



## 7월 역사적 신고가를 경신한 국가들에 대한 평가

### 1. 신고가를 경신한 미국의 민낯

- 미국 증시는 역사적 신고가를 경신. 최근 미국의 경제지표와 이익전망치의 흐름과는 크게 다른 모습
- 미국의 향후 12개월 내 경기침체 발생 확률은 32.6%(뉴욕 연준 추정)로 08년 4월 이후 가장 높은 수준. 장단기금리는 7주 연속 역전된 상태를 유지
- 이익전망치는 지속 하향조정 돼, 3개 분기 연속 역성장이 예상되기 시작. 대다수의 기관은 연말 3000pt 이하(SPX 기준)의 지수 전망을 제시 중

### 2. 원자재 수출국의 강세 원인

- 대표적인 원자재 수출국인 러시아와 브라질 증시도 7월 역사적 신고가를 경신. 미-중 무역분쟁의 반사이익을 얻는 국가로 분류
- 작년 4분기 중국이 미국산 원자재의 수입을 줄이면서 러시아와 브라질의 대중국 원유수출은 각각 +79.9%, +115.7% 급증했던 경험
- 다만 이러한 반사이익은 지속성을 기대하기 어려운 변수라 판단. 원자재는 중국이 미국과의 긴장을 완화시키기 위해 손쉽게 수입을 중단/재개했던 상품이기 때문

### 3. 기대 이상으로 진전되고 있는 브라질의 연금개혁

- 보우소나루 정부가 추진하고 있는 연금개혁은 지난 4일 특별위원회의 승인을 얻은데 이어, 10일에는 1차 하원 투표를 통과. 2차 표결과 최종 표결 역시 통과가 어렵지 않을 것으로 전망되는 상황
- 브라질 경제의 체질개선과 더불어 환율 측면(재정건전성 개선 인한 통화가치 상승)에서도 매력적인 투자포인트가 될 것으로 기대되는 변수



주식시장 투자전략

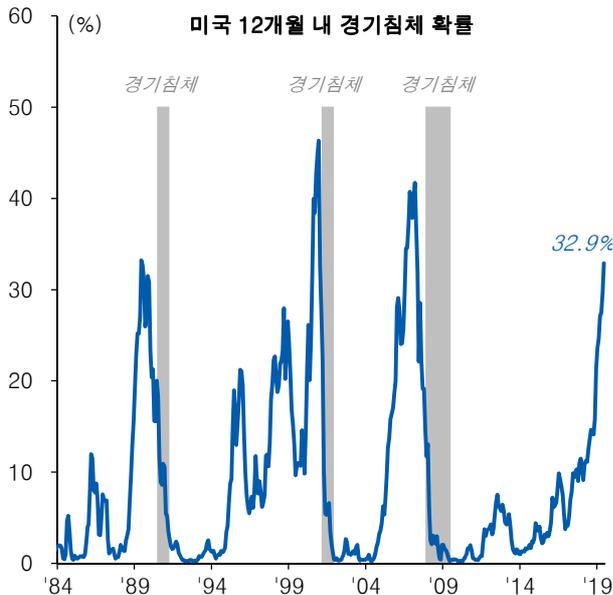
### 1. 신고가를 경신한 미국의 민낯

10일 미국 증시는 S&P500 기준 장중 3000pt 를 넘어서 역사적 신고가를 기록했다. 그러나 최근 미국의 경제지표와 이익전망치의 흐름과는 크게 다른 모습이라는 점에서 주의할 필요가 있는 현상이라 판단된다.

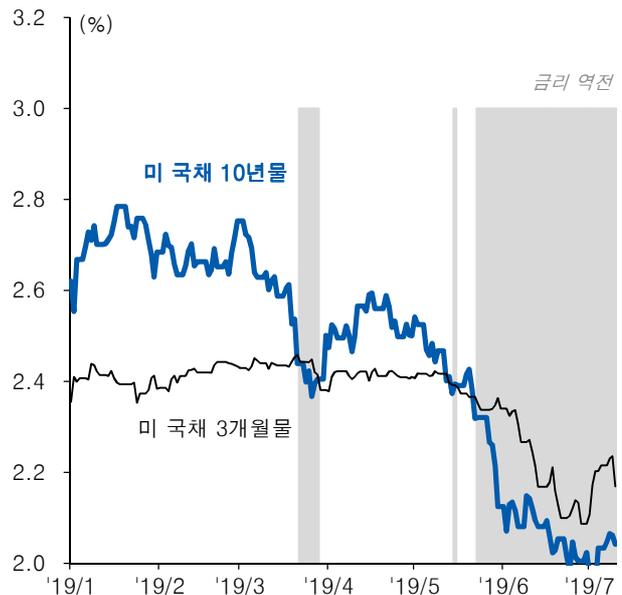
최근 확인된 미국의 향후 12개월 내 경기침체 발생 확률은 32.6%(뉴욕 연준 추정)로 08년 4월 이후 가장 높은 수준을 기록하고 있다. 7주 연속 역전된 상태를 유지하고 있는 장단기금리(10년물-3개월물 기준)와 더불어 미국 경제의 침체 발생 가능성이 높은 상황이라는 점을 시사하고 있다. 미국 증시의 이익전망치도 지속 하향조정 되는 모습이다. 지난 1분기 소폭의 역성장(-0.4%)을 기록한 S&P500 구성기업의 EPS growth 전망치는 2분기 -2.6%, 3분기 -0.5%로 3개 분기 연속 역성장이 지속될 것으로 전망되고 있다.

