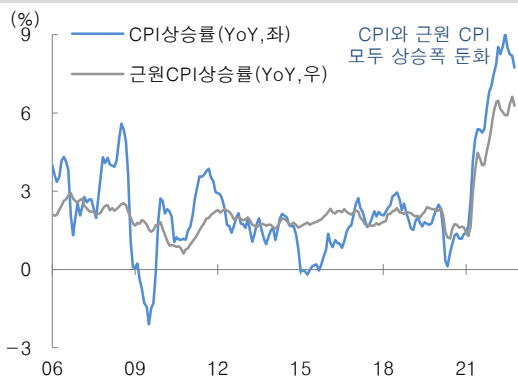


Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

Next Level이 아닌 Next Stage를 준비할 때

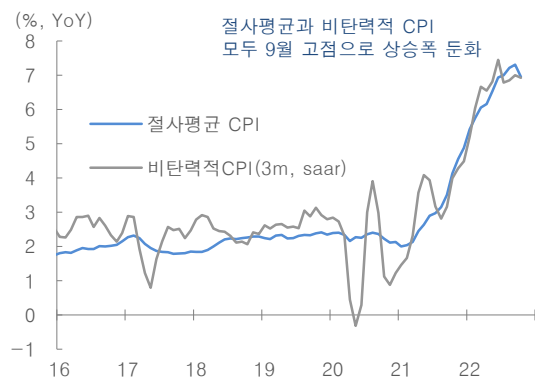
- 10월 소비자물가지수(CPI)가 컨센서스(7.9%)를 하회하는 전년 동월대비 7.7% 상승(22년 1월 이후 최소 상승)에 그쳤다. 전월 대비 상승률도 0.4%로 예상치(0.6%)보다 낮았다. 근원 CPI는 전년 동월대비 6.3%, 전월대비 0.3% 상승하며 시장 전망치(전년 동월 대비 6.5%, 전월 대비 0.5%)를 하회했다. 10월 CPI는 전반적인 재화 품목에서 물가 상방압력 완화가 강화되었다는 점, 특히 근원 물가가 하락반전했다는 점에서 긍정적으로 볼 수 있다. 10월 절사평균 CPI와 비탄력적 CPI도 9월을 정점으로 각각 +7.0%, +6.9%로 상승폭이 둔화되었다.
- 물가에 대한 부담을 일거에 내려놓으면서 글로벌 금융시장은 환호했다. 달러 인덱스는 110p에서 106p로, 채권금리도 10년물은 3.8%대로 레벨다운되었다. 미국 증시도 급등했다. CPI 서프라이즈 직후 S&P500 5.43%, 나스닥 7.35%(2년만에 최대 상승률) 급등한데 이어 지난 주말에도 상승세를 이어갔다.
- 이번 CPI 서프라이즈는 중고차(전월 대비 -2.4%)와 의류(전월 대비 -0.7%), 의료비(전월과 동일)가 진정세를 보인 덕분이라고 할 수 있다. 반면, 에너지, 식료품, 주거 물가 상승압력은 여전한 것을 확인할 수 있다. 1) 본격적인 경기둔화 가능성과 2) 유가 반등으로 인한 기대인플레이션 변화(미시간대 기대인플레이션 2개월 연속 반등), 3) 의료비 산출 방식에 따른 일시적인 효과일 가능성은 염두에 둘 필요가 있다. * 자세한 내용은 11월 11일자 이다은 이코노미스트의 “미국 물가, 로켓처럼 치솟았다 깃털처럼 내려온다” 참조
- 연준의 금리인상 속도 조절에 이은 이번 물가 서프라이즈에 글로벌 금융시장이 강렬한 반응을 보였다 하더라도 새로운 레벨로 진입하는 추세반전으로 보기 어려운 이유이다. * 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 1. 미국 CPI 7%대로 레벨다운, Core CPI 둔화



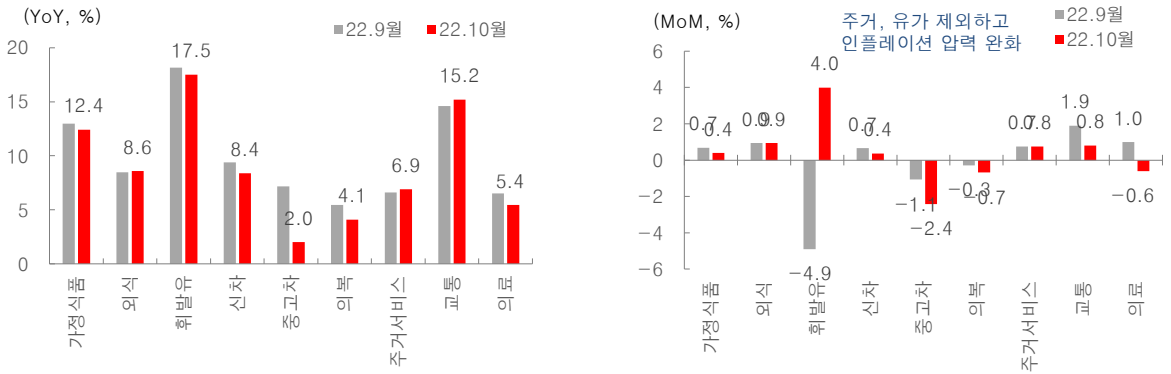
자료: 미국 노동부, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 2. 절사평균 CPI와 비탄력적 CPI도 9월 정점으로 상승폭 둔화



