

| 2019년 12월 16일 | KIWOOM 이슈 분석

2% 부족한 무역 합의

단기적인 심리 개선, 하지만 낙관은 이르다

미국과 중국간 1단계 무역 합의는 단기적으로 체감지표와 투자 심리 개선에 긍정적인 전망. 단기적으로 국내 주식시장의 상승과 위험자산 선호 경향이 강화될 것으로 예상

하지만, 이후 무역 합의 구체화 과정과 2단계 협상 속에 마찰음이 재부각될 가능성이 높음에 따라 미·중 무역분쟁 이슈는 2020년에도 불확실성 변수로 작용할 전망. 이는 실물 경제 회복이 시장 기대치에 미치지 못할 수 있음을 시사하며 국내 주식 등 위험자산 선호 흐름은 내년 초를 지나면서 약화될 것으로 예상

투자전략/시황 서상영
02) 3787-5241
ehdwl@kiwoom.com

경제 김유미
02) 3787-5161
helloym@kiwoom.com

채권전략 안예하
02) 3787-5157
yhahn@kiwoom.com

키움증권





목차

I. 마·중 1단계 무역 합의	4
II. 경제 변화 점검	6
III. 주식시장 영향 분석	10
VI. 채권시장 영향 분석	14
V. 외환시장 영향 분석	17

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

2% 부족한 무역합의



경제 변화, 심리 개선에 미치지 못할 실물 경제 흐름

1단계 무역합의로 체감지표 개선과 경기선행지수의 반등이 단기적으로 나타나며 경기 개선 기대를 높일 전망. 하지만, 2단계 무역협상이 진행되면서 잡음이 다시 불거질 것으로 보는 만큼 무역협상은 상수화가 아닌 불확실성 변수로 계속해서 작용할 전망. 이는 금융시장 기대에 비해 실물경제의 회복이 제한적일 수 있음을 시사. 글로벌 교역량 더딘 회복과 약한 민간수요로 2020년 한국 경제성장률은 연간 2%에 그칠 전망

주식시장, 내년 1분기 고점으로 하락 전망

주식시장은 일시적인 실망 매물 출회 가능하나, 심리 지표 개선 및 기업 이익 전망 개선에 힘입어 내년 1분기까지 반등세가 이어질 것으로 전망. 하지만, 이후 경기 둔화 우려와 미·중 무역협상 불확실성이 재차 부각될 것으로 예상됨에 따라 1분기를 고점으로 조정을 보일 것으로 전망. (상고하자, KOSPI 1,900~2,250pt 종전 전망 유지)

채권시장, 1분기 금리 반등은 매수 기회로

일시적 심리 지표 개선 및 위험 회피성향 완화는 채권 매수의 기회로 활용 가능할 듯. 1단계 합의에도 불구하고 불확실성 요인이 지속됨에 따라 심리 지표의 개선에 실물 경기 회복이 예상만큼 뒷받침되지 못할 것으로 전망하기 때문. 한국은행과 미 연준의 금리 인하 시기는 당초 예상인 1분기가 아닌 2분기로 지연되겠지만, 통화 완화 정책 기조는 유지될 전망.

외환시장, 원화 기초적인 강세는 어려워

달러/원 환율은 1단계 무역합의에 의해 단기적으로 1,100원 중반까지 하락 가능. 하지만, 원화의 강세 기조가 지속되기 보다는 내년 연초를 지나면서 다시 상승, 1,100원 후반에서 1,200원 초반에서 등락을 보일 전망. 대외 불확실성이 완전히 해소되지 않은 상황에서 위험회피성향의 재부각될 수 있고, 미국과 주요국간 펀더멘털 및 통화정책 차별화 축소가 지속되기 어려워 달러는 강보합권에서 머물 것으로 보기 때문.

미·중 1단계 무역합의

어려운 문제를 미래로 미룬 협상결과

2,500억 달러 규모 대 중국 제품에 대한 관세 유지

17개월 동안 글로벌 주식시장의 불확실성을 야기시켰던 미국과 중국간 무역합의가 일부 타결되었다. 지난 10월 1단계 합의를 발표한 이후 세부적인 항목에 대해 양측이 팽팽히 맞서왔으나, 결국 타결을 본 것인데 그 내용이 알려진 부분에 미치지 못한 실망스러운 내용이었다.

특히 기존에 부과되었던 3,700억 달러 규모의 대 중국 제품에 대한 관세율에 대해 50% 인하 가능성이 부각되었으나, 2018년에 부과되었던 2,500억 달러 규모의 제품에 대한 25%의 관세율은 유지하고, 지난 9월에 부과된 1,200억 달러 규모의 제품에 대한 관세율을 15%에서 7.5%로 인하하는데 그쳤다.

물론 2차 협상 시작 시기를 내년 미 대선 이후가 아닌 즉각적인 협상 시작을 발표한 점, 15일 부과 예정인 1,600억 달러 규모의 제품에 대한 관세는 부과하지 않을 것이라고 발표한 점, 더불어 지적재산권, 기술이전, 위안화 문제 등이 포함돼 많은 부분이 합의 되었다는 점은 긍정적이다.

전반적으로 미국과 중국에서의 평가는 어려운 문제를 미래로 미루는 정도에 그쳤으며, 향후 중국이 미국산 제품 구매 등 이행 과정에서 주저할 경우 미국은 즉각적인 관세 부과를 단행할 여지가 매우 높다는 점에서 불확실성은 이어갈 것으로 예상했다. 실제 관련 내용이 발표된 직후 미 증시는 실망 매물이 출회되며 상승분을 대부분 반납했으며 (15일 관세 연기 최대 수혜주인 애플은 강세) 국채 금리가 하락하는 등 실망스러운 내용에 대한 반응을 보였다.

