

THE KR THINK

Summer rally!

:완화스탠스로 大同團結(대동단결)

Global Strategist 김호윤(2168-7491)

IMF 세계 경제 성장률 하향조정으로 주요국 완화스탠스에 대한 공조 확인. 미국 주택시장 중심의 지표 개선과 한국 2분기 GDP(Y-Y 기준)개선 예상, FOMC 금리동결에 따른 시장 안도렐리 형성으로 위험-안전자산의 동반 상승흐름에 대한 시장의 우호적 환경 조성으로 대응 전략 유효. BOJ와 아베 총리의 추가 부양에 대한 규모와 강도는 달러인덱스 하향 압력(FOMC결과)로 달러엔의 상방경직화의 트리거로 작용

■ [외환] FOMC 완화 스탠스 확인. 달러환산 코스피 상승에 따른 외국인 누적매수 강도 강화

달러원[1,120~1,160]: FOMC 결과(달러인덱스 하향 전환), 주식 외국인 누적 순매수 강화, 위안화 절상
달러엔[102~107]: BOJ 예치금리 마이너스 인하 및 아베 총리 추경 발표(10~20조엔규모)여부, 상방경직
유로달러[1.0800~1.1300]: 파운드 반등, 달러인덱스 하향 전환, 그리스 구제금융 지급 협상 진전
호주달러[0.7220~0.7760]: RBA 기준금리 인하 컨센서스, 인플레 지표 둔화 지속, 중국 실물지표 개선

■ [금리] FOMC 금리동결 예상, 선반영. 한국 GDP/미국 주택시장 중심 지표 개선 속도조절

[한국]: 한국 2Q GDP 개선, 3년물-기준금리 역전 지속(장기채 순매수 지속), 장단기 스프레드 축소 지속
[미국]: 7월 FOMC 금리동결예상, 미국 주택지표 중심 개선, 위험-안전자산 동반 강세, 소폭 상승여력

■ [주식/상품] 삼성전자 2분기 실적 확정과 애플 3분기 실적 감소 예상에 따른 반사이익

KOSPI[1,985~2,045]: 달러환산지수 상승, 코스피 2분기 OP 추정치 상향조정, 7월 FOMC Dovish 예상
WTI선물(\$/bbl)[40~49]: IMF 세계경제성장률 하향조정(3.2%→3.1%), 달러인덱스 하향, 美 주택지표개선
Gold선물(\$/oz)[1,310~1,380]: 달러인덱스 하향 전환, 달러엔 상방경직, 위험-안전자산 동반 강세화

*7월 4주 Key Remember

구분	전망	Market Key Word / Issue / Event
달러원	1,120~1,160	①달러인덱스 95레벨 진입여부 ②달러환산코스피 상승(외국인 누적 순매수강화) ③역내외 위안화 괴리차 안정
달러엔	102~107	①BOJ 정책금리 인하 여부 ②아베 총리 추경발표여부 ③7월 FOMC 결과(달러인덱스 하향, 달러엔 상승 제한)
유로달러	1.0800~1.1300	①달러인덱스 하향 전환 ②파운드화 반등 ③그리스 구제금융 협상 진전 ④IMF 브렉시트 불확실성 국제공조필요
미국채10Y	1.45~1.70	①7월 금리동결 전망 ②미국 주택(부동산 시장)지표 개선 지속 ③S&P 500 강세 ④위험-안전자산 동반 강세
KOSPI(p)	1,985~2,045	①달러환산지수 상승 지속 ②KOSPI 2Q 실적추정 상향(OP: +7.92%, 3M, 7/22 기준) ③FOMC회의 Dovish tone 예상
코스피200(선)	(247.50~255.50)	④애플 3Q 예상 EPS: 1.368(-24.9%, Y-Y), 관련부품주-달러원 하락, 3Q 실적영향 ⑥주식형 펀드 환매 수급 조절
WTI(\$/bbl)	40~49	①달러인덱스 하향 전환 ②미국 주택시장 지표 개선세 ③IMF 세계경제전망(7월) 0.1%p 하향 조정
Gold(\$/oz)	1,310~1,380	①달러인덱스 하향 전환 ②달러엔 상방경직화 ③위험-안전자산 동반강세 ④유로-달러 상승(브렉시트 소강 국면)

