



글로벌 매크로

2019년은 미국의 정치와 중국의 경제에 주목해야

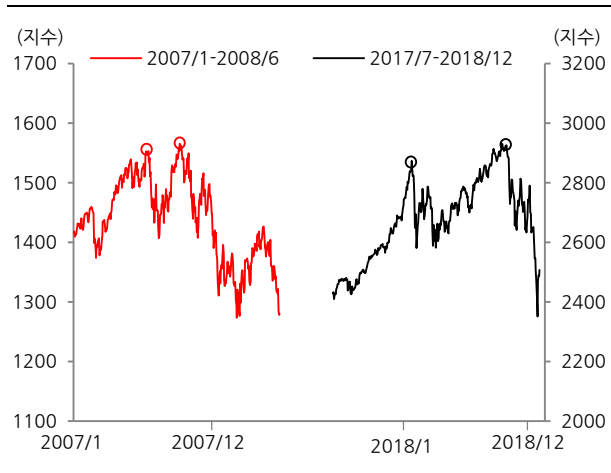
Analyst 김일구 ilgoo.kim@hanwha.com 02-3772-7579

미국의 12월 주가폭락과 연말 갑작스런 주가급등은 투자자들을 어리둥절케 했다. 주가가 단기간에 급락하면서 고점 대비 20% 이상 하락하자 주식시장의 강세장은 끝났고 이제 약세장에 진입했다고 보는 의견도 있고, 주가가 이렇게 급락한 것은 내년 미국경제가 침체에 빠지는 전조라고 보는 의견도 있다. 우리는 트럼프 대통령이 금융시장을 장악하는 과정에서 연준과 충돌한 것이 미국 주가급락의 이유로 본다.

기술적으로 보면 지난해 1월에 기록한 주가지수의 고점을 9월에 돌파하는 더블탑(double top) 패턴이 나타났다. 주식시장의 오랜 전통에 따르면, 첫번째 고점 이후 하락이 나타나면 그 하락폭은 크지 않지만 두번째 고점 이후 하락이 시작되면 하락폭이 상당히 크다고 한다. [그림1]에서 보듯이 2007년에도 동일한 패턴이 나타났던 적 있다. 더블탑 패턴은 월스트리트 저널을 창간하고 다우존스 산업평균지수를 만들었던 찰스 다우(Charles H. Dow)가 1902년 컬럼에서도 언급했을 정도로 오랜 역사를 갖고 있다. 이 관점에서 보면 12월 미국의 주가급락을 심각한 무엇인가의 전조로 볼 것이 아니라, '전고점을 돌파하기는 했지만 그 과정에서 시장의 에너지가 소진되면서 나타난 일시적인 급락'으로 볼 수도 있다.

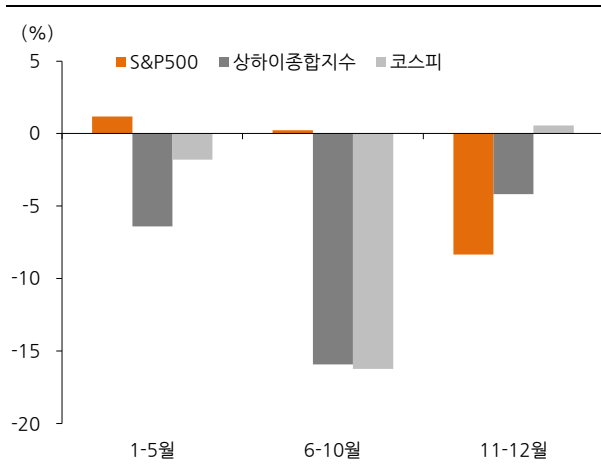
그러나 기술적으로만 보기에는 지난해 주식시장을 둘러싼 갈등이 컸다. 특히 합하면 전세계 GDP의 1/3이 넘는 미국과 중국이 관세전쟁을 하던 시기였기 때문에, 아무래도 주식시장의 큰 하락은 이것과 관련되어 있을 가능성이 높다. [그림2]를 보면 미국이 중국산 수입품 500억 달러에 대해 25%의 관세를 부과하겠다고 발표한 이후 6월부터 10월까지 중국 주식시장이 큰 폭으로 하락했다. 중국 경제와 밀접히 연관되어 있는 한국 주식시장도 거의 비슷한 폭으로 하락했다.