2% 부족한 무역 합의

미·중 무역협상 관련 향후 일정

- ① 구체적인 세부 내용은 12월 14일 또는 15일 발표 예정
- ② 내부 법률 평가등 필요 조치 이후 서명 일정 위한 협의 진행 (중국 발표)
- ③ 1월 경 정상외 아닌 장관급 합의문 서명 (라이트하이저 언급)
- ④ 2차 협상 즉각적 시행 (트럼프 언급)
- ⑤ 2차 협상은 2A, 2B, 2C 등 여러 단계로 구분돼 처리될 것(므누신 언급)

자료: 미 언론, 중국 상무부, 키움증권 리서치센터

과거 미국 요구와 중국 반응 그리고 합의 내용

5대 쟁점	합의 내용	과거 미국측 요구	과거 중국측 반응
무역불균형 재조정	①중국은 2년간 최소 2,000억 달러 규모 미국산 제품 구매 ②미국산 농산물 매년 400~500억 달러 규모 구매 ③환율문제 구조적 개혁 변화	농산품 등 수입품 대폭 확대	협의를 통해 수준 조정
		수입 품목 수량, 금액, 상품의 계량적 명확화	단시간 내 제시 불가, 검토 후 공동 협의
		환율 조작 행위 금지	환율 조작행위 없음
기술 및 지적재산권 보호	①지적재산권 보호: 교역상 기밀, 의약품 관련 지적재산권, 특허, 상표 보호, 위조품 규제. 시행 과정에서 민·형사상의 절차 전환 ②기술 이전 강제 관행 중식 투명성, 공정성, 적법 절차 제공 ③보조금 문제 논의 없음	국유기업 산업 보조금 철폐), 불공정 재정원조 폐지	기간산업 육성은 합법적 범위 내 추진, 경제시스템 개선요구는 내정 간섭
		중국 진출 미국기업회 기술이전 금지 및 지적재산권 보호 및 법률 명문화 요구	국무원 행정규칙 등으로 초안 마련 중
대내외 투자환경 개선	①중국 시장 진입 확대 ②중국 내 외국기업 권익 보호 ③외국인 자본제한, 차별규제 완화	미국 내 국가안보 관련 기업 등 민 감산업 투자 금지	보호무역주의 일환으로 투자 제한은 불합리
		외상투자법 내 보호법(제21~23조) 및 위반 처벌조항 (제39조) 수준 불명확 및 개정	외상투자법 개정 이후, 국무원 행정규칙 등으로 초안 마련 중, 보호 처벌 명확화 계획
		대 중국 투자제한(네거티브 리스트) 범위 개선, 개선일정 명확화 및 제시 필요	국무원 행정규칙 등으로 초안 마련 중
관세 및 비관세 장벽 완화	①2,500억 달러 25% 유지 ②1,200억 달러 15%→7.5% ③15일 추가 관세 부과 연기	비민감성 부문에 대한 관세 수준 미국 수준으로 일치(관세 하향 조정)	협의 통해 점진적으로 수준 조율
		비관세 장벽 철폐로 미국 제품 수입 제한 완화	미국부터의 보호무역주의 철폐
협의를 관련 이행	①분쟁 해결 시스템 포함 (단계적 분쟁해결 시도, 해결되지 않으면 불만이 있는 측 관세 부과 방식 대응) ②중국이 선의적 행동하면 추가 관세 없음	미국 관세 부과 권리 보유, 중국 보복 조치 불가	협의의 공정, 형평성 위배, 수용 불가 입장
		대중 관세 부과 철회 불가, 대미 관세 부과 철회	대미 관세 부과만 철회는 불공평, 양자간 공동 철회가 타당

자료: 미 언론, 중국 상무부, 키움증권 리서치센터

경제 변화 점검

Economist 김유미

02) 3787-5161

helloym@kiwoom.com

체감과 실물 경기 괴리 발생 가능성

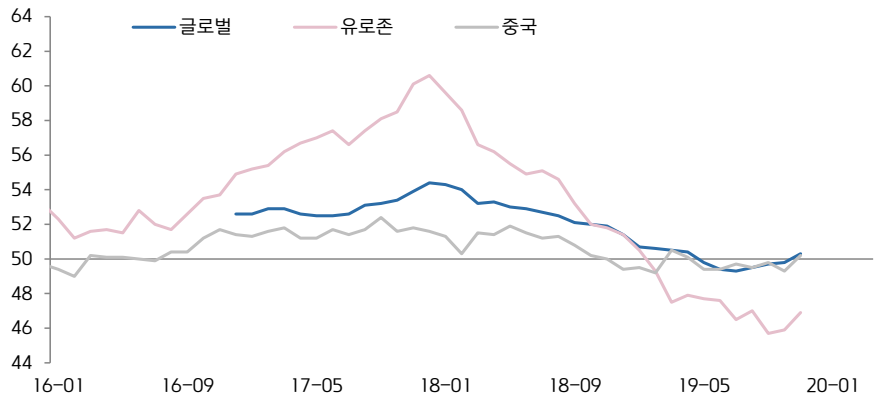
무역 1 단계 합의, 안도감을 반영한 체감지표 개선 가능

미국과 중국간 1단계 무역 합의는 최악의 상황을 피했다는 점에서 긍정적이다. 적어도 현재 경기 상황이 더 나빠지지 않을 것이란 안도감을 줄 수 있기 때문이다. 12월 15일로 예정된 관세 부과가 없고, 지난 9월에 부과했던 일부 소비재에 대한 관세율의 인하를 밝히며 올해 내내 관세 인상으로 대응했던 무역분쟁이 잠시 쉬어갈 수 있는 시간을 벌었다.

미국과 중국의 무역분쟁 휴전은 주요국 기업들의 심리 위축을 완화해줄 수 있다. 최근 미·중 무역합의가 비교적 긍정적으로 진행되면서 중국과 유로존을 중심으로 주요국의 체감경기 개선세가 나타난 점이 이를 잘 보여준다. 이번 1단계 합의를 통해 무역분쟁과 관련한 불확실성이 잠시 소강상태에 머물 것으로 보는 만큼 단기적으로 기업들의 체감 경기 개선에 우호적일 것으로 예상된다.

특히, 주가를 중심으로 금융시장 변수와 유동성 공급, 재고순환 등의 변수가 개선이 뒤따를 수 있는 만큼 OECD 경기선행지수가 바닥을 다지며 경기 개선에 대한 기대도 높아질 것으로 예상된다. 이는 그 동안 짓눌렸던 금융시장 내 위험회피성향을 완화시켜주는 동시에 경기 낙관론을 강화하는 쪽으로 반영될 수 있다.