■ [달러/원] 추가하락 지속 유효. RBA 기준금리 인하 컨센서스(상승재료)일시 점검 필요

- ① 단기: 호주달러와 상관도 약화. 다만 7월 FOMC 이후 RBA 기준금리 인하 컨센서스 형성 재강화
- ② 중기: 7월 FOMC 회의 결과 후 달러인덱스와 상관도 강화, 6M내 (-)0.60 수준 유지

*USD/KRW Correlation Table

(7/22 한국시간 15:00기준)

TERM	Dollar Index	USD/JPY	EUR/USD	EUR/JPY	GBP/USD	AUD/USD	USD/CNY	USD/CHN
1W	0.29031	0.95151	0.15560	0.79431	0.05470	0.12313	0.05276	0.26401
1M	0.44216	0.75157	0.10854	0.77060	0.13743	0.61593	0.46783	0.20887
3M	0.14578	0.49882	0.10495	0.43918	0.52951	0.85700	0.43191	0.42866
6M	0.60749	0.57349	0.49883	0.36094	0.19780	0.77827	0.09568	0.15017
12M	0.23071	0.12714	0.09552	0.11118	0.04541	0.48813	0.19153	0.18227

자료: Bloomberg Infomax, KR선물

■ [달러/엔] 7월 FOMC 회의후 상방경직화, 내부 추가부양 효과 제한적 반영

- ① 단기: 달러인덱스 흐름과 영향 강화중, 7월 FOMC 결과 후 반영정도 강화(상방경직)
 - ② 중기: 브렉시트 소강국면에 따른 일시 상관도 약화, 메이 총리 EU와의 탈퇴 협상시 재강화
- *Gold: 최근 상관도 강화, 일본 내 추가부양 가능성 일시 상승에 따른 하락 영향 반영

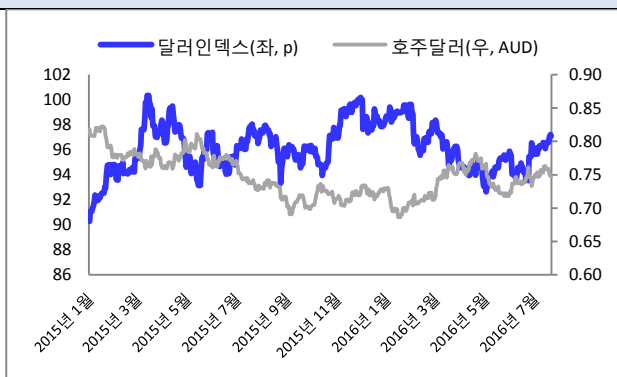
* USD/JPY Correlation Table

(7/22 한국시간 15:00기준)

TERM	Dollar Index	EUR/USD	EUR/JPY	GBP/USD	AUD/USD	USD/CNY	USD/CHN	Gold
1W	0.33639	0.16411	0.83731	0.12470	0.11004	0.05809	0.10595	0.84747
1M	0.64955	0.36621	0.97952	0.44724	0.31848	0.27915	0.02531	0.60784
3M	0.27173	0.36958	0.93704	0.73210	0.69034	0.66656	0.67657	0.84551
6M	0.33308	0.07958	0.92838	0.53705	0.27511	0.64149	0.70333	0.83416
12M	0.59921	0.47676	0.93258	0.79767	0.65415	0.74203	0.61798	0.82601

