

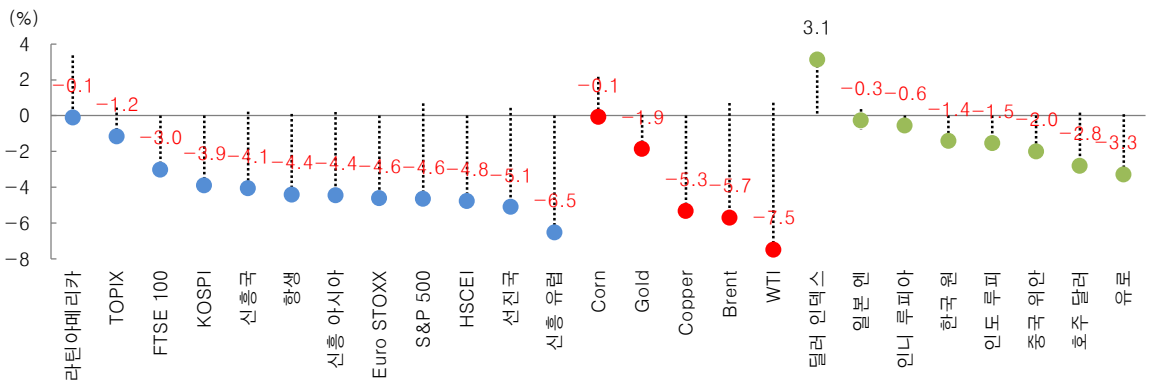
# Strategy

Strategist 이경민  
kyoungmin.lee@daishin.com

## 이대로 무너질까? 기회가 올까?

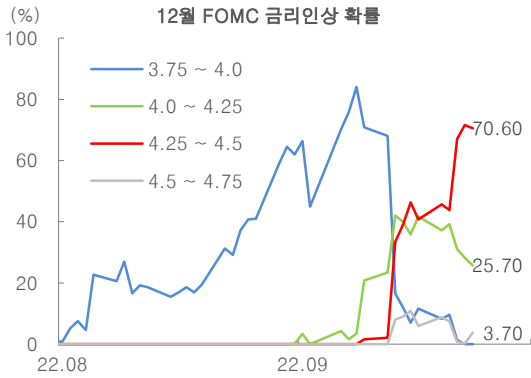
- 9월 FOMC 이후 글로벌 금융시장은 급격하게 증폭된 변동성에 시달리고 있다. 시장 예상을 넘어선 고강도 긴축과 높아진 경기침체 확률의 충격 파장이라고 생각한다.
- 일단, 연준이 제시한 점도표 수준이 높았다. 22년 4.2%, 23년 4.5%를 예상했던 시장의 컨센서스를 뛰어넘는 수치였다. 게다가 설마 했던 23년 5%까지 금리인상 가능성을 배제할 수 없게 되었다. 23년 기준금리 4.75 ~ 5%를 전망한 연준 위원은 6명에 달한다. 이로 인해 채권금리가 레벨업되면서 미국채 10년물은 3.7%를 넘나들고, 2년물은 4.2%를 넘어섰다.
- 한편, 연준이 제시한 22년 GDP 성장률은 0.2%였다는 점에 주목한다. 이는 하반기 침체를 기정사실화한 것이기 때문이다. 미국 1분기, 2분기 GDP성장률(전년대비)은 각각 3.5%, 1.7%에 달했다. 연간 GDP 성장률 전망이 0.2%라면 하반기에는 역성장이 불가피하다는 전망이 반영된 것이다. 전망 범위 또한 0 ~ 0.5%로 대부분의 연준 위원이 2022년 하반기 역성장, 경기침체를 예상하고 있음을 시사한다.
- 이로 인해 지난 주말 10년물 채권금리는 소폭 하락했지만, 달러 인덱스는 113p를 넘어섰다. 미국보다 더 불안정한 유럽의 GDP 성장률 전망에서 경기 침체가 가시화되면서 달러 강세 충격은 더 컸다. 주요국 주가지수들은 연중 저점(종가 기준)을 하향 이탈했다. KOSPI도 2,290p까지 내려앉으며 7월 6일의 2,292.01p를 하회했다.
- 약몽과도 같았던 상반기 악순환의 고리가 재현되고 있다. 물가에서 시작된 고강도 긴축에 대한 부담이 마지막에는 경기침체 우려로 이어졌고, 이로 인해 증시가 레벨다운되는 과정이 무한 반복되었던 상황이 또다시 글로벌 금융시장을 극단적인 공포의 상황으로 몰아넣고 있다. \*다음 페이지에서 계속됩니다