주요국 제조업 PMI 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

무역 합의, 최악은 피했으나 불확실성은 여전히

이번 1단계 무역합의가 진행되면서 최악의 상황은 피했다. 추가적인 관세부과가 없고, 종전 관세도 일부 하향 조정되었기 때문이다. 이는 적어도 무역분쟁이 단기간에 격화되며 추가적인 심리 및 실물 경제 위축을 자극하지 않을 것이다.

하지만, 1단계 무역합의에도 불구하고 언제든 잡음이 발생할 소지가 있다. 이번 합의가 기대만큼 구체화되지 않았고, 중국의 농산물 구매가 불성실할 경우 관세가 다시 부과될 수 있다는 점과 내년에는 미국 대선이 예정된 만큼 양당 모두 무역분쟁과 관련한 이슈가 수시로 제기될 가능성이 높기 때문이다.

특히, 트럼프 대통령이 재선을 앞두고 농산물 구매 수준에서 무역협상을 마무리할 가능성은 낮다. 당초, 무역분쟁의 기본적인 목적은 중국의 정책개조, 즉 제조업 2025를 비롯해, 기술이전과 국가의 보조금 지급 관련 정책적인 이슈들에 초점을 두었기 때문이다. 그렇다면 트럼프 대통령 입장에서는 재선이 다가올수록 통상정책은 1단계에서 좀 더 진전된 결과를 내놓을 필요성이 있다. 하지만, 문제는 중국 입장에서는 농산물 구매나 시장 개방은 수용 가능하고 협상 여지가 있는 수준이나 그 이후의 단계는 좀 더 첨예하고 받아들이기 어려운 부분이다. 결국 미국과 중국간 무역협상은 다시 마찰음이 생길 소지가 크다.

이는 무역분쟁이라는 이슈가 1단계 합의에 나서면서 단기적으로 투자심리에 긍정적인 영향을 미치나 2단계로 접어들면 다시 잡음이 생기고 부담이 작용할 수 있음을 시사한다. 결국, 미·중 무역분쟁 이슈를 상수화할 것인가? 아니면 여전히 불확실성 요인으로 볼 것인가에 따라 경제 전망이 바뀔 수 있음을 의미한다. 당사는 미·중 무역분쟁이 예상보다 격화되지 않는다는 점은 긍정적이거나 관련 이슈가 완전히 해소되지 않은 만큼 여전히 불확실성 변수로 판단하고 있다.

2% 부족한 무역 합의

2018년 11월 중국의 무역협상안

구분	핵심내용	주요내용
수용 가능	무역수지 불균형 시정 요구 관련	· 미국산 대두, 수수, 천연가스 등 농산물과 에너지 및 공산품 등에 대해 향후 약 1조 2천억 달러 어치 구매 · 마약성 진통제 펜타닐 미국 수출 금지와 쉐컵-NXP 합병 승인 등 * 2019년 10.10~11월 미·중 고위급 협상 부분 타결 내용: ① 미국은 10.15일 대중 \$2,500억 추가 관세 상향(25%~30%) 보류 ② 중국은 미국산 농산물 수입 확대(\$400~500억) 및 금융 서비스 시장 개방 확대
협상 가능	중국의 구조적 변화 요구 관련	· 기술이전 강제나 사이버 절취 금지, 지식재산권 보호 등 · 중국의 서비스 시장, 통신장비, 자동차, 농산물 및 바이오 시장 등의 개방 확대
수용 불가	중국의 핵심전략 변화 요구 관련	· '중국 제조업 2025' 같은 산업정책 중단 · 국유기업(SOE)에 대한 특혜나 보조금 폐지 등

자료: 기사 재인용, 키움증권 리서치센터.

주: 2018년 11월, 중국에서 밝힌 미국과의 무역협상에서 142개 항목에 대한 '수용 가능', '협상 가능', '수용 불가' 관련 협상안을 참고

높아진 기대에 실수요가 부합하기는 어려울 듯

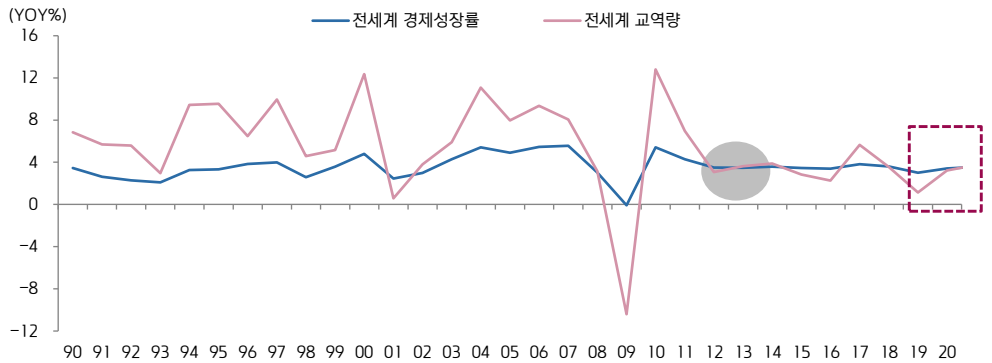
미·중 무역분쟁을 불확실성 변수로 전제로 한다면 이번 긍정적 진전에도 불구하고 경제 전망에 큰 변화를 주기 어렵다는 판단이다. 물론, 체감지표의 개선이 경기 낙관론을 자극할 수 있겠지만 그만큼 높아진 기대치를 충족시킬 정도로 실물지표 개선되기 어렵다면 그 실망감이 금융시장에 조금씩 부담으로 작용할 것으로 예상된다.

대외 불확실성이 지속된다면 기업들이 적극적으로 투자나 고용을 하기 어려울 것이며 가계 입장에서도 미래 소득에 대한 불확실성에 소비를 뒤로 이연 시킬 수 있다. 이는 글로벌 교역량의 개선이 기대만큼 쉽지 않음을 시사한다.

IMF 전망치를 참고할 경우 글로벌 경제성장률을 내년 3.4%로 전망하고 있으나 교역량은 기술적 반등을 고려해도 3.2% 성장에 그칠 것으로 보고 있다. 2020년 선진국의 경제성장률은 1.7%로 2019년 수준에서 별다른 변화가 없고, 중국 성장 전망치는 5.8%로 올해 대비 0.3%p 하락할 것으로 전망하고 있다. 글로벌 핵심국 성장이 개선되지 않는다면 전세계 수요 역시 빠르게 늘기는 어렵다.