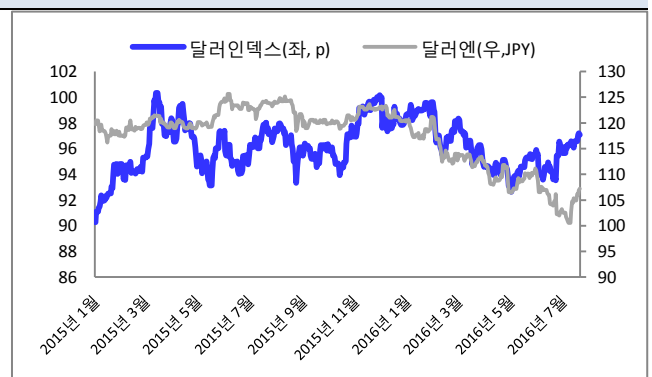
자료: Infomax, Bloomberg, KR선물

<달러원> RBA 금리인하 컨센서스에도 하락 추세는 유효



자료: Bloomberg, KR선물

<달러엔> 美(FOMC) 日(BOJ)이 파워가 더 강하지 않겠는가



자료: Bloomberg, KR선물

[이슈] 7월 FOMC가 남은 2016년을 결정한다.: 이미 결과는 반영중

시장의 관심이 FOMC로 맞춰지며, 위험자산과 안전자산의 동반강세에 따른 유동성 랠리로 시장의 무게 중심 이동되고 있는 상황. 7월 FOMC의 Dovish tone에 대한 강도에 따라 위험자산에 대한 강세폭이 조정될 것으로 판단되며, 시장의 초점은 FOMC의 Dovish톤과 미국 경기 지표로 드러나는 경기 펀더멘탈 상의 금리인상 명분과의 괴리속에 연준의 향후 통화정책에 대한 전체적인 프레임의 방향 설정 중요

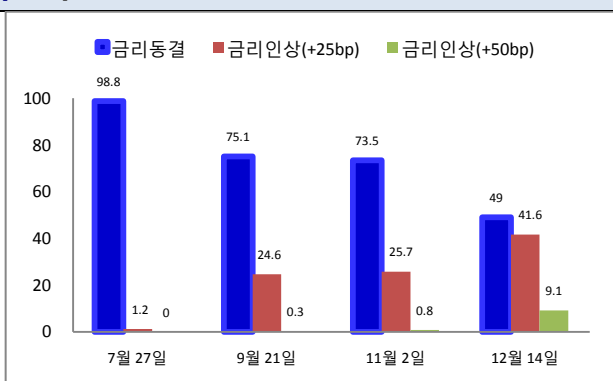
■ 올해 4번 남은 FOMC, 미국 대선 정국 진입을 고려하면 사실상 7월 회의가 방향 결정

브렉시트 결과 이후 FOMC 통화정책에서 금리동결 컨센서스에 대한 시장의 지배적인 상황은 미국 대선을 앞둔 상황을 고려하면 통화정책의 유연한 독립성 확보는 사실상 어렵다고 판단된다. 따라서 7월 FOMC tone에 따른 달러인덱스의 방향 프레임은 점진적인 하향 추세로 보는 것이 적절할 것이다. 7월 회의 직전(7/21, 한국시각 기준)의 7월 이후 FOMC 금리동결에 대한 시장예상[그림1]은 사실상 당사가 브렉시트에 발생 직후 언급한 바와 같이 연내 동결시각으로 대응하는 전략이 요구되는 시점이다. 달러인덱스-달러엔의 상대적 가치 시각에서 BOJ 금정위의 마이너스 금리 폭 확대나 아베 총리의 경제대책 규모 결정 뒤 약 10~20조원 규모의 추경 영향은 FOMC 통화정책에 따른 달러인덱스 하향으로 제한적인 영향이 예상된다. 최근 달러엔 상승에 대한 되돌림 상황을 고려한다면 7월 FOMC에서 통화정책결정에 대한 시장 영향이 일본 내부의 추경부양책에 대한 달러엔 상승을 저지할 수 있는 요인으로 작용할 수 있다. 7월은 옐런의장의 기자회견이 없기 때문에 성명서의 tone은 시장 컨센서스에 부합될 가능성이 높다고 보인다.

