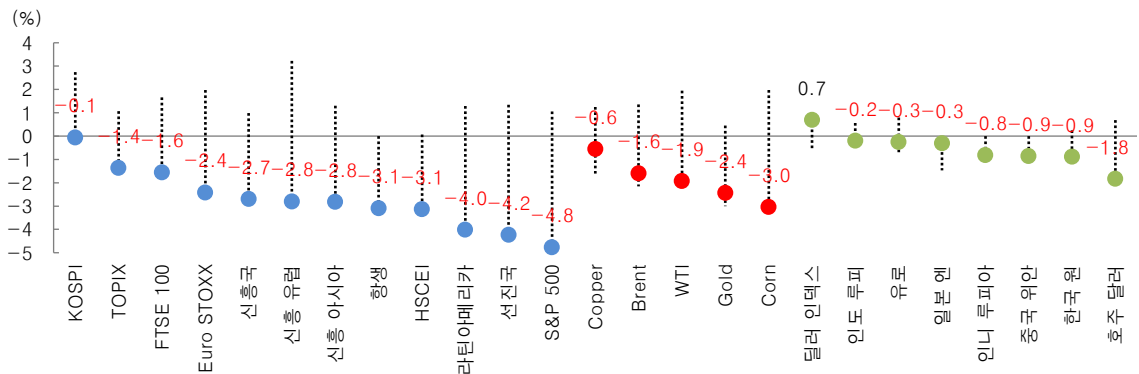


Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

추세 판단과 9월 FOMC 핵심 포인트 세가지

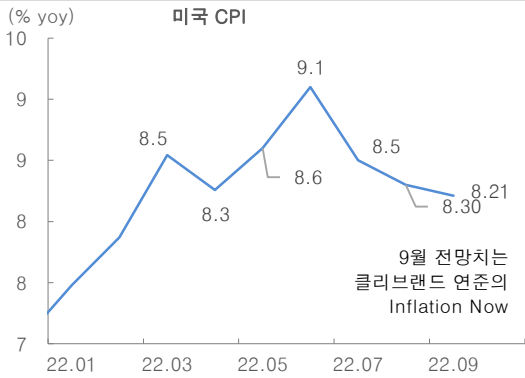
- 미국 8월 CPI가 글로벌 금융시장에 충격을 가했다. CPI는 전월대비 0.1%, 전년대비 8.3% 상승하며 7월(전년대비 8.5%)대비 둔화되었지만, 시장 컨센서스였던 전월대비 -0.1%, 전년대비 8.0%를 상회했다. Core CPI는 전월대비 0.6% 상승하며 0.3% 상승에 그칠 것이라는 예상을 크게 넘어섰고, 전년대비로는 6.3% 상승하며 7월(5.9%)보다 레벨업되었다. 유가 하락이 CPI 둔화를 야기했지만, 주택, 음식료 등 유가를 제외한 대부분 항목에서 물가상승 압력이 확대되며 Core CPI 상승반전으로 이어졌다.
- 이로 인해 미국 증시는 2년만에 최대 낙폭을 기록했다. S&P500 지수는 4.32% 하락했고, 나스닥지수는 5.16% 급락세를 기록하며 9월 상승분을 대부분 반납했다. 이후에도 전 저점권에서 불안한 등락을 반복 중이다. KOSPI도 2,400선을 하회하며 직전 저점권에서 등락을 이어가고 있다. 채권금리는 만기별 차이는 있지만, 단기물은 전고점을 넘어섰고, 중장기물은 전고점 수준을 위협하고 있다. 달러 인덱스는 110p에 다시 근접했다.
- 이처럼 글로벌 금융시장의 충격이 컸던 이유는 1) 연준 통제 범위 밖에 있는 유가를 제외할 경우 전반적인 물가는 상승세가 지속되고 있고, 2) 어쩌면 물가가 정점을 통과하지 않았을 수 있다는 우려가 커졌고, 3) 이는 연준의 긴축 강도가 더 강해질 수 있다는 불안감으로 이어졌기 때문이라고 본다.
- 실제로 8월 CPI 충격 직후 FED Watch 기준 9월 FOMC에서 100bp 금리인상 확률은 0%에서 31%로 레벨업되었다. 연내 예상되는 기준금리 수준도 4.2%로 레벨업되었다. 연준의 긴축이 더 강하게, 오래 지속될 수 있다는 우려가 커졌다. *다음 페이지에서 계속됩니다