결국, 글로벌 교역량 개선이 제한적이라면 우리나라의 성장 역시 기대치를 높이기 어렵다는 판단이다. 물론, 정부의 재정지출 확대가 성장의 하방을 완화해줄 수 있다. 하지만, 대외 수요와 내부적인 민간 수요 개선이 제약될 것으로 보는 만큼 2020년 경제성장률이 연간 2% 성장에 머물 것이란 기존 전망을 유지한다.

글로벌 교역량과 경제성장률



자료: IMF, 키움증권 리서치센터

순환적인 반등에 대한 해석

물론, 글로벌 및 국내 경기가 순환적인 반등이 뒤따를 수 있다. 하지만 소순환의 진폭이 크지 않고 기간도 짧은 상승기간이 이어질 것으로 보인다. 과거의 순환적인 경기 반등은 완화적인 통화 및 재정정책을 통한 유동성 공급 확대와 민간 신용 창출, 그리고 기업과 가계의 수요 증가라는 선순환이 뒤따르면서 경기 확장기의 진폭이 컸고, 기간도 길며 의미있는 수요 시그널을 제공해 주었다.

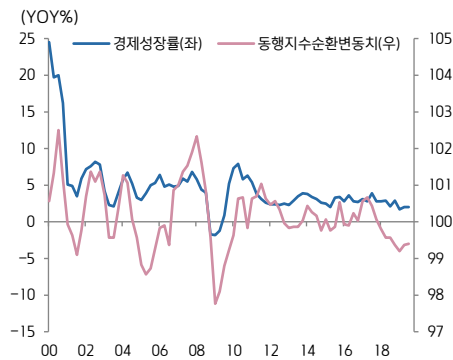
하지만, 2008년 글로벌 금융위기를 지나면서 순환적인 경기 반등이 주는 의미가 과거 처럼 수요의 변곡점보다는 경기 하방을 완화해주는 역할로 바뀌었다고 보고 있다. 완화적인 통화와 재정 정책으로 유동성이 공급이 확대되더라도 이 부분이 민간 신용이 늘지 못하면서 수요로 이어지지 못하고 있기 때문이다. 오히려 공격 유동성 확대만이 금융시장에서 돌면서 자산가격의 상승만 자극하고 있다.

결국, 금융시장 및 유동성의 선행지표 개선을 통한 선행지수의 반등이 실물 경제의 의미 있는 회복으로 연결되지 못하는 현실인 것이다. 지난 2002년에서 2003년과, 2016년에서 2017년 사이에서 경기선행지수가 반등했던 시기를 살펴보면 수출도 기술적 반등세를 보였으나 교역량에 의미있는 변화가 뒤따르지 못하면서 저성장이라는 추세적인 흐름을 지속했다.

2% 부족한 무역 합의

이번에도 미·중 무역분쟁은 격화되지 않는 정도이지 불확실성 해소가 아니며 글로벌 교역량이 하향 추세라는 흐름과 맞물려 저성장 상황은 크게 변하지 않을 것으로 보인다. 오히려 무역분쟁이 진행 중이라는 점에서 대외 불확실성이 수시로 잡음을 낼 수 있다. 급격하게 위축됐던 것에 대한 되돌림 과정이 연말과 연초에 걸쳐 체감지표의 개선으로 나타나겠지만 이후 실물지표들이 기대만큼 개선될 것인가에 대해서는 아직까지 회의적이다. 결국, 민간수요 모멘텀이 기술적인 반등 이외에 뚜렷하게 찾기 어렵다면 정책적인 부양기조와 재정지출 확대라는 변수는 계속해서 동반될 가능성이 높다.

국내 경제성장률과 동행지수 순환변동치



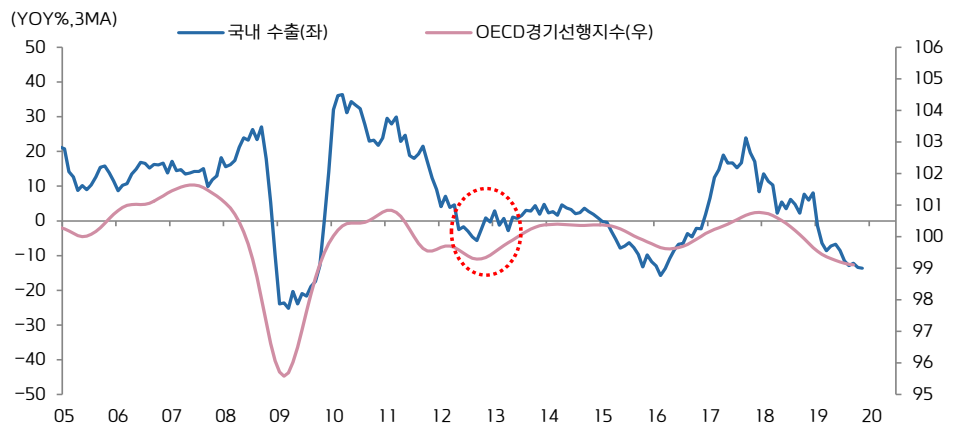
자료: 통계청, 한국은행, 키움증권 리서치센터

국내 동행지수 순환변동치의 변동성

	기간	지속기간(개월)	변동성
확장기	1993.1 - 1996.3	38	2.55
수축기	1996.3 - 1998.8	29	4.12
확장기	1998.8 - 2000.8	24	2.79
수축기	2000.8 - 2001.7	11	1.17
확장기	2001.7 - 2002.12	17	0.93
수축기	2002.12 - 2005.4	28	0.87
확장기	2005.4 - 2008.1	33	1.19
수축기	2008.1 - 2009.2	13	1.62
확장기	2009.2 - 2011.8	30	1.09
수축기	2011.8 - 2013.3	19	0.40
확장기	2013.3 - 2017.9	54	0.47
수축기	2017.9 -		0.69

자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

국내 수출과 OECD 경기선행지수 추이



자료: 산업통상자원부, OECD, 키움증권 리서치센터

주식시장 영향

Strategist/Market 서상영
02) 3787-5241
ehdwl@kiwoom.com

부족한 협상 내용 부담

실망 매물 출회 배제할 수 없음

글로벌 주식시장의 발목을 잡던 미-중 무역협상 중 1차 합의가 타결되었다. 이를 감안 미국의 ISM 제조업지수를 비롯한 일부 심리지표들의 개선 기대가 높아졌다고 볼 수 있다. 이는 미국을 비롯한 한국 증시에 긍정적인 영향을 줄 것으로 예상된다. 특히 ISM 제조업지수의 세부항목중 신규주문 지수의 반등이 예상되고 있으며, 이는 한국 수출의 선행역할을 하기 때문에 향후 수출 증가 기대가 높기 때문이다. 이는 한국 기업들의 실적 전망의 상향 가능성을 높인다.