■ 연준의 통화정책에 있어 동결(외생변수)와 인상(부의 효과: 부동산 시장 개선)의 충돌

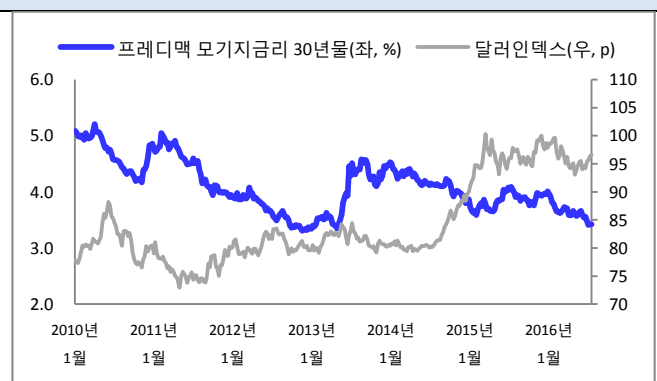
Wealth effect 관점에서 미국의 가계순자산의 57.8%(올해 1Q기준, 연준발표)비중을 나타내는 부동산 시장의 꾸준한 개선세는 소비여력과 수요인플레를 유발할 수 있는, 즉 미국 내생변수에 있어 금리인상 명분에 대한 근거로 삼을 수 있다. 상기에서 언급된 바와 같이, 금리동결에 대한 외생적 변수(브렉시트 국민투표 탈퇴 진행시 경과에 대한 노이즈)와 7월 미국 양당 전당대회를 통한 대선 후보 확정으로 한 대선정국 국면의 진입은 연준의 통화정책 독립성에 대한 유연성이 4번 남은 FOMC회의에서 낮을 수 밖에 없다는 결론을 내릴 수 있을 것이다. [그림2]에 대한 고민은 달러약세에 대한 연준의 의도적 기간 연장 속에 부동산 시장 개선에 따라 기준 금리상승에 대한 명분 약화를 고용-물가 측면에서 찾을 가능성이 높다.

[그림1] 4번 남은 FOMC: Dovish 기간연장의 문제로 귀결



자료: CME FedWatch, KR선물

[그림2] 연준의 고민: 달러인덱스 약세 기간 연장에 대한 고민



자료: Freddie Mac, Bloomberg, KR선물

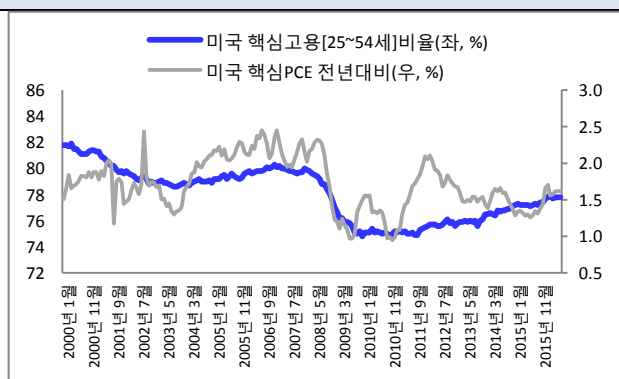
■ 미국 내 실질고용상황과 핵심물가에 대한 미약한 개선세는 차기정부에도 금리동결의 명분

금번 7월 FOMC회의는 성명서만으로 향후 통화정책에 대한 방향 및 강도를 가늠할 수 있는 다소 블라인드 성격인 점을 감안한다면, 이전과 같이 시장 참여자들의 해석이 분분할 수 있다. 다만 지표상에 나타난 근거들을 살펴본다면 앞서 설명한 가계순자산(부동산 시장 개선)과 함께 금리동결과 달러약세 지속에 대한 연준의 의도를 파악할 수 있겠다. 그 예로 들 수 있는 지표가 [그림3]에서 보여지는 미국 핵심고용비율과 연준의 물가 Target삼고 있는 핵심PCE의 흐름이다. 연령을 고정화 했기 때문에 고령화와는 차별화를 나타내기 때문에 핵심고용비율이 실질적 미국 내의 고용상황을 나타내고, 이 부분이 임금상승을 통한 물가 유발로 이어지는 매커니즘을 상정할 수 있다. 따라서 현재는 연준이 금리인상에 대해서 여전히 “미답다” 라고 판단해볼 수 있는 여지가 있다. 세부적으로 제조업/비제조업과 산업별의 고용동향을 구분하는 필요성이 상대적으로 중요도가 낮다고 판단해보면, 미국 내 실질고용상황에 대해서는 미약한 개선 수준으로 진행되고 있음을 확인할 수 있다. 금리동결(연준)-달러약세(차기정부)에 대한 의도를 고려하면, [그림3]에 대해서 연준은 물론 차기 미국 정부의 통화정책에 대한 청사진의 배경으로 충분히 활용할 수 있는 척도가 될 수 있다. 연준의 금리동결에 대해서 의도적으로 기간 연장에 대한 충분한 명분이 될 수 있다.