자료: 클리브랜드 연은, 아틀란타 연은, 대신증권 Research Center

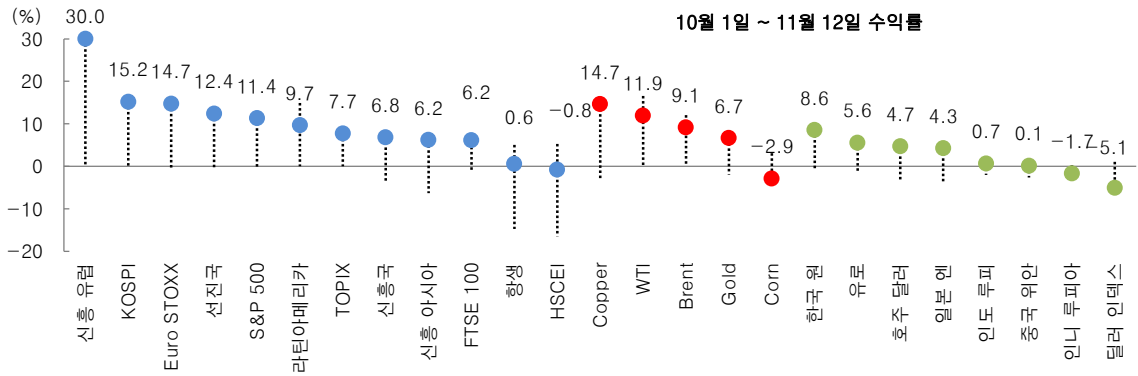
그림 3. 물가 서프라이즈 중심에는 중고차, 의복, 의료 물가의 큰 폭 둔화가 자리



자료: 미국 노동부, CEIC, 대신증권 Research Center

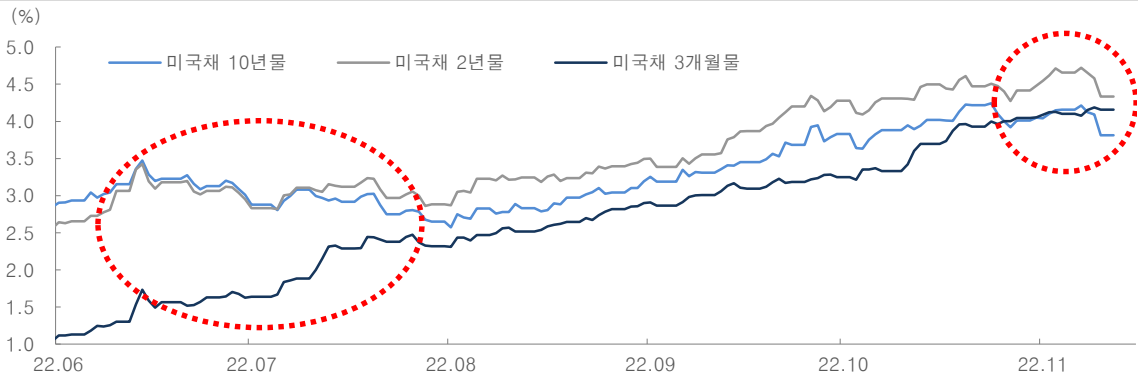
자료: 미국 노동부, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 4. 저평가 국면에서 투자심리 회복 - 금리인상 속도조절 기대 - CPI 서프라이즈는 위험자산 선호심리 자극 달려가 큰 폭으로 레벨다운되면서 주식과 경기민감 원자재들의 강한 반등 전개



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

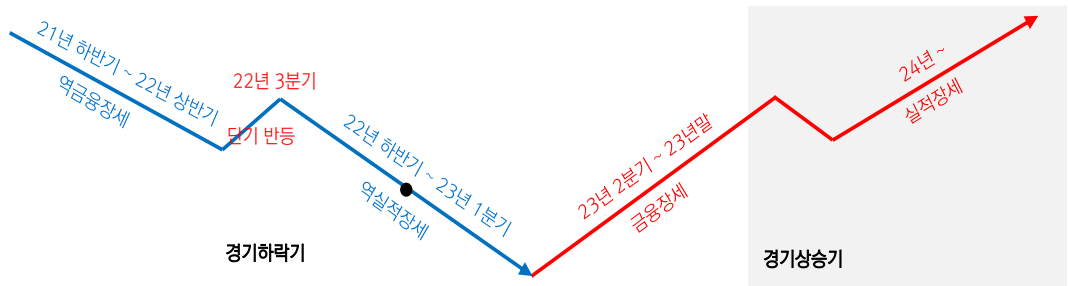
그림 5. 고공행진 중이던 미국 채권금리도 하락반전하며 성장주, 기술주 반등 탄력에 힘을 실어줌



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- CPI 서프라이즈, 통화정책 안도감으로 향후 글로벌 금융시장에서는 역금융장세(통화정책에 일희일비 하는 장세)가 종료되었을 가능성은 높아졌다고 본다. 다음 국면은 역실적 장세이다.
- 최근 글로벌 전반적으로 경기 상황은 악화되고, 실적 전망은 하향 조정 중이다. 추세적인 상승에 필요한 펀더멘털 동력의 약화는 지속되고 있고, 심화되고 있다는 의미이다. 그런데 증시는 이를 충분히 반영되지 못해왔다. 물가, 통화정책 이슈에 일희일비해왔기 때문이다. 10월 이후 증시가 우상향하는 과정을 되돌아 볼 필요가 있다. 경제지표가 부진하면 글로벌 금융시장이 안정을 찾고, 경제지표가 양호하면 글로벌 금융시장 변동성이 커졌다.
- 이번에도 CPI 서프라이즈에 글로벌 금융시장은 환호했지만, 재화 소비, 서비스 물가 둔화가 CPI 서프라이즈의 주된 원인이었다는 점도 생각해 볼 부분이다. 물가 하락의 이면에 수요 약화가 가시화되고 있음을 보여주는 부분이기 때문이다.
- 통화정책 안도감을 넘어선 금리동결, 인하 기대가 과도한 상황인지는 향후 경계해야 할 부분이다. 자칫하면 올해말, 내년초 경기 침체에 대한 공포와 과도했던 통화정책에 대한 안도감 후퇴가 동시에 유입될 가능성도 배제할 수 없다. 이제는 역금융장세를 뒤로 하고 역실적 장세를 준비해야 할 시기이다. * 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 6. 10 월 CPI 서프라이즈로 향후 글로벌 금융시장은 본격적인 역실적 장세 전개 가능성 높아