그렇다면 마냥 좋은 것만 있을까 생각해봐야 할 시기다.

먼저, 주식시장에 반영이 되었는지 여부다. 미 증시가 실적부진(3Q yoy -2.3%)에도 불구하고 낙관적인 무역협상에 기대 사상 최고치를 경신해온 점에 주목해야 한다. 이를 감안 미 증시의 상승세가 지속될 가능성은 높지 않아 국내증시에 부정적이다.

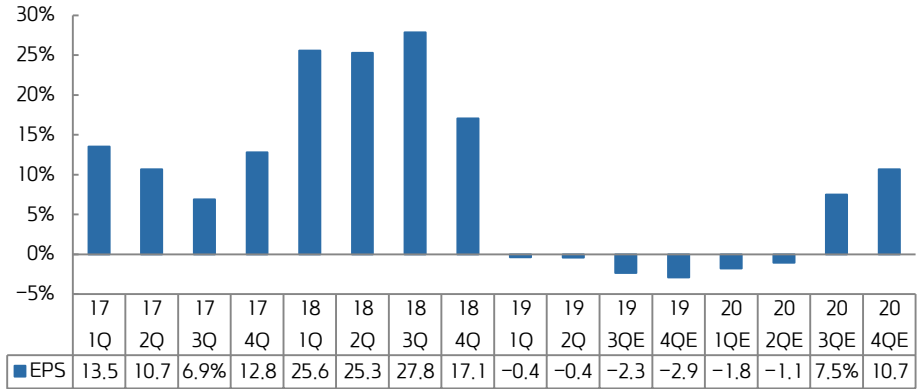
두 번째로 2,500억 달러 규모의 대 중국 제품에 대한 관세율(25%)은 유지되었다는 점이다. 이는 미국 기업이이익 부진 요인으로 작용한다. 결국 미국 기업이이익이 부진한 가운데 지수가 사상 최고치를 경신한 점을 감안 밸류에이션 부담(현재 S&P500 12m Fwd PER 17.8배, 5y평균 16.6배, 10y평균 14.9배)은 이어질 것으로 전망한다. 이를 감안 미 증시의 변동성 확대 우려가 이어질 것으로 판단된다는 점도 국내 증시에 부담이다.

세 번째로 무역협상 불협화음은 지속될 것이라는 점이다. 물론 1차 합의가 되었으나, 합의 이행을 둘러싼 불협화음을 완전히 배제할 수 없다. 중국이 미국산 대두 수입이 내년 봄, 여름이 지나면서 계절적으로 크지 않기 때문이다.

네 번째로 미 대선도 부담이다. 미국 국민들 중 67%가 트럼프의 대 중국 정책에 대해 찬성한다는 여론 조사 결과(하버드 CAPS/Harris Poll)에 주목할 필요가 있다. 이는 트럼프의 경우 자신만이 중국과의 무역불균형을 끝낼 수 있다고 주장하게 만들었고, 민주당 후보들도 대중국 강경 정책을 언급하게 만든 것으로 추정한다. 결국 미 대선 일정이 진행 되면 될 수록 트럼프와 민주당 후보들은 중국과의 무역분쟁 관련 강경 발언을 하게 만들 것으로 전망한다. 이는 중국과의 마찰을 배제할 수 없게 만드는 요인이다.

2% 부족한 무역 합의

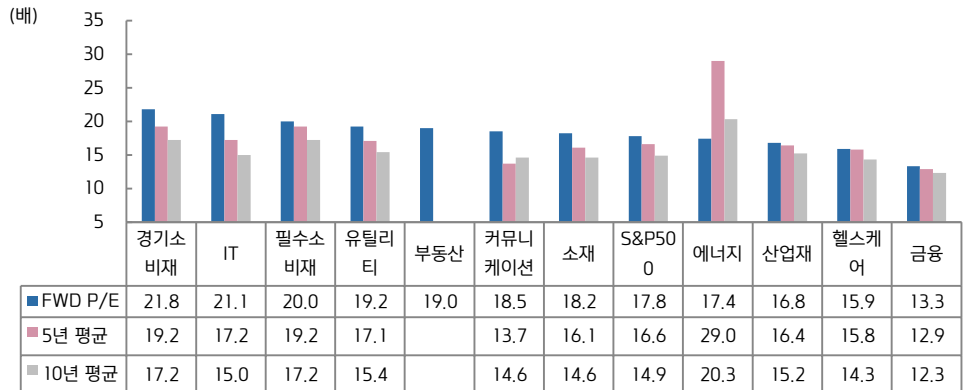
2,500억 달러 관세 유지시 S&P500 영업이익 전망



자료: 팩트셋, 해외 투자은행, 키움증권 리서치센터

* 해외 투자은행들의 관세 유지시 이익 추정치 삭감 전망(-5%~15%)을 기준 수치에 적용

S&P500 12m Fwd PER



자료: 팩트셋, 키움증권 리서치센터

한국 증시, 기존 전망 유지

한국 증시는 이번 미국과 중국의 무역협상 타결에도 불구하고 여전히 이어지는 불확실성으로 상승폭은 제한될 것으로 전망한다. 특히 단기적으로 관세율 인하 결과가 예상을 하회했다는 점을 감안 차익매물 출회를 배제할 수 없다. 더불어 1차 합의 결과에도 불구하고 불확실성이 여전히 남아 있어 기업들의 설비투자 증가 가능성이 크지 않다는 점에 주목할 필요가 있다. 이는 2,500억 달러 제품에 대한 관세부과가 지속되기에 미국 기업들의 실적 개선 가능성이 약화될 수 있기 때문이다.