그림 1. 8월 CPI 충격에 달리는 상승 반전, 위험자산은 급락 반전



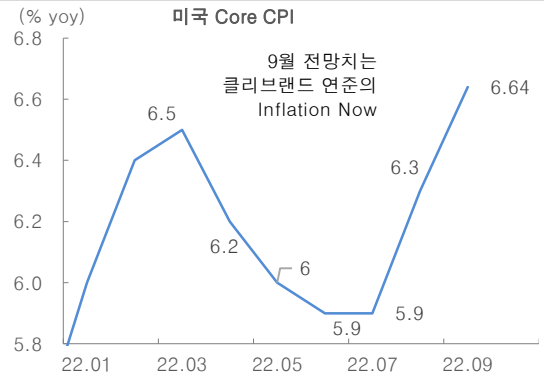
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. 유가 안정의 영향으로 9월에도 CPI 둔화는 이어질 전망. 둔화 폭은 축소



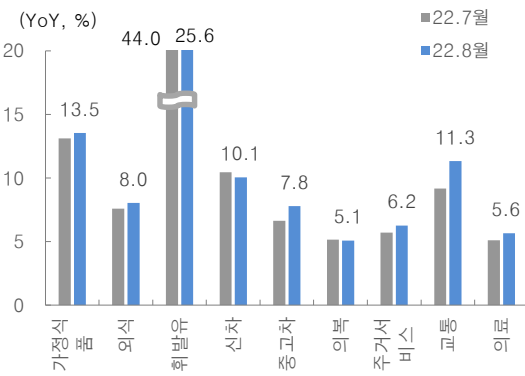
자료: 미국 노동부, CEIC, 클리브랜드 연은, 대신증권 Research Center

그림 3. 8월 Core CPI는 6개월만에 상승반전. 9월 Core CPI, 3월 고점을 넘어설 수 있다?



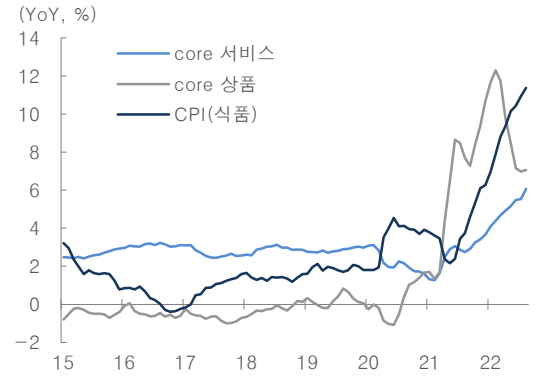
자료: 미국 노동부, CEIC, 클리브랜드 연은, 대신증권 Research Center

그림 4. 휘발유를 제외한 대부분 항목의 물가가 7월대비 상승폭(전년대비 변화율) 확대



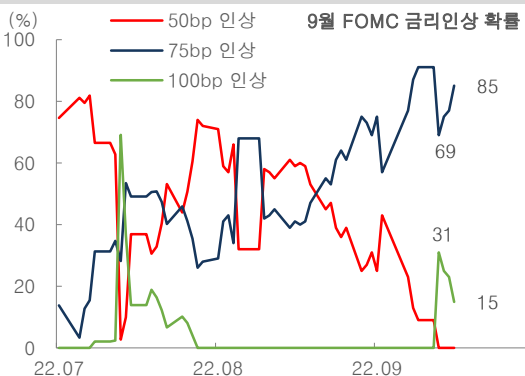
자료: 미국 노동부, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 5. 서비스 물가 상승폭 확대가 물가 충격의 핵심 이유



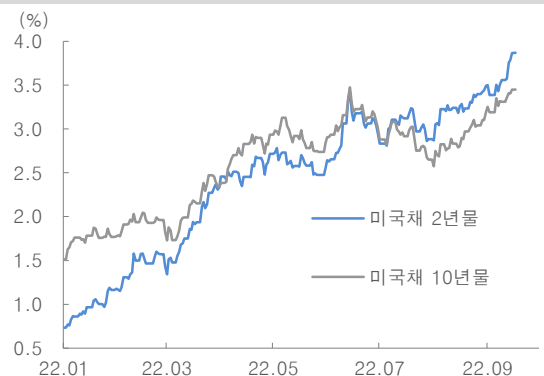
자료: 미국 노동부, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 6. 8월 CPI 쇼크 직후 9월 FOMC 100bp 금리인상 확률 31%까지 급등