그림 1. 9월 FOMC 이후 점도표 레벨업 & 경제전망 레벨다운 충격에 달러 금등, 증시 급락



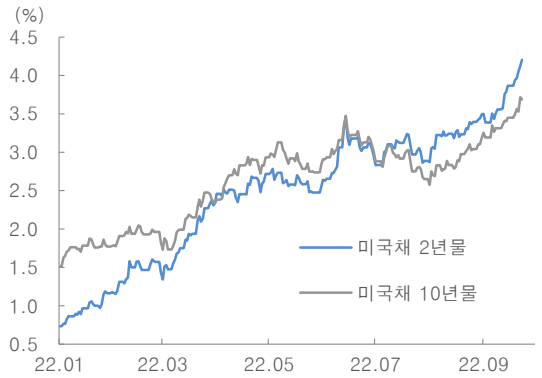
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

**그림 2. 9월 점도표 22년 4.4%, 23년 4.6%로 큰 폭 상향조정. 금리인상 전망 레벨업**



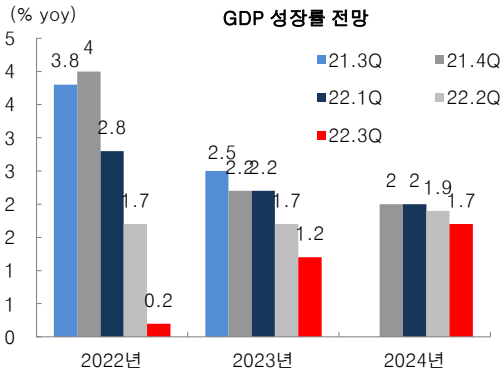
자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

**그림 3. 채권금리 급등세 지속. 미국채 2년물 4.2% 넘어서. 10년물은 3.7% 레벨업 이후 등락**



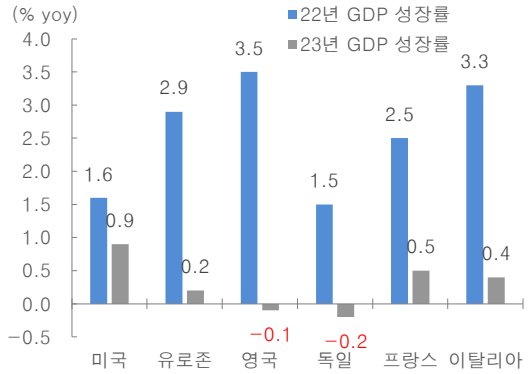
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

**그림 4. FED GDP 성장률 22년 0.2% 전망. 하반기 경기침체 가능성 시사**



자료: FED, 대신증권 Research Center

**그림 5. 미국보다 더 불안한 유럽 경기. 영국, 독일 23년 경기침체 가시화**



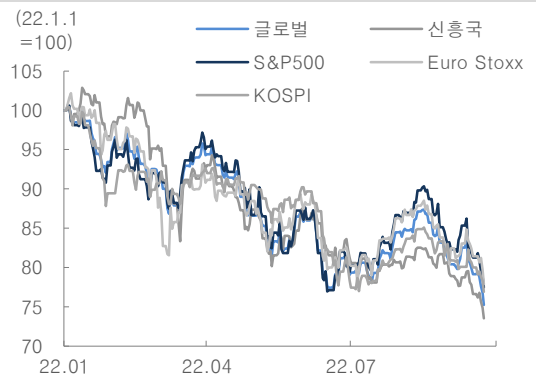
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

**그림 6. 고강도 금리인상 지속되는 가운데 경기침체 우려가 유입되면서 달리는 113p 돌파**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

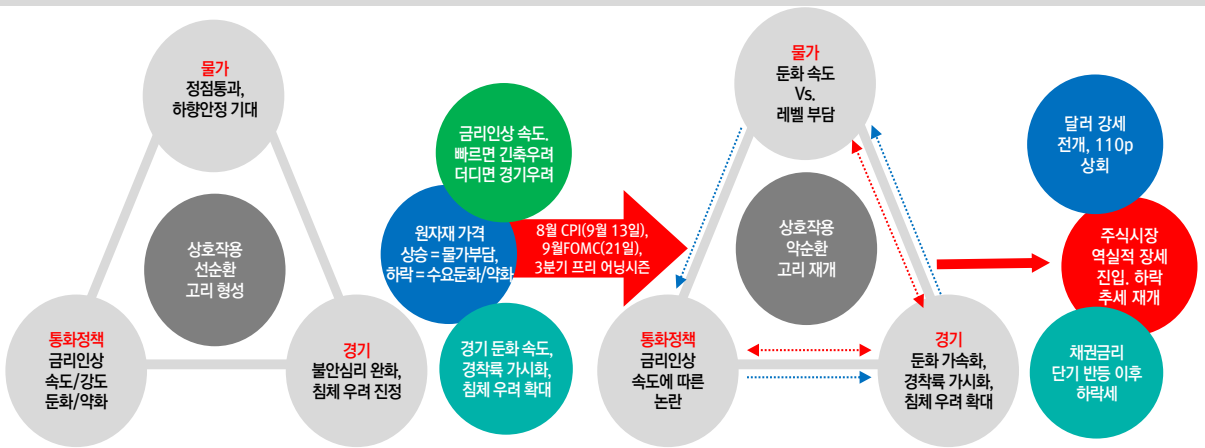
**그림 7. 글로벌, 신흥국, 유럽, 한국 등 연중 저점 하향이탈(종가 기준). 미국도 저점권 도달**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