그러나, 일단 미국과 중국의 1단계 무역협상 타결이 되었다는 점에서 글로벌 심리지표가 개선될 가능성이 높다. 이는 단기적으로 경기 회복에 대한 기대가 높아질 수 있다는 점에서 한국 증시에 긍정적이다.

2% 부족한 무역 합의

더불어 KOSPI 200 기준 12개월 Fwd 영업이익이 지난 7월 26일(150조원) 바닥을 확인한 이후 현재 160조원까지 증가하는 등 '실적바닥론'이 이어지고 있다는 점은 투자 심리 개선에 우호적이다. 이와 함께 단기적으로 위험회피 현상이 완화될 수 있다는 점에서 원화가 달러 대비 강세를 보일 개연성도 높다. 이는 연말을 앞두고 외국인 수급에 긍정적이다.

이러한 변화 요인을 감안 한국 증시는 당장 실망 매물이 출회되며 조정을 보일 수 있으나, 2020년 초반까지는 반등세가 이어지며 고점을 형성할 것으로 전망한다. 그러나 미-중 무역협상 불확실성 재 부각과 경기 둔화 이슈가 확산될 것으로 예상되는 2분기 이후 한국 증시는 조정을 보일 것으로 예상한다. 이를 감안 기존의 전망(10/28 2020년 주식시장 전망, 상고하저, KOSPI 1,900~2,250pt)을 유지한다.

영업이익과 KOSPI 지수



자료: 쿼트와이즈, 키움증권 리서치센터

채권시장 영향

Fixed Income Strategist 안예하
02) 3787-5157
yhahn@kiwoom.com

시장 금리의 일시적 반등은 좋은 매수 기회

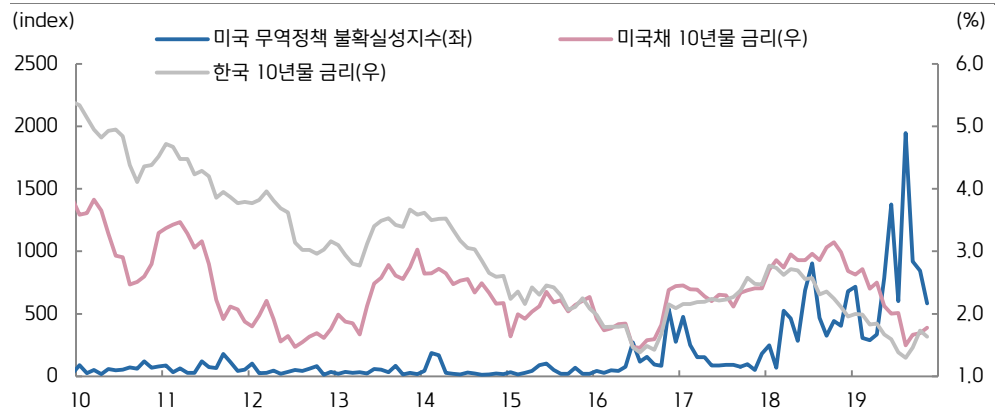
일시적 경기 심리 지표 개선은 금리 상승을 장기간 끌어내지 못할 것

미-중 1차 무역합의 타결 결과 최악의 상황으로 나아가는 것은 피했다. 따라서 불확실성 요인이 일시적으로 소강상태로 접어들어 기업들의 체감경기를 개선시키는 역할을 할 것으로 본다. 이는 금융시장 내 위험 회피 성향을 완화시키는 요인으로 시장 금리는 1분기까지 상승세를 이어나갈 것으로 예상된다. 따라서 당사의 연간 금리 전망 밴드 상단을 상향 조정한다.

하지만 이번 무역합의에도 불구하고 여전히 불확실성 요인들이 상존한다는 점을 감안할 때 시장금리는 1분기 이후로는 다시 하락할 전망이다. 이번 합의 결과 언제든지 다시 시장 내 노이즈가 발생할 수 있기 때문이다. 중국의 농산물 구매가 예상만큼 지속되지 않을 수 있으며, 이에 따른 관세 부과 가능성도 배제할 수 없다.

뿐만 아니라 이번 1단계 이후에 이어지는 2, 3단계 협상이 더 진전되기 어렵다. 2, 3단계 협상에서는 궁극적으로 미국이 목표로 두는 '중국의 정책개조'가 있어야 하기 때문이다. 제조업2025, 기술 이전, 국가 보조금 지급 관련 정책 등의 이슈가 해결되어야 하며, 이 부분에 있어 중국은 쉽게 수용하지 않을 것으로 보인다. 따라서 이번 합의에도 불구하고 미 대선이 있는 2020년 중 금융시장의 화두는 여전히 '미중 무역갈등'이 될 것으로 판단한다.

글로벌 정책 불확실성 지수와 시장금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

1 단계 합의에 따라 한은 금리 인하 예상 시기 1Q→2Q 조정

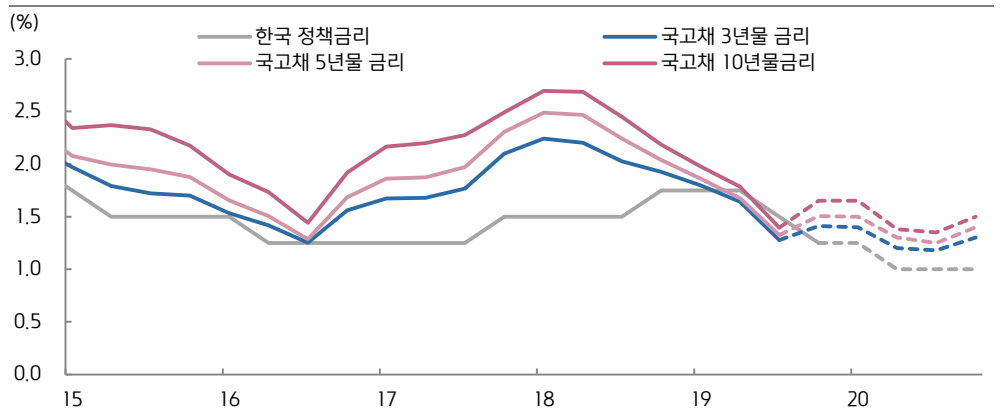
한편, 당사는 기존의 한국은행과 미 연준의 금리 인하 시기를 수정한다. 한국은행의 경우 기존 예상인 1분기가 아닌 2분기로 예상한다. 당사는 기존 연말 관세 부과 가능성에 무게를 두고 있었으나, 12월 15일에 부과 예정이었던 관세 부과를 취소하기로 결정할 만큼 금리 인하 시기는 미뤄질 것으로 본다. 이와 같은 결정은 위축되던 경기 심리 지표가 일시적으로 반등할 것으로 예상하기 때문이다.

