Market Analyst 조병현
02-3770-3636 / byunghyun.cho@yuantakorea.com

주식시장 투자전략

2021.6.2

유동성 지표와 수출 지표

1. 주요 경제권 M2 증가율의 고점 확인

- 월말 발표된 미국, 중국, EU 등 주요 경제권의 M2 증가율이 일제히 둔화
- 아직 유동성 감소 국면이 아니라고 해도 유동성 유입 속도가 둔화 된다는 것은 증시 멀티플 확장을 제한하는 요인
- 멀티플 확장이 제한되는 만큼 증시가 상승한다 해도 펀더멘털 지표의 확인 과정을 수반하는 더딘 흐름이 전개될 수 있음

2. 높은 증가율을 기록한 5월 수출

- 한국의 5월 수출이 전년 비 +45.6%를 기록하면서 전월에 이어 재차 40% 대의 높은 증가율을 이어가는 모습
- 수출 지역이나 주요 수출 품목 측면에서도 전반적으로 긍정적으로 해석할 수 있는 수치들이 확인
- 그러나 물량 지표의 경우 지난 해 기저에 따른 큰 폭 반등이 기록됐지만, 아직까지 추세적인 회복과는 거리가 있는 모습

3. 유동성이 둔화되면 더욱 중요해지는 매크로 회복

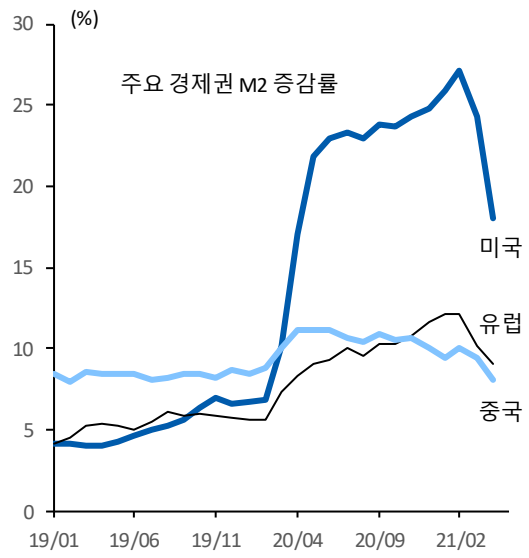
- 경험적인 관점에서 증시는 유동성이나 펀더멘털 측면의 모멘텀 가운데 하나만 갖춰져도 상승 국면이 진행될 수 있음
- 이미 유동성(M2증가율)의 고점 통과가 확인되고 있는 만큼 향후 매크로 측면의 회복 강도가 증시 방향성을 좌우할 주요 변수
- 아직까지 2분기 이후 매크로 지표의 연속성있고 탄력적인 회복세에 대한 확신은 부족한 상황. 일단 시장 접근에 있어 신중함이 요구된다는 판단

1. 주요 경제권 M2 증가율의 고점 확인

지난 해 이후 글로벌 주식시장 상승의 한 축을 담당해 왔던 유동성 지표의 흐름에서 변곡점이 확인되고 있다. 지난 달 25일 발표된 미국의 4월 M2 증가율은 전년 동월 비 +18% 증가한 것으로 나타났다. 2월 +27.1%로 정점을 형성한 뒤 하락 구간에 접어든 모습이다. 최근 미 연준보다 훨씬 완화적인 통화정책 스탠스를 언급하고 있는 ECB의 유로존도 M2 증가율의 감소가 확인되고 있다. 유로존의 4월 M2 증가율은 +9.1%를 기록해 지난 1월 +12.2%를 정점으로 점진적인 하향 기조를 보이고 있다. 중국의 4월 M2 증가율도 +8.1%로 지난 해 하반기부터 완만한 감소세를 보이고 있다.