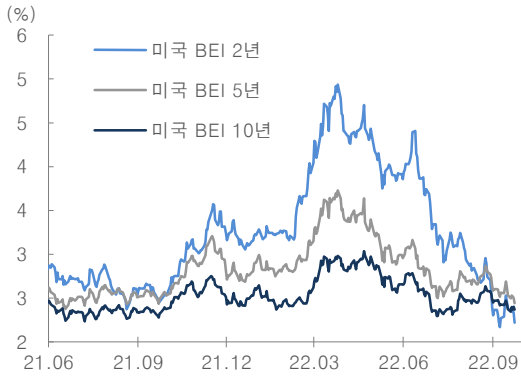
- 잭슨홀 미팅 이후 연준의 매파적인 스탠스 강화, 8월 CPI 쇼크, 그리고 이러한 일련의 상황들의 1차 결론을 9월 FOMC에서 내려주었다고 생각한다. 그동안 지속되어 왔던 통화정책 속도조절 기대는 이번 점도표를 통한 Overkill로 당분간 후퇴할 수 밖에 없을 것이다.
- 경기상황에 따른 금리속도조절을 기대 할 수도 있지만, 물가안정이라는 선행 조건이 필요하다. 그동안 연준은 경기 침체를 감수하더라도 물가를 잡겠다는 의지를 피력해왔다. 그리고 9월 FOMC를 통해 숫자로 연준의 물가 통제 의지를 보여주었다. 이미 22년, 23년 GDP 성장률 전망을 통해 경기침체 가능성을 염두에 둔 상황에서 9월 자이언트 스텝을 결정했고, 점도표 레벨을 큰 폭 상향조정했다. 통화정책 완화보다 당초 예상했던 것 대비 더 큰 경기충격을 감안해야 할 상황이다.
- 미국과 유럽 GDP 성장률을 보면 지금보다 2024년 4분기, 2023년 상반기가 더 걱정스럽다. 미국 22년 4분기 GDP 성장률 전망은 0.1%로 레벨다운되었고, 연준의 경제전망을 반영하면 역성장은 기정사실화되고 있다고 볼 수 있다. 유럽 GDP 성장률은 23년 1분기 0.1%, 2분기 -0.3%로 역성장 전망이 독일 주도하에 유입되고 있다.
- 연준의 금리인상은 22년말 ~ 23년 1분기까지 이어질 가능성이 높고, 글로벌 경제는 23년 상반기까지 역성장을 걱정해야 하는 상황이다. KOSPI를 비롯한 글로벌 증시의 중장기 하락 추세는 더욱 견고해지고, 명확해지고 있다는 판단이다.
- 이번 하락추세에서 KOSPI Rock Bottom은 2,050선으로 추정한다. 경기 경착륙, 침체 가시화로 인한 이익전망 하향조정을 반영한 것이다. 지난 7월초 지지력을 보여주었던 12개월 선행 PER 3년 평균은 2,320선에서 2,130선대로 레벨다운되었다. EPS가 264.7원에서 250원으로 낮아진 결과이다.

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 강제 국면 진입 가능성



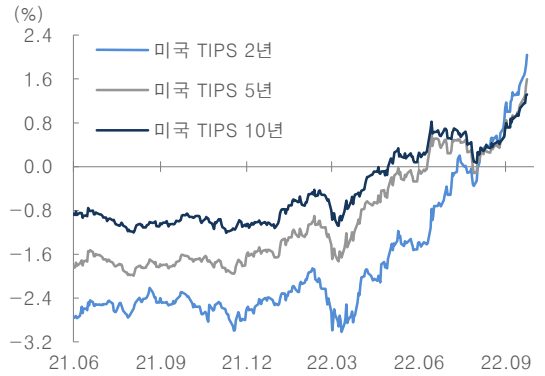
자료: 대신증권 Research Center

**그림 9. 연준의 의도대로 기대인플레이션 하향안정, 21년 하반기 이후 저점권에서 등락 반복**



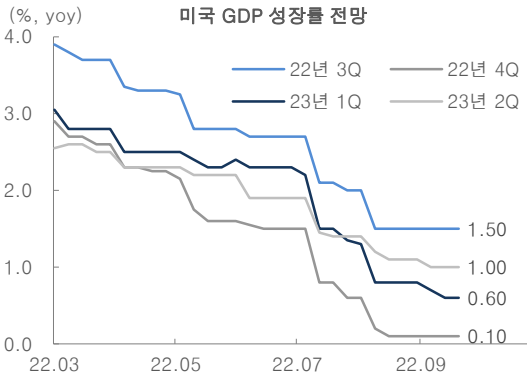
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

