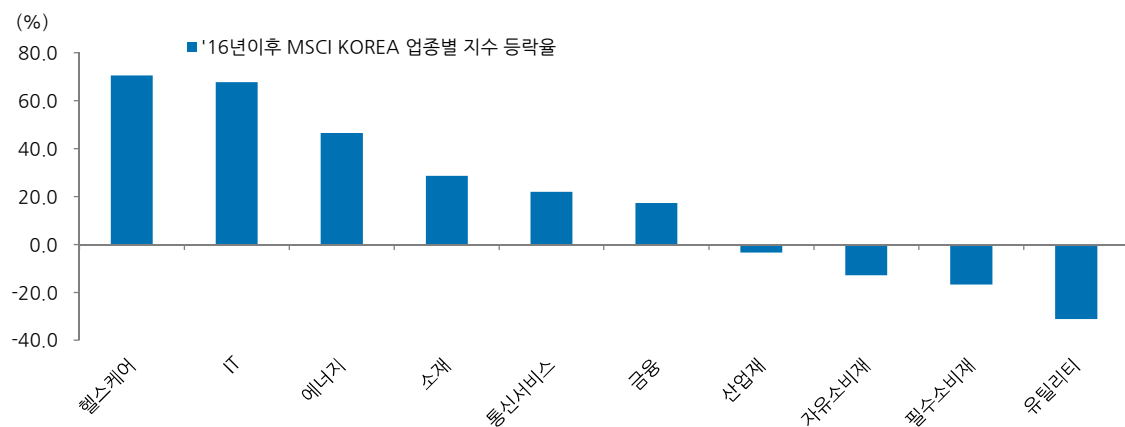
물론 이러한 시나리오가 현실화되기 위해서는 위안화가 일시적인 강세가 아닌 추세적인 강세로 자리잡아야 한다. 여기에는 적지 않은 시간이 소요될 수 있기 때문에 이러한 변화에 대한 대응은 시간을 두고 할 필요가 있다.

그림36. 2016년 이후 MSCI US 업종별 등락률



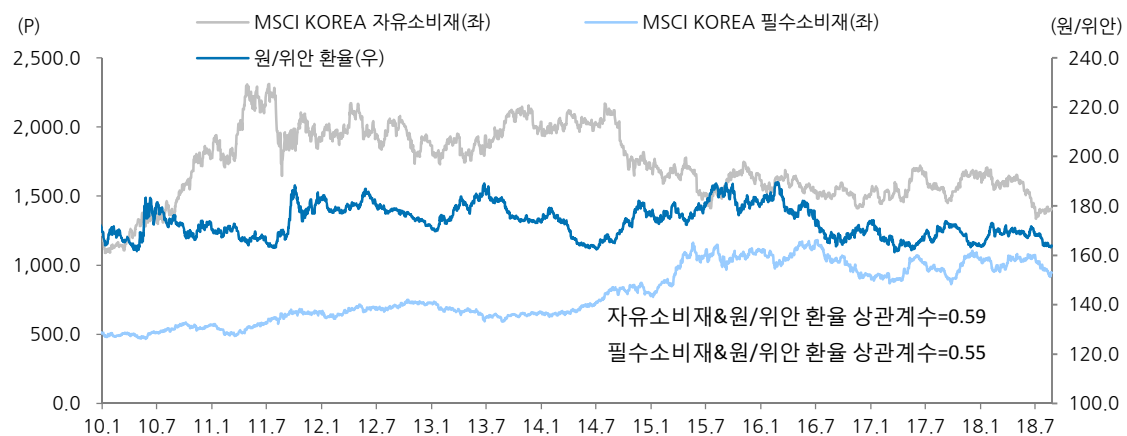
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림37. 2016년 이후 MSCI Korea 업종별 등락률



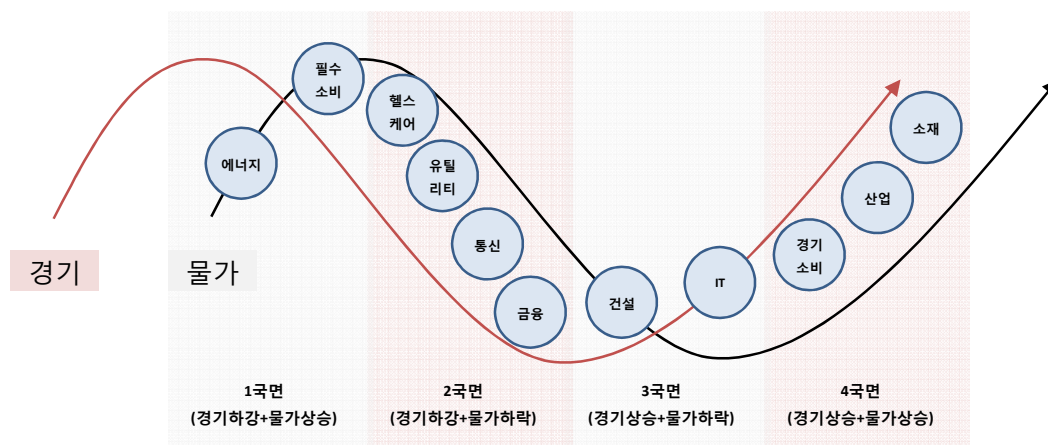
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림38. 위안화가 강세로 가면 국내 소비재 기업 주가 흐름에 긍정적인 영향을 준다



