



Eugene Prisma

Weekly | 2017. 07. 17

G3 이야기: 미 소매판매 부진, ECB 통화정책회의, 중국 GDP

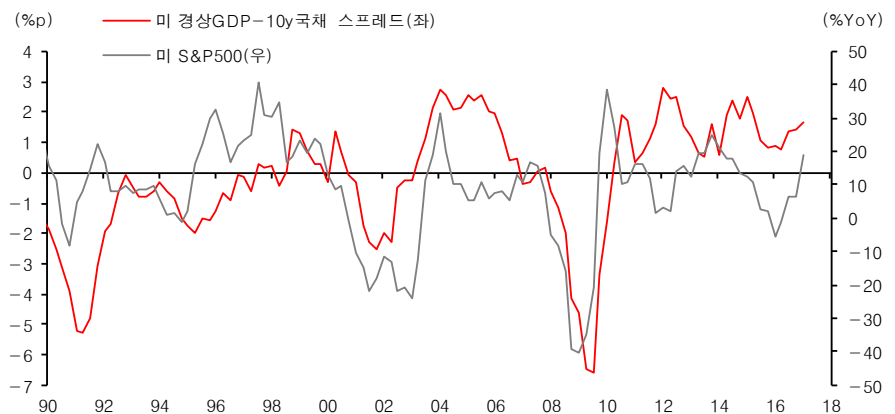


Economist / 투자전략팀장 이상재
Tel. 02)368-6162
sjlee@eugenefn.com

- ✓ 화제 1. 6월 미 소매판매와 소비자물가 동반 둔화, 미 연준 통화정책 정상화 지연 또는 강행 여부 관건
- ✓ 화제 2. 7월 ECB 통화정책회의, 성장 호조와 물가상승세 둔화 가운데 어디를 주목하는가 성명 주목
- ✓ 화제 3. 2분기 중국 GDP와 6월 실물경제 동향, 봄 철 이후 둔화기조 이어지나 양호한 성장기조 유효
- ✓ 올 여름 글로벌 주식시장, 9월 선진국 통화정책회의 전후 변동성 확대 여지 있지만 당분간은 실적장세 유효

- 올 여름 실적장세가 한창 진행중인 글로벌 주식시장의 걸림돌, 미 연준과 ECB의 통화긴축정책
 - 한국과 뉴욕 증시가 7월 중순에도 사상최고치를 갱신하는 강세 행진을 이어가고 있다. 유가 하락 및 중국 신용불안 등 대외 불안요인에다 북한 미사일 및 미 트럼프 정부의 한·미 FTA 재협상 압력 등 대내 불안요인이 불거졌지만 모두 미풍에 그치며 ‘거침없이 하이킥 장세’를 진행 중이다. 세계경제 회복과 온건한 통화긴축정책 기대 조합이 위험자산의 기대수익률에 일방향의 긍정적 영향을 미치고 있기 때문이다.
 - 우리는 2017년 글로벌 주식시장이 실적장세 상에 위치한다는 시각을 제시한 바 있다. 기업이익(g)과 금리(r)가 동반 상승하지만, r 보다 g 의 상승에 대한 기대가 더 큰 국면이 전개되기 때문이다. 미 경상 GDP성장률에서 10y 국채금리를 차감한 스프레드가 S&P500 연간 변동률과 밀접한 정(+)의 관계를 보이는 가운데, 2017년 들어 동 스프레드가 상승하고 있다는 점이 이를 뒷받침한다.
 - 실적장세의 다음 단계는 역금융장세와 역실적장세이다. 그리고 이는 두 가지 경로를 통해 현실화된다. 하나는 경제적 슬랙이 소멸됨에 따라 인플레이 압력을 선제적으로 차단하기 위한 중앙은행의 통화긴축 강화이며, 다른 하나는 중앙은행이 경제판단을 잘못하여 과도한 긴축정책을 추진한 결과 경제가 침체로 반전되는 경로이다. 지난 주말과 이번 주 G3 경제 화제를 통해 동 가능성이 높아질 수 있는지를 진단해 본다.

