

Strategy Idea



▲ 경제분석
Analyst 이승훈
02. 6098-6619
seunghoon.lee@meritz.co.kr

3가지 매크로 현안 점검: 아직은 산 넘어 산

- ✓ 미국: 신중론 제기되고 있으나, 실제 연준이 속도조절에 나설 가능성은 아직 낮음
- ✓ 유럽: ECB 인상 기대보다는 정치적 내용이 상당한 우위에 있는 상황. 최소 1분기까지 불확실성 높은 상황 지속
- ✓ 중국: 10월 지표는 선방. 그러나 중소기업 자금난 완화되었다 보기 어려움. 진정한 리스크가 부각될 시점은 지금이 아니라 내년 1분기일 가능성 높음

위험자산 선호 조기화에 대한 일부의 낙관론: 아직은 시기상조

위험자산 선호 재부각 조건은?

우리는 10월 30일 발간된 2019년 경제전망을 통해 위험자산 선호의 재부각 조건으로 1) 미 연준의 금리인상 속도조절, 2) ECB 금리인상, 3) 중국 경착륙 우려 부각 이후의 미-중 대화진전과 위안화 절상 등을 지목한 바 있으며, 유력한 시점으로는 내년 2~3분기 중일 가능성을 높게 보고 있다.

위험선호 조기화에 대한 의문점

그러나 최근 연준의 신중론 제기, Brexit 초안의 도출, 중국 10월 지표의 선방/정상회담 성사 등으로 위험선호 조건이 조기에 성립되는 것이 아닌가에 대한 기대 역시 존재하는 것이 사실이다.

아직은 위험관리를 하자는 것이 우리의 결론

우리의 결론은 아직 위험관리를 강화할 필요가 있다는 것이다. 아래에서는 연준 통화정책, 유로존 정치이슈(ECB 인상의 선결조건일 수 있음), 그리고 중국 경제 현황을 짚어 봄으로써 이러한 견해에 대한 근거로 제시해 보고자 한다.

1. 연준의 스탠스 변화 가능성: 아직은 시기상조

10월의 Fed: Hawkish. 중립금리 이상으로 갈 수 있음을 강조

10월에 1) 파월 의장을 비롯한 연준 지도부 발언과 2) 9월 FOMC의사록을 통해 일관적으로 나타났던 연준의 스탠스는 “중립금리는 통화정책 검토시에 참고하는 여러 지표 중 하나일 뿐” 이며, 앞으로 발표되는 데이터에 따라 통화정책을 결정하겠다는 것이었다. 우리를 포함한 금융시장 참여자들은 이러한 스탠스를 “중립금리 이상으로 금리인상을 할 수 있다”는 신호로 받아들이며 Fed가 제시해 왔던 점도표에 대한 신뢰를 높이는 방향으로 전망에 반영하였다. 금리인상 전망을 가장 보수적으로 받아들이는 FFR 선물시장에 반영된 2018년 12월과 2019년 12월의 연방기금금리가 11월 7일 각각 2.46%와 3.01%까지 상승하였다는 점도 이를 잘 보여 준다.

11월의 Fed: 신중론 부각.
데이터에 기반한 신중한 정책
강조

그러나 10월 하순 이후 미국 증시 조정의 골이 깊어지면서, Fed의 신중론이 다시 부각되기 시작하였다. 11월 8일 FOMC 통화정책 결정문에서는 노동시장/물가 흐름과 더불어 금융부문과 대외여건 상황을 모니터링할 것이라는 문구가 삽입되었고, 11월 14일 파월 의장은 현재 여건을 "가구로 둘러싸인 어두운 방에 들어갔을 때 천천히, 주의 깊게 걸을 수 밖에 없다" 는 상황에 비유하며 신중한 통화정책 결정을 강조했다. 이는 16일 클라리다 연준 부의장의 1) 지표 흐름을 각별히 살펴야 하며, 2) 세계 경제 둔화가 미국경제 전망에 미치는 시사점을 예의주시해야 한다는 발언으로도 연결되었다.