**그림 10. 실질금리는 급등세 지속**



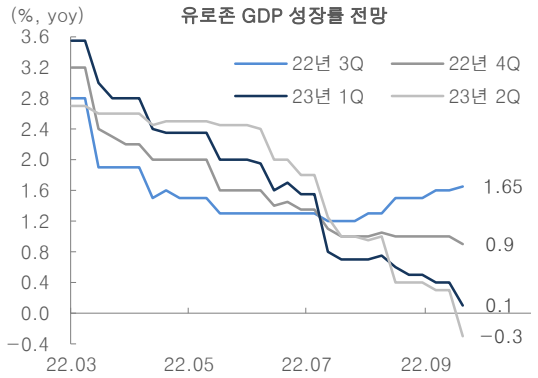
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

**그림 11. 미국 GDP 성장률 전망 하향조정 지속, 22년 4Q 0.1%, 23년 1Q 0.6%**



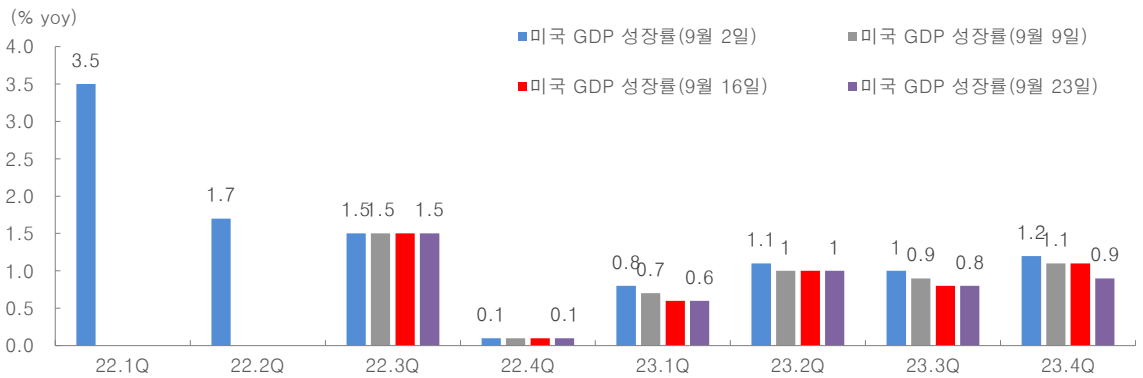
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

**그림 12. 유로존 GDP 성장률 전망 역성장 가시화, 23년 1Q 0.1%, 23년 2Q -0.3%**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

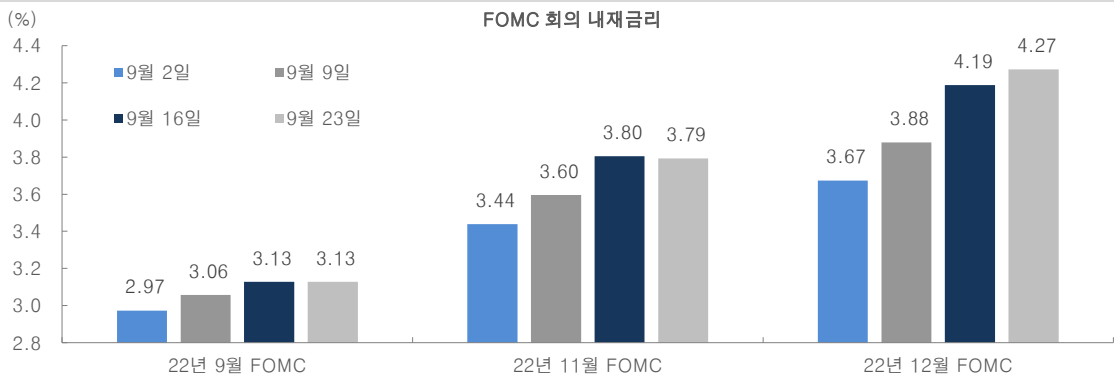
**그림 13. 미국 FED의 GDP 성장률 전망(22년 0.2%)에 근거하면 22년 하반기 큰 폭의 역성장 가능**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

