

# 글로벌 유동성 랠리의 전개

실물 경제지표는 유동성 비해 부차적 변수



김학균

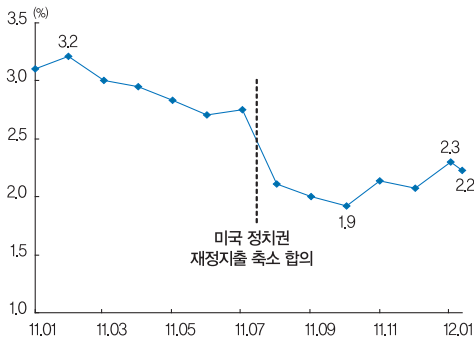
대우증권 투자전략팀장(2010년~ )  
 SK증권 투자전략팀장(09년)  
 조선일보·매일경제 선정 베스트 애널리스트(08년)  
 한국투자증권 투자전략부 연구위원(06~09년)  
 굿모닝신한증권 투자분석부(99~05년)  
 성균관대 경제학과 졸업  
 sigo1@naver.com

연 초부터 세계 증시가 견조하게 상승하고 있다. 무엇보다도 글로벌 유동성 확충 효과가 극적으로 나타나고 있다. 선진국 경기 회복에 대한 믿음이 약하기 때문에 중앙은행들이 경기 부양적 통화정책을 채택하면서 주가가 빠르게 상승하고 있다. 유동성은 많이 늘어났지만 아직 실물경기 회복에 대한 기대치는 그리 높지 않은 것 같다.

향후 유럽과 미국은 경기가 정상화되더라도 민간의 부(富)가 정부로 이전되는 과정을 밟을 것으로 관측된다. 2008년 금융 위기 이후 민간의 부채와 금융기관의 부실이 정부로 이전됐고, 그 결과 정부의 재정이 텅달아 부실화됐기 때문이다. 향후 민간에서 늘어날 부의 일부는 정부의 대차대조표를 정상화시키는 데 쓰일 수밖에 없다. 이는 유럽의 신재정협약과 미국의 재정 건전화 계획을 통해 이미 나타나고 있는 현상이다. 양자 공히 재정 긴축을 주 내용으로 하고 있지만 민간 경기가 더 좋아지면 증세에 대한 논의도 본격화할 것으로 보인다.

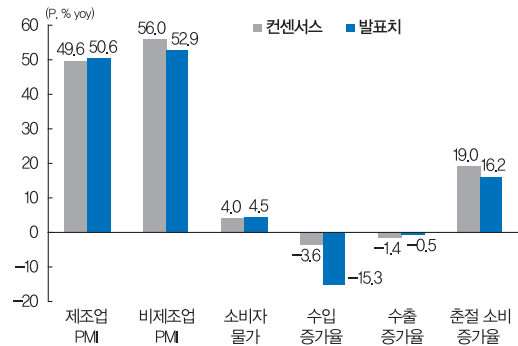
미국 경제에 대한 정서가 개선되고 있음에도 미국의 올해와 내년도 국내총생산(GDP) 성장률 전망치는 각각 2.2%와 2.5%로 여전히 잠재성장률을 밑돌고 있다. 가변적인 예상치일 따름이지만 민간 부문의 호조를 정부 부문의 지출 축소가

미국 GDP 성장률 전망치 (12개월 예상) -  
2~3%대에서 등락



주: Bloomberg Survey 이용  
 자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

중국의 2월 경제지표 -  
제조업 PMI를 제외하면 예상치 하회



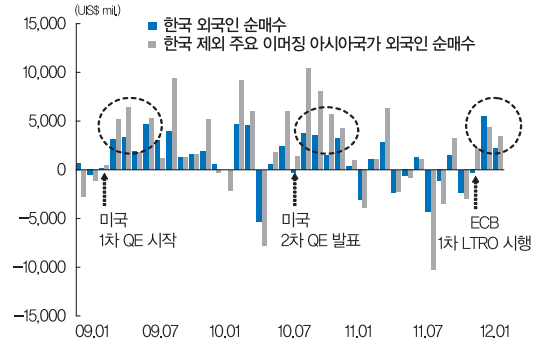
주: 컨센서스가 없는 비제조업 PMI는 직전 월 값, 총절 소비는 2011년과 비교  
 자료: Bloomberg, CEIC, KDB대우증권 리서치센터

## FRB와 ECB 자산 추이



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

## 한국과 주요 이머징 아시아 국가 월별 외국인 순매수



주: 주요 이머징 국가는 대만, 인도, 태국, 인도네시아, 필리핀 중시 외국인 매수의 합  
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

상쇄할 것이라는 전망이 반영된 것이다.

