

Global Strategy

Global Strategist 이경연
Kyungyeon.lee@daishin.com

미니 피벗(mini-pivot)을 향한 자이언트 스텝

경기 침체 우려가 확대되고 있는 미국

- 높은 인플레이션에도 불구하고 올 상반기까지 경제지표는 미국 경제의 강한 체력을 증명하는 듯했다. 이에 연준은 금리인상 경로를 선회할 이유가 없었다. 그러나 하반기 들어 신규 일자리가 줄어들고 생산 감소가 나타나기 시작하자 금리인상궤 경기 침체 우려가 확대되고 있다.

그러나 1970년대와 명백히 다른 점: 국가부채

- 1970년대 경기 침체 상황이 재현되고 있다는 경고가 있지만 명백히 다른 점이 하나 있다. GDP 대비 국가채무비율이다. 당시 경기 침체 때에는 미국(34%)과 EU 27개국(25%)의 GDP 대비 국가채무비율이 40% 미만이었다. 국가채무비율이 낮았기 때문에 금리를 인상해도 시스템 리스크로 전이되지 않았다. 그러나 2021년 기준 국가채무비율 임계치(90%)를 넘는 유럽 국가만 해도 8개국(그리스 195%, 이탈리아 150%, 포르투갈 126%, 스페인 118%, 프랑스 113%, 벨기에 109%, 영국 106%, 키프로스 101%)에 달한다. 미국 또한 127%에 육박한다. 이는 금리를 지금과 같은 속도로 올리면 미국뿐 아니라 다른 국가의 금융안정성을 저해하여 시스템 리스크로 번질 가능성이 높다는 것을 의미한다.

이러한 상황에서 11월 美 중간선거는 터닝 포인트

- 강한 긴축기조로 경기 침체 우려가 확대되고 있지만 11월 초 중간선거 이전에는 통화정책 방향을 전환하지 못할 것으로 예상된다. 바이든 정부는 중간선거에서 승리하기 위해 인플레이션을 잡겠다는 의지를 표현해야 하기 때문이다. 따라서 75bp 인상으로 인플레이션 대응에 강한 의지를 보여줄 것으로 전망한다.

11월 중간선거 이후 피벗? 내년 상반기까지 적극적인 피벗 어려울 것

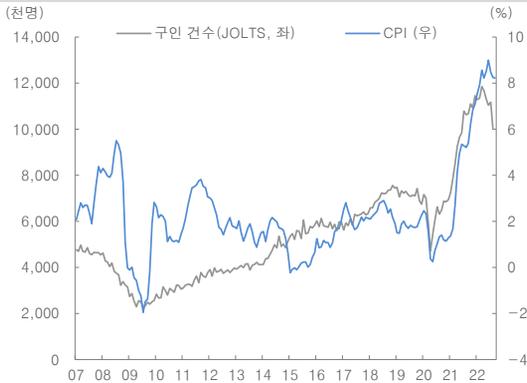
- 성급한 피벗은 기대인플레이션을 다시 촉발할 수 있기 때문에 내년 상반기까지 금리인상 방향 전환은 없을 것으로 판단한다. 다만 경기 침체 우려와 기저효과를 반영한 인플레이션 완화 기대로 중간선거(11/8)와 10월 CPI 발표(11/10)가 있는 11월 둘째 주 이후에는 속도조절에 대한 논의가 더욱 활발해질 것으로 예상된다. 그리고 2023년 1분기에 추가 금리인상 후 동결하고(mini-pivot)하고 지켜볼 가능성이 높다.
- 그러나 미니 피벗이라 할지라도 환영할 일이 아니다. 왜냐하면 현재의 높은 금리 수준이 유지된다는 것이기 때문이다. 대부분의 금융위기는 금리인상기에 나타나지 않았다. 금리인상을 중단하고 인상된 금리를 유지할 때, 높은 수준의 금리를 견디지 못하고 흔들리는 경제 주체들이 발생했다. 따라서 금리인상 후 높은 수준의 금리를 유지하는 미니 피벗 시기에 더 조심해야 한다.