도표 1 올 여름 뉴욕 증시, 'g>r' 기대 하에 실적장세 전개



자료: Thomson Reuters, 유진투자증권



■ G3 화제 1. 소비와 물가 동반 둔화된 미국경제를 본 미 연준의 통화정책 대응→ 기회와 위기 공존

- 지난 주말 발표된 미 경제지표는 실적장세의 유효성 관련 양면성을 나타냈다. 먼저, 긍정적 측면에서 소비자물가 상승세가 둔화됨으로써 연준의 통화긴축정책이 온건해질 수 있다는 기대를 준 반면, 부정적 측면에서는 소비경기가 둔화됨으로써 만일 연준이 기존의 통화긴축 플랜을 고수할 경우 경제 확장세가 지속되기 어려울 수 있다는 우려를 낳았다.

1) 6월 소매판매, 5월에 이어 2개월 연속 감소: 6월 소매판매가 시장예상(+0.1%)과 달리 전월비 0.2% 감소하며 5월에 이어 2개월 연속 감소했다. 전년동기비로도 2.8% 증가에 그치며 2016년 8월 이후 가장 증가 폭이 작았다. 미 소비경기를 대표하는 핵심 소매판매 역시 6월에 시장예상(+0.2%)과 달리 전월비 0.1% 감소하며, 전년동기비 2.6% 증가로 둔화되었다. 6월 소매판매에서 큰 폭 감소한 품목은 전월비 1.3% 감소한 가솔린이다. 따라서 이는 고용호조와 더불어 5-6월 소매판매의 감소만으로 소비경기의 침체 반전을 예단하기는 이음을 시사한다. 그러나 초여름 소비경기의 부진은 2분기 경제성장의 반등 폭이 예상에 못 미칠 가능성을 예고한다는 점에서 동 기조가 지속되면 트럼프 세계개편안의 지연과 함께 경기침체 우려로 연결될 가능성도 있다.

2) 7월 미시간대학 소비자신뢰지수, 2개월 연속 하락: 7월 미시간 소비자신뢰지수가 시장예상(94.7)을 하회한 93.1을 기록하며 6월에 이어 2개월 연속 하락했다. 동 지수의 하락은 현재평가 지수보다 기대지수의 하락이 주도했다. 이 역시 1-5월 평균인 97.2보다는 낮지만, 여전히 2016년 평균인 91.8을 크게 상회한다는 점에서 아직은 소비심리의 추세적 위축으로 보기 어렵다.

3) 6월 소비자물가, 2개월 연속 상승세 둔화: 6월 소비자물가가 시장예상(+0.1%)을 하회한 전월비 보합을 보이며, 5월(-0.1%)에 이어 하향안정 기조를 이어갔다. 전년동기비로도 6월에 1.6% 상승하며 2016년 10월 이후 가장 낮았다. 6월 핵심 소비자물가도 시장예상(0.2%)을 하회한 전월비 0.1% 상승에 그쳤으며, 전년동기비로는 5월과 동일한 1.7% 상승에 그쳤다. 엘렌의장이 하원 증언에서 최근 소비자물가의 하향안정이 일시적 현상이라고 지적했지만, 국제유가 하락에 소매 판매마저 둔화되고 있다는 점을 감안하면, 물가상승세 확대 가능성은 당분간 크지 않다.

- 6월 미 소매판매와 소비자물가는 연준 통화정책 운용에 따라 실적장세를 지속시키거나 반전될 여지를 동시에 내포하고 있다. 미 연준이 경제전망을 하향조정하여 하반기에 예정된 한 차례 금리인상 및 양적축소를 지연시킨다면 실적장세에 약이 된다. 반면에 경제여건의 약화에도 불구하고 6월 FOMC 회의에서 제시된 통화정책 정상화 경로를 유지한다면 독으로 작용할 가능성이 있다. 관건은 9월 FOMC 회의와 이에 앞선 8월 24-26일 잭슨 홀 컨퍼런스에서의 엘렌 연설이다.