[그림1] 미국 S&P500 주가지수의 더블탑



자료: Bloomberg, 한화투자증권

[그림2] 미국과 중국, 한국의 2018년 주가지수 변화율



주: 미국 S&P500지수, 중국 상하이종합지수, 한국 코스피
자료: Bloomberg, 한화투자증권

여름에서 가을까지 이어진 중국의 주가하락 기간에 미국 주식시장은 사상 최고치를 갱신하는 상승세였다. 그러나 12월에는 미국 중심으로 주가가 하락했다. 지난해 주식시장의 가장 큰 변수였던 미중간 관세전쟁에서 원인을 찾는다면, 미국과 중국의 관세전쟁에서 미국도 큰 상처를 입었기 때문에 주가가 하락했다고 보는 것이 적절할 것 같다.

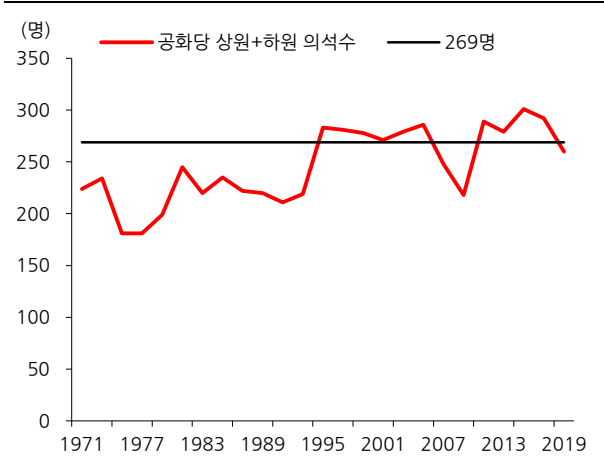
미국 주식시장: 트럼프 대통령에 의존하면서 향후 정치적 위험에 노출돼

미국이 입은 상처는 트럼프 대통령의 정치적 위험이 높아졌다는 것이다. 트럼프 대통령은 2016년 대통령 선거에서 중국에 45%의 관세를 부과하고 환율조작국으로 지정하겠다고 공약하면서 일자리 부족에 시달리던 백인 하층민들을 집결시켜 당선됐다. 지난해 중간선거에서도 트럼프 대통령은 중국에 대한 관세전쟁을 승부수로 띄웠는데, 결과는 상원에서는 이기고 하원에서는 졌다. 미국의 상원은 국가 전략과 대외정책을 다루고, 하원은 연방정부의 예산과 국내경제를 주로 다룬다는 관점에서 보면, 트럼프 대통령이 대외정책에 집중하다 국내경제를 놓친 모양이다. 미국민이 트럼프 대통령의 대외정책에 찬성해서 공화당이 상원에서 3석을 더 얻는 동안 경제정책에 반대해서 공화당이 하원에서 37석을 잃었다.

2020년 선거는 이번 중간선거와 같이 하원과 상원 의원 선거도 있지만 대통령 선거인단을 뽑는 선거도 있다. 선거인단은 상원과 하원 의석수 535명에 워싱턴 D.C.에서 3명을 더 뽑아서 538명인데, [그림3]에서 보듯이 공화당의 상원과 하원 의석수가 2008년 이후 처음으로 538명의 과반인 269명 아래로 떨어졌다. 물론 의원 선거와 선거인단 선거는 다르기 때문에 중간선거에서 공화당 의석수를 대통령선거와 바로 연결할 수는 없다. 그러나 겉표전에 이기고도 1992년 대통령 선거에서 클린턴 후보에게 패했던 조지 부시(George H. W. Bush) 대통령과 비슷한 모습이다. 대외정책에서 이겨도 대통령 선거에서 관건은 경제("It's the economy, stupid")이기 때문이다.