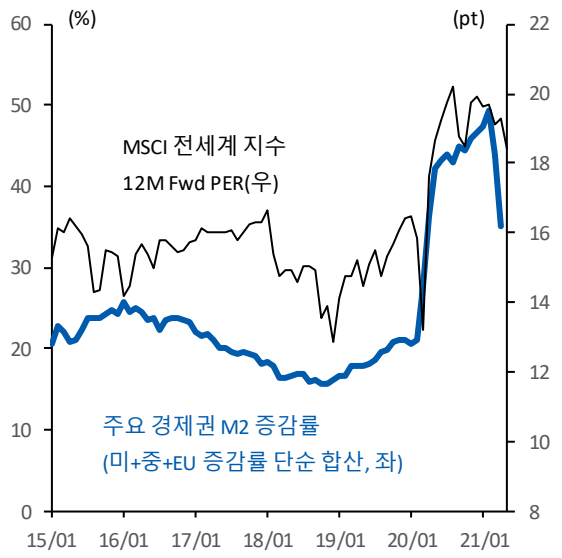
유동성 유입이 가속화(M2 증가율 상승과 같은) 된다는 것은 증시 입장에서 벨류에이션(멀티플)의 확장 요인이 발생하는 것으로 볼 수 있다. 펀더멘털 지표들의 영향력이 낮아지면서 이것이 다소 부진하더라도 멀티플이 상승하면서 지수의 상승을 이끌 수 있다. 때문에 보다 빠르고 탄력적인 움직임이 나타난다. 반대로 지금처럼 유동성이 감속되는 구간에서는 멀티플이 축소되는 모습이 보인다. 그만큼 펀더멘털 변수들의 증시 영향력이 높아진다고 볼 수 있다. 결국 지수가 상승을 한다고 해도 펀더멘털 지표의 확인이 필요하고 그 개선 속도에 준하는 상승이 나타나기 때문에 상대적으로 완만한 흐름을 예상해 볼 수 있다.

[챠트1] 미국과 중국 그리고 유럽의 M2 증가율(유동성 공급 속도)이 일제히 감속되는 구간에 진입



자료: 유안타증권 리서치센터

[챠트2] 주요 경제권의 유동성 공급 속도는 결국 증시의 멀티플(벨류에이션)의 등락과 직결되는 모습



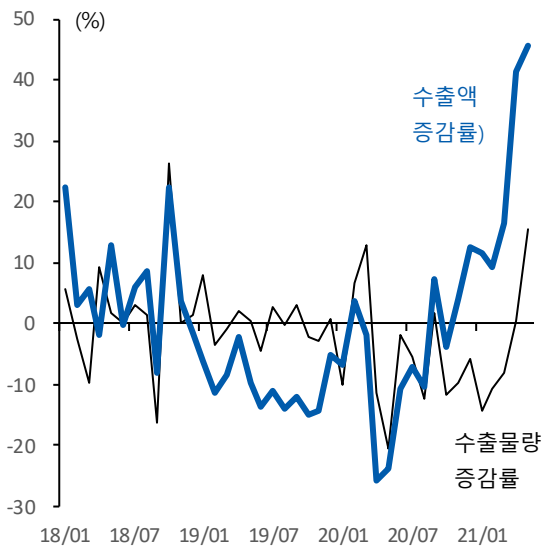
자료: 유안타증권 리서치센터

2. 높은 증가율을 기록한 5월 수출

5월 수출이 전년 동월 비 +45.6%를 기록하면서 전월 +41.2%에 이어 높은 증가율을 이어갔다. 증가율 기준으로 88년 이후 약 32년 만에 최대 폭을 기록했으며, 수출 금액 측면에서도 507.3억$를 기록해 역대 5월 중 최고액으로 집계됐다. 지역 별로 보더라도 9대 수출 대상 지역 모두 증가한 것으로 확인됐으며, 15대 주력 품목 가운데 선박을 제외한 14개 품목 모두에서 대부분 큰 폭의 증가율을 기록했다. 사전 컨센서스인 +48.9%에 비해서는 소폭 낮기는 하지만 전반적으로 양호한 수출 지표라고 볼 수 있는 모습이다.