도표 2 미 헤드라인 및 핵심, 주요 품목별 소매판매 추이

	2016년			2017년			
	12월	1월	2월	3월	4월	5월	6월
%MoM							
소매판매	0.9	0.5	-0.2	0.1	0.3	-0.1	-0.2
%YoY	4.0	5.6	4.7	4.8	4.5	4.1	2.8
자동차제외 소매판매	0.3	1.1	0.1	0.3	0.3	-0.3	-0.2
%YoY	3.2	5.4	5.0	4.9	4.5	3.7	2.4
유류제외 소매판매	0.7	0.4	-0.2	0.2	0.4	0.2	-0.1
%YoY	3.7	4.9	3.5	4.0	3.9	4.0	3.1
핵심 소매판매	0.0	1.0	0.1	0.4	0.4	0.0	-0.1
%YoY	2.7	4.5	3.5	3.9	3.8	3.5	2.6
자동차	3.1	-1.6	-1.5	-0.5	0.5	0.9	0.1
전기전자	-0.5	1.4	-1.3	2.8	1.8	-1.3	0.1
건자재	0.9	1.4	2.7	-1.8	-0.1	-0.6	0.5
헬스케어	-0.2	-0.5	0.7	0.6	0.8	0.2	0.3
가솔린	3.2	2.2	0.0	-1.0	-0.5	-3.0	-1.3

자료: Census Bureau, 유진투자증권

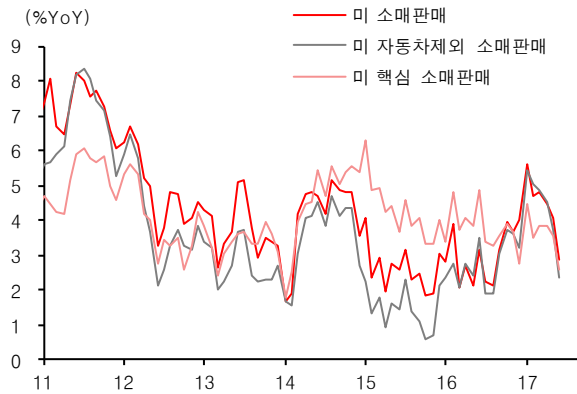


도표 3 미 헤드라인 및 핵심 소비자물가, 품목별 물가 추이

	2016년			2017년			
	12월	1월	2월	3월	4월	5월	6월
%MoM							
소비자물가	0.3	0.6	0.1	-0.3	0.2	-0.1	0.0
%YoY	2.1	2.5	2.8	2.4	2.2	1.9	1.6
핵심 소비자물가	0.2	0.3	0.2	-0.1	0.1	0.1	0.1
%YoY	2.2	2.3	2.2	2.0	1.9	1.7	1.7
식품	0.0	0.1	0.2	0.3	0.2	0.1	0.0
주거	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
의복	-0.4	1.4	0.6	-0.7	-0.3	-0.8	-0.1
교통	0.8	2.2	-0.5	-1.4	0.1	-1.4	-0.7
헬스케어	0.2	0.2	0.1	0.1	-0.2	0.0	0.4
에너지	1.2	4.0	-1.0	-3.2	1.1	-2.7	-1.6

