

기대심리는 정점. 현실은 악화 중

- 글로벌 증시는 여전히 통화정책, 금리인상 컨센서스 변화에 일희일비하고 있다. 파월 연준의장의 기자회견이 다시 한 번 산타렐리 기대를 자극했다면, 지난 주 말 양호한 고용지표 결과 이후 실질 내용은 부진했다는 이유로 장 중 낙폭을 대부분 만회했다.
- 글로벌 증시는 현재 확증편향에 빠져있다고 생각한다. 1) 경기 부진은 이미 알고 있지만, 우려보다 양호할 것이고, 2) 23년 하반기 50bp 금리인하가 가능하다는 생각이다. 이 두가지 기대는 양립할 수 없다. 하지만, 현재 시장은 보고 싶은 것만을 보고, 원하는 대로 해석하고 있다.
- 파월 연준의장 발언에 금융시장이 환호한 것도 우려했던 것보다 덜 매파적이었던 안도감과 다시 한 번 연착륙은 가능하고, 23년 하반기에는 금리인하 할 수 있다는 기대감을 키웠기 때문이다. Bloomberg WIRP 기준 23년 기준금리 고점은 4.92%로 약 9bp 레벨다운되었다. 12월 FOMC 예상 기준금리 레벨은 19bp 낮아졌다. 23년 연말 기준금리 하락폭이 크다는 점에서 금리인하 기대가 다시 한 번 시장의 분위기를 뜨겁게 만들었다고 생각한다.

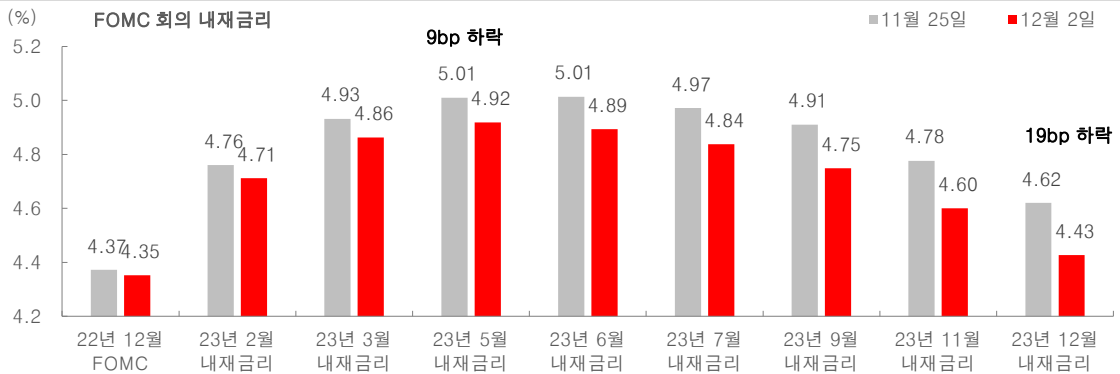
*다음 페이지에서 계속됩니다

그림 1. 파월 연준의장의 11월 30일 연설(경제전망과 고용시장, 브루킹스 연구소) 내용 요약

- 1) 금리인상 속도 조절 임박. 빠르면 12월회의가 될 수 있지만, 아직 결정된 것은 없음
- 2) 최종 금리는 9월보다 높아질 것. 인플레이션 완화의 확실한 징후가 나타날 때까지 긴축 지속
- 3) 공급 병목현상 완화로 물가는 하락할 수 있다고 생각. 가격 안정 위해 아직 갈 길이 멀다
- 4) 노동시장 과열이 식지 않는 한 긴축 완화, 금리동결을 논의할 시점은 아님
- 5) 통화정책을 너무 빨리 완화하는 것이 좋지 않다는 점을 강력히 경고
- 5) 과잉긴축은 경계. 지금까지 급격한 금리인상으로 침체를 유발하려고 하지는 않을 것
- 6) 경제활동 장기 트렌드 밑으로 느려졌고, 연착륙의 길 좁아짐
- 7) 하지만, 아직 연착륙 달성 가능하고, 그것을 위한 길이 있다고 생각하고 믿고 싶음