경기침체를 방어하기 위해 연준은 선제적인 기준금리 인하를 예고하고 있고, 그 동안 진행했던 대차대조표 축소도 올해 9월에 중단하기로 결정한 상태다. 전일 하원 증언에 나선 파월 의장도 기준금리 인하를 고려하고 있다는 점을 시사하면서 미국 증시가 신고가를 경신하는 계기를 제공했다. 그러나 이러한 통화정책에 대한 기대감이 증시를 편터멘탈 지표와 크게 다른 방향으로 견인하고 있으며, 대부분의 기관들이 현재보다 낮은 수준의 지수 전망을 제시(Bloomberg 컨센서스 기준 25개 기관 중 21개 기관이 19년 연말 3000pt 이하의 레벨 제시)하고 있다는 점도 투자판단에 고려할 필요가 있는 시점이라 생각된다.

[차트1] 뉴욕 연준이 추정하는 미국 경기침체 확률은 8개월 연속 상승. 08년 4월 이후 가장 높은 수준 기록 중



[차트2] 미국의 장단기금리는 지난 5월 이후 7주 연속 역전 상태 유지 중. 역시 최근 미국 증시와는 다른 흐름



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



주식시장 투자전략

2. 원자재 수출국의 강세 원인

올해 대표적인 원자재 수출국인 러시아와 브라질 증시도 인상적인 수익률을 기록하고 있다. 미국과 더불어 7월 역사적 신고가를 경신했는데, 특히 절대수익률로 보면 러시아 증시는 최근 3개월간 +9.8%, 브라질은 +9.9% 상승해 글로벌 증시(ACWI 지수 기준 +1.9%)를 크게 상회하는 성적을 기록했다.

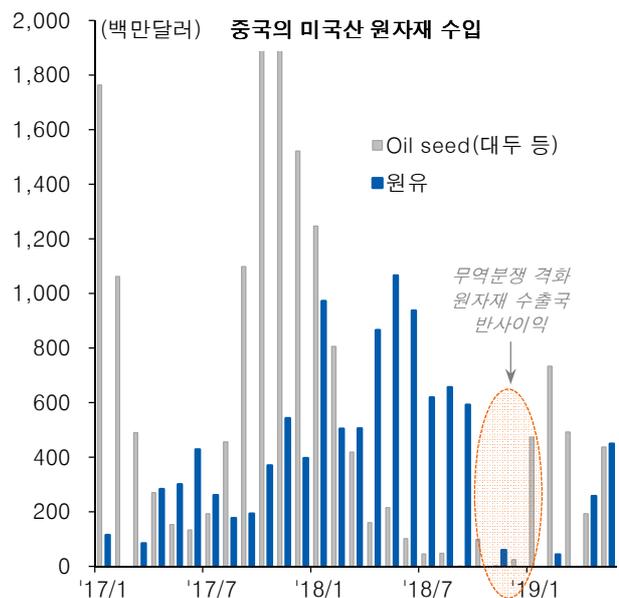
원자재 가격이 작년 고점 대비 여전히 -8.4% 하락한 수준에 있음에도 불구하고 이들 국가가 신고가를 경신했던 이유는 미-중 무역분쟁의 반사이익을 얻는 국가로 분류되기 때문이다. 작년 4분기 중국이 미국산 원자재의 수입을 줄이면서 러시아와 브라질의 대중국 원유수출은 각각 +79.9%, +115.7% 급증(달러 기준, 18년 4분기)했는데, 5월 무역분쟁이 재개되면서 중국이 미국산 원자재 수입을 다시 감축하려는 움직임을 보이고 있는 상황이다.