이러한 변화는 중립금리 이상으로 금리인상을 할 수 있다는 당초의 기대를 후퇴시켰다. 선물시장에 반영된 2019년 12월 연방기금금리 전망치는 2주 만에 20bp 하락한 2.81%까지 내려 왔다.

실제 Fed의 속도조절로
연결될까? 아직은 시기상조

관건은 이러한 신중론이 실제 Fed의 금리인상 속도조절로 연결될 수 있는가에 있다. 그러나 단기간 내 이를 기대하기는 시기상조인 것으로 판단한다. 파월 의장이 제시했던 통화정책 경로의 변경 조건 중 하나는 금융시장의 스트레스가 2015~16년 고점 수준에 근접/도달하는 지 여부였다. 현재는 올 2월 수준까지 스트레스가 높아졌지만(St. Louis Financial Stress 지수: 11월 9일 -0.998), 2015~16년에 기록하였던 -0.4~-0.6 수준을 위협하는 정도는 아니다.

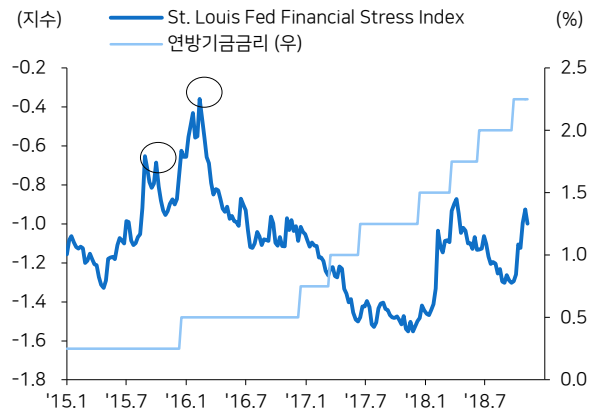
증시 조정의 골이 현재보다 더욱 깊어지거나 금융시장 변동성이 추가로 확대되는 모습이 나타나고 나서야 Fed 속도조절론이 본격적으로 부각될 수 있다고 본다. 당장은 기존 스탠스 유지 가능성이 높다는 점에 무게를 둔다.

그림1 FFR 선물시장에 반영된 18년, 19년 말 연방기금금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 St. Louis Fed 금융스트레스 지수 vs FFR



자료: Thomson Reuters, 메리츠증권 리서치센터

2. 브렉시트와 이탈리아: 깊어지는 내홍

**Brexit: EU-UK의 합의안 초안
도출 자체는 긍정적**

유럽의 정치, 특히 브렉시트와 이탈리아 재정문제를 둘러싼 불확실성도 여전하다. Brexit의 경우 지난 11월 14일 영국과 EU가 합의안 초안을 마련하고, 초안이 영국 내각을 통과하면서 비교적 조기에 동 이슈가 해결되는 듯 했다. 그러나 1) 영국 보수당 내부의 합의안 반대와 더불어 2) 스페인이 지브롤터 문제를 두고 합의안에 반대할 가능성을 시사하면서 경제적 충격을 최소화할 수 있는 합의안 도출과 관련한 불확실성이 증폭되고 있다.

이유는 초안이 혹여나 발생할 수 있는 Hard Brexit 충격 완화 내용을 담고 있기 때문

우리는 14일에 합의한 Brexit 초안이 Hard Brexit 시나리오가 현실화됨으로써 발생할 수 있는 부정적 충격을 줄이는 데 적합하다는 입장이었다. 이는 최근 양측의 참여한 이슈였던 아일랜드 국경을 부설하는 대신 1) 2020년 말까지 영국 전체를 관세동맹에 두고, 2) 그 이전까지 양국간 새로운 미래관계를 구축한다는 합의가 있었다는 점 때문이다. 결국 FTA 혹은 노르웨이 모델을 통해 향후 발생할 수 있는 관세 혹은 비관세 부담을 낮추는 것이 양측에 최선임을 감안한 것임을 인식한 결과로 보인다. 우리는 11월 25일로 예정된 EU 정상회담에서 초안이 통과될 것으로 예상하지만, 오히려 12월 초순에 예정된 영국 하원 표결에서 초안이 부결될 가능성이 높아 보인다. 이는 Brexit 이슈를 불확실성의 영역으로 재진입 시키는 결정적 요인이 될 전망이다.