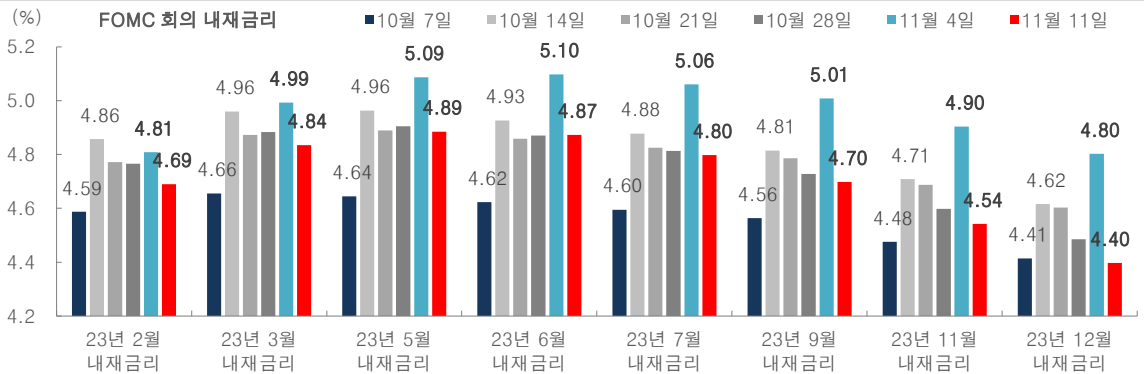


구분	역금융장세	역실적장세	금융(유동성) 장세	실적(펀더멘털) 장세
국면	후퇴기	침체기	회복기	활황기
주가	↓	↓	↑	↑
특징	큰 폭 하락	부분적 투매	단기 큰 폭 상승	장기간 안정상승
금리	↑	↓	↓	↑
실적	↗	↓	↘	↑
경기	실질이자율 상승 소비재수요 감소, 생산활동 위축	재고누적, 실업률 가속 금리인하, 경기부양책	자금수요 감소 금리인하, 물가안정 민간소비지출 증가	생산판매활동 증가 설비투자, 소비 증가, 물가상승, 통화긴축 자금수요 증가
주도주 (과거)	중소형 우량주(활황기말~후퇴기초) 저PER주(후퇴기 후반)	내수관련주(경기방어주) 자산주, 초우량주	금리하락 수혜주 업종 대표주	소재, 가공산업 업종 순환상승
주도주 (현재)	인플레이션 헷지가 가능한 종목군 (실적/펀더멘털 장세) 후반	경기방어주, 자산주	성장주 강세 & 낙폭과대 종목 급반등(순환매)	꾸준한 실적 개선 업종 반도체, 인터넷, 2차 전지, 제약/바이오

자료: 대신증권 Research Center

- CPI 서프라이즈와 맞물려 금리인상 속도조절은 기정사실화되고 있다. 12월 FOMC에서 빅스텝 확률은 80.6%(10일 56.8%)로 레벨업되었다. 이와 더불어 다수의 연은 총재들이 금리인상 속도 조절에 대한 언급을 이어가고 있다.
- 금리인상 속도 조절이 현실화되면서 23년 하반기 금리인하 기대가 커지고 있다. Bloomberg WRP 내재금리 기준 23년 기준금리 고점 예상이 5.136%(6월 FOMC)에서 4.894(5월 FOMC)로 레벨다운되었다. 추가 금리인상이 있더라도 100bp 이하로 예상된다. 이는 의미이다.
- 문제는 23년 12월 FOMC까지 기준금리가 4.39%로 고점대비 50bp 낮아질 것이라는 기대감이다. 금리인상 속도조절을 언급하고 있는 연은 총재들도 '연준 피벗(정책 방향 전환)'에 대한 시장의 기대를 경계하고 있다. 금융시장 Risk On 기대의 기저에 자리하고 있는 23년 하반기 금리인하는 과도하다고 본다. 현실화된다 하더라도 경기충격, 침체 이후에나 가능할 것이다.
- 증시가 상승추세를 형성하기 위해서는 지금은 아니더라도 멀지 않은 시점에 경기는 회복될 수 있다는 기대감이 필요하다. 그러나 글로벌 금융시장이 물가, 통화정책에 일희일비 하는 동안 경기 하방압력은 꾸준히 높아져 왔다. 물가와 통화정책이 경기에 미치는 영향력을 감안할 때 금리인상 이후 6개월이 지나는 22년 4분기부터 경기침체가 가시화될 전망이다.
- 실제로 미국 22년 4분기 GDP 성장률은 0.0%대로 레벨다운되었고, 유로존 GDP 성장률은 23년 1분기 0%, 2분기 -0.7%, 3분기 -0.2%로 역성장 전망이 유입 중이다. 연간 GDP 성장률도 23년 기준 영국과 독일을 시작으로 마이너스 반전이 가시화되고 있다.
- 23년 1분기, 글로벌 통화 긴축 영향이 가중되는 시점이라고 본다. 가파른 기준금리 인상에 따른 과잉 긴축 가능성을 경계해야 할 시점이다. 상당기간 동안 경기 불안은 커지고, 경기 침체 가능성은 높아질 수 밖에 없는 환경이다. * 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 7. 23년 6월 FOMC 4.9%까지 금리인상 이후 연말까지 50bp 금리인하 기대



자료: Bloomberg WRP, 대신증권 Research Center

그림 8. 다수의 연은 총재들, 금리인상 속도 조절에 힘을 실어주고 있어

로리 로건 달라스 연은 총재 : "금융-경제 상황이 어떻게 전개되는지 잘 평가하기 위해 **금리 인상 속도를 조만간 늦추는 것이 적절할 수도 있다**고 믿는다"
 메리 델리 샌프란시스코 연은 총재 : "**금리 인상폭 하락 (stepping down)에 대해 생각해 보는 것이 적절하다**"
 패트릭 하커 필라델피아 연은 총재 : "지금까지의 공격적인 긴축으로 충분히 제한적인 스탠스에 가까워졌기 때문에 **금리 인상 속도를 늦출 것으로 기대한다**"