다만 이번 1단계 합의는 미중 무역 불확실성 해소가 아니라는 점을 감안하면, 기존의 저성장 국면이 바뀌는 것이 아니다. 대외 불확실성이 지속되면서 심리 개선에 실물 지표가 뒤따라주지 못할 가능성이 높다고 판단하며, 이에 따라 2분기 중 금리 인하를 단행해 기준금리는 사상 최저치를 보일 것으로 예상한다.

빠르면 1분기 중 인하 가능성을 일부 시장에서 반영하고 있었던 만큼, 당분간 금리 조정은 연초 이후까지 이어질 수 있겠다. 여기에 연초 이후 MBS 물량과 국고채 발행 증가 등의 수급 부담을 감안할 때, 1분기 금리 상단 전망치를 상향 조정하며, 특히 단기물의 상단이 좀더 높아질 것으로 예상한다.

이는 좋은 매수 기회로 활용할 수 있다는 판단이다. 2, 3단계의 무역협상에서 불확실성 요인이 지속되는 것을 확인하면서 저성장 국면의 큰 변화가 없다는 점을 확인해나갈 것으로 전망하기 때문이다. 실물 지표가 뒤따라주지 않는 점을 확인하는 2, 3분기 중 시장 금리는 재차 하락 압력을 받을 것으로 예상하며, 1분기 중 금리 반등은 좋은 매수 기회가 될 것으로 본다.

국고채 금리 전망



자료: 한국은행, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2% 부족한 무역 합의

국고채 금리 전망

(기준금리만 기말, 나머지 평균%)	2019년 1Q	2019년 2Q	2019년 3Q	2019년 4Q	2019년	2020년 1Q	2020년 2Q	2020년 3Q	2020년 4Q	2020년
한국 기준금리	1.75	1.75	1.50	1.25	1.25	1.25	1.00	1.00	1.00	1.00
미국 기준금리	2.50	2.50	2.00	1.75	1.75	1.75	1.50	1.25	1.25	1.25
국고채 3년물	1.80	1.64	1.28	1.41	1.52	1.40	1.20	1.18	1.30	1.27
국고채 5년물	1.86	1.68	1.33	1.50	1.59	1.50	1.30	1.25	1.40	1.36
국고채 10년물	1.98	1.79	1.40	1.65	1.69	1.65	1.38	1.35	1.50	1.47

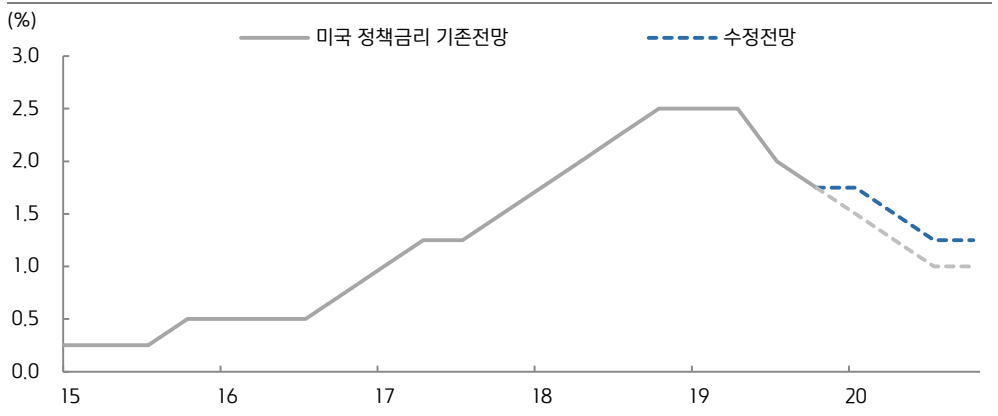
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미 연준 금리 동결기는 예상보다 좀 더 길어지나 인하 기조 유지 예상

미 연준 또한 금리 인하 횟수와 시기는 기존 1, 2, 3분기 최대 세 차례에서 2, 3분기 중 두 차례로 하향 조정한다. 1단계 합의에 따라 미중 무역협상이 최악으로 치달지 않았다는 점에서 미 연준의 금리 동결기는 당사 예상보다 좀더 길어질 전망이다.

그렇지만 앞서 언급했듯 당사는 이번 합의에도 펀더멘털의 큰 변화가 없으며 저성장, 저물가 기조가 지속된다는 점을 감안할 필요가 있으며, 기업들의 투자 및 고용도 크게 개선될 가능성은 낮다고 본다. 내년부터 또다시 진행될 2, 3차 무역협상은 계속해서 금융시장 내 노이즈를 발생시킬 것으로 보며, 이는 트럼프가 미 연준에 금리 인하 압력을 주는 것과 같은 모습이 또다시 연출될 전망이다.

미 연준 정책금리 전망



자료: Federal Reserve, 키움증권 리서치센터

외환시장 영향

Economist 김유미

02) 3787-5161

helloym@kiwoom.com

원화 강세 기조로의 전환은 아직 이르다

위험회피성향 완화, 원화 강세 압력 강화

미·중 1단계 무역합의에 트럼프 대통령이 서명을 했다는 소식에 달러 약세와 위험회피 성향 완화는 달러/원 환율의 하락으로 이어졌다. 12/13일 기준으로 달러/원 환율은 15월 이상 하락하면서 1,170원 내외로 낮아졌다. 특히, 영국 조기총선에서 보수당이 과반을 차지하며 노딜 브렉시트 우려가 완화되며 유럽 통화들이 강세를 보이자 달러 약세와 함께 달러/원 환율 하락 압력은 강화됐다.