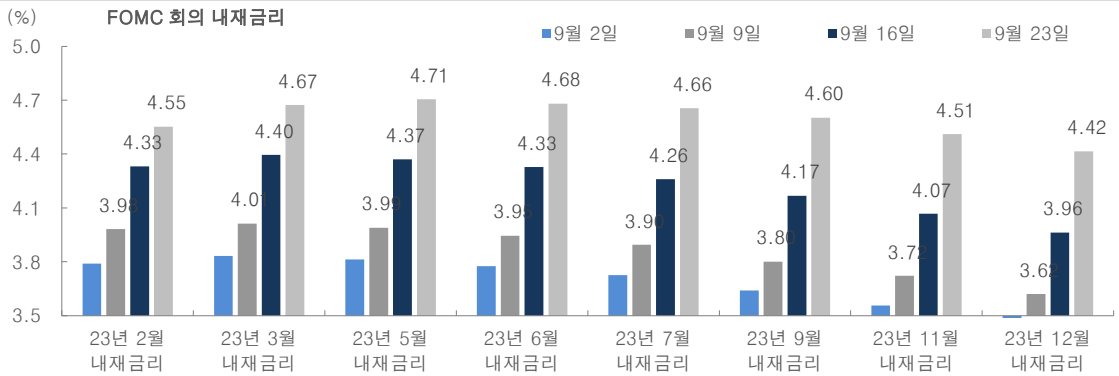
- 중장기 하락추세의 무게감은 더욱 무거워지고 있다. FOMC 이후에도 그 충격의 여파로 인한 하락세가 이어지고, 안전자산은 중요 저항대, 위험자산은 중요 지지선을 이탈하고 있다는 점은 새로운 하락추세가 전개 중임을 시사한다.
- 그렇다고 글로벌 금융시장이 이대로 무너질 것으로 보이지는 않는다. 아무리 강력한 하락 추세라고 하더라도 급락 이후 Dead Cat Bounce는 반드시 나타난다. FOMC 충격으로 단숨에 전저점을 이탈한 주요국 증시는 오히려 이를 계기로 단기 반등을 모색해 나갈 전망이다.
- 일단, 9월 점도표가 공개된 이후 금리인상 컨센서스 큰 폭으로 레벨업되면서 금리인상 충격은 증시에 상당부분 반영되어 있다고 본다. Bloomberg WIRP 기준 22년 12월 금리인상 예상치는 4.27%, 23년 금리인상 전망 고점은 5월, 4.71%로 형성 중이다. 이 과정에서 미국 10년물 국채금리는 3.7%, 2년물 국채금리 4.2%를 넘나들고 있다. 몇 일 더 흔들릴 수는 있지만, 연준의 점도표 레벨업 충격을 소화한 이후에는 경기변수에 집중할 것이다. 이 경우 경제지표 결과에 따른 등락이 예상된다.
- 다음주 발표되는 미국 경제지표들을 보면 PCE가 예상치를 크게 벗어나지만 않는다면 소비심리 회복 속에 물가, 건축 우려가 다소 진정될 것으로 보인다. 주택 경기는 둔화/약화를 이어갈 전망으로, 8월 CPI 충격의 중심에 주택 가격이 자리하고 있다는 점에서 단기적으로는 물가 진정 기대가 유입될 수 있다. 27일 9월 컨퍼런스보드 소비자기대지수는 104.5로 8월 103.2대비 반등이 예상된다. 30일 발표되는 8월 PCE 물가지수는 전년대비 6%로 7월 6.3% 대비 둔화되지만, Core PCE는 4.8%로 7월 4.6%대비 상승이 예상된다. CPI 충격을 이미 겪은 상황이므로 예상치를 약간만 하회해도 호재로서 인식될 가능성이 높다고 본다.
- 9월 유로존 CPI는 30일 공개되는데, CPI, 근원 CPI는 9.7%, 4.9% 상승하며 8월 9.1%, 7.5% 대비 추가적으로 레벨업될 전망이다. ECB 금리인상 가속화 가능성을 높이며 유로화 반등, 달러 강세 진정의 트리거가 되는지 주목할 필요가 있다.

그림 14.9 월 FOMC 이후 연내 기준금리 4.27%까지 인상할 것으로 컨센서스 레벨업



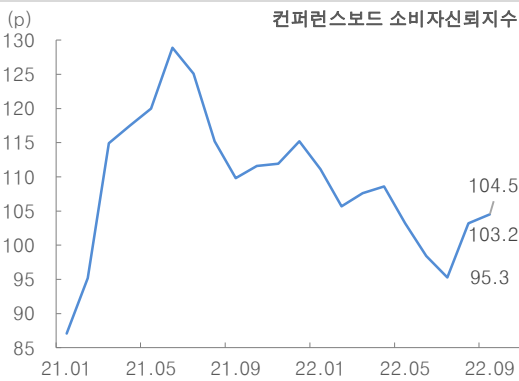
자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

그림 15. 23년 금리인상 컨센서스도 4.71%로 레벨업. 점도표 4.6%를 상회



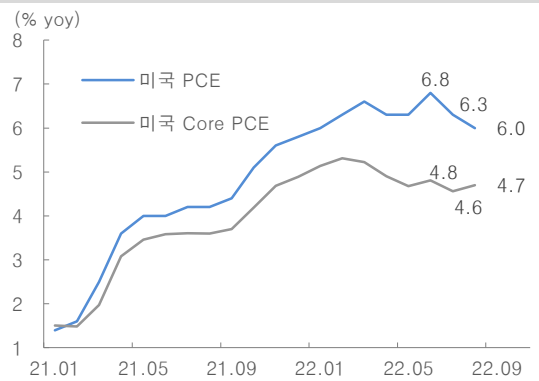
자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