그러나 정작 영국 내 초안 부결 가능성이 높아진 점이 위험 요인

하원의원들은 서로 다른 이유로 초안을 반대

하원의원들이 국가적 이익에 부합한다는 대승적 결단을 내리면서 초안을 그대로 통과시켜 주는 것이 Best 시나리오일 것이나, 상황은 녹록치 않다. 이는 초안이 하원을 통과하려면 재적 의원(650명)의 과반 찬성(325명)이 있어야 하는데, 각당이 서로 다른 이유로 메이 총리가 추진해 온 Brexit 안에 반대 의사를 표명하고 있기 때문이다(표 1).

표1 영국 내 각 정당의 Brexit 초안 관련 스탠스

당명(의석)	Brexit 초안에 대한 스탠스
보수당(315)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 당내 60여명 의원으로 구성된 모임(Brexit European Research Group)의 반대: 1) 기약 없는 영국의 EU 관세동맹 잔류, 2) 타국과의 FTA 협상 제한, 3) EU의 노동/환경 규제 제약 수용 등 이유를 제시
노동당(257)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 메이 총리 실각 예상에 따른 총선 기대로 브렉시트안 반대 표결 가능성
민주연합(10)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 영국 본토/북아일랜드 분리에 반대하는 DUP 또한 메이 총리의 브렉시트안 반대 표결 우세 - 이러한 수순이 궁극적으로 북아일랜드의 분리를 조장할 수 있음을 우려하기 때문

자료: The Guardian(11월 15일), iNews(11월 19일), 메리츠증권증권 리서치센터

결국 협상의 장기화 내지는 별도 옵션 채택으로 가는 길

이러한 경우라면 협상의 장기화는 불가피하다. 그나마 차선의 대안이자 우리의 다음 Baseline은 의회 부결 이후 21일 내로 영국이 EU에 새로운 합의안을 제시하는 것이다. 다른 옵션으로 1) 협상기한 연장 요청, 2) 메이 총리의 불신임 절차 돌입, 3) 현재 Brexit안의 철회, 4) 의회 해산, 5) 2차 국민투표 등이 있으나 여러 가지 정치적 이해관계를 감안했을 때 채택 가능성은 비교적 낮다는 판단이다(표 2). 새로운 합의안을 영국이 EU에 제시하게 되면 또다시 협상국면으로 들어 가게 된다. 결국 영국이 공식적으로 EU를 탈퇴하겠다고 약속한 2019년 3월 29일까지는 관련 불확실성이 상존할 가능성이 매우 높다. 동 기간 중 유로화와 파운드화의 동반 약세 시현 위험도 남아 있다.

표2 Brexit 초안의 하원 부결시 채택 가능한 옵션들

옵션	내용
21일 내 영국이 EU에 새로운 합의안 제시	■ Baseline. 새로운 합의안을 두고 EU-영국간의 협상 국면 재돌입. 12월 이후 여러 차례 정상회담을 거쳐서라도 연착륙을 시키는 것이 현재로서는 최선
현재 브렉시트안 철회	■ 영국 정부와 메이 총리의 신뢰도 타격 우려 때문에 가능성 높지 않음
브렉시트 협상기한 연장 요청	■ 메이 총리가 브렉시트 기한(내년 3월 29일)을 연장 요청할 가능성도 존재 ■ 이에 대한 유로존 국가들 내부의 여론이 우호적이지 않음
메이 총리 불신임	■ 영국 보수당 내 메이 총리 반대파가 총리 불신임안 제출 가능성도 제기 - 이 경우 빠르면 당장 다음주 불신임안 절차 개시될 수 있음 ■ 그렇다 하더라도, 총리 불신임 현실화 가능성 낮음. 총리가 불신임될 경우 야당인 노동당의 집권 가능성을 높이는 것이기에 보수당이 이를 실제 선택할 유인 적음
총리의 의회 해산	■ 메이 총리의 하원 해산 후 재총선 전개 가능성도 있지만 2017년 의회 해산 후 총선에서 패배했던 경험에서 이 또한 가능성 낮음
브렉시트 재투표	■ 노동당의 입장임. 이 시나리오에 대해 보수당의 지지를 받을 지 여부 불확실