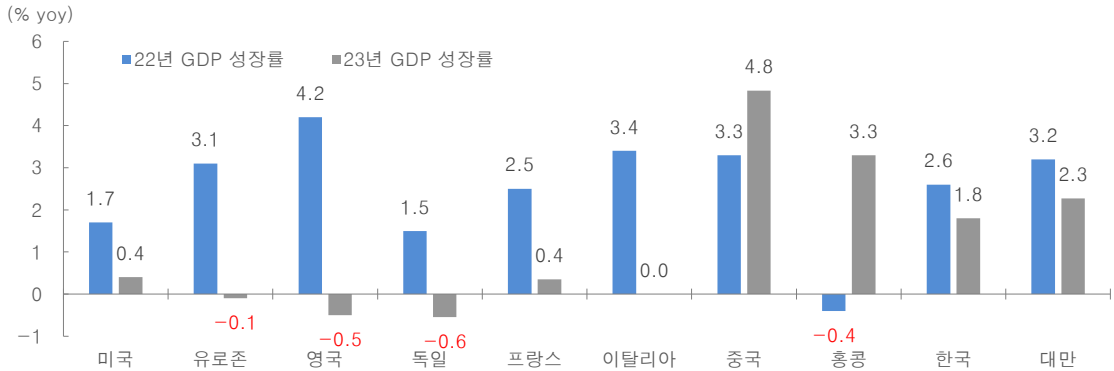
자료: 주요 언론, 대신증권 Research Center

그림 9. 그러나 연은 총재 대부분은 금리인하는 물론, 피벗(Pivot) 기대를 경계하고 있어

로리 로건 달라스 연은 총재 : "금리 인상 속도를 늦추는 것이 **완화적 정책(easier policy)으로 받아들여져서는 안 된다**"¹⁰ 월 CPI 수치에 대해 "안도감을 주는 환영할 소식"이라면서도 "**여전히 갈 길이 멀다**"고 말할
 메리 델리 샌프란시스코 연은 총재 : "**금리 인상 중단(pausing)은 논의의 대상이 아니다**"
 닐 카시카리 미니애폴리스 연은 총재 : 우리 책임은 물가안정과 최대고용이라는 이중 임무 목표 달성. 지금은 거리가 멀어 **Pivot 논의는 시기상조**

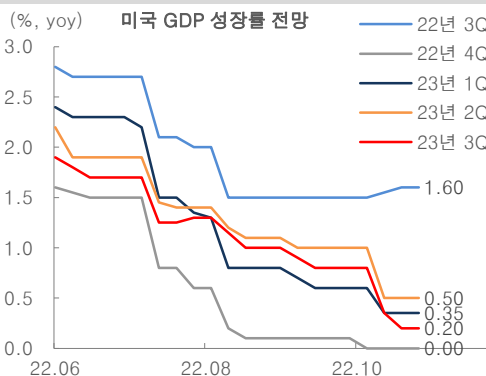
자료: 주요 언론, 대신증권 Research Center

그림 10. 22년 경제성장률은 선방할 수 있지만, 23년 경기불안심리 증폭. 미국은 0%대 성장, 유럽은 역성장 컨센서스 형성 중



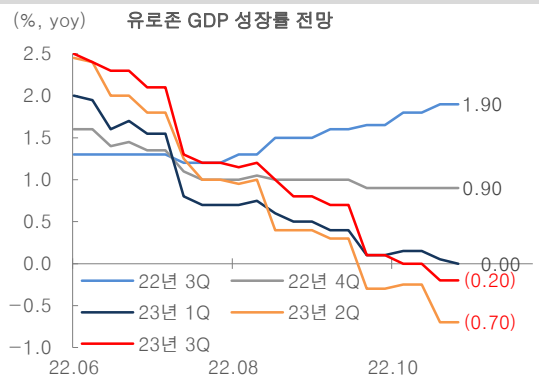
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 11. 3분기까지 양호했던 미국 경기모멘텀. 22년 4분기 이후 전년대비 0% 성장으로...



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

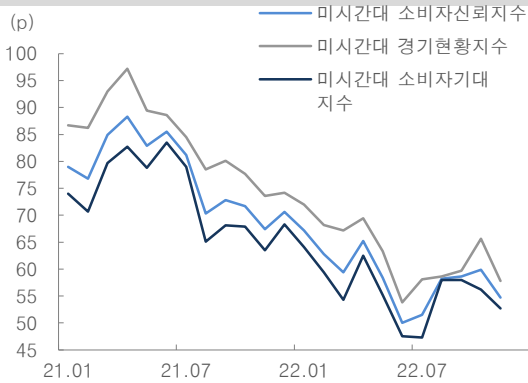
그림 12. 유럽 GDP 성장률은 23년 2분기, 3분기 역성장 가능성 확대



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

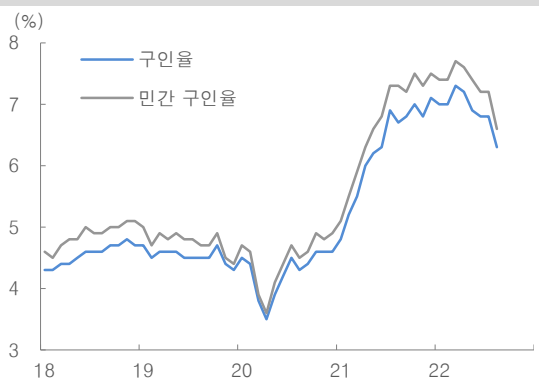
- 22년 3분기까지 미국을 중심으로 한 선진국 경기는 양호했다. 이러한 흐름이 미래를 담보하지 못한다. 경제지표 부진, 그 중에서도 소비와 고용이 악화될 가능성이 커지고 있다는 판단이다.
- 지난 주말 미국 11월 미시간대 소비자신뢰지수(예비치)는 54.7로 10월(59.9)보다 낮아졌고, 컨센서스(59.5)를 크게 하회했다. 7월(51.5) 이후 가장 낮은 수준이다. 소비자들의 기대 인플레이션도 올랐다. 1년은 5.0%에서 5.1%로, 5 ~ 10년도 2.9%에서 3%로 올랐다. 연준의 기준금리 인상 속도 조절은 아직 이를 수도 있음을 시사하는 부분이다.
- 현재 미국의 실업률은 자연실업률(4%)를 하회하고 있다. 고용이 견고하다고 볼 수 있지만, 상방 위험이 더 높은 상황으로도 볼 수 있다. 물가, 금리 부담과 경기/소비불안이 누적되면서 기업부문의 고용 둔화는 뚜렷하다. 구인률은 급감하고 있고, 대규모 감원은 큰 폭으로 증가하고 있다. 경기후행지표로, 실업을 급등은 경기침체가 임박했다는 시그널이다.
- 23년 금리인하 기대가 팽배한 상황에서 경제지표 부진, 실업을 반등이 가시화되며 KOSPI를 비롯한 글로벌 증시는 하방압력은 커질 것으로 예상된다. 특히, 연준은 현재 시장의 정책전환(피벗, Pivot)을 경계하고 있다. 12월 13일 ~ 14일 예정된 12월 FOMC에서 시장의 기대와 연준의 스탠스 간의 괴리를 다시 한 번 확인할 수 있다고 본다.
- 연준은 최종 금리 상향조정 가능성을 내비친 상황이다. 우선, 23년 점도표가 5%를 상회하거나 상단이 5.2%를 넘어서는지 여부와 24년 점도표 변화가 중요하다. 추가적인 금리인상 우려가 커질 수 있고, 23년 금리인하 기대가 후퇴할 수 있기 때문이다. 이를 계기로 12월 중순 이후 통화정책 불안심리와 경기침체 우려가 동시에 커질 가능성을 높게 본다. * 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 13. 미시간대 소비자신뢰지수 예상치를 큰 폭으로 하회, 기대 인플레이션 반등