■ 미국 정부(노동부)와 연준이 보는 미국 고용에 대한 판단의 상이성

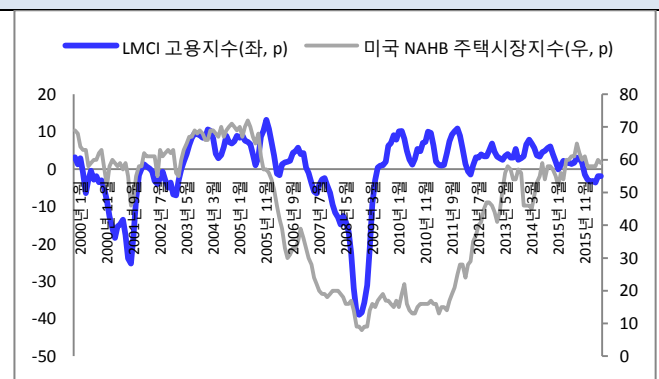
연장선상에서 미국 5월 고용쇼크에 대해 6월 고용지표의 서프라이징 결과를 되돌림의 성격으로 이해를 해본다면, 연준이 판단하는 고용지수가 2016년 들어 마이너스 영역에 위치하고 있는 점을 상기할 필요가 있다. 6월 고용보고서에서 시장 예상치를 상회한 결과가 나왔음에도 불구하고, 연준이 자체적으로 판단하는 고용지표가 여전히 부진을 지속한다는 점은 기준금리 인상에 대한 Active 실행을 하기 어려운 결론을 낼 수 있는 근거로 삼을 수 있다. 그런데 문제는 부동산 시장이 고용시장 대비 개선속도가 빠르다는 점에서 가계소득 측면에서 이분화해서 생각하는 딜레마를 가질 수 있다. 부동산 시장(모기지 금리)가 정책적 영향이 상대적으로 강하게 반영된다는 점을 감안한다면, 연준의 고용-물가의 자체적 판단은 여전히 미약한 개선상황임을 재확인 할 필요가 있다. 따라서 미국 고용보고서(1주차 발표)와 연준 고용환경지수 발표(2주차 발표)에 대한 결과치를 비교할 필요성은 남은 4번의 FOMC의 통화정책결정에 대한 매파/비둘기파 스탠스를 판별하는데 중요한 작업이 될 수 있다. [그림4]에 대한 유사한 맥락에서 이번 7월 FOMC 회의 성명서가 나온다면 기준 금리동결에 대한 연내 지속은 유효하다고 당사는 판단한다.