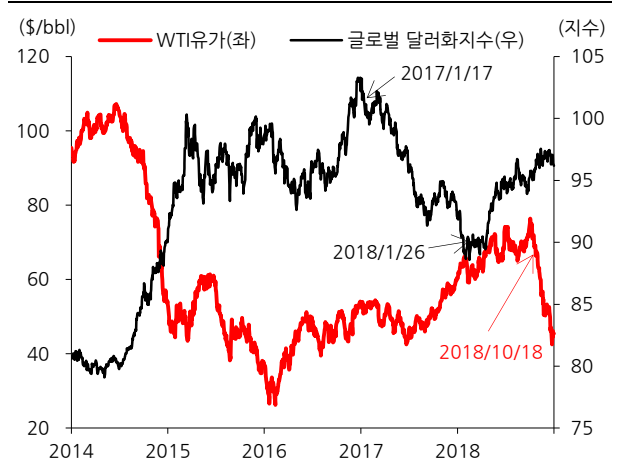
이 때문에 트럼프 대통령은 중간선거 이후 중국과 관세전쟁을 서둘러 휴전하고 시리아에서 미군 철수까지 꺼내들면서 국내 경제문제에 집중하려는 모습을 보이고 있다. 세계경찰 역할을 잘 해봤자 2020년 대통령 선거에 도움이 되지 않는다고 판단한 것이다. 트럼프 대통령은 취임 이후 외환시장과 원유시장을 움직이는 힘을 보여줬다. [그림4]에서 보듯이, 2017년 1월 달러화 약세를 주장한 이후 달러화 강세가 꺾이면서 약세로 반전했고, 2018년 1월에는 반대로 달러화 강세를 주장해서 달러화를 강세로 전환시킨 바 있다. 지난해 10월에는 원유시장에 대한 구두개입으로 유가를 배럴당 75달러에서 45달러까지 폭락시킨 바도 있다. 이에 그치지 않고 트럼프 대통령은 연준이 갖고 있는 금리결정권에도 영향력을 행사하려고 했는데, 이 과정에서 나타난 연준과 대통령의 충돌이 12월 미국 주가하락의 직접적인 원인이었던 것 같다.

[그림3] 미국 공화당의 의회 의석수 추이



자료: Wikipedia, 한화투자증권

[그림4] 트럼프 대통령의 외환 및 원유시장 구두개입



자료: Bloomberg, 한화투자증권

대통령과 연준의 갈등으로 주가가 큰 폭으로 하락하기는 했지만, 결국 트럼프 대통령이 원하던 '금리인상 중단'을 얻어내면서 12월 26일부터 31일까지 4일간 S&P500 주가지수가 6.6% 상승하여 그동안의 하락폭을 다소 만회했다. [그림5]는 지난 20년간 미국의 연방기금금리와 10년만기 국채금리를 나타낸 것인데, 금리인상 시기에 10년만기 국채금리는 연방기금금리의 고점과 거의 같다. 현재 10년만기 국채금리는 2.6%대로 연방기금금리 2.5%와 거의 같아졌는데, 이는 시장에서 '금리인상이 중단됐거나 끝났다'고 보는 것이다. 물론 미연준은 채권시장과 다르게 생각할 수 있겠지만, [그림6]에서 보듯이 미국경제의 성장세가 차츰 둔화되고 있는 상황에서 미연준이 굳이 시장과 맞서며 금리인상을 계속할 가능성은 낮아졌다.

그러면 이제 미국 주식시장은 안정을 찾은 것일까? 연준의 금리인상이 중단됐다는 점은 주식시장에 호재이기는 하지만, 주식시장이 트럼프 대통령의 구두개입에 너무 많이 의존하게 됐다는 점은 악재라고 볼 수 있다. 올해는 하원을 장악한 민주당이 트럼프 대통령에 대한 정치공세를 강화할 가능성이 높는데, 트럼프 대통령이 정치적인 곤란을 겪을 때마다 주식시장도 같이 혼란에 빠질 수 있기 때문이다.

중국경제: 경기는 둔화되겠지만 대규모 부양정책도 없어

미국과 중국 사이의 관세전쟁 때문에 트럼프 대통령은 정치적인 어려움을 겪게 됐지만, 중국은 관세부과와 수출둔화로 경제적인 어려움을 겪게 됐다. [그림8]에서 볼 수 있듯이 그동안 중국 정부는 금융기관의 지급준비율을 낮추고 위안화 환율을 절하하는 금융적 완화정책을 통해 제조업이 겪는 어려움을 완화시키는데 주력해왔다. 그러나 이러한 금융완화 정책을 지속할 수는 없다. 금융완화 정책은 기업과 가계의 부채를 더 늘리게 될 것인데, [그림7]에서 보듯이 중국의 기업과 가계의 부채는 지난해말 GDP의 206%까지 치솟았다. 이는 미국이 금융위기를 겪었던 2008년에 기록한 168%보다 크게 높은 수준이다.