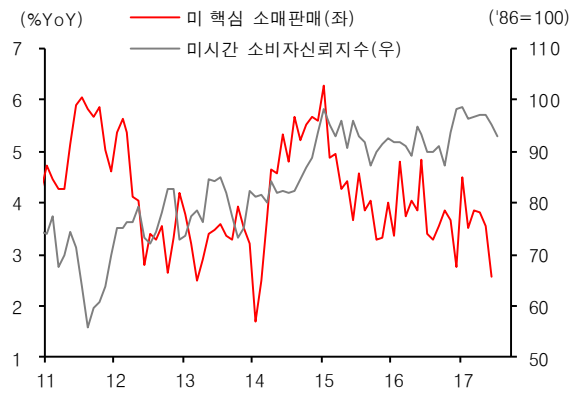
자료: Bureau of Labor Statistics, 유진투자증권

도표 4 6월 미 소매판매, 5월에 이어 2개월 연속 감소



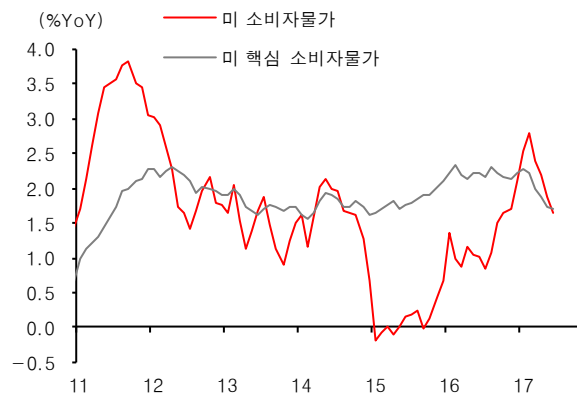
자료: Thomson Reuters, 유진투자증권

도표 5 7월 미 가계 소비심리, 6월에 이어 하락 지속



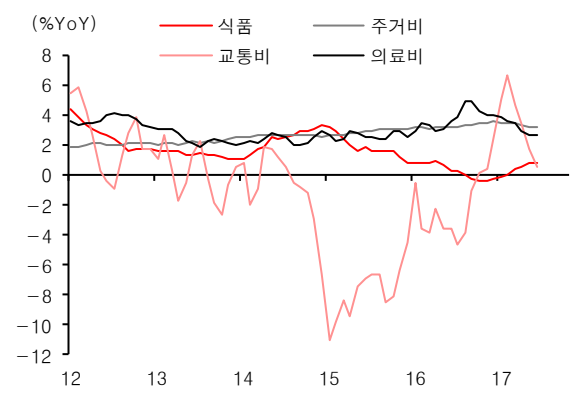
자료: Thomson Reuters, 유진투자증권

도표 6 6월 미 소비자물가, 4개월 연속 상승세 둔화



자료: Thomson Reuters, 유진투자증권

도표 7 6월 미 소비자물가 하락, 교통비 하락이 주도



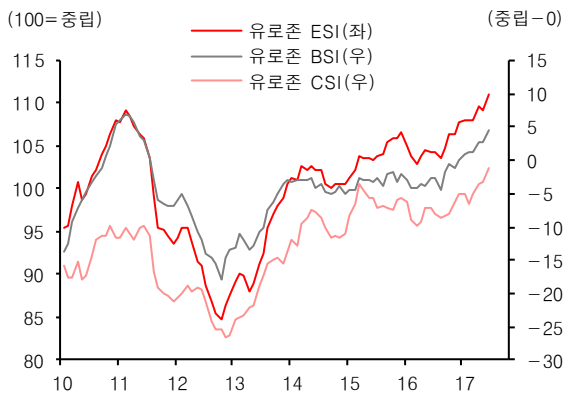
자료: Thomson Reuters, 유진투자증권



■ G3 화제 2. 강한 경기확장과 물가상승세 둔화를 본 ECB 통화정책 대응→ 테이퍼링 추진 불가피?