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림39. 이론적으로나 경험적으로나 경기 회복의 후반으로 넘어가면 소재와 산업재가 빛을 본다



자료: 케이프투자증권 리서치본부

함의 5)  
주식시장 내 업종 주도권  
변화를 예상한 투자전략  
필요

5) 미국과 중국 경제 규모를 합하면 전세계 경제의 1/3에 육박한다. 미국 경제가 건조한 상황에서 중국 소비시장이 부상하면 전세계 총수요는 증가한다.

총수요가 증가하면 앞서 설명한대로 산업재 및 소재 업종이 부상한다. 반대로 2016년 이후 글로벌 증시 상승을 주도했던 반도체 및 IT 업종은 주식시장 내에서 주도권을 잃을 가능성이 있다.

물론 장기적인 관점에서 보면 반도체를 중심으로 한 IT 산업의 성장성에 대한 전망은 긍정적이다. 그러나 경기가 확장 국면에 진입한 것으로 추정되는 2016년 이후 IT 및 반도체 업종은 크게 상승한 반면, 소재 및 산업재 업종은 상대적으로 성과가 저조했다.

경기 회복 국면에서 모든 경기민감주가 동시에 증시 흐름을 주도하는 것은 아니다. 이론적으로나 경험적으로나 일정한 순서에 따라 움직이는 경향이 강하다.

IT/반도체 업종의 경우 가장 먼저 움직이는 업종에 해당하는데 특히 미국 시장을 주도한 이른바 FANG 기업들의 경우 소비재로서의 성격도 지니고 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

미국 경제가 회복되는 초기 국면인 2016~2018년에는 소비가 경기 회복을 주도했지만 2019년 이후에는 생산이 주도할 가능성이 높다. 생산이 주도하는 국면이 가시화 되면 그동안 소외됐던 소재 및 산업재 업종에 눈에 띄는 변화가 포착될 것으로 전망한다.



이 페이지는 편집상 공백입니다.



이 페이지는 편집상 공백입니다.

리서치본부장  
김유겸/이코노미스트

02)6923-7332  
yukyum@capefn.com



| 투자전략팀          | Analyst | 직위    | 내선번호      | E-Mail                  |
|----------------|---------|-------|-----------|-------------------------|
| 이코노미스트(총괄)     | 김유겸     | 본부장   | 6923-7332 | yukyum@capefn.com       |
| 투자전략           | 윤영교     | 연구위원  | 6923-7352 | skyhum00@capefn.com     |
| 퀀트             | 방인성     | 책임연구원 | 6923-7334 | antonio81@capefn.com    |
| 시황             | 한지영     | 선임연구원 | 6923-7349 | hedge0301@capefn.com    |
| 퀀트 RA          | 김윤보     | 전임연구원 | 6923-7331 | younbokim@capefn.com    |
| 기업분석1팀         | Analyst | 직위    | 내선번호      | E-Mail                  |
| 운송/유틸리티/상사(총괄) | 신민석     | 팀장    | 6923-7340 | ms.shin94@capefn.com    |
| 은행/증권          | 전배승     | 연구위원  | 6923-7353 | junbs@capefn.com        |
| 음식료            | 조미진     | 선임연구원 | 6923-7317 | mj27@capefn.com         |
| RA             | 홍준기     | 전임연구원 | 6923-7315 | joonkih00@capefn.com    |
| 기업분석2팀         | Analyst | 직위    | 내선번호      | E-Mail                  |
| 철강/금속/건설(총괄)   | 김미송     | 팀장    | 6923-7336 | misongkim@capefn.com    |
| 정유/화학          | 전유진     | 전임연구원 | 6923-7354 | yujinjn@capefn.com      |
| RA             | 장 영     | 전임연구원 | 6923-7311 | youngjang313@capefn.com |
| 기업분석3팀         | Analyst | 직위    | 내선번호      | E-Mail                  |
| 스몰캡(총괄)        | 김인필     | 팀장    | 6923-7351 | ipkim01@capefn.com      |
| 제약/바이오         | 김형수     | 연구위원  | 6923-7342 | knkhs@capefn.com        |
| 인터넷/게임         | 정솔이     | 전임연구원 | 6923-7322 | sjung@capefn.com        |
| RA             | 김광진     | 전임연구원 | 6923-7339 | kwangjin.kim@capefn.com |

#### Compliance

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.