그림 16. 소비자신뢰지수 2개월 연속 반등 예상



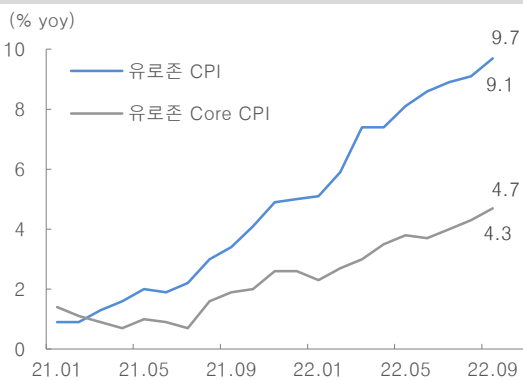
자료: 컨퍼런스보드, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 17. PCE 둔화, Core PCE 반등 예상. 반등폭이 제한적이고, 예상범위에 들어온다면?



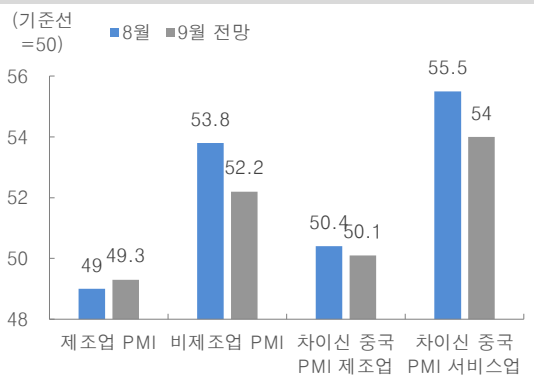
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 18. 유로존 물가 급등세 지속. ECB 자이언트 스텝 가능성 확대는 환율에 영향을 줄 것



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

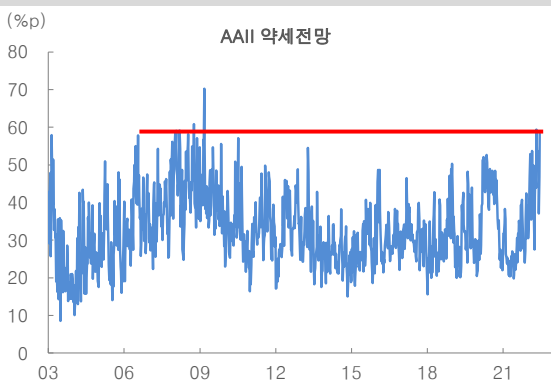
그림 19. 중국 PMI 둔화 예상. 통계국 제조업 PMI 반등, 50 회복시 중국 경기불안 진정 가능



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

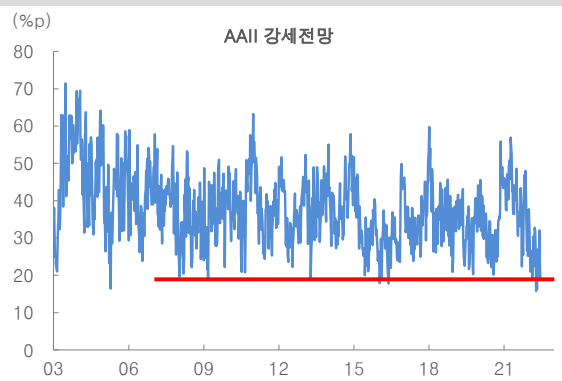
- 당분간 글로벌 금융시장, 증시는 경제지표 결과에 따른 등락을 이어갈 전망이다. 필자는 단기적으로는 경제지표 호조는 경기불안심리 진정, 부진은 금리인상 속도 조절 기대감 유입이라는 최근 흐름과는 정반대의 매커니즘이 작동될 수 있다고 본다. 금리인상 쇼크를 상당 부분 반영했고, 그 과정에서 투자심리는 다시 한 번 극단적인 공포국면에 위치해 있기 때문이다.
- AII 강세전망 - 약세전망 Spread는 -43.2%로 레벨다운되었다. 이는 2008년 3월 첫째주 이후 최저치이자, 2003년 이후 두번 로 낮은 수치이다. 그만큼 극도의 심리적 불안감, 공포심리가 유입된 상황임을 시사한다. 불안정한 금융시장 상황을 보여주는 한편, 작은 긍정의 변화에도 예민하게 반응할 수 있다는 생각이다.
- 매크로 리스크 인덱스도 단기 변곡점에 도달했다. 단기 매크로 리스크 인덱스는 0.822를 넘어섰다. 이는 올해 6월 16일 이후 최고치이다. 통상적으로 단기 매크로 리스크 인덱스가 0.8을 넘어선 뒤에는 단기 리스크 완화 국면에 진입했고, 증시는 반등세를 보였다. 올해 6월에도 16일 0.86까지 상승한 이후 단기 매크로 리스크 인덱스는 하락반전했고, 증시는 6월 17일 저점을 통과한 이후 기술적 반등국면을 이어갔다.
- 변동성 지수인 VIX는 수렴패턴의 상단에 도달했다. 지난 주말 29.92%까지 레벨업되었는데, 이는 중요 분기점이자 하락추세대 상단에 근접한 수준이다. 등락이 있더라도 단기적으로는 추가적인 상승보다는 하향안정세를 보일 가능성이 높다고 본다.
- 다수의 투자심리, 리스크, 변동성 지표를 보면 동시 다발적으로 중요 분기점, 지지선, 저항선에 도달했다. 중장기 하락추세 속에 기술적 반등 시도 가능성은 높아지고 있음을 보여준다. 작은 심리적인 변화, 안정만으로도 최근 과격한 움직임을 보여온 글로벌 금융시장의 단기 되돌림 과정이 전개될 전망이다.