자료: 주요 언론, FED, 대신증권 Research Center

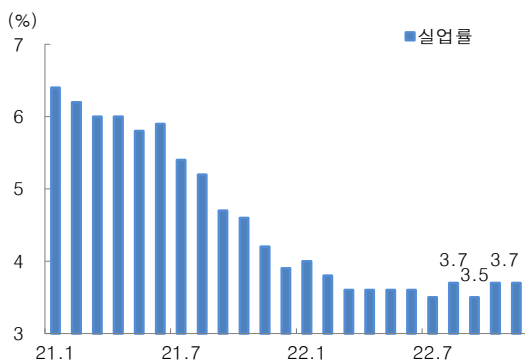
그림 2. 파월 연준의장도 피벗에 대한 기대를 경계했지만, 시장은 23년 하반기 금리인하를 기대를 키워가는 중



자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

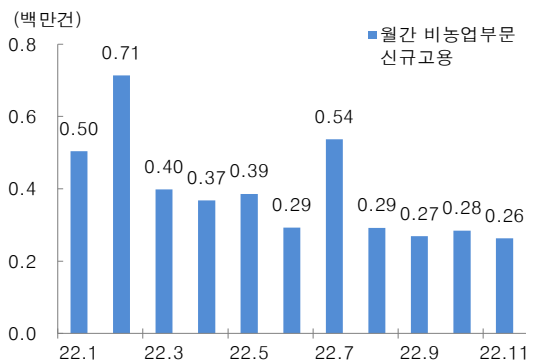
- 지난 주말 미국 11월 고용은 여전히 견조함을 보여주었다. 11월 비농업부문 일자리는 26.3만건 증가해 예상치(20만건)를 상회했다. 실업률은 3.7%로 전월과 동일했고, 노동시장 참가율은 62.2%에서 62.1%로 또 다시 0.1% 포인트 낮아졌다. 시간당 임금은 전월대비 0.55% 상승하며 10월 0.46% 상회했고, 전년대비 5.09% 상승했다(10월 4.9%).
- 실업률 정체, 신규고용 예상치 상회, 임금상승률 전월대비 상승 등의 여파로 고용지표 발표 직후에는 채권금리, 달러화 금등, 증시 급락이 전개되었다. 하지만, 이내 안정을 찾았다. 10년물 채권금리는 3.5%로 진입했고, 달러화는 다시 105p 밑으로 내려갔다. 다우지수는 플러스 반전했고, 나스닥도 낙폭을 대부분 만회했다.
- 헤드라인 지표는 좋았지만, 일부 업종/산업(레저, IT 등)에 국한된 개선세라는 해석이 반영되었기 때문이다. 다시 한 번 고용은 견조하지만, 23년 하반기 금리인하 기대를 훼손할 정도는 아니라는 투자자들의 안도가 유입되었다고 볼 수 있다.

그림 3. 미국 11월 실업률은 3.7%로 정체



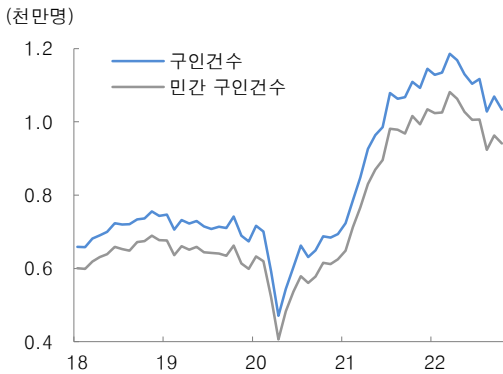
자료: 미국 노동부, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 4. 신규고용 부진은 지속. 예상(20만건)은 상회



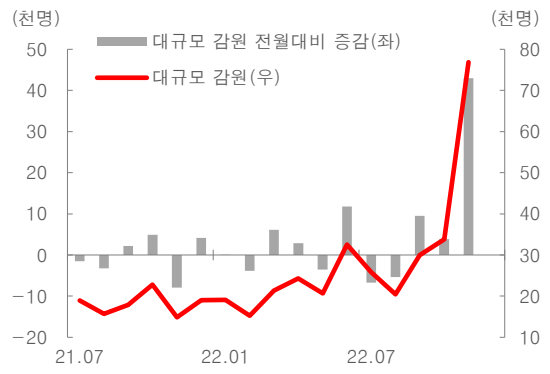
자료: 미국 노동부, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 5. 기업 구인건수는 5월 고점으로 꺾여