자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

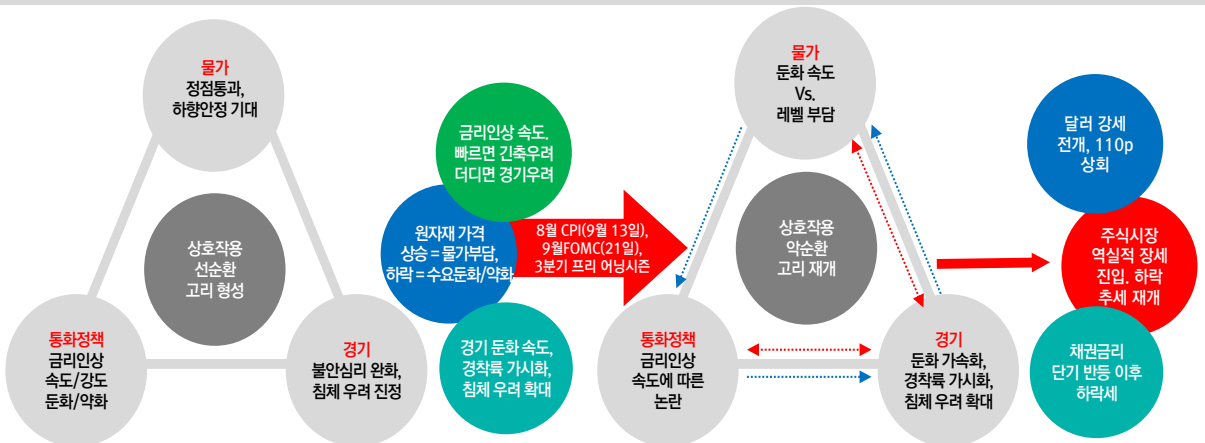
그림 7. 미국 2년물 채권금리 전고점 넘어 3.9%에 근접. 10년물 전고점(3.49%)에 근접



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

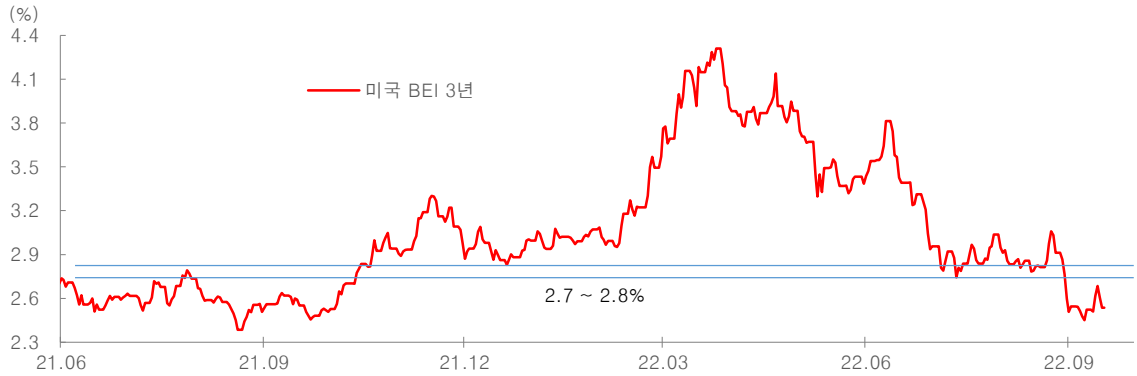
- KOSPI를 비롯한 글로벌 증시의 중장기 추세는 명확해졌다고 판단한다. * 자세한 내용은 9월 5일자 “고용호조에 증시 하락? 국면전환이 빨라지고 있다” 참조
- 연준을 비롯한 글로벌 주요국 중앙은행의 고강도 긴축과 글로벌 경기불확실성 확대, 경기 모멘텀 약화라는 이중고에 상당기간 시달릴 수 밖에 없음을 다시 한 번 확인시켜 주었기 때문이다. ECB도 9월 통화정책회의에서 경기침체 우려에도 불구하고 75bp 금리인상을 단행했다.
- 채권금리 급등에도 불구하고 BEI 반등 폭은 제한적이었다. 고강도 긴축, 금리인상이 지속되는 가운데 기대 인플레이션, 기대 수요는 억눌려 있음을 시사한다. 글로벌 GDP 성장률 전망 또한 지속적으로 하향조정 중이다. 미국의 22년 4분기 GDP 성장률 전망(전년대비)은 0.1%에 불과하고, 23년 1분기 전망은 0.6%까지 레벨다운되었다. 유럽 GDP 성장률(전년대비)도 23년 1분기, 2분기 각각 0.4%, 0.3%까지 내려앉았다. 2023년 1분기 또는 상반기까지 고강도 긴축과 경기 둔화/약화가 동시에 전개될 것임을 보여준다.
- 이로 인해 글로벌 금융시장의 불안정한 흐름, 주식시장의 하락추세는 지속될 전망이다. 긴축과 경기 약화 중 하나라도 방향성이 바뀌어야 변화가 가능할 것이다. 금리인상 컨센서스와 글로벌 GDP 성장률을 보면, 증시의 선행성을 감안하더라도 2022년 1/4분기까지 KOSPI를 비롯한 글로벌 증시의 레벨다운 가능성을 경계한다. 대신증권이 추정하는 이번 하락추세에서 KOSPI Rock Bottom은 2,050선이다. * 자세한 내용은 8월 30일자 “[9월 전망 및 투자전략] Bear Market Rally의 정점, 언제, 어떻게 통과할 것인가?” 참조
- 전략적으로는 주식비중 축소, 현금비중 확대를 유지한다. 포트폴리오 투자관점에서는 배당주(통신, 손보 등), 방어주(통신, 음식료 등) 비중을 늘려갈 것을 권고한다. 9월 FOMC 전후 반등이 전개되더라도 전략적 스탠스를 강화해 나갈 필요가 있다.