다만 이러한 반사이익은 지속성을 기대하기 어려운 변수라 판단된다. 원자재는 중국이 미국과의 긴장을 완화시키기 위해 손쉽게 수입을 중단/재개했던 상품이기 때문인데, 주초 미국이 중국산 110개 수입품에 대한 관세 면제를 발표함과 동시에 커들로 NEC(국가경제위원회) 위원장이 즉각적이고 신속한 농산물 구매를 기대한다는 발언을 내놓은 것도 이러한 기대를 반영한 것으로 생각된다. 즉 향후 미국과 중국의 협상이 진전 될 경우, 중국이 화해의 제스처를 취하기 위해 가장 먼저 내려놓을 수 있는 카드가 바로 '미국산 원자재 수입 재개'라는 판단이다.

[차트3] 중국이 미국산 원자재 수입을 줄이면서 반사이익을 얻었던 러시아와 브라질. 최근 증시 수익률에도 반영



[차트4] 원자재 수입은 중국 정부가 쉽게 컨트롤 할 수 있는 변수. 원자재 수출국 반사이익의 지속성에 의문이 드는 이유



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



주식시장 투자전략

### 3. 기대 이상으로 진전되고 있는 브라질의 연금개혁

결국 반사이익에 대한 기대감만으로 이들 국가에 대한 포지션을 늘리는 것은 적절하지 않은 것으로 보인다. 다만 브라질의 경우 무역분쟁으로 인한 반사이익과 더불어 연금개혁이라는 추가적인 강세요인을 가지고 있는데, 최근 브라질 하원에서 승인절차를 밟고 있는 연금개혁안이 그것이다. 보우소나루 대통령의 후보 시절 공약이었던 이 개혁안은 지난 4일 연금개혁 특별위원회의 승인(찬성 36표 vs 반대 13표)을 얻은데 이어, 10일에는 1차 하원 투표를 통과했다.

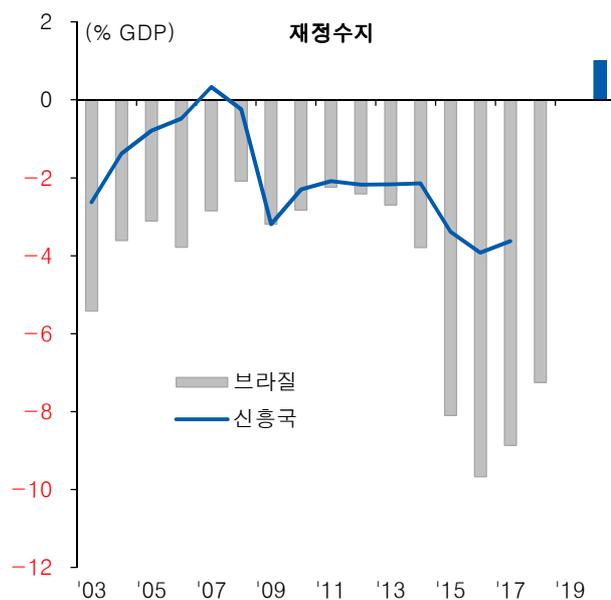
보우소나루 정부가 추진하고 있는 연금개혁안은 1차 하원 투표에서 379표(가결을 위해서는 308표 이상 필요)를 획득해 예상을 넘어서는 호응을 얻었다. 이러한 결과를 참고하면 이번 주 예정된 2차 표결과 최종 표결 역시 통과가 어렵지 않을 것으로 보인다. 하원에서 모두 통과될 경우, 8월부터는 상원의 승인을 얻기 위한 절차가 진행될 예정이다.

연금제도는 브라질 재정지출의 45%를 차지하는 항목으로, 브라질 정부는 향후 연금 납부기간과 수령연령의 변경을 통해 정부의 부담을 낮추려는 계획이다. 이를 통해 GDP 대비 -7.3%(ACWI 구성 47개국 중 2위)에 달하는 브라질의 재정적자를 흑자전환 시키는 것이 정책의 목표다. 개혁에 성공할 경우 브라질 경제의 체질개선과 더불어 환율 측면(재정건전성 개선 인한 통화가치 상승)에서도 매력적인 투자포인트가 될 것으로 기대되는 변수다.

[차트5] 브라질의 사회보장 제도는 정부지출의 45%를 차지하는 항목. 재정수지 악화로 연결된 핵심적인 변수



[차트6] 보우소나루 정부는 GDP의 -7.3% 또는 전세계 2위에 해당하는 재정적자를 해소하는 것이 목표



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