자료: 미국 노동부, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 6. 대규모 감원은 7.68 만명으로 급증



자료: 미국 노동부, CEIC, 대신증권 Research Center

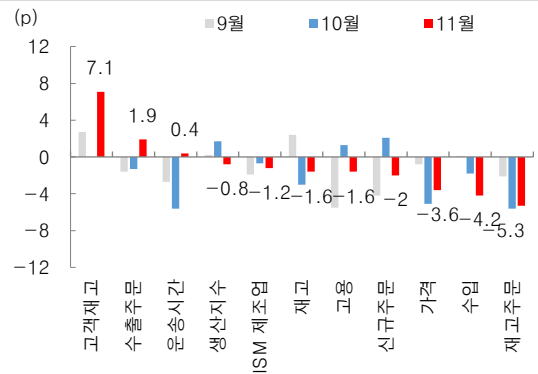
- 하지만, 곳곳에서 경기 부진이 가시화되고, 앞으로 더 안 좋아질 수 있음을 시사한다. 먼저 고용지표를 보면 기업 고용건수가 감소되고 있고, 대규모 감원은 7.68만명까지 급증했다. 금융위기, 코로나19를 제외할 경우 최고치(10만명) 수준에 근접하고 있다. 실업률 3.7%는 현재까지 안정적이고, 견고하다고 볼 수 있지만, 고용여건을 감안할 경우 상방리스크(반등)가 커지고 있다고 생각한다. 미국 11월 ISM 제조업 지수도 예상치(49.7)를 하회한 49를 기록하며 20년 5월 이후 처음으로 수축국면으로 진입했다. 채고주문, 수입, 신규주문, 고용 등이 부진한데 따른 결과였다. 전반적인 수요가 부진하고, 악화되고 있음을 보여준다. 이제 처음 수축국면으로 진입했다. 당분간 반전을 기대하기보다는 추가적인 악화, 제조업 경기 하강속도 가속화 가능성에 대비해야 할 시점이라고 생각한다.
- 글로벌 실물 경제지표 중 가장 빨리 발표되는 한국 수출을 통해서도 향후 글로벌 경기를 가늠할 수 있다. 11월 한국 수출은 519.1억 달러로 전년동월대비 14.0% 감소했다(일평균 수출 -14.0%). 대중국 수출이 6개월 연속 전년동월대비 감소(-25.5%)했고, 품목별로는 반도체(-29.8%) 수출 부진이 심화된 가운데, 석유화학도 단가 하락 영향으로 감소세를 이어갔다. 문제는 상황이 더 악화되고 있다는 점이다. 주요국(10개) 중 6개 국가에 대해 마이너스 수출 증가율을 기록했다. 6월 3개에서 두배 증가한 수치로 플러스 증가율을 기록한 나라들도 상승폭 축소 중이다. 15대(세부 17개) 주요 품목 중 전년동월대비 수출이 증가한 품목은 자동차/부품, 석유제품, 2차전지 등 5개뿐이었다. 역성장 품목 또한 7월 7개에서 11월 12개로 늘어났다. 이제 2개월째 역성장이다. 과거 수출 모멘텀이 플러스 반전하기까지 짧게는 10개월, 길게는 2년 가까운 시간이 걸렸다. 저점 통과까지도 6개월 정도의 시간이 필요했다. 한국 수출, 글로벌 경기는 이제 악화되기 시작했다는 판단이다.

그림 7. 미국 11월 ISM 제조업 지수 49로 20년 5월 이후 처음으로 수축국면 진입



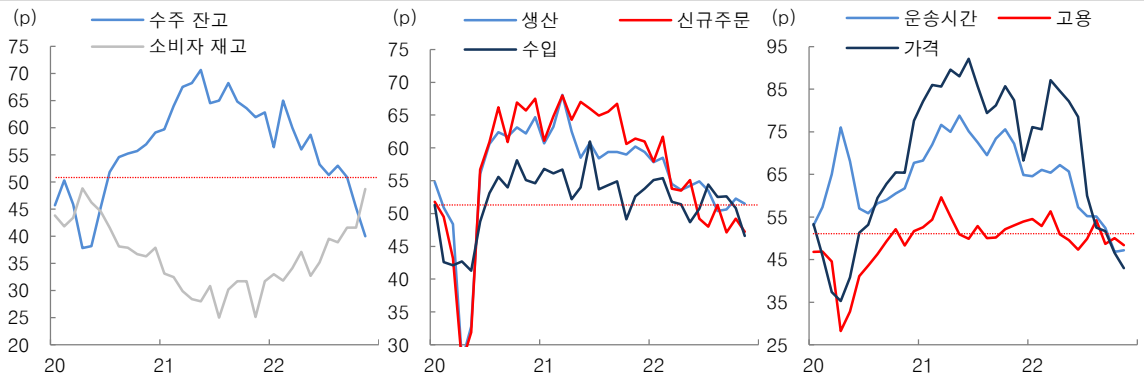
자료: ISM, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 8. 수요, 고용 부진이 제조업 경기 악화로...