그림 8. 물가 - 통화정책 - 경기 간의 악순환의 고리 재개와 함께 경기 불확실성 부상으로 인한 물가 - 경기, 통화정책 - 경기 간 상호작용도 감안할 시점. 전형적인 위험자산 약세, 안전자산 강세 국면 진입 가능성



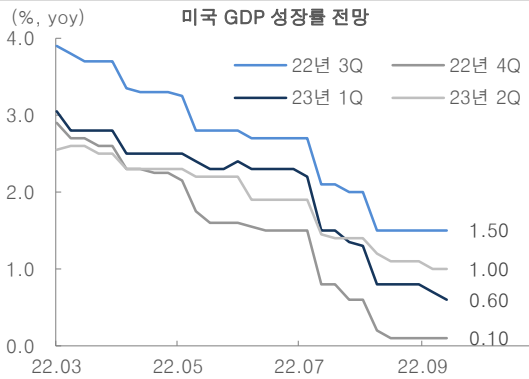
자료: 대신증권 Research Center

그림 9. 채권금리 급등에도 불구하고 기대인플레이션(BEI)은 레벨다운된 저점권에서 등락 반복



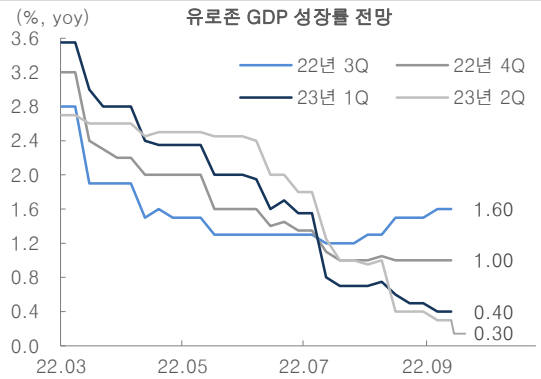
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 10. 미국 GDP 성장률 전망 하향조정 지속. 22년 4Q 0.1%, 23년 1Q 0.6%



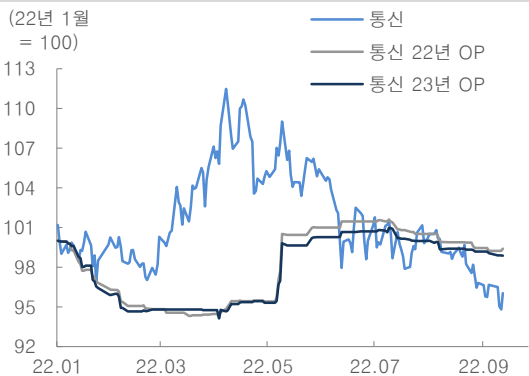
자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

그림 11. 유로존 GDP 성장률 전망 하향조정 지속. 23년 1Q 0.4%, 23년 2Q 0.3%



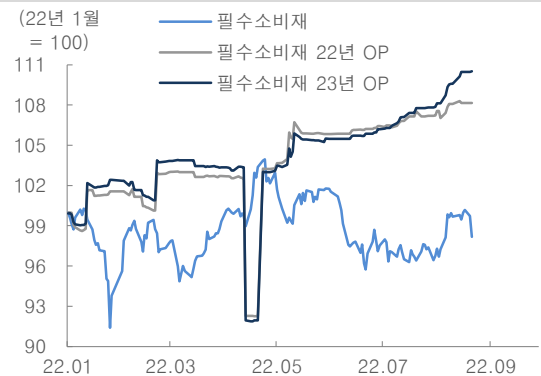
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 12. 4월 고점 이후 조정세를 보인 통신 업종. 실적대비 저평가 영역에 진입