미국 경기가 회복세를 나타내고 있음에도 연방준비제도(Fed)가 제3차 양적 완화(QE) 정책 가능성을 계속 시사하고 있는 것도 2013년부터 본격화될 재정 긴축에 앞서 민간 경기를 더 끌어올려 놓아야 한다는 고민의 산물로 해석된다. 3차 QE는 금년 하반기에 시행될 가능성이 높다.

신흥국가들은 재정을 정상화시켜야 하는 부담은 거의 없지만 중국 경제가 순환적 경기 하강 국면에 접어들었다는 부담이 존재하고 있다. 2월에 발표된 중국의 주요 경제지표 대부분이 전문가들의 예상에 비해 부정적으로 발표됐다. 여기서 주목할 점은 한국의 수출은 미국 경기보다는 중국의 성장 둔화를 반영하고 있다는 사실이다.

세계 증시 전반의 저평가도 실물경제의 고성장이 어려울 것이라는 우려가 반영된 결과일 것이다. 결국 주식시장은 유동성이 늘어나는 국면에서 강하게 반등하고, 경제지표 둔화 국면에서 속도를 조절하는 흐름이 반복될 것으로 예상된다.

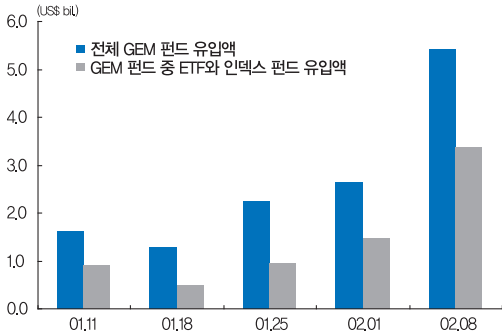
## 유동성에 집중하는 것이 최선

지금 당장으로서의 유동성에 집중하는 것이 최선이다. 외국인 매매는 여전히 유럽 문제에 좌우될 것이다. 유럽 재정 위기는 3월이 고비가 될 것으로 보인다. 성장보다는 긴축을 선택한 신재정협약의 채택을 두고 각국 의회가 3월부터 논의에 들어가기 때문이다. 고통이 수반되는 긴축 정책에 대해 국민들의 동의를 얼마나 얻을 수 있을 것인가가 관건이다.

특히 4월 대통령 선거(1차 투표)를 앞두고 있는 프랑스에서는 집권이 유력한 사회당이 재정 긴축에 대해 반대하고 있다는 게 관심거리다. 앙겔라 메르켈 독일 총리가 우파인 니콜라 사르코지 프랑스 대통령에 대한 지지를 공언하고 있는 것

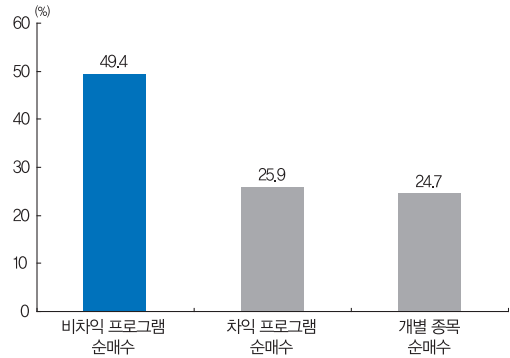


최근 5주 GEM 펀드 유입액 -  
시장을 추종하는 ETF형이 주류



자료: EPFR, KDB대우증권 리서치센터

한국 외국인 순매수 분해 -  
비차익 프로그램 매수가 주류



주: 개별 종목 순매수는 전체 외국인 순매수 중 프로그램 순매수를 차감한 금액  
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

도 신재정협약의 원활한 이행을 바라기 때문이다. 그러나 이런 문제들이 시장의 관심사가 되는 것은 3월이다.

긴축이 유럽의 정치 이슈로 부각되기 전까지 유럽 문제는 금융시장에 부정적인 영향을 주지 않을 것이다. 그리스에 대한 구제금융 협상의 최종 타결이 지연되고 있지만 이미 채권단이 70%의 손실을 감내하기로 결정한 상황이기 때문에 큰 변수는 되지 못할 것으로 점쳐진다. 2월 말의 추가 장기대출 프로그램(LTRO) 까지 감안하면 유럽 문제가 당장 외국인 매매의 방향을 바꾸는 요인으로 작용하기는 어렵다는 판단이다.

유동성의 힘으로 시장이 움직이는 국면에서는 주가의 고점을 선형적으로 가늠하기가 쉽지 않다. 일단 몇 가지 경계 신호들을 정해 놓고, 이런 신호들이 현실화되기 전까지는 유동성의 힘에 몸을 맡길 필요가 있다.