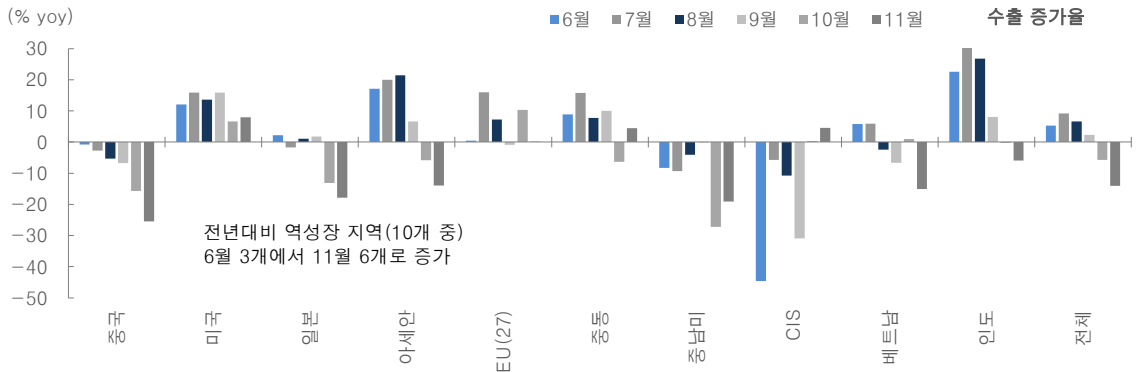
자료: ISM, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 9. 생산, 주문, 고용, 수입 등 대부분 항목들이 50 을 하회하며 수축국면으로 진입



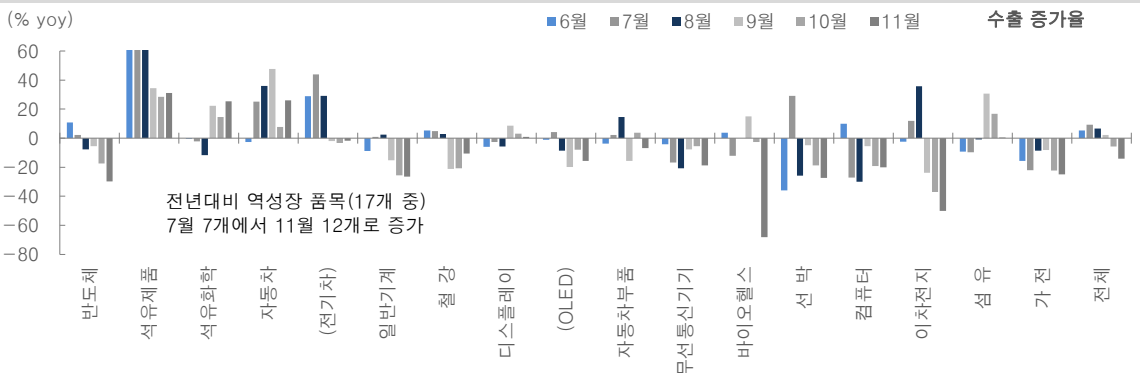
자료: ISM, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 10. 한국 수출 2개월째 감소, 감소폭 확대. 대중국 수출 역성장 확대 & 역성장 국가 증가