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

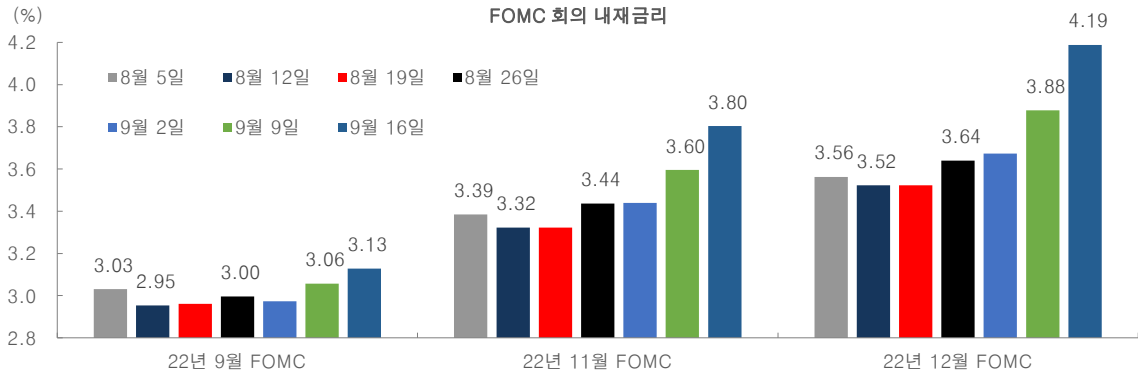
그림 13. 4월말 고점 이후 지지부진한 필수소비재 주가. 실적 대비 저평가 두릿



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

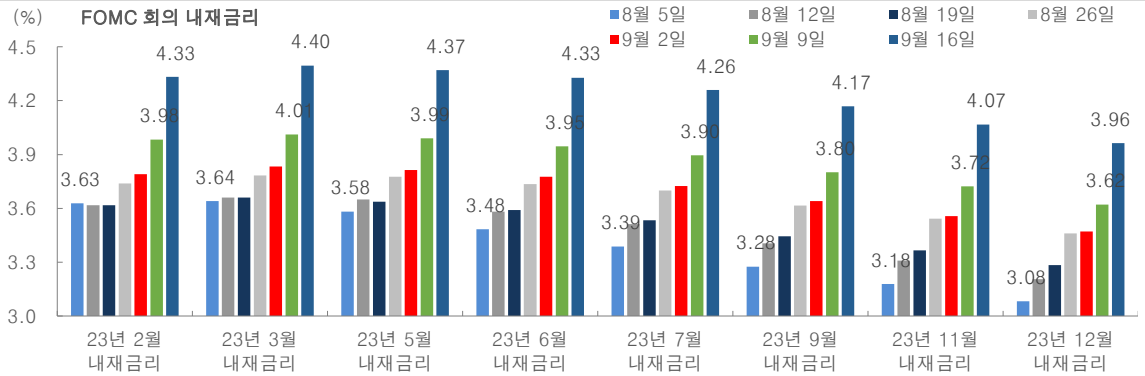
- 다만, 단기 글로벌 금융시장 흐름의 성법은 더 복잡해졌다. 9월 100bp, 연내 4.2%, 23년 4.5%까지 금리인상 가능성을 일정부분 반영하고 있기 때문이다. 9월 FOMC 결과에 따른 시장의 해석이 8월 CPI 발표 전의 예상과는 달라질 수 있다는 것이다. 예상 밖의 고강도 금리인상 우려까지 일정부분 선반영했다는 이유로 9월 FOMC에서 연준의 결정이 Over Kill 아닌 금리인상 불안 정점 통과 시그널로 인식될 가능성도 배제할 수 없다. 따라서 현재 시점에서 9월 FOMC에서 확인해야 할, 그리고 결과를 해석하는데 있어 기준에 대해 생각해볼 것이다.
- 9월 FOMC 핵심 포인트 1. 금리인상 폭, 75bp 인가? 100bp 인가? 우선 9월 금리인상 폭이 중요하다. 8월 CPI 전까지 75bp 금리인상을 기정사실화했지만, 8월 CPI 쇼크 이후에는 100bp 금리인상 가능성까지 일부(FED Watch 기준 31%) 유입되었다. 이로 인해 100bp 금리인상을 단행하더라도 충격은 제한적일 전망이다. 한편, 75bp 금리인상을 결정할 경우 시장에서는 잠시 안도할 수 있는 계기는 될 수 있다고 본다. 대신증권은 75bp 금리인상을 예상한다. 이로 인해 증시는 단기 반등시도에 나설 수 있다고 생각한다.
- 9월 FOMC 핵심 포인트 2. 점도표, 2022년 4.2%, 2023년 4.5%를 상회할 것인가? 9월 FOMC에서 금리인상보다 더 중요한 것은 점도표 변화라고 본다. 그동안 파월 연준의장을 비롯한 대부분 연준 위원들은 투자자들의 기대감, 특히 23년 금리인하 기대를 제어하겠다는 의지를 피력해 왔다. 따라서 연준은 9월 FOMC에서 기대를 꺾고, 희망의 끈을 잘라내는 Over Kill을 결정할 것으로 생각한다. 하지만, 8월 CPI 쇼크 이후 시장은 22년 기준금리 4.2%, 23년 기준금리 4.5%까지 반영 중이다. 연준의 Over Kill 수준을 가능하기 어려운 상황에서 시장이 연준의 결정을 어떻게 해석할지 고민되는 부분이다. 일단, 점도표가 22년 4.2%, 23년 4.5%를 상회하는지 여부에 따라 시장의 반응은 달라질 수 있음은 염두에 두어야 한다. 이와 함께 23년 점도표 하단이 22년 평균치를 상회하는지 여부도 체크해 볼 필요가 있다.
- 9월 FOMC 핵심 포인트 3. 파월 연준의장의 기자회견. 반전의 빌미를 잡을 것인가? 이와 함께 파월 연준의장의 기자회견 내용도 중요하다. 잭슨홀 미팅과 CATO 연설에서 연이어 매파적 스탠스를 보임에 따라 9월 FOMC 기자회견에서도 파월 연준의장은 기존의 매파적인 스탠스를 이어갈 것이다. 하지만, 시장은 파월 연준의장의 다소 극단적인 매파적 스탠스를 이미 인지하고 있고, 증시는 이를 상당부분 선반영해왔다. 파월 연준의장이 CATO 연설에서도 매파적인 스탠스를 보였지만, 시장에 미치는 영향은 제한적이었다. 어쩌면 투자자들은 기존의 스탠스와 조금이라도 달라진, 일부라도 완화적인 스탠스를 찾아내려고 할 수 있다. 즉, 이미 알려진 매파적 스탠스보다는 비둘기파적인 발언, 문구, 단어에 금융시장은 더 예민한 반응을 보일 수 있다는 판단이다. 9월초 브레이너드 연준 부의장의 연설에서 희망의 불씨를 찾아, 증시 상승 반전에 성공했던 것과 같은 맥락이다.
- AAI 개인투자심리 지표(강세전망 - 약세전망)가 연중 저점, 2008년 저점 수준에서 등락 중이다. 투자심리를 진정시켜줄 수 있는 작은 변화가 증시의 반등으로 이어질 수 있다.