자료: The Guardian(11월 15일), iNews(11월 19일), 메리츠증권증권 리서치센터

EU on Italy: 일단은 강경대응

이탈리아 문제에 관해 EU는 일단 강경대응으로 방향을 정한 것으로 보인다. 이탈리아는 11월 13일까지 수정 예산안을 제출하라는 EU집행위원회의 권고를 사실상 거부하고, 민영화 가속화를 통한 국가채무 부담 경감이라는 기존 입장을 고수한 바 있었다(EU는 이것이 정부의 통제권한 밖의 일이라며 거부의를 표명). 이에 따라 10월 15일에 제출된 재정적자 확대(2018년 GDP대비 2.3% → 2019년 2.4%)를 골자로 하는 기존안을 골자로 심사가 이루어지게 되었다.

예산안 최종 심사 통해 재정규율 위반을 지적하였음

EU는 그 결과물로 유로존 19개국에 대한 예산심의 결과를 발표하였다(11월 21일). 여기에서는 아래의 이유로 이탈리아 예산안이 EU 재정규율을 심각하게 위반하고 있으며, 궁극적으로 EDP(Excessive Deficit Procedure; 과잉채무 국가가 재정규율 위반시 적용되는 패널티 조항) 적용 대상임을 적시하고 있다¹.

- 2016년 이후 명목 GDP 성장률이 2%를 상회했다는 점을 생각한다면 최근 경기하방 위험에 따른 거시경제 환경이 이탈리아 부채 감축 기준 미달의 근거가 될 수 없음
- 제출된 이탈리아 재정계획이 과거 연금개혁과 같은 경제성장 여건을 향상시키는 구조 개혁으로부터 후퇴하는 것임을 확인
- 내년 재정계획이 중기재정목표로의 경로와 2018년 7월 13일 전달된 권고안으로부터 심각하게 이탈함으로써 야기될 위험을 확인

징벌을 가하기 까지는 상당 기간 소요... 올해를 넘어갈 전망

Commission Report는 EDP적용을 위한 첫 단계에 불과하다. EU집행위원회 결정의 정당성 확보를 위해 올해 12월 초와 내년 1월 중으로 예정된 EU재무차관/재무장관 회의에서 승인을 득해야 한다. 이런 프로세스를 거치고 나면, 이탈리아는 향후 3~6개월 내에 국가부채를 줄일 새로운 방안을 제시해야 한다. GDP의 0.2%에 상응하는 예치금(벌금) 부과는 이러한 권고안마저 이탈리아가 거부했을 때 적용되게 된다².

¹ European Semester Autumn Package: Bolstering inclusive and sustainable growth (Nov 21, 2018)

² Reuters, "EU to take first step to disciplining Italy over 2019 budget" (11월 21일) 재인용