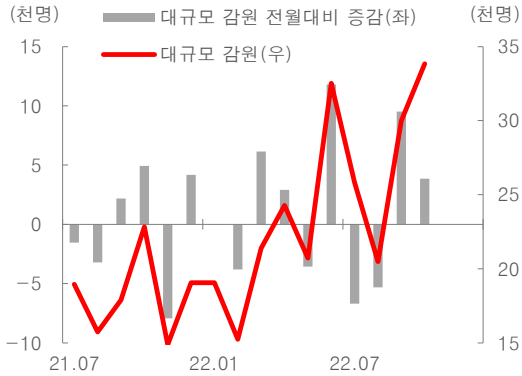
자료: 미시간대 CEIC, 대신증권 Research Center

그림 14. 미국 구인률은 이미 큰 폭으로 꺾인 상황



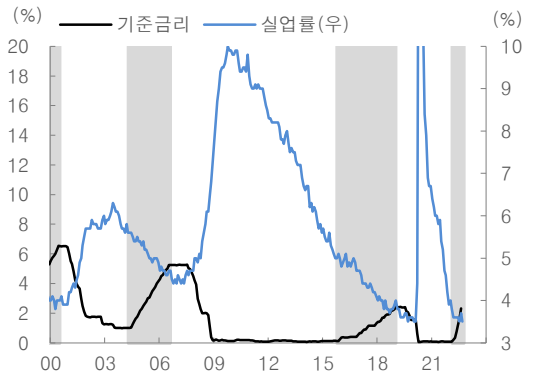
자료: 미국 노동부, 대신증권 Research Center

그림 15. 경기 모멘텀과 산업 업황이 악화되면서 대규모 감원이 지속/확대될 가능성



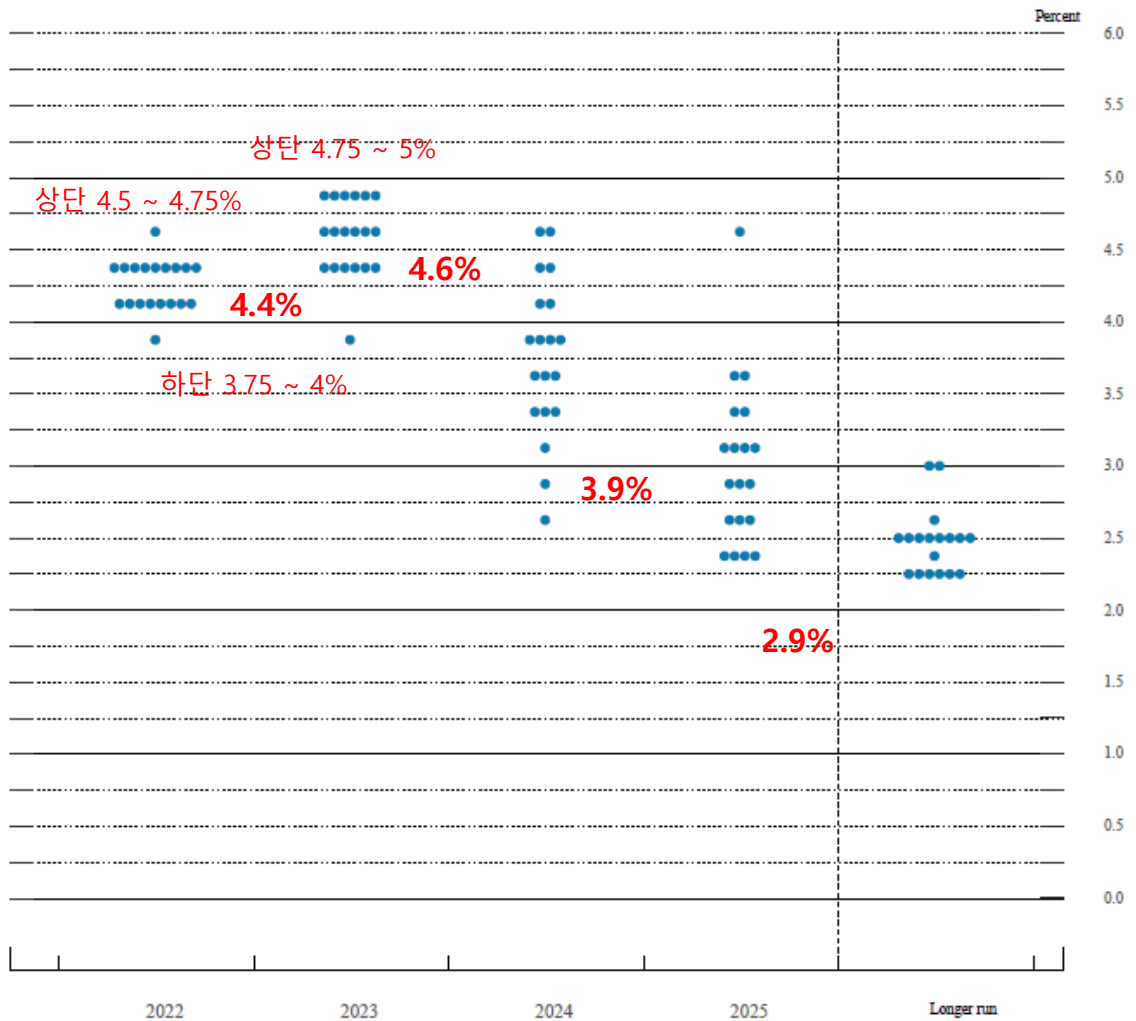
자료: 미국 노동부, FED, 대신증권 Research Center

그림 16. 후행지표인 실업률 반등이 멀지 않았다고 생각. 실업률 급반등 = 경기침체



자료: 미국 노동부, FED, 대신증권 Research Center

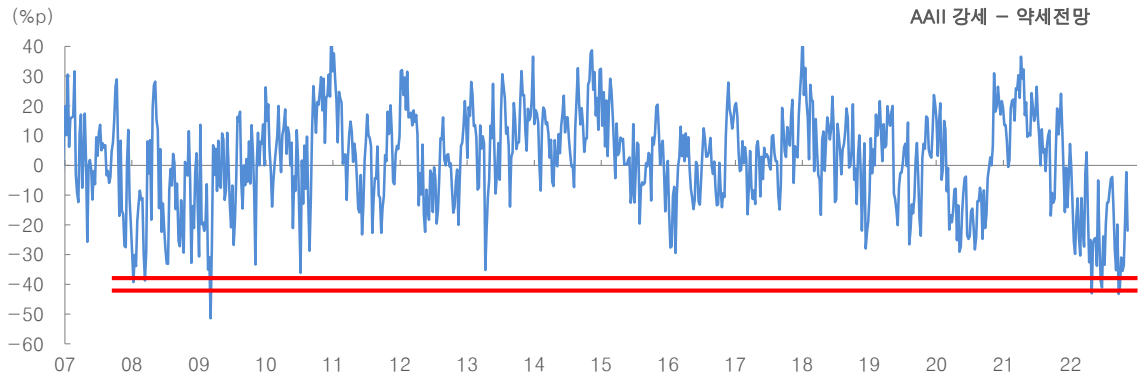
그림 17. 12월 FOMC에서 점도표 상향조정 예상. 23년 점도표 상단과 24년 점도표 변화가 관건



자료: FED, 대신증권 Research Center

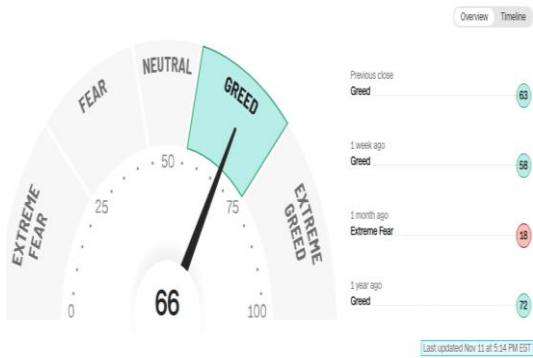
- 10월 이후 반등의 시작이라 할 수 있는 투자심리 회복과 리스크 완화도 더 지속되기 어렵다고 본다. 일단, 투자심리를 가늠할 수 있는 AAI 강세-약세전망 Spread는 -43.2%p에서 -2.3%p로 회복되었다. 극도의 공포구간에서 벗어난 것은 물론, 올해 최고치 수준에 근접한 것이다. 심리적 안도감은 충분히 유입된 상황으로 판단한다.
