

Strategy