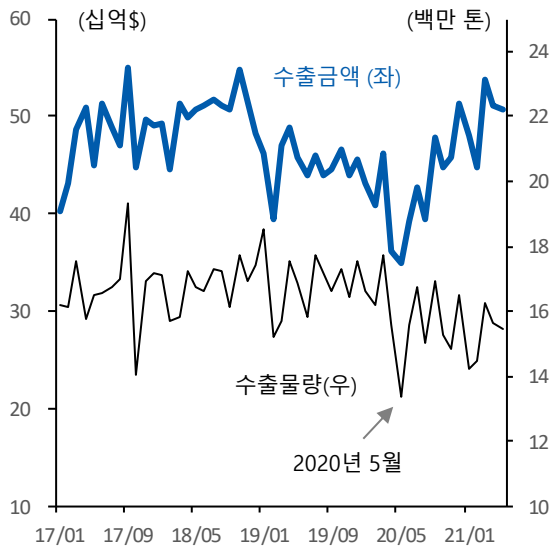
고무적인 금액 상 증가율에도 불구하고, 수출 물량 측면의 흐름도 살펴 볼 필요가 있다. 5월 수출 물량은 전년 비 +15.6% 늘어 증감률 측면에서 준수한 수치가 확인됐다. 그러나 이 같은 높은 증가율은 지난 해 5월 낮은 기저에 기인한 바가 크다. 지난 해 5월 수출 물량은 133.7억톤으로 2011년 2월 이후 최저였다. 물량 추이를 보면 아직 물량 측면에서의 추세 전환이 이루어졌다고 확신하기가 어려운 상황이다. 물론, 이 같은 물량 감소의 일정 부분은 첨단 제품 중심으로의 수출 구조 변화에서 기인한 것일 수 있다. 다만 가격 측면에서의 정점이 통과될 것으로 예상되는 상황에서 물량 지표가 아직 부진한 모습을 보이고 있다는 점은, 향후 수출 증감률의 하락 속도에 대한 우려를 남긴 것으로 볼 수 있다.

[챠트3] 한국의 5월 수출은 지난 달에 이어 연속으로 40% 대의 높은 증가율을 시현



자료: 유안타증권 리서치센터

[챠트4] 물량 측면에서도 증가율은 높게 나왔지만, 아직까지 물량 지표가 회복세로 돌아섰다고 보기에는 무리



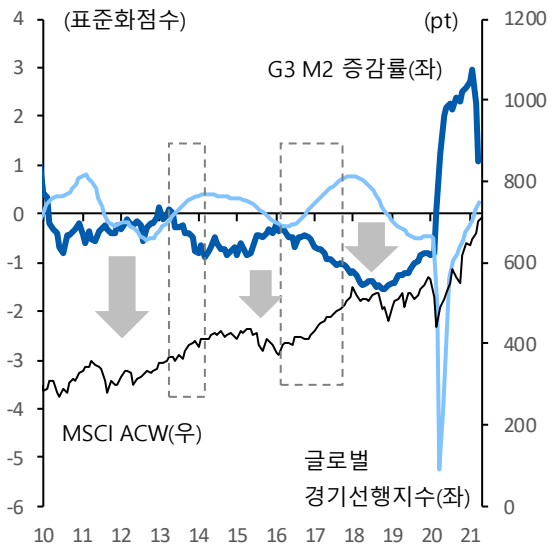
자료: 유안타증권 리서치센터

3. 유동성이 둔화되면 더욱 중요해지는 매크로 회복

글로벌 유동성과 한국의 수출 그리고 증시 간의 관계를 생각해 보자. 차트 5를 보면, 증시는 유동성이나 경기 모멘텀 중 하나만 갖춰져도 상승에 대한 기대를 가져볼 수 있다. 하지만 유동성이 감속되는 데 경기 사이클까지 둔화되는 케이스(화살표 표시 구간)에서는 대부분 하락 구간을 경험한다. (두 번째 화살표, 2015년의 경우 M2 증가율은 증가하는 모습이나 미 연준이 금리 인상을 단행했던 상황인 만큼 사실 상 유동성 위축 우려 국면)

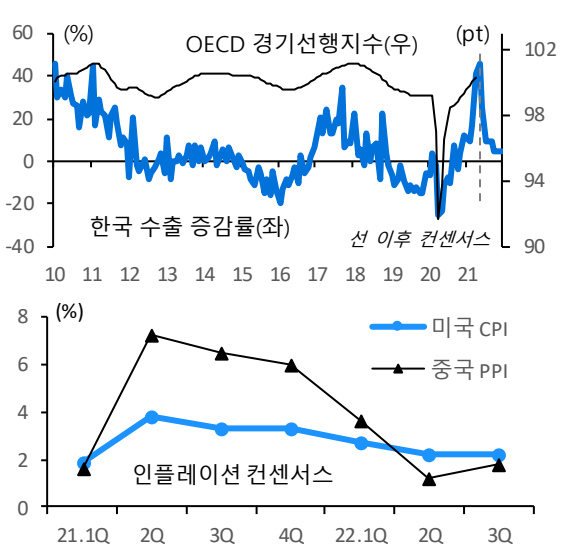
현재 M2 증가율의 정점은 이미 확인됐다. 이상의 논리에 입각해 보면 향후 증시 상승의 충분 조건은 경기 사이클의 회복세가 지속되는 것이다. 잘 알려진 바와 같이 한국의 수출은 글로벌 경기 사이클의 가장 정확한 선행지표 중 하나이다. 문제는 앞서 언급한 바와 같이 물량 측면에서의 회복세가 뚜렷하지 않은 상황에서 2분기 이후 가격 지표들의 peak-out이 컨센서스로 형성되어 있다는 점이다. 물론 하반기 이연된 수요가 회복되는 과정에서 컨센서스 이상의 매크로 회복세가 나타날 가능성 자체를 부인할 수는 없다. 하지만 적어도 현 시점에서는 부정적인 케이스에 대한 우려도 존재하는 만큼 시장 접근에 있어 신중한 시각을 유지할 필요가 있다고 판단된다.