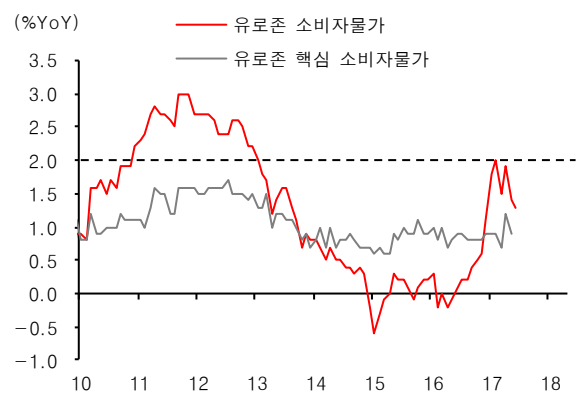
- 올 여름 실적장세와 관련하여 두 번째 주목 포인트는 ECB의 양적완화 축소(테이퍼링) 발표 가능성이다. ECB는 지난 6월 통화정책회의 성명에서 기준금리가 추가로 인하될 수 있다는 문구를 삭제한 데 이어, 드라기 ECB 총재가 포르투갈 신트라 연설에서 경제성장 추세가 빨라질 경우 양적완화 축소 가능성을 시사하는 매파적 발언을 하였다. 이에 따라 7월 20일 ECB 통화정책회의에서 월간 600억유로 규모 채권매입 프로그램의 변경에 대한 성명이나 발언이 있을지 주목된다.
- ECB의 양적완화 축소 가능성과 관련하여 유로존 경제 역시 양면성을 보이고 있다. 하나는 6월 유로존 경제채감지수(ESI)가 111.1을 기록하며 2007년 7월 이후 근 10년래 최고치를 보일 정도로 경제확장세가 강건하다는 점이다. 다른 하나는 6월 소비자물가(예비)가 전년동기비 1.3% 상승으로 둔화되며 ECB 목표를 하회한 가운데 올해 들어 가장 낮은 상승세를 보인 점이다.
- ECB의 양적완화 축소는 글로벌 주식시장에 유동성 공급 둔화를 의미한다는 점에서 부담이 되나, 신흥국 입장에서는 미 달러가치 하락을 통해 자금유입 확대를 의미한다는 점에서 긍정적이다. 그러나 이미 선진국 및 신흥국 주식시장이 공히 실적장세를 전개하고 있음을 감안하면, ECB가 양적완화 축소에 나서면 주식시장에는 부담 영향이 더 크다.