[그림3] 핵심고용 대비 핵심물가추이의 정체(황보)흐름 현상



자료: Bloomberg, KR선물

[그림4] 연준이 보는 고용개선 미미와 주택시장 개선의 딜레마

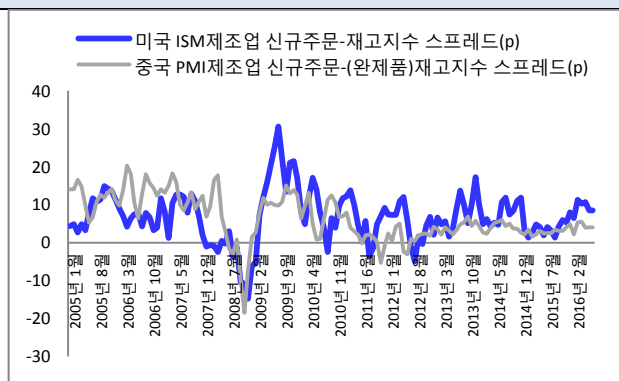


자료: Fed, Bloomberg, KR선물

■ BOJ/아베정권의 추가부양 강도와 규모에 대한 관심을 덜 보일 필요성: 결국은 달러인덱스

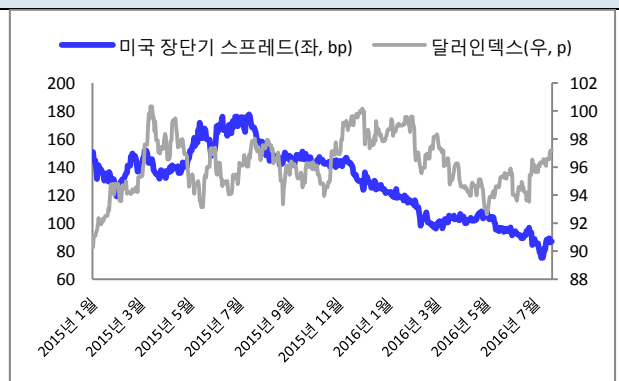
일반적으로 서비스업 고용이 제조업 고용을 앞선다고 가정해보면, 현재 미국 제조업 선행적 상황을 인지할 필요가 있다. 중국 제조업이 글로벌 PMI로 상정하고 감안해 볼 때, 미국 제조업 선행성은 개선되고 있지만 확대폭은 상대적으로 더딘 속도를 나타낸다고 볼 수 있다. 상기에서 언급한 고용부문의 미약한 개선세를 바탕으로 제조업 부문에서 고용의 현 위치를 [그림5]에서 가늠해 볼 수 있다. [그림6]에서 확인할 수 있듯이 여전히 시장은 완화정책을 나타내고 있는 상황으로 이어지고 있음을 선반영하고 있다. 달러인덱스에 대한 최근 상승분 반납에 대한 점증이 7월 FOMC 이후 진행될 것이라는 점을 감안해보면, 연장선상에서 현재 주식시장의 외국인 수급과 더불어 달러원 환율의 추가 하락의 요인으로 작용할 수 있는 대목이다. BOJ 금정위와 아베가 발표할 추가부양 자체가 달러인덱스 영향에 가려져 달러엔의 상방경직 재료로 작용할 수 있는 부분은, 일본자체 추가부양의 강도와 규모가 시장 흐름에 있어 비교적 덜 중요시 되는 요인이다. 결국 달러인덱스의 방향이 달러엔의 방향을 결정하는 상황이 조성되고 있기 때문이다. 영국 2분기 GDP 결과가 브렉시트 이전의 영향대로 나온다면 [그림7]의 보여지듯이 단기적인 상승은 FOMC이후 반납 될 것으로 판단된다. 시장참여자들이 7월 FOMC 회의 결과를 통해 생각해보아야 할 부분은 달러원 환율의 추가하락 지속에 대한 유효관점과 중국 위안화의 최근 안정적 흐름 및 단기적 상승재료로 작용할 수 있는 RBA의 8월 기준금리 인하에 대한 시장 컨센서스다. 준비된 시장 여건을 즐겨볼 Timing이다.

[그림5] 미약한 제조업 선행성: Dovish 기조 유효의 기대



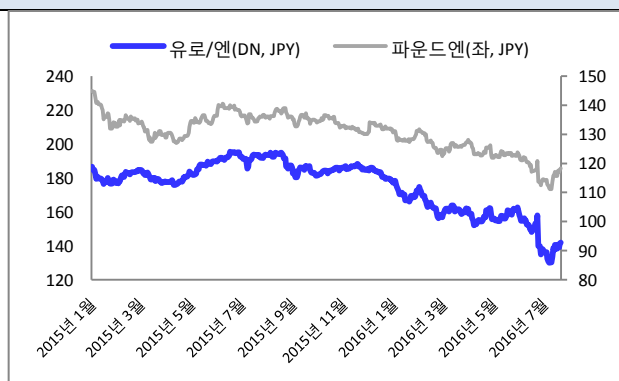
자료: Bloomberg, KR선물

[그림6] 최근 달러인덱스 상승분 반납에 대한 가능성 점증



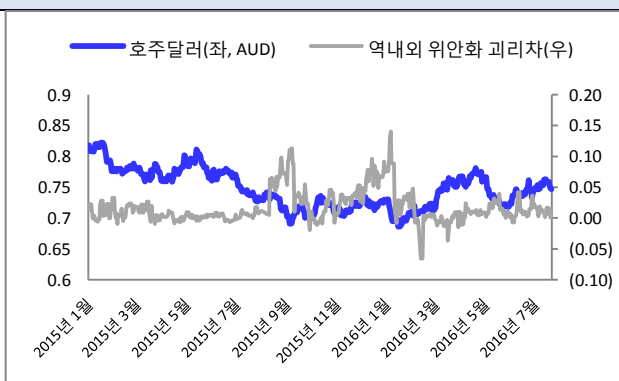
자료: Fed, KR선물

[그림7] 상대적 가치 방향 전환: FOMC tone이 최종 Key



자료: Bloomberg, KR선물

[그림8] 중앙정과 AUD 절상: 달러원 상승 제한 트리거



자료: Bloomberg, KR선물