자료: 관세청, 산업통상자원부, CEIC, 대신증권 Research Center

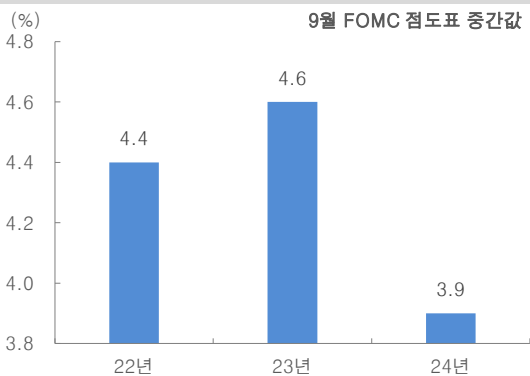
그림 11. 반도체 수출 역성장폭 확대. 수출 증가율 마이너스 업종은 7월 7개에서 11월 12개로 증가



자료: 관세청, 산업통상자원부, CEIC, 대신증권 Research Center

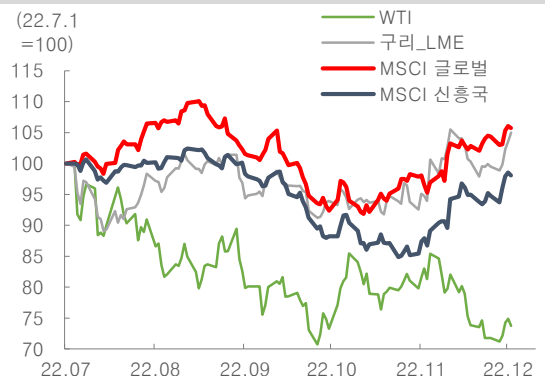
- 통상적으로는 경기가 악화되면 통화정책 완화 기대가 강해진다. 하지만, 현재 증시는 23년 하반기 50bp 금리인하 기대감을 반영 중이다. 금리인하 기대는 더 강해지기 어렵고, 글로벌 금융시장의 상승동력으로 작동되기는 쉽지 않다고 본다. 9월 FOMC에서 제시된 점도표 기준 23년과 24년 기준금리 Gap이 70bp라는 점을 간과해서는 안된다.
- 즉, 금리인하에 대한 기대는 정점에 달했다는 판단이다. 연준의 금리인상 속도조절, CPI 서프라이즈 당시 뜨거운 반응을 보였던 증시가 최근 PCE 안정, 파월 연준의장 발언 등에 대한 반응은 뜻밖이지근하다. 반등 폭도 제한적이고 단기 반등에 그치고 있다. 채권, 달러화의 추가적인 레벨다운은 금리인하 기대를 넘어 경기침체 가능성까지 반영하고 있다고 본다.
- 중국 제로코로나 정책에 대한 기대감도 너무 앞서갔다고 생각한다. 중국의 제로코로나 정책이 변곡점을 지나고 있다는 판단이다. 봉쇄, 강한 방역기조는 점차 완화될 것으로 보지만, 중국의 코로나 정책 완화는 아직 그 기준과 강도가 모호하고 코로나19 재확산에 따른 대응 방식도 일정하지 못하다는 점에 주목해야 한다.
- 지금까지 방역조치를 완화해왔던 국가들을 보면 높은 백신 접종률을 바탕으로 코로나19 정책을 완화, 방역 철폐 등으로 빠르게 전환하고 경기는 회복국면으로 진입했다. 반면, 중국의 부족한 의료 체계와 고령층의 저조한 백신 접종률을 감안하면 중국 경기의 회복과정은 전진과 후퇴의 반복일 가능성이 높다. *자세한 내용은 당사 이더은 이코노미스트의 11월 28일자 “중국 경기, 기대와 현실간의 괴리가 커지는 구간” 참조
- 글로벌 금융시장은 현재 연준의 통화정책과 중국의 코로나19 방역 완화에 대한 기대를 동시에 반영하고 있다. 하지만, 기대가 현실을 앞서가 있다는 판단이다. 기대가 크면 실망도 큰 법이다. 기대가 현실화되더라도 새로운 동력이 되기도 어렵다. KOSPI를 비롯한 글로벌 증시, 금융시장의 추세반전보다 하락변동성 확대를 경계해야 할 시점이다.

그림 12. 9월 FOMC 점도표, 23년과 24년 기준금리 Gap 70bp. 금리인하 기대, 더 강해질까?