도표 8 6월 유로존 경제채감지수, 10년래 최고치 기록



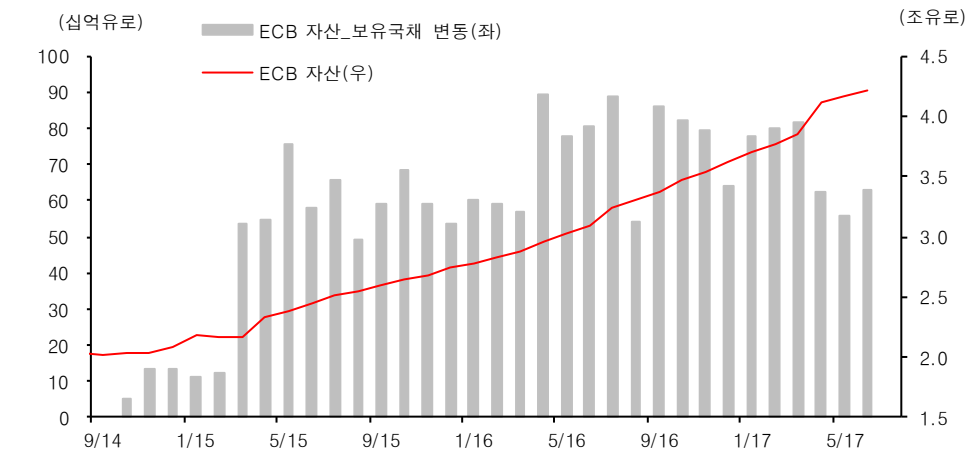
자료: Thomson Reuters, 유진투자증권

도표 9 6월 유로존 소비자물가, 연중 최저 상승률 기록



자료: Thomson Reuters, 유진투자증권

도표 10 7월 ECB 통화정책회의, 월간 600억유로 채권매입 프로그램 변화 시사 주목



자료: CEIC, 유진투자증권



- G3 화제 3. 2분기 중국 GDP, 정부 목표치 상회 지속? → 중국정부의 부동산 규제 및 통화긴축 강화?**
 - 이번 주에 주목되는 세 번째 화제는 17일 발표되는 2분기 중국 GDP 및 6월 실물경제지표이다. 먼저, 1분기에 전년동기비 6.9% 성장하며 정부 목표(6.5% 내외)를 크게 상회했던 GDP가 2분기에도 상회기조를 이어갈지이다. 블룸버그 컨센서스에 의하면 2분기 GDP는 전년동기비 6.8% 성장하며 1분기보다는 둔화되지만 2분기 연속 강한 성장세를 이어갈 가능성이 높다.
 - 다음으로는 산업생산, 소매판매, 도시지역 고정자산투자 등 6월 실물경제 흐름이다. 블룸버그 컨센서스에 의하면, 6월 산업생산은 3개월 연속 횡보 수준인 전년동기비 6.5% 증가하며, 소매판매는 전년동기비 10.6% 증가하며 5월보다 0.1%p 둔화된다. 도시지역 고정자산투자는 전년동기간 대비 8.5% 증가하며 3월 이후 3개월 연속 증가세가 둔화된다.
 - 동 컨센서스에 의하면 2분기 중국경제는 1분기에 이어 양호한 성장세를 이어가지만, 3-4월에 단행된 중국정부의 부동산시장 규제 및 인민은행의 통화긴축으로 인해 분기 후반으로 갈수록 실물경기가 둔화되고 있음을 의미한다. 그러나 6월 실물경제 역시 여전히 GDP가 연간 6.5% 이상 성장할 여지를 지지한다는 점에서 중국경제의 급격한 침체 반전 우려를 형성할 가능성은 낮다.

도표 11 2분기 중국 GDP, 1분기(6.9%)에 이어 정부 목표(6.5% 내외) 상회 여부 주목

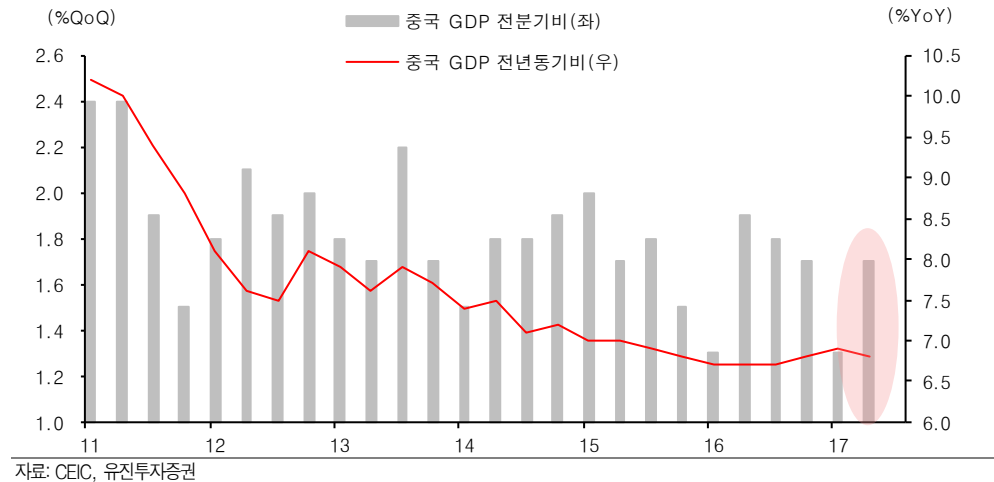


도표 12 6월 산업생산 및 소매판매, 견조한 증가세 지속

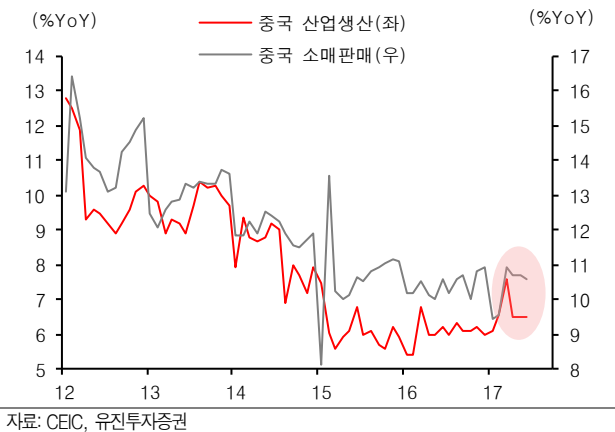
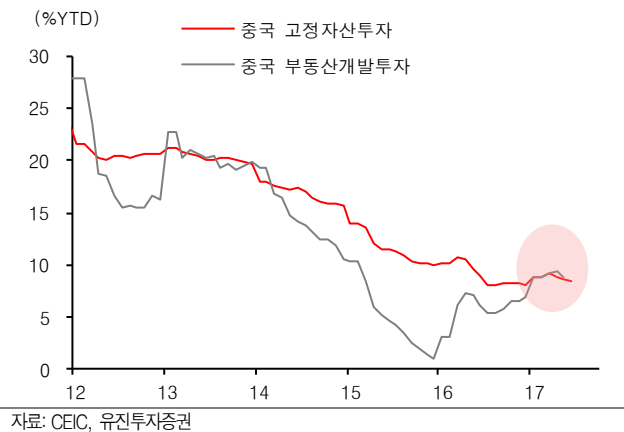