금융시장은 해당 불확실성을 더욱 크게 반영하기 시작

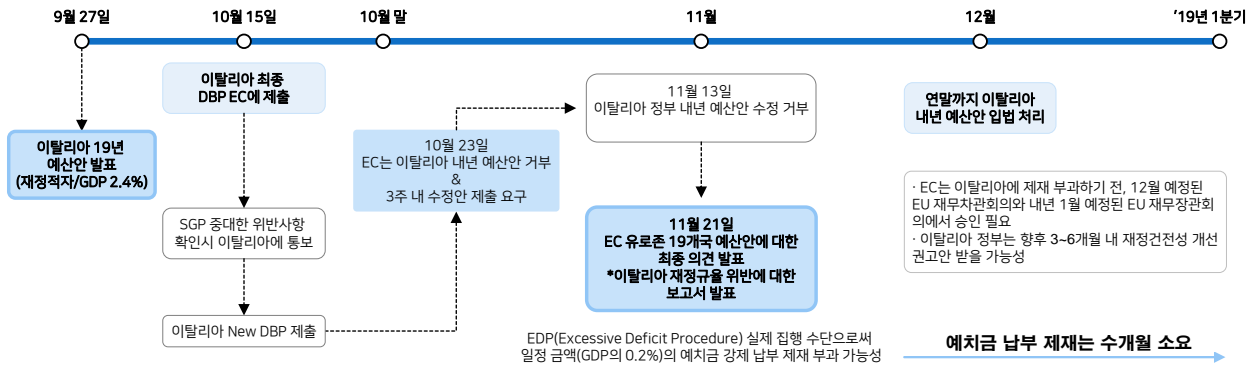
일방의 양보가 없다면 이 역시 Brexit 이슈와 마찬가지로 적어도 내년 1분기까지 위험자산의 불확실성을 가중시키는 요인으로 작용할 가능성이 높다. 이탈리아 국채금리와 CDS 프리미엄은 각각 3.24% (2014년 2월 이후 최고치)와 290bp로 이탈리아가 10월 15일 예산안 초안을 제출했을 당시에 비해서도 각각 7bp와 19bp 높아져 있는 상황이다.

전개 방향은 안개 속이나, EU 의회 선거 감안시 EU의 양보에 여전한 무게를 두고 있음

향후 전개방향은 안개 속이다. 그렇지만, 우리는 이탈리아의 급작스런 재정 스탠스 변경으로 야기된 문제가 유로존 금융시장의 엄청난 비용으로 귀결되는 것을 원치 않는 EU가 우선 물러설 가능성을 아직 높게 보고 있다. 이는 포퓰리즘 성향의 인사들이 등용될 가능성이 높은 EU의회 선거(19년 5월 예정)와도 무관치 않다. 중장기적인 EU재정규율 신뢰 악화로 연결될 위험이 상존하지만, 당장 급한 불은 진화할 가능성이 높다는 점에 무게를 두고 있다. 결론적으로 내년 1분기까지 유로존은 "정치적 내홍" 이 상위인 국면에 머물러 있을 가능성이 높다는 것이다.

그러나 적어도 1분기까지 내홍은 깊어질 것

그림3 이탈리아 예산안 문제: 향후 시나리오



자료: Reuters, European Commission, 메리츠증권증권 리서치센터

3. 중국경제: 단기 개선 vs 중기 위험 상존

중국 10월 실물지표 선방

중국 10월 수출입 지표의 개선을 필두로, 1~10월 고정자산투자(전년대비 +5.7% vs 1~9월 +5.4%)와 10월 산업생산(+5.9% vs 9월 +5.8%) 등 실물지표가 전월치를 상회하면서 중국 경기의 단기적인 급랭 우려는 일단 완화되는 모습이다.

고무적인 것은, 1) 7월 이후 3개월 간 전년대비 감소하던 인프라 투자가 10월 들어 전년대비 6.7% 증가하며 지방 특별채 조기발행의 효과가 마침내 나타나고 있음을 보여 주었다는 점, 그리고 2) 실물경기의 전반적 흐름을 나타내는 ① 화물물동량, ② 항만 화물 취급량, ③ 건축 중 면적, ④ 전력 생산, ⑤ 여행객수 증가율이 일제히 9월 대비 개선되었다는 점에 있다(그림 4. China Economic Activity Proxy를 참고³).