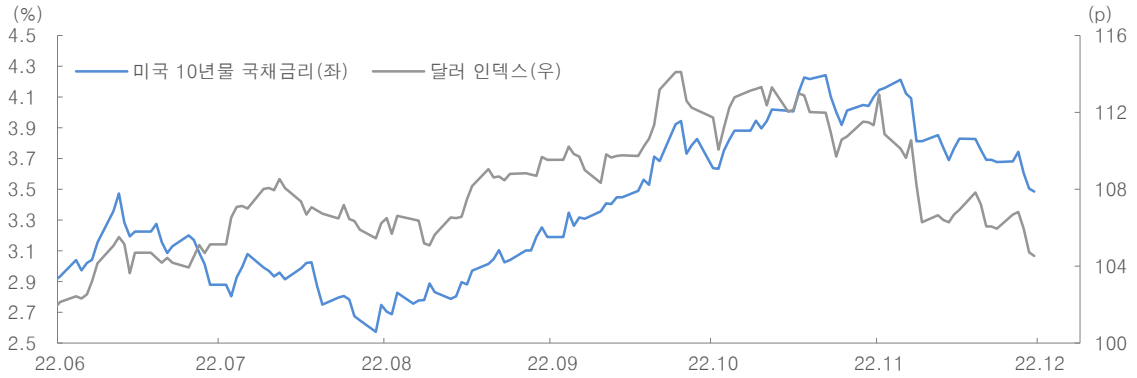
자료: FED, 대신증권 Research Center

그림 13. 글로벌 증시 고점 경신 Vs. 유가 저점권. 구리가 전 고점을 넘어설까?



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 14. 달러 인덱스, 미국채 10년물 전저점 하향이탈. 경기 악화를 선반영 중



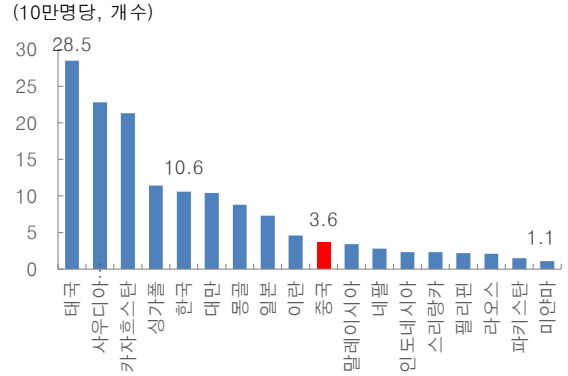
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 15. 중국 코로나 19 일일 확진자수 레벨다운. 여전히 2만명대, 사망자수 다시 100명대



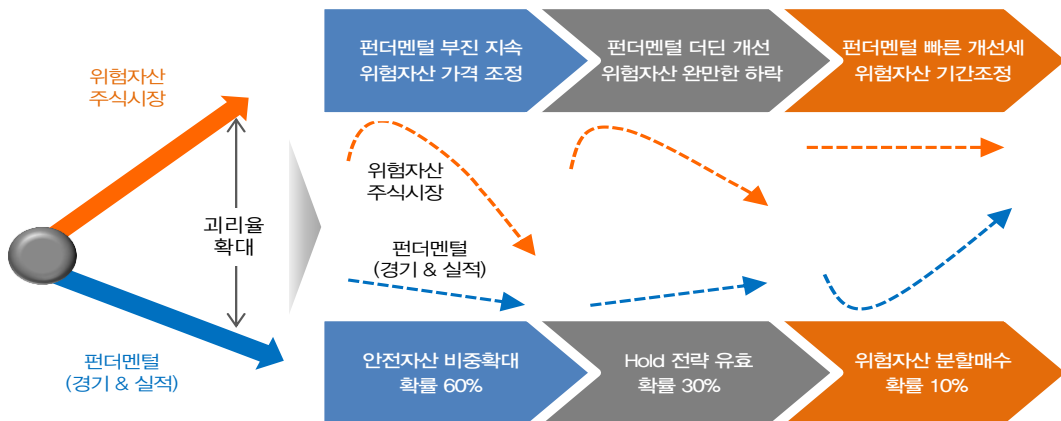
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 16. 국가별 중환자실(ICU) 병상 개수(10만명당) 부족한 중국의 의료체계