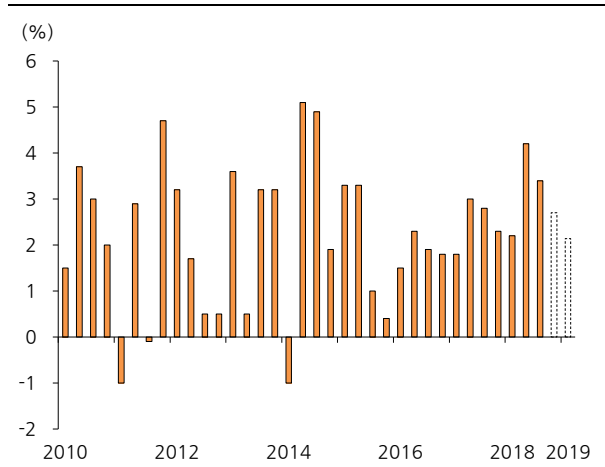
부채가 많다고 해서 당장 위기를 겪는 것은 아니지만, 정부가 통제할 수 없는 외부 충격이 발생하면 견잡을 수 없는 경제 위기에 빠질 수 있다. 따라서 중국 정부는 당장 경기부양을 통해 성장률을 높이기보다는 길게 보고 부채를 줄여가는 디레버리징 정책을 통해 경제를 안정시키려 할 가능성이 높다. 물론 일방적인 긴축정책은 중국경제를 경착륙으로 내몰 위험이 있어서 피하겠지만, 경제성장률을 높이기 위한 대규모 경기부양책을 기대해서는 안된다는 뜻이다.

[그림5] 미국의 연방기금금리와 10년만기 국채금리



자료: Bloomberg, 한화투자증권

[그림6] 미국의 GDP 성장률

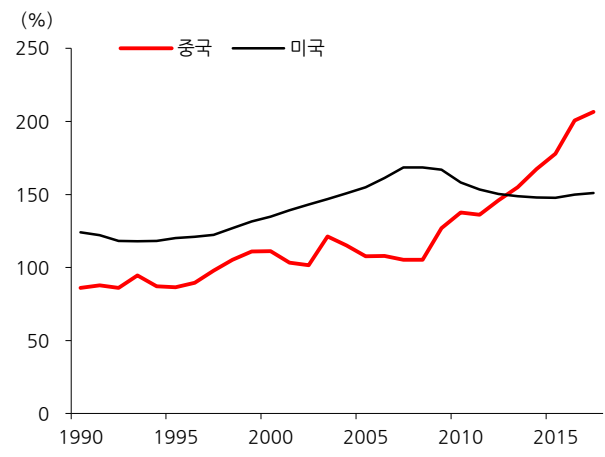


주: 2018년 4분기 예상치는 Atlanta 연준의 GDPNow, 2019년 1분기 예상치는 New York 연준의 Nowcast의 최근 수치

자료: FRB, 한화투자증권

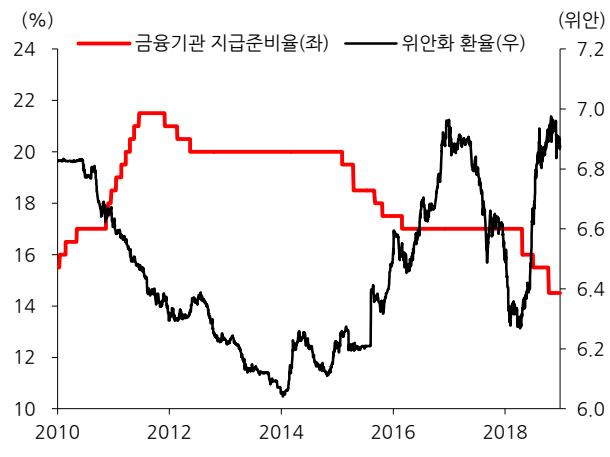
미국은 유가와 미국금리, 달러화 등 금융시장에 대한 트럼프의 영향력이 커졌기 때문에 정치적으로 안정되기만 하면 금융시장도 안정될 수 있을 것이다. 그러나 트럼프 대통령이 탄핵 위기에 내몰리는 정치적 문제가 발생하면 곧바로 금융시장도 크게 흔들릴 수 밖에 없다는 문제점을 갖고 있다. 중국은 미국과의 관세전쟁에 휴전하면서 당장 발등의 불은 꺼지만, 이미 민간의 부채가 과도한 상황에서 더 많은 부채를 빌리도록 하는 대규모 경기부양은 불가능하다. 따라서 경기부양책과 디레버리징 정책 사이에서 줄타기를 해야 하는데, 이 과정에서 균형이 무너지면 연착륙에 실패할 위험을 갖고 있다. 2019년에는 미국의 정치와 중국의 경제에 주목해야 한다.

[그림7] 미국과 중국의 GDP 대비 민간(가계+기업)부채



자료: IMF, 한화투자증권

[그림8] 중국의 지급준비율과 환율



자료: Bloomberg, 한화투자증권

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.