[챠트5] 유동성 공급이나 경기 모멘텀 중 하나라도 개선될 때 증시는 상승 동력을 얻을 수 있음



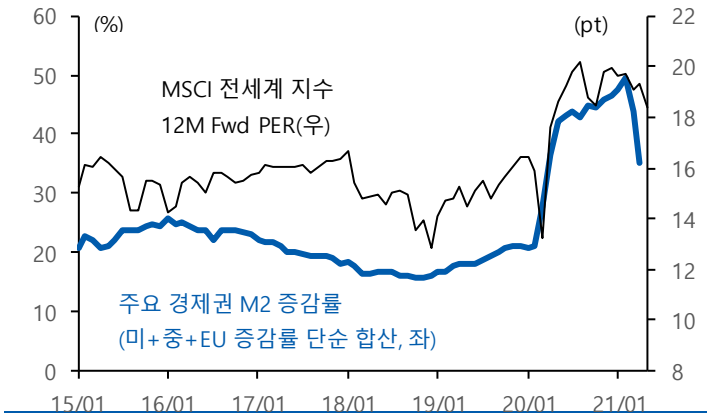
자료: 유안타증권 리서치센터

[챠트6] 인플레이션이나 한국 수출 증감률 모두 2분기가 정점일 것이라는 전망이 형성 중



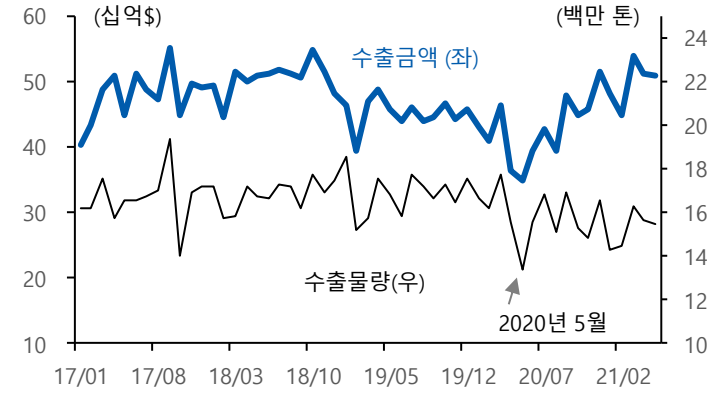
자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 주요국 M2 증감률의 하락이 확인. 글로벌 증시 PER은 유동성 지표에 민감



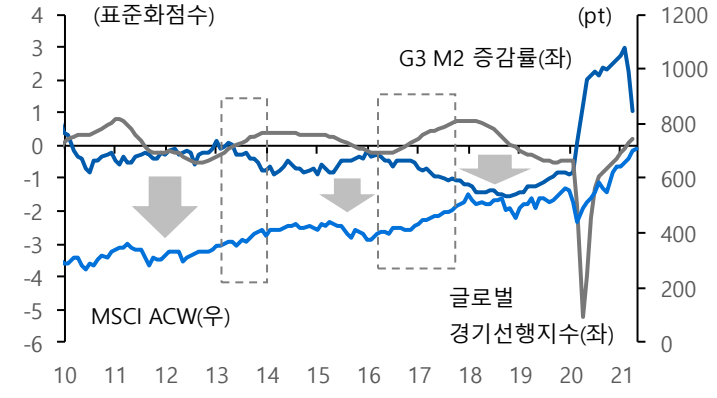
자료: 유안타증권 리서치센터

한국 수출 금액은 우상향 중이지만 수출 물량은 회복세가 아직 불분명한 상황



자료: 유안타증권 리서치센터

유동성이나 매크로 모멘텀 중 한가지만 갖춰져도 증시 상승은 시도될 수 있음



자료: 유안타증권 리서치센터