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

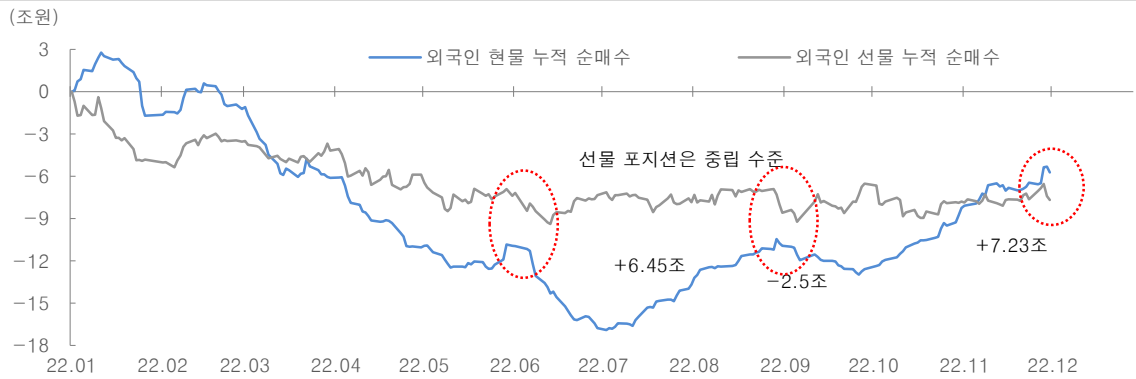
그림 17. 기대심리가 선반영된 글로벌 금융시장. 위험자산의 Downside Risk 를 경계해야 할 시점



자료: 대신증권 Research Center

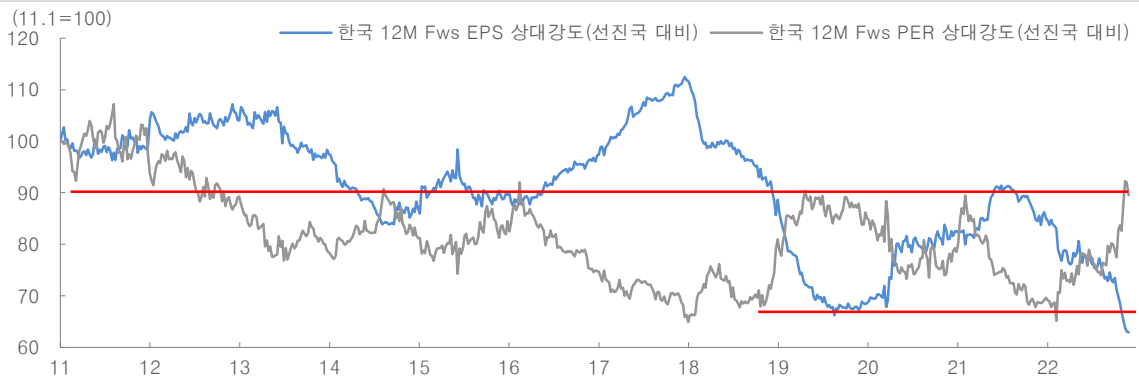
- 지난주 KOSPI는 파월 연준의장 기자회견 모멘텀과 중국 제로코로나 정책 완화 기대에도 불구하고 KOSPI 2,500선 회복에 실패, 2,430선에서 장을 마쳤다. 목요일, 금요일 이틀 동안 고점대비 70p 가까운 하락세를 기록한 것이다.
- 표면적인 이유는 외국인 매도 전환의 영향이었다. 순매수 행진 중이던 외국인은 목요일(12월 1일)에는 대외 호재에도 불구하고 336억 순매수에 그친데 이어 금요일(12월 2일)에는 4,060억원 순매도 했다. 일간 순매도 규모로는 9월 7일(4,940억원) 이후 최대이다. 그 전에는 외국인의 선물 대량매도가 있었다(12월 1일 8,617억원, 2일 2,757억원). 현물 수급의 변화를 선행하는 외국인 선물 매매패턴에서 먼저 대량 매도가 출회되었다는 점에 주목한다.
- 이러한 패턴은 6월, 9월에도 확인된 바 있다. 순매수 행진을 이어가던 외국인 투자자들이 선물 대량매도 이후 현물시장에서 차익실현 매물이 출회되었다. 필자는 7월 이후 외국인 순매수 기조를 이어가고 있다는 점에서 매집국면이 진행 중이라고 본다. 충분히 낮아진 한국 주식 비중을 점진적으로 늘려가고 있다는 생각이다.
- 하지만, 당분간 차익실현 매물에 경계감을 높여야 할 것이다. 7월 이후 외국인 순매수로 인한 반등 탄력/강도보다 제한적인 순매도로 인한 증시 충격이 컸기 때문이다. KOSPI 수급의 매수주체 부재가 외국인 매매의 영향력을 키우는 한편, 매수규모 대비 작은 차익매물 출회만으로도 KOSPI 하방압력 확대로 이어지는 양상이다. 실제로 6.45조원 순매수 한 7월 ~ 8월과 7.23조원 순매수 한 10월 ~ 11월 KOSPI는 각각 저점대비 269.7p, 366.7p 반등했다. 반면, 9월 ~ 10월 중순까지 외국인 순매도는 2.5조원에 불과했는데, KOSPI는 고점대비 411p 급락했다.
- 특히, 최근 실적 하향조정에도 불구하고 KOSPI가 급반등하면서 선진국대비 밸류에이션 2012년 이후 최고치 경신을 경신한 반면, 이익전망 상대강도는 전저점을 하향 이탈했다. 고 PER에 산다고 하더라도 실적 전망이 안정되어야 할 것이다. 외국인 투자자 입장에서는 한국 증시에서 일부라도 차익실현하려는 심리가 커질 수 있는 시점이다.
- KOSPI 2,500선은 12개월 선행 PER 11.5배 수준이자, 200일, 200주 이동평균선이 위치한 지수대로 추세반전의 중요 분기점이라고 볼 수 있다. 동 지수대를 넘어서 안정하고, 추가적인 레벨업이 전개되기에는 밸류에이션 부담을 극복하기에는 편덤네털 동력이 역부족인 상황이라고 본다.
- KOSPI 등락과정에서 눈에 띄는 부분은 반도체 업종의 상승폭 축소와 함께 2차전지, 제약/바이오 업종의 하락세이다. 기존 주도주들이 약세를 이어가는 상황에서 추세반전을 기대하기는 어렵다는 판단이다. 단기 순환매가 지속되면서 KOSPI 2,400 ~ 2,500p 박스권 등락이 지속되고 있지만, 상승의 힘은 약해지고 있음을 시사한다. 확증편향에 기대감을 더 키워가기보다는 현실을 좀 더 냉정하게 봐야 할 시점이다. * 자세한 내용은 11월 29일자 "[12월 증시 전망 및 투자전략] 당장의 체력에 비해 앞서간 주가" 참조