비차익 프로그램과 유가로 외국인 매수세 가능

향후 외국인이 어느 정도까지 주식을 순매수할 것인가를 내다보는 것 역시 쉽지 않은 일이다. 과거의 유동성 랠리들이 종결될 때 일반적으로 나타났던 신호를 찾기가 힘든 탓이다. 앞서 논의한 것처럼 신재정협약과 관련된 문제들이 유럽의 정치무대에 본격적으로 대두되기 이전까지는 순매수 기조가 이어질 것으로 보인다.


여기서 필자는 외국인의 비차익 프로그램 매매와 국제 유가라는 두 가지 잣대로 외국인 매수의 지속 가능성을 가늠하고자 한다. 먼저 비차익 프로그램 매수의 강도가 중요하다. 외국인 매매는 시장을 사는 비차익 프로그램 매매, 선물과 연계된 차익 프로그램 매매, 개별 종목 매매로 분해할 수 있다. 지난 1월 이후 외국인 순매수의 상당 부분은 비차익 프로그램 매매에 집중되고 있다. 최근 외국인의

관심이 한국에서의 개별 종목에 투자하기보다는 광범위한 시장을 사는 데 모아지고 있다는 의미다.

이런 점은 펀드의 흐름을 통해서도 확인되고 있다. 최근 5주 동안 글로벌 이머징마켓(GEM) 펀드로 유입된 자금의 54%가 시장을 사는 상장지수 펀드(ETF)와 인덱스 펀드의 형태로 유입되고 있다. 다른 애널리스트들도 최근 외국인 매매의 3대 축 가운데 차익 프로그램 매매와 개별 종목 순매수는 강도가 약해지고 있다는 의견을 피력하고 있다. 펀드의 흐름이나 최근의 매매 행태 모두 비차익 프로그램 매매가 외국인의 매수 강도를 가늠하는 잣대라는 점을 시사하고 있다.

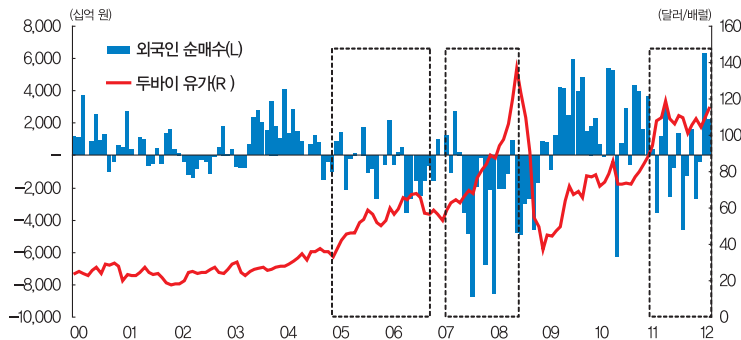
물론 외국인 매매의 누적적 방향이나 펀드의 흐름을 통해 외국인 매매의 변화 여부를 최종적으로 판단해야겠지만 이는 후행적일 수밖에 없다. 비차익 프로그램 매매 동향이 선제적 판단에 도움이 될 수 있을 것으로 여겨진다.

두 번째는 국제 유가의 움직임이 중요하다는 생각이다. 두바이유 현물 가격이 배럴당 115달러 대를 넘어섰다. 유가 상승의 속도도 중요하지만 작년 중동 지역 정정 불안으로 유가가 급등했을 때의 고점이 배럴당 118달러였다는 점에 주목할 필요가 있다. 유가가 직전 고점을 넘어서면 원유 수입 비중이 높은 동북아 증시에서 외국인이 강한 매수세로 나가는 힘들 것으로 예상된다.

연초 장세를 보면서 느끼게 되는 것은 2012년 장세가 상저하고(上低下高) 또는 상고하저(上高下低) 같은 일목요연한 수식어로 설명되기 힘들다는 점이다. 실물 경기의 성장세는 실망스러울 수 있지만 주요 중앙은행들은 여기에 대해 폭발적인 유동성 증발(增發)로 맞서고 있다. 늘어난 유동성은 특정 사건이나 정세 등에 따라 여러 자산 시장을 넘나들며 가격 변동성을 높일 것이다. 뜨겁지도, 차갑지도 않을 경기나 장기전으로 접어들 가능성이 높은 유럽 재정 문제에만 천착해서는 시장의 움직임을 놓칠지도 모른다는 얘기다. 



## 국제 유가와 한국 증시 외국인 순매수



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터