- CNN Money에서 제공하는 Fear & Greed Index는 Greed 국면으로 전환되었다. 10월 한 달 동안 금융시장 안정, 주식시장 반등으로 투자심리는 중립수준을 넘어 탐욕 구간으로 이동 중이다. 현재 Index 레벨은 22년 이후 최고치로 투자심리에 근거한 반등시도는 정점에 근접하고 있음을 시사한다. 심리적 안도감이 좀 더 지속될 수 있다하더라도 새로운 레벨로 올라서기보다는 심리적 변곡점에 근접하고 있다는 판단이다.
- 리스크 지표와 변동성 지표도 단기 변곡점에 도달했다고 본다. 단기 매크로 리스크 인덱스는 0.12 도달 이후 반등국면 진입했다. 통상적으로 단기 매크로 리스크 인덱스가 0.2를 하회한 뒤에는 단기 리스크 민감도 확대 국면으로 진입했고, 증시는 하락반전했다. 22년 8월 중순 이후 패턴과 비슷한 상황이다.
- 변동성 지수인 VIX도 수렴패턴의 하단에 근접했다. 반등시도가 좀 더 이어지더라도 추가적인 하락, 레벨다운보다는 상승반전 가능성이 높다고 생각한다.
- 동시 다발적으로 다수의 투자심리, 리스크, 변동성 지표들이 중요 분기점, 지지선, 저항선에 근접하고 있다. 기술적 반등, Dead Cat Bounce의 마무리 국면에 진입해 있음을 시사하는 부분이다. 작은 심리적인 변화, 악재 돌출만으로도 글로벌 금융시장의 증장기 하락추세 재개될 전망이다. Risk On보다는 Risk Off 가능성을 열어놓고 대비해야 할 시점이다. * 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 18. AAI 강세-약세전망은 -43.2%p → -2.3%p 로 반등. 심리적 안도감 유입



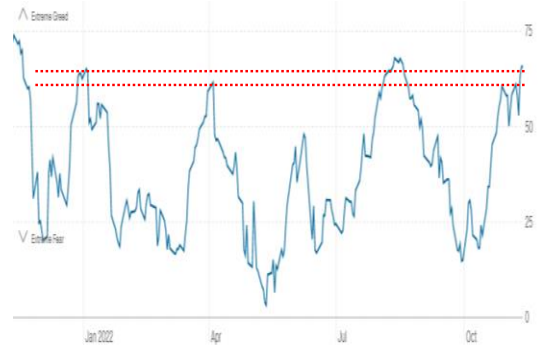
자료: AAI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 19. Fear & Greed Index 는 Extreme Fear 에서 Greed 영역으로 이동