그림 14. 잭슨홀 미팅 충격, ECB 75bp 금리인상에 이은 8월 CPI 쇼크로 연내 기준금리 레벨 4.2%까지 급등



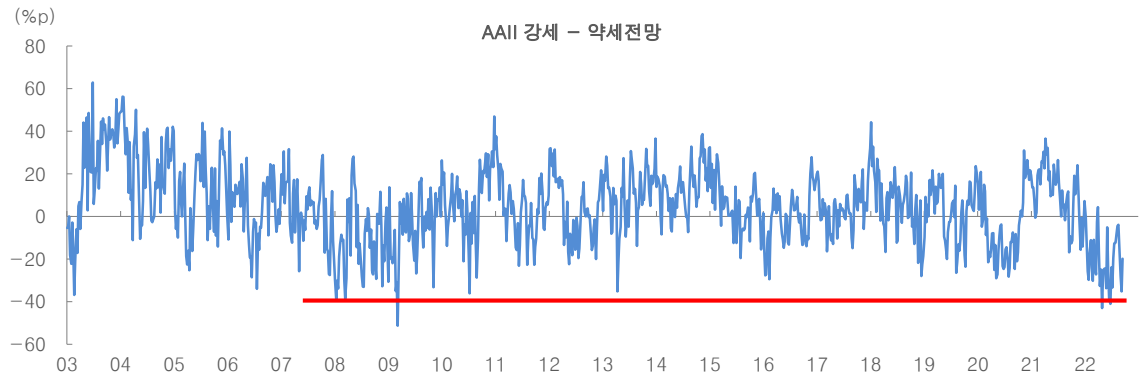
자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

그림 15. 23년 금리인상 컨센서스도 4.4%까지 레벨업. 하지만, 하반기 금리인하(두 번 정도) 기대는 여전. 22년, 23년 점도표 레벨 변화와 함께 23년 점도표 하단이 22년 평균을 상회하는지 여부도 관건