³ 주요 글로벌 IB에서 사용하는 실물경기 proxy 지표들을 취합 후 재구성한 것임. 상기한 5개 변수와 GDP성장률과의 회귀식을 통해 각각의 가중치를 11.7%, 12.8%, 7.9%, 62.2%, 5.4%로 산정하여 가중평균한 것임

그러나 중소기업 자금사정 개선은 미진

그러나 최근까지도 중소/민영기업 자금사정의 개선이 미진하다는 점은 중국 내수의 하방 위험이 소멸되었다고 보기 어려움을 시사해 준다. 이는 1) 10월 총사회용자 증분이 7,280억 위안에 그치며 시장 예상 1.3조의 절반 수준에 그친 점, 2) 그림자금용 잔액의 감소세가 이어지는 가운데(전월대비 2,675억 위안) 기업 신규대출 집행분이 1,503억 위안에 불과하다는 점 때문이다. 이러한 데이터포인트에도 불구하고, 중국인민은행은 중소기업의 자금사정이 점차 개선되고 있는 것으로 평가하고 있는데, 이는 AA, AA- 등급 회사채 스프레드(5년물, 국채 대비)가 최근 3일간(16~21일) 각각 17bp와 16bp 급락한 것을 반영한 것으로 보인다.

기준을 인하로 자금이 풀렸으나 은행들이 여전히 위험관리 치중하고 있을 가능성

10월 15일부터 인하된 지급준비율(-100bp)이 적용되면서 1.2조 위안의 자금이 시중에 풀리게 되었다. 이 중 7,500억 위안에 해당하는 규모가 중소기업 대출 재원으로 마련된 점을 고려해 본다면, 1,500억 위안 증가에 불과한 10월 기업대출 실적은 여전히 은행들이 중기대출 확대라는 최근 정부 시책보다는 리스크 관리에 보다 역점을 두고 있음을 시사해 준다. 인민은행이 지속적인 은행의 중소기업 대출 확대를 권고하고 있는 것과는 무관하지 않다.

그림4 China Activity Proxy (실물경기 흐름의 proxy 지표)



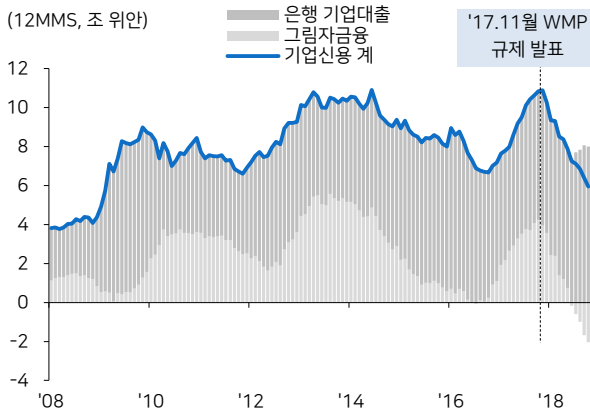
주: * 지표의 구성/계산은 p5 각주 2번을 참고. 자료: 메리츠증권리서치

그림5 중국 인프라 투자와 주거용 건물투자 증가율



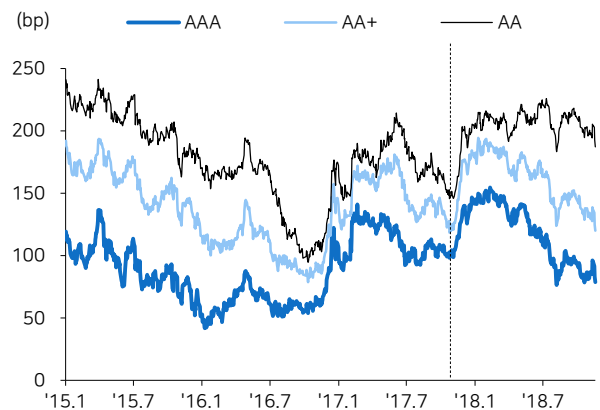
자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권리서치센터

그림6 기업 자금사정 도해: 기업대출과 그림자금용 증분



자료: 중국인민은행, 메리츠증권리서치센터

그림7 등급별 회사채 스프레드 추이 (5년물, 국채 대비)



자료: NIBFC, 메리츠증권리서치센터

중국 경제 하방위험 부각 시점은 내년 1분기로 예상

우리는 중국경제의 하방 위험이 부각되는 유력한 시점으로 내년 1분기를 예상하고 있으며, 연초(1~2월) 실물지표가 GDP성장률 6% 하회를 시사하는 수준을 기록할 위험이 존재한다고 본다. 이러한 시각의 근거는 다음과 같다.