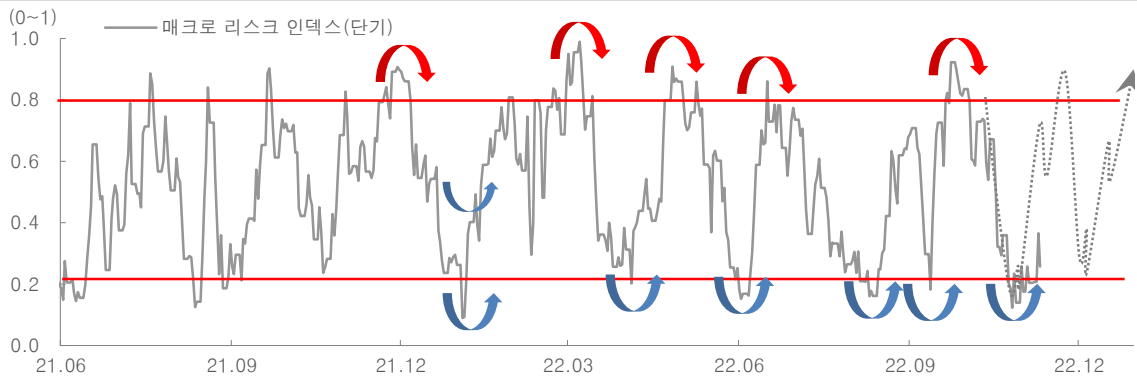
자료: CNN Money, 대신증권 Research Center

그림 20. Fear & Greed Index, 연중 최고치 수준에 근접. 심리적 변곡점에 도달 가능성



자료: CNN Money, 대신증권 Research Center

그림 21. 매크로 리스크 인덱스(단기)는 0.2 이하에서 반등. Risk Off 시그널 강화 예상



자료: Citi, Bloomberg, 대신증권 Research Center

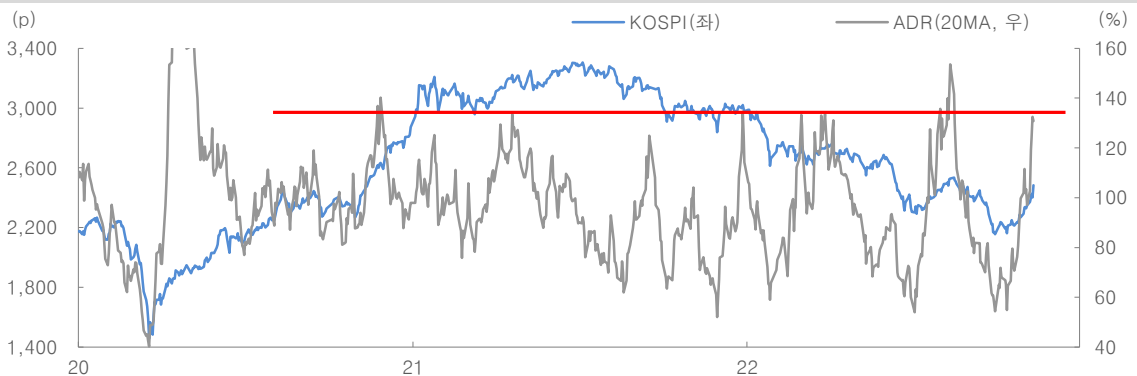
그림 22. VIX 수렴패턴의 하단에 도달. 변동성 확대 가능성 경계



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

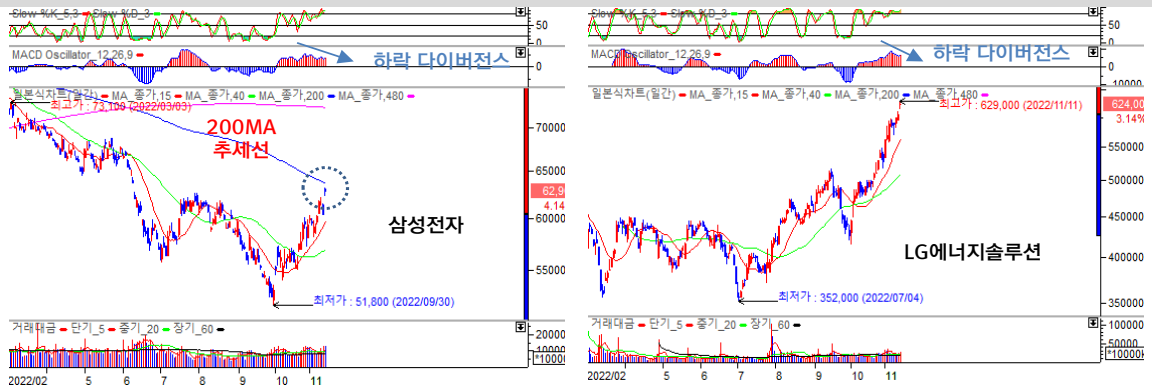
- KOSPI 내부적으로도 추가적인 반등 여력은 제한적이라는 시그널들을 곳곳에서 확인할 수 있다. 일단, ADR(20일 평균)이 단기 과열권(120%)을 넘어섰다. ADR은 등락비율(상승/하락)로 일일 상승/하락종목의 비율을 평균화한 수치이다. 통상적으로 70% 이하면 바닥권, 120% 이상이면 고점권에 근접해 있음을 보여준다. 지난주 말 KOSPI ADR(20MA)은 130%를 넘어섰다. 추가적인 반등세가 전개되더라도 순환매 국면임을 시사한다.
- 이와 더불어 저점부터 최근까지 KOSPI 반등을 주도한 업종과 대표 종목에서 이상 징후들이 감지되고 있다. 대표적으로 반도체, 2차전지를 들 수 있는데, 지난 주말 KOSPI 급등국면에서 음봉 패턴이 많았고, 주가는 고점을 높이고 있는데 반해, MACD OSC를 비롯한 다수의 기술적 지표들은 고점을 낮춰가고 있다. 반등세는 이어가고 있지만, 반등의 힘은 점차 약해지고 있고, 멀지 않은 시점에 하락반전이 가능함을 시사한다. KOSPI 주도 업종/주도주에서 반등의 힘이 약해지고 있어 KOSPI의 기술적 반등도 멀지 않아 종료될 가능성이 높다.
- 9월말 이후 KOSPI 반등에 있어 수급 주체는 외국인이었다. 외국인 투자자는 9월 29일 이후 30거래일(11월 11일까지) 동안 27거래일 순매수를 기록 중이다. 총 6.3조원을 순매수하며 KOSPI 반등을 이끌었다. 최근에는 달러 약세, 원화 강세 속에 원화가 달러보다 강세를 보이고 있다. 당분간 외국인 수급이 크게 위축될 것으로 보기는 어렵다.
- 하지만, 현물 수급의 변화를 선행하는 외국인 선물 매매는 중립 수준에서 매수/매도만 반복 중이다. 경기 불안으로 시장 방향성에 대한 의구심은 여전하지만, 업종/종목별 대응은 강화하고 있는 것이다. 7월 ~ 8월까지 누적 순매수 규모에 버금가는 매수세가 유입되었다는 점, 경기/실적 불안이 커지고 있음을 고려할 때 외국인의 차익실현 심리가 언제든 커질 수 있다.
- KOSPI 수급의 매수주체 부재가 외국인 매매의 영향력을 키우는 한편, KOSPI 하방압력 확대로 이어지는 양상이다. 6.45조 순매수 이후 2.5조 순매도 만으로도 KOSPI는 400p 이상 레벨다운되었다. 외국인 수급 전환을 꾸준히 체크해야 하는 이유이다. * 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 23. KOSPI ADR(20 일 평균)은 단기 과열권인 120%를 넘어 역사적 고점권인 140%를 향해 가는 중