자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

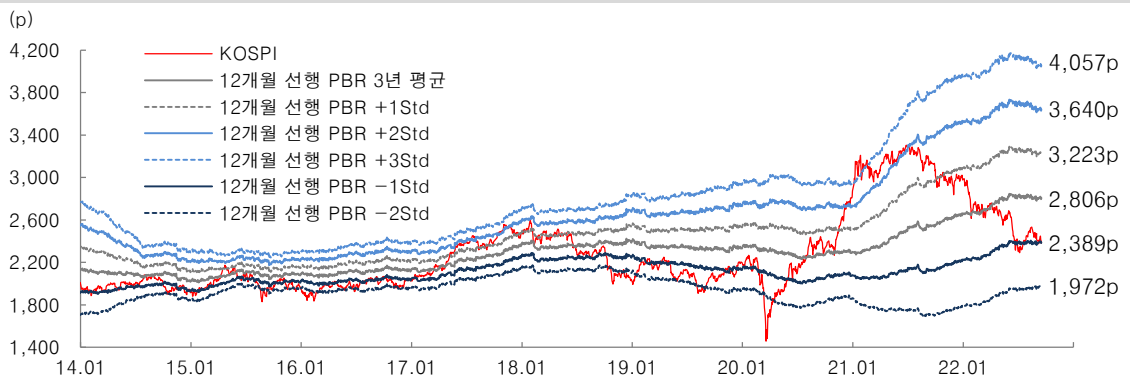
그림 16. 개인 투자심리 지표, 22년 저점, 금융위기 이후 저점 수준에서 등락 중 악재는 선반영한 상황에서 작은 긍정의 변화에도 예민하게 반응할 수 있음을 시사



자료: AII, Bloomberg, 대신증권 Research Center

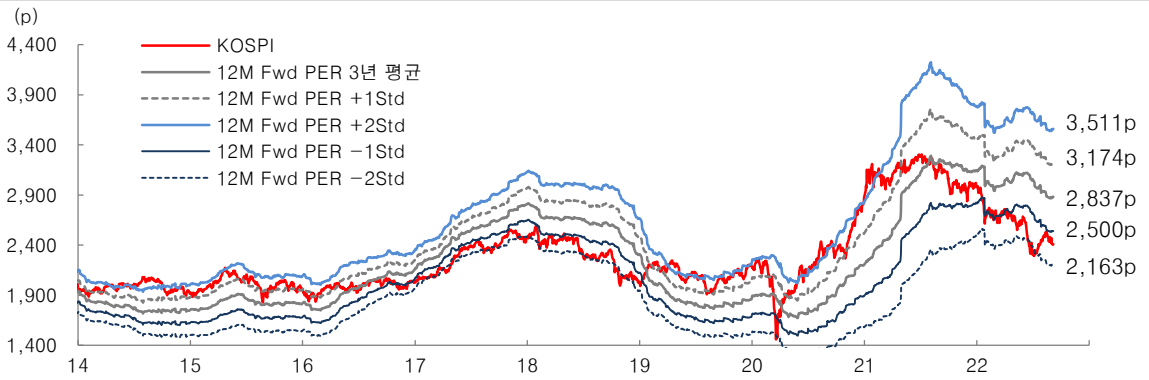
- 결론적으로 9월 FOMC 전후 KOSPI의 반등시도는 가능하지만, 견고해진 중장기 하락추세 속에서의 단기 반등이라는 판단이다. 심리적 안도, 가격변수(금리, 환율 등)의 변화에 따른 단기 급락에 대한 반작용에 그칠 것이라는 의미이다. 통화정책은 글로벌 금융시장에 부담을 가중시키고 있고, 경기, 실적 등 펀더멘털 동력은 더 악화되고 있다. 전략적으로는 단기 반등을 리스크 관리 기회로 활용할 것을 권고한다.
- 글로벌 금융시장 모두 중요한 분기점에 도달해 있다. 미국 증시는 CPI 충격 이후 전저점 수준에서 급등락 반복하고 있다. KOSPI도 직전 저점 수준에서 낙폭을 줄이려는 움직임 뚜렷하다. KOSPI는 2,400선을 하회하고 있지만, 2,380선은 지켜내고 있다. 미국 10년물 채권금리는 3.4%, 한국 채권금리도 3.7%, 달러인덱스도 109p 수준에서 등락 중이다. 이는 연중 고점, 직전 고점 수준이다.
- 단기적으로 중요 기로에 서 있다고 볼 수 있는 한편, 9월 FOMC 결과를 대기하며 글로벌 금융시장은 작을 수 있지만, 긍정의 변화를 기다리고 있다고도 볼 수 있다. KOSPI 전저점(2,380선) 지지력 확보시 낙폭과대/소외주(반도체, 인터넷 등) 단기 Trading은 가능해 보인다.
- 그렇다고 하더라도 Bear Market Rally의 마지막 반등일 가능성이 높다. 직전 고점 수준인 KOSPI 2,450p 이상부터는 점진적으로 주식 비중을 줄여가고, 포트폴리오 측면에서는 배당주, 방어주 비중을 늘려갈 필요가 있다.
- KOSPI 이익 전망 하향조정이 지속됨에 따라 반등이 전개되더라도 2,500(12개월 선행 PER 3년 평균의 -2 표준편차) ~ 2,530p(선행 PER 10배, 120일 이동평균선)을 넘어, 안착할 가능성은 낮다고 판단한다. 동 지수대를 넘어서기 위해서는 펀더멘털 동력이 필요하기 때문이다.