1) 수출주문지수 기준선 하회 영향 본격화

- 첫째, 6월 이후 기준선 50을 꾸준히 밑돌고 있는 제조업 PMI 수출주문지수의 영향이 6개월 내외의 시차를 두고 본격적으로 통관기준 수출 실적에 반영될 가능성이 높기 때문이다.

2) 미국의 대중 관세율 상향

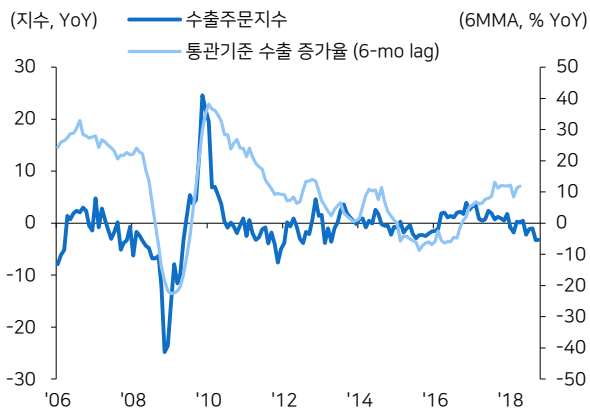
- 둘째, 현재 미국이 적용하고 있는 2,000억 달러 규모의 중국산 수입품 대상 관세율이 내년 1월 1일부터 10%에서 25%로 상향 조정될 가능성이 크기 때문이다. 그간의 충격은 중국의 통화정책 중심 경기대응 과정에서 발생한 위안화 약세를 통해 완충 가능했으나, 관세율 상향 이후로는 충격 상륙이 불가피하다는 판단이다(12월 1일 정상회담 결과가 “대화 재개-추가 관세부과 자제” 임을 전제로 한 것임⁴).

3) 통화정책 효과의 공백기

- 셋째, 내년 1분기가 6개월 내외 시차를 두고 반영되는 통화정책 효과의 공백기라는 점 때문이다. 중국인민은행은 7월 기준을 인하(50bp)를 통해 7,000억 위안의 자금을 공급했으나 이 중 5,000억 위안은 debt-to-equity swap에 소요되는 것이고, 중소기업 자금난 해결을 위한 재원은 2,000억 위안에 불과했기에 경기진작-자금사정 개선 영향이 크게 제한되었을 가능성도 감안하였다.

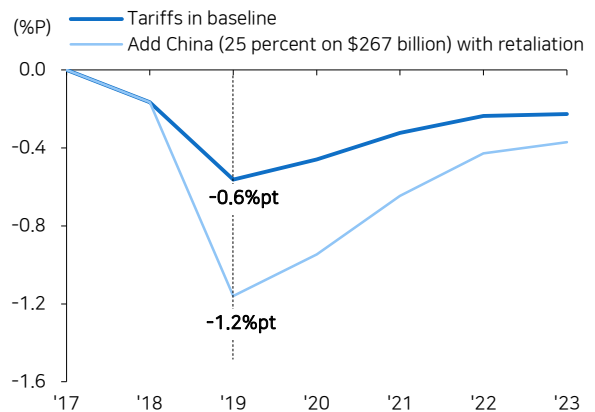
이러한 세 가지 이유 때문에 단기적인 실물지표의 회복을 두고 경기하방 위험이 완화되었다고 단정하기는 어렵다고 판단한다. 더욱 큰 고비가 남아 있다는 것이다.

그림8 중국 제조업 PMI 수출주문지수 증감 vs 통관수출 증감률



자료: 중국 물류구매연합회, 중국 해관, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 관세의 중국 GDP성장률 충격 시산



자료: IMF WEO (Oct 2018), 메리츠증권증권 리서치센터

⁴ 이번 미-중 정상회담에서 극적 반전을 기대하기 어렵다고 보는 논거에 대해서는 정다익, 전략공감2.0(11월 20일) Strategy Idea: “기술적 반등, 그 이후”의 5페이지를 참고하시기 바랍니다

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 11월 22일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 11월 22일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 11월 22일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 이승훈)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.