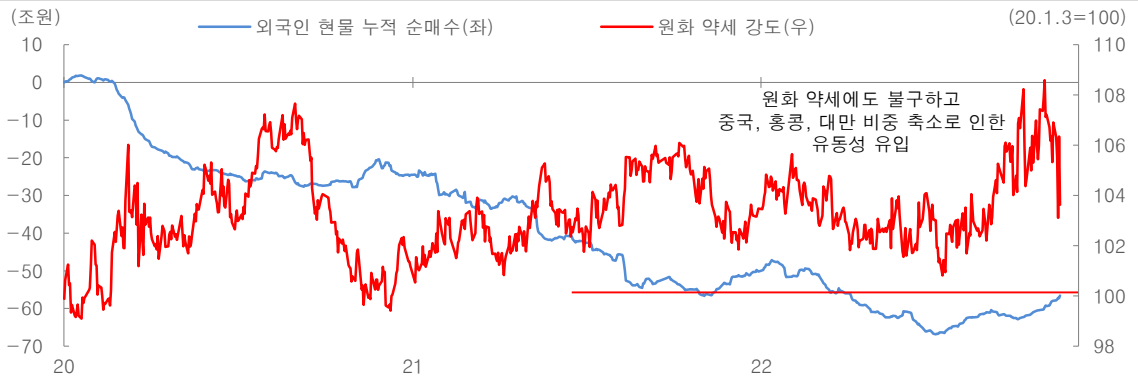
자료: 대신증권 Research Center

그림 24. KOSPI 반등을 주도해 온 반도체, 2 차전지 대표주, 거래대금 정체 속에 하락다이버전스 진행 중



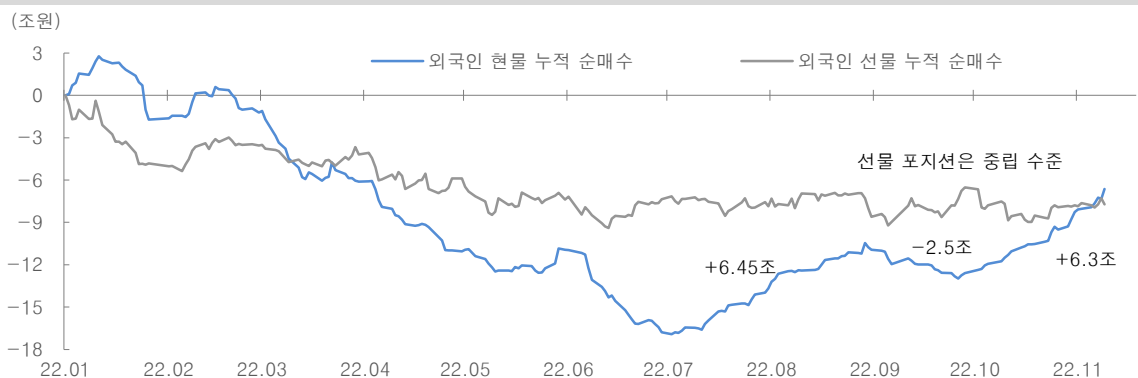
자료: 대신증권 Research Center

그림 25. 외국인 연속 순매수는 저평가 매력 - 중화권발 리밸런싱 - 원화 강세의 영향



자료: Bloomberg, FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 26. 외국인 현물 대량매수에도 불구하고 선물 포지션은 중립



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI가 2,480p마저 넘어섰다. 12개월 선행 PER은 11.61배에 달한다. 12개월 선행 EPS가 213.9원까지 레벨다운되었기 때문이다(9월말 241원). 현재 PER 수준은 21년 7월 이후 최고치이자 22년 평균의 +3표준편차 수준(11.58배)을 넘어선 것이다. 현재는 1개월 이상 반등으로 가격, 밸류에이션은 부담스러운 수준에 도달했고, 실적 개선을 기대하기는 어려운 상황이다.
- KOSPI 2,480 ~ 2,500선에서 저항력이 상당히 커질 것으로 예상된다. 동 지수대는 선행 PER 11.7배 수준이자, 200일 이동평균선이 위치한 밸류에이션 부담이 극에 달하는, 추세반전의 분기점이다. 펀더멘털은 더 악화되고 있어 추세반전, 밸류에이션 레벨업을 기대하기는 어렵다.
- 현재 KOSPI는 반등할수록 밸류에이션 부담이 가중되고, Downside Risk가 커지는 국면에 진입했다. 추격매수는 최대한 자제하고, 반등시 주식비중 축소, 현금비중 확대 의견을 유지한다.

그림 27. KOSPI 단기적으로 2,500p 돌파 시도 가능. 하지만, 밸류에이션 부담이 커지며 반등 탄력, 강도 제한적 반등시도가 이어질수록 Down Side Risk 가 커지는 구간 진입



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.