다음 페이지에서 계속됩니다

올해 연말까지 방어적인 전략을 유지하며 CAPEX 모멘텀이 있는 테마를 예의주시

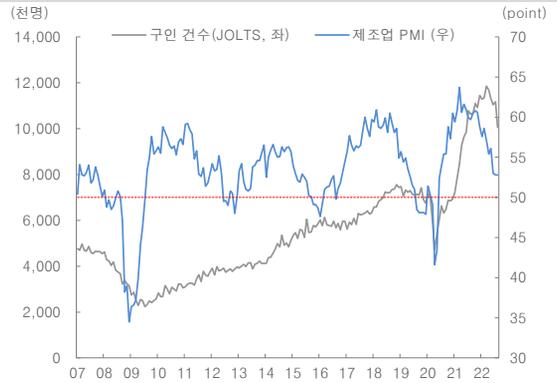
- 러시아-우크라이나 전쟁도 불확실성이 여전한 상황이다. 그러나 유럽의 추운 겨울이 지나고 나면 러시아-우크라이나 전쟁도 어느 정도 방향이 나올 것으로 예상된다. 공교롭게도 미국 연방기금금리 선물시장이 예상하는 연준의 금리인상 종료 시점과 중첩된다. 따라서 금리인상이 중단되는 내년 봄, 러시아-우크라이나 전쟁의 실마리가 나오기까지는 일시적 랠리가 나올 때 선제적으로 움직이기 보다 보수적 접근이 필요하다. 금리인상 중단 후 시장의 변화된 다이나믹스(Market dynamics)를 준비하는 전략이 유효할 것으로 판단하기 때문이다.
- 금리인상을 멈추게 되면 시장은 다른 다이나믹스를 맞이하게 될 것이다. 고물가와 함께 살아가는 시장 변화에 대응하는 新 가치주 비중을 확대하자는 의견이다. 新 가치주에 해당하는 유망자산으로 CAPEX 모멘텀이 있는 테마를 추천한다. 금리인상 속도 조절이 있더라도 여전히 높은 금리 수준이 유지되는 고물가, 고금리 시대가 될 것이다. 이러한 고금리 시대에는 이미 부동산, 공장, 설비(Property, Plant and Equipment) 등을 보유한 기업에 더 가치가 부여된다. 고금리하에서 해당 인프라를 건설하기 위해서는 과거보다 훨씬 많은 비용 지출이 필요하기 때문이다.

그림 1. 금년 상반기 높은 인플레이션에도 견조한 고용시장



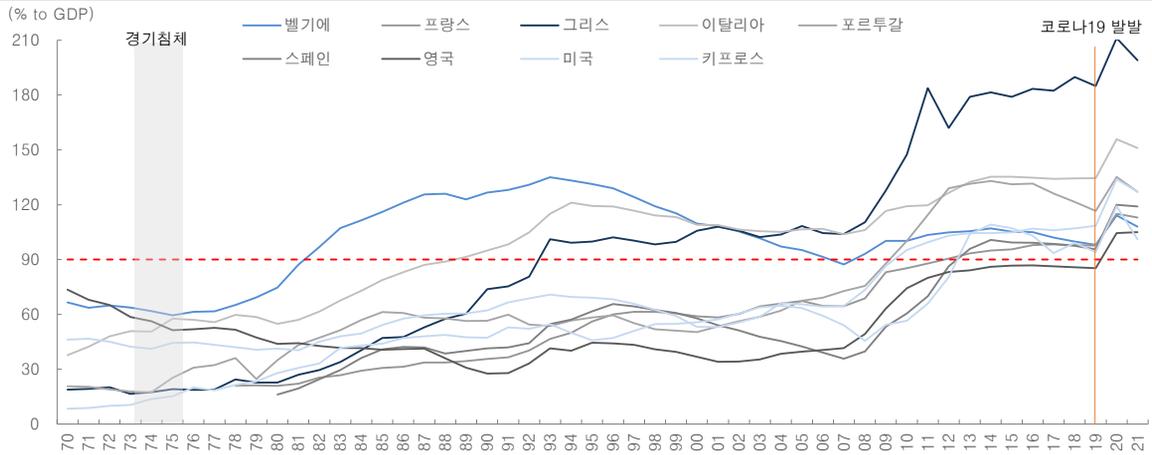
자료: Bloomberg, St. Louis Fed, 대신증권 Research Center

그림 2. 하반기 들어 고용과 생산 감소세



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

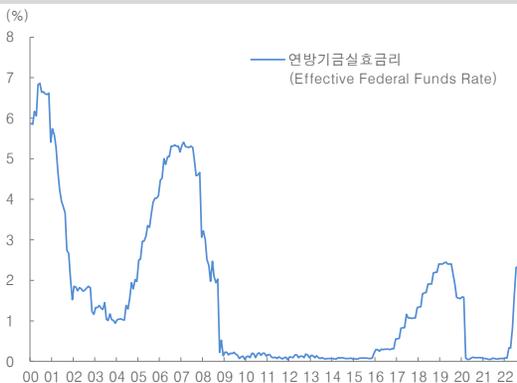
그림 3. 1970년대와 달리 국가채무비율 임계치(90%)를 넘는 국가들이 다수 → 금융안정성 우려 대두



주: EU 27개국 중 경기침체 기간의 데이터가 있는 11개국(오스트리아, 벨기에, 키프로스, 덴마크, 핀란드, 독일, 그리스, 이탈리아, 네덜란드, 포르투갈, 스웨덴)의 1973-1975년 평균 국가채무비율은 26%

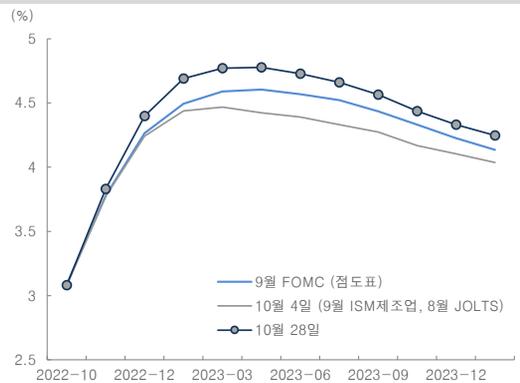
자료: IMF, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 4. 미니 피벗에도 연방기금금리 수준은 여전히 높을 것으로 전망



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 5. 연방기금금리(FFR) 선물시장에 반영된 금리인상 경로



자료: Bloomberg, 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: 이경연)

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.