그림 18. 외국인 현물 매도전환, 전일 선물 대량 매도. 차익실현 매물 출회 가능성 경계



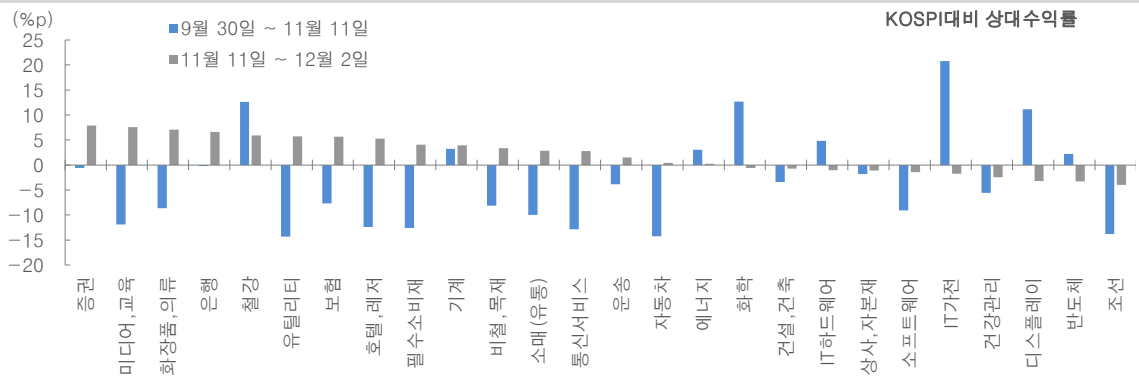
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 19. 선진국대비 KOSPI 밸류에이션 부담은 12년 이후 최고치 경신. EPS 상대강도는 가파른 하락세 진행 중



자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

그림 20. 최근 반등국면은 낙폭과대주들의 순환매 영향. 반등을 주도했던 반도체, 2차전지 하락반전



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.