도표 13 고정자산투자 역시 둔화되나 견조한 증가 유지





- 7월 글로벌 자금흐름, 실적장세 기대 하에 주식형 펀드로의 유입기조 지속→9월 선진국 통화정책 주목**
 - 7월 두 번째 주간(7/6-12)에도 글로벌 자금은 주식형 펀드에 높은 기대수익이 형성되며 순유입 기조를 이어갔다. 선진국과 신흥국 주식형 펀드로 각각 44.4억달러 및 4.2억달러 순유입되며 5주 연속 순유입되었다. 물론 채권형 펀드로도 선진국과 신흥국 펀드에 각각 42.6억달러 및 1.5억달러 순유입되며 2017년 3월 중순이래의 순유입기조를 지속했다.
 - 우리는 한국을 비롯한 글로벌 주식시장이 올 여름에 실적장세 하의 상승기조를 지속할 가능성에 무게를 둔다. 그러나 8월 24-26일 잭슨 홀 컨퍼런스에서의 옐렌 및 드라기 연설과 9월 ECB 통화정책회의(9/7) 및 미 FOMC 회의(9/19-20)가 이번 강세국면에서 변동성이 커지는 분수령이 될 가능성을 높게 보고 있다.
 - 특히 미 연준 통화정책 정상화의 경우 물가상승세가 둔화되면서 통화긴축이 지연된다면 긍정적이지만 경제성장세 둔화가 이를 야기한다면 주식시장에 부담이 된다. 실적장세의 근간인 기업이익(g) 개선 기대가 약화되기 때문이다. 1차 관건은 7월 28일 발표되는 2분기 미국 GDP 향방이다. 그럼에도 불구하고 올 여름에 글로벌 주식시장의 상승기조가 훼손될 여지는 적다.