**그림 20. 약세전망은 60.9%로 레벨업되며 2008년 3월 첫째주 이후 최고치를 경신**



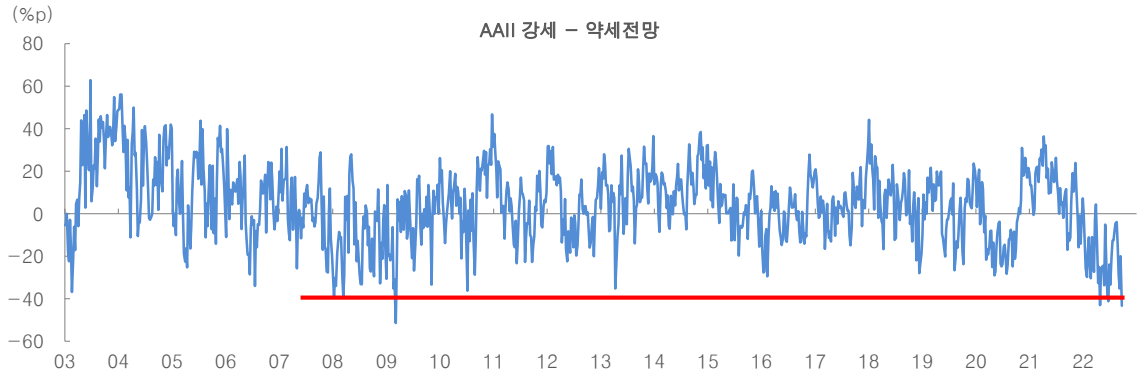
자료: AII, Bloomberg, 대신증권 Research Center

**그림 21. 올해 4월 이후 최저치로 내려앉은 강세전망**



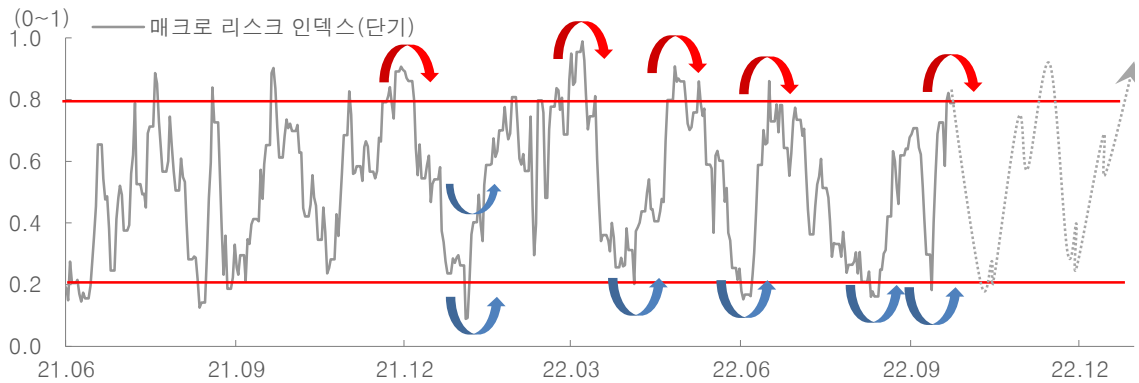
자료: AII, Bloomberg, 대신증권 Research Center