그림 17. 12개월 선행 PBR Band. 단기적으로 KOSPI 2,380 선(3년 평균의 -2 표준편차)에서 지지력 테스트 중



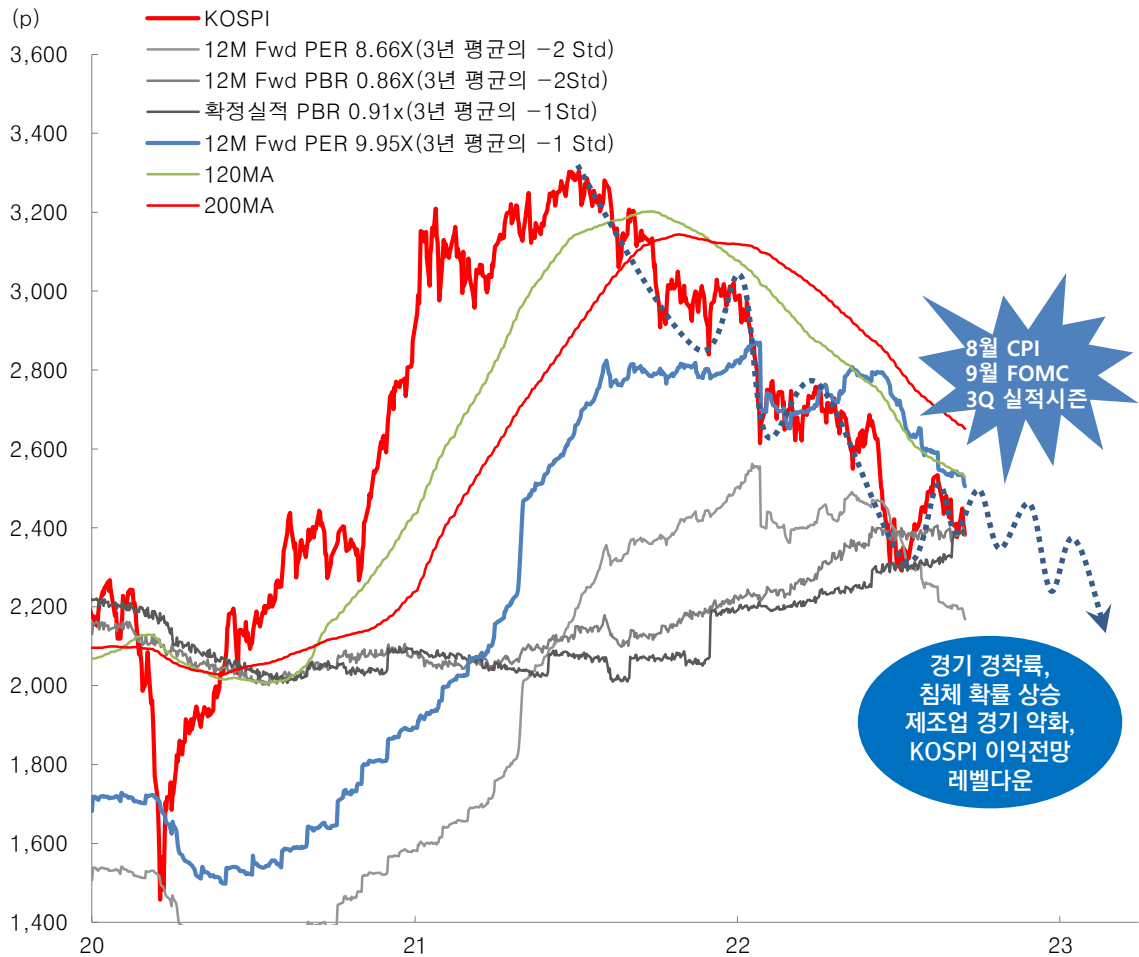
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 18. 12개월 선행 PER Band. KOSPI 2,500 선(3년 평균의 -1 표준편차) 돌파/안착 어려울 것
 12개월 선행 PER 10 배도 2,530 선으로 레벨다운. 동 지수대에는 120일 이동평균선(경기선) 위치



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 19. 9월 FOMC 전후 기술적 반동이 전개된다면 리스크 관리 강화의 기회로 활용



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
(작성자: 이경민)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