도표 14 7월 둘째 주 선진국 및 신흥국 주식형펀드, 각각 44억달러 및 4억달러 순유입

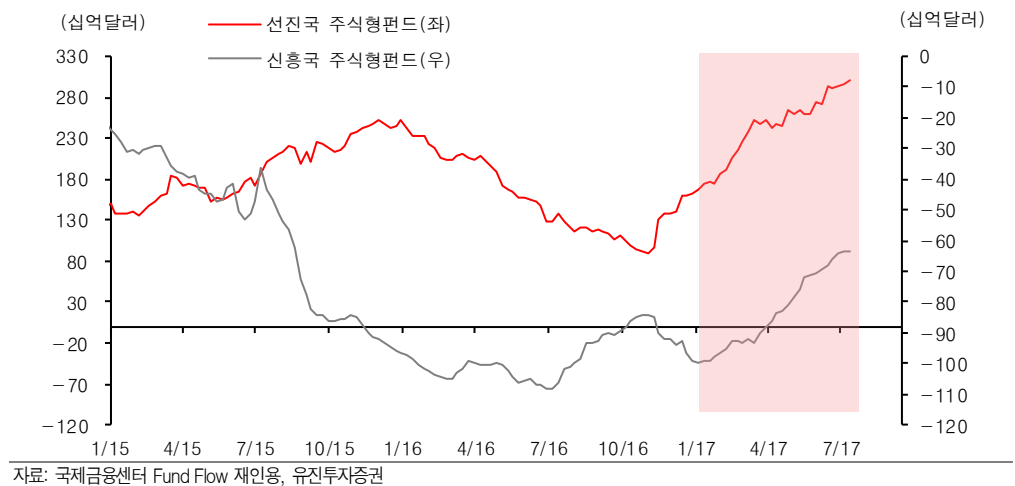


도표 15 7월 둘째 주 선진국 및 신흥국 채권형펀드, 각각 43억달러 및 2억달러 순유입

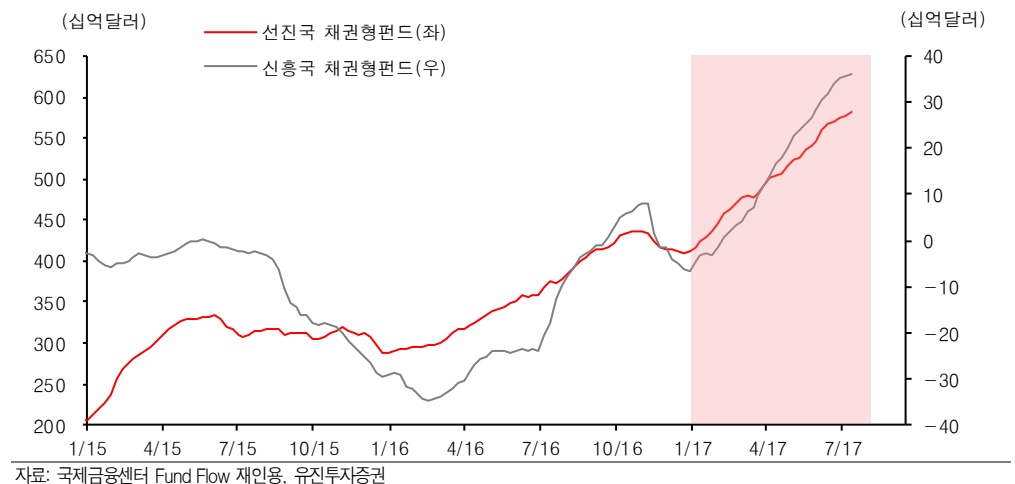




도표 16 주간(7/17-7/21) 주요 국내외 경제지표 추이 및 시장 컨센서스

날짜	국가	지표	단위	컨센서스	이전치
7/17 (월)	미국	7월 뉴욕 옴파이어스테이트 제조업지수	지수	15.0	19.8
	중국	2분기 GDP	%YoY	6.8	6.9
		6월 소매판매	%YoY	10.6	10.7
		6월 도시지역 고정자산투자	%YTD	8.5	8.6
		6월 산업생산	%YoY	6.5	6.5
	일본	휴장 (바다의 날)			
7/18 (화)	미국	7월 NAHB 주택시장지수	지수	67	67
	영국	6월 소비자물가지수	%MoM	0.2	0.3
			%YoY	2.9	2.9
		6월 핵심 소비자물가지수	%YoY	2.6	2.6
	독일	7월 ZEW 경기기대지수	지수	18.0	18.6
	중국	6월 주택가격지수			
한국	6월 생산자물가지수	%YoY	-	3.5	
7/19 (수)	미국	6월 신규주택착공	천건	1,160	1,092
			%MoM	6.2	-5.5
		6월 주택착공허가	천건	1,201	1,168
			%MoM	2.8	-4.9
7/20 (목)		IMF 정례 언론 브리핑			
미국	7/15 신규 실업수당 청구건수	천명	245	247	
	7월 필리델피아연은 제조업지수	지수	22.9	27.6	
	유럽	6월 컨퍼런스보드 경기선행지수	%MoM	0.4	0.3
영국	7월 ECB 통화정책회의: 예치금리	%	-0.4	-0.4	
	6월 소매판매	%MoM	0.4	-1.2	
		%YoY	2.6	0.9	
		6월 소매판매 (자동차연료 제외)	%MoM	0.5	-1.6
			%YoY	2.5	0.6
	일본	7월 BOJ 금융정책위원회: 예금금리	%	-0.1	-0.1
7/21 (금)	한국	7월 1~20일 수출입			

자료: Bloomberg, 유진투자증권



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	2%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만	87%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만	10%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 0%미만	1%

(2017. 06.30 기준)