올해 내내 금융시장에서 대외 불확실성을 자극했던 미·중 무역분쟁과 노딜 브렉시트 이슈가 진정되며 투자심리에 우호적인 환경을 조성하자 원화에도 강세요인으로 작용한 것이다. 특히, 1단계 미·중 무역합의가 타결되기 이전 관련 불확실성으로 외국인의 자금 유출이 이어지면서 달러/원 환율이 1,190원까지 상승했던 만큼 관련 요인 완화는 급등분의 되돌림 과정이 빠르게 진행되었다.

달러/원 환율이 1,190원에서 1,170원대로 급락한 이후 추가 하락에 대한 기대가 계속 해서 이어지고 있다. 미·중 무역분쟁이 휴전에 들어간 만큼 글로벌 금융시장에서 위험 자산 선호가 강화되고, 달러 약세 흐름이 더해지면서 원화의 강세 흐름이 지속될 것이란 데 기인한다.

당사 역시 연말과 연초에 걸쳐 원화 강세 요인이 우세할 것으로 예상된다. 앞서 언급한 대로 미·중 무역분쟁이 소강상태에 머물러 있고, 이를 통한 유로존의 체감경기 개선과 영국의 정치 불확실성 완화가 유로화 강세/달러 약세를 유도하며 단기적인 원화 강세 요인으로 작용할 수 있다고 보기 때문이다.

달러/원 환율과 달러인덱스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러/원 환율 1,100 원 중반 수준

하지만 달러/원 환율의 하락을 기초적으로 보지 않는다. 달러/원 환율의 하락은 1,100 원 중반 정도까지는 가능하나 올해 초 수준인 1,100원 초반까지 낙폭이 확대될 가능성은 낮아 보인다. 그 이유는 달러화가 약세 기조로 전환되기 어렵고, 미·중 무역분쟁이 내년에 다시 불확실성을 키우며 위험회피성향을 높일 것으로 보기 때문이다.

우선, 달러가 약세를 보이려면 적어도 대외 불확실성 요인이 완전히 해소되면서 주요국들의 경기 개선이 지속되어야 한다. 그러나 앞서 경제 파트에서 언급했듯이 미·중 무역분쟁 불확실성은 완전히 해소되기 것이 아니며 내년에 2단계 협상에 접어들면서 다시 잡음을 낼 가능성이 높다. 이는 미국을 비롯한 주요국의 경기 개선이 제약될 수 있음을 의미하는 동시에 미국과 주요국간 편더멘탈 차별화 축소를 통한 유로화 강세/달러화 약세의 지속성이 약할 수 있음을 시사한다. 설령 미·중 무역합의가 긍정적으로 반영한다 하더라도 미국 경기 편더멘탈에 우위가 발생할 수 있다는 점에서 이 역시 달러 강세 요인으로 작용할 수 있다.

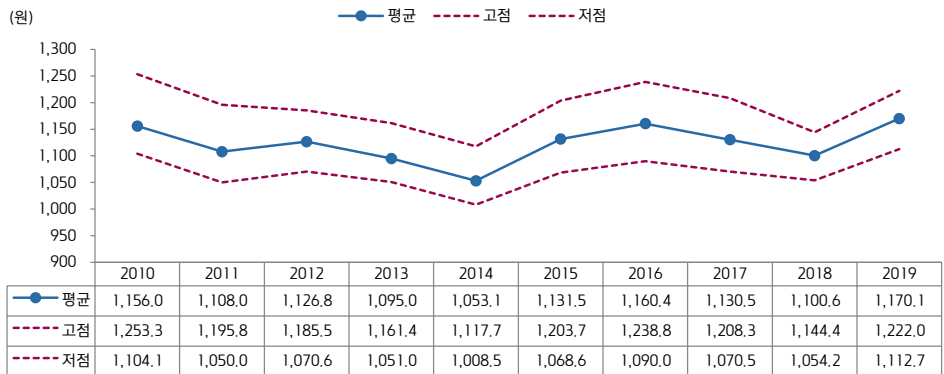
물론, 연준의 금리 인하가 상반기 중 가능하다 하더라도 유럽이나 일본이 추가로 사용할 수 있는 통화정책 수단 역시 한계에 부딪치고 있다는 점에서 통화정책 차별화 축소 제한적일 수 밖에 없다고 본다. 또한, 대외 불확실성으로 인한 위험회피성향이 재부각될 경우, 신흥통화의 강세를 제약하는 동시에 안전자산 수요에 기댄 달러화 수요가 유발될 수 있다

2% 부족한 무역 합의

영국 브렉시트 이슈 크게 다르지 않다. 단기적으로 영국의 조기총선에서 보수당이 승리 하면서 질서 있는 브렉시트라는 긍정적인 모멘텀이 발생했지만, 브렉시트라는 사실은 변함이 없다. 1월말 이후 브렉시트가 진행되고 2020년말까지 예정된 전환기간 동안 영국과 EU는 미래 관계에 대한 협상에 나서야 한다. 이는 또 다른 불확실성을 부각시킬 수 있으며 전환기간 내 관련 협상이 잘 진행되지 않는다면 다시 전환기간 연장이라는 이슈가 발생할 수 밖에 없다.

결국, 올해 내내 억눌렀던 대외 불확실성 요인 두 가지가 완전히 해소되지 않았고, 수시로 마찰음을 낼 수 있다면 상대적으로 달러화는 내년 초를 지나면서 다시 소폭의 강세를 이어갈 수 있다. 따라서 달러/원 환율 역시 단기적으로 1,100원 중반까지 하락세가 이어질 수 있지만 이후에는 관련 모멘텀이 약화되면서 내년 초를 지나면서 다시 오름세로 전환될 것으로 보고 있다. 이에 2020년 달러/원 환율은 1,100원 후반에서 1,200원 초반에서 주로 움직일 것으로 전망한다.

달러/원 환율 연간 평균과 상하단 레인지



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터