**그림 22. 개인 투자심리 지표 -43.2%로 2009년 3월 첫째주(-51.35%p) 이후 최저치 기록  
2003년 이후 두번째로 낮은 수준으로 극도의 공포심리 유입 시사**



자료: AII, Bloomberg, 대신증권 Research Center

**그림 23. 단기 매크로 리스크 인덱스는 0.8 상회. 멀지 않은 시점에 리스크 민감도 완화 가능성 시사**



자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

**그림 24. VIX 도 수렴패턴 상단에 도달. 단기적으로 변동성 완화국면이 전개될 전망**

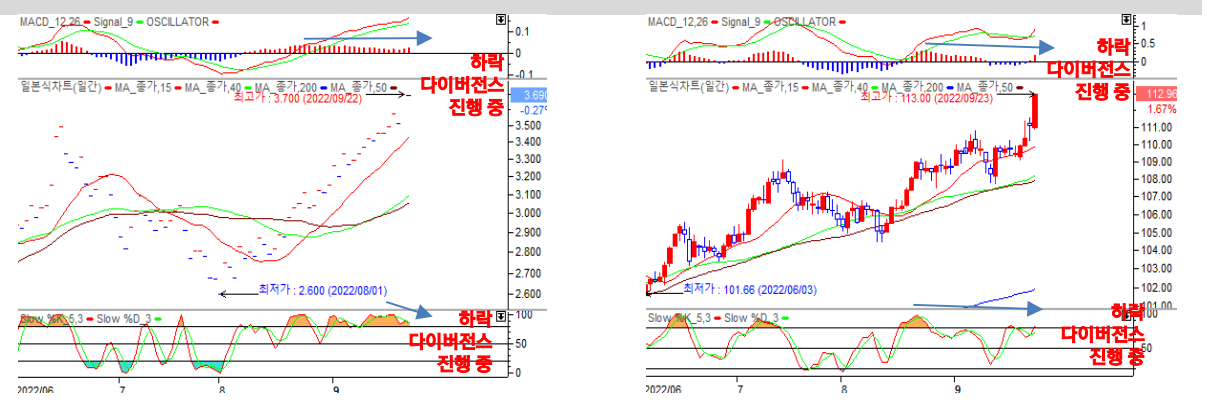


자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center



- 기술적 분석 측면에서도 주요 금융시장에서 모두 다이버전스가 진행 중이다. 최근 급등세를 보여온 미국 10년물 채권금리와 달러 인덱스, 원/달러 환율 모두 MACD OSC와 Stochastic은 고점을 낮춰가고 있다. 통상적으로는 Negative Divergence 라고 불리는데, 금리, 환율의 레벨은 높아지고 있지만, 기술적 지표는 고점을 낮춰가거나 하락하는 경우를 말한다. 이러한 흐름이 나올 경우 현재 금리, 환율 흐름과 반대되는 대응전략이 필요하다. 반면, 미국, 한국 등 주요국 주가지수에서는 주가 하락에도 불구하고 MACD OSC, Stochastic은 저점을 높여가고 상승하는 Positive Divergence가 진행 중이다. 멀지않은 시점에 증시는 등락 이후 반등시도에 나설 가능성이 높다.
- 투자심리, 변동성, 리스크 지표에 이어 기술적 지표들도 최근 급격한 변동성 확대 양상을 보여온 금융시장, 증시가 반작용 구간으로 진입할 수 있음을 보여주고 있다. 중장기 하락세가 견고해지고 있지만, 단기적으로는 Dead Cat Bounce가 전개될 전망이다.

그림 25. 미국 10년물 국채금리, 달러인덱스 급등 과정에서 MACD OSC, Stochastic 하락다이버전스 진행 중



자료: 대신증권 Research Center

자료: 대신증권 Research Center

그림 26. 미국 S&P500 연중 저점권 도달. MACD OSC, Stochastic 하락 다이버전스 진행 중



자료: 대신증권 Research Center

그림 27. 원/달러 환율 중기 상승추세대 상단 돌파. MACD OSC, Stochastic 하락 다이버전스



자료: 대신증권 Research Center

- KOSPI 이익 전망 하향조정이 지속됨에 따라 반등이 전개되더라도 2,470(12개월 선행 PER 3년 평균의 -1 표준편차) ~ 2,500p(선행 PER 10배, 120일 이동평균선)을 넘어, 안착할 가능성은 낮다고 판단한다. 동 지수대를 넘어서기 위해서는 펀더멘털 동력이 필요하기 때문이다.
- 이번 Dead Cat Bounce가 누군가에게는 단기 트레이딩의 기회일 수 있고, 또다른 누군가에게는 리스크 관리 강화의 기회가 될 것이다. 단기 트레이딩은 KOSPI 2,250선(12개월 선행 PER 9배) 지지력 확보시 낙폭과대/소외주(반도체, 인터넷 등)에서 플러스 알파 수익이 가능해 보인다. 그러나 단기 트레이딩을 구사하더라도 KOSPI 2,400p 이상부터는 주식 비중을 줄이고, 포트폴리오 측면에서는 배당주, 방어주 비중을 늘려갈 필요가 있다. 글로벌 매크로, 펀더멘털 환경 악화에 이어 KOSPI 이익전망 하향조정 속도가 빨라지고 있다. 그만큼 반등 목표치 또한 빠르게 낮아지고 있어 눈높이를 낮추고, 방향이를 짧게 가져가야 할 것이다.

그림 28. 본격적으로 시작된 중기 하락추세 국면에서 단기 Dead Cat Bounce 예상. 누군가에게는 트레이딩 기회, 또다른 누군가에게는 더 큰 하락에 대비하는 주식비중 축소, 현금비중 확대의 기회가 될 것



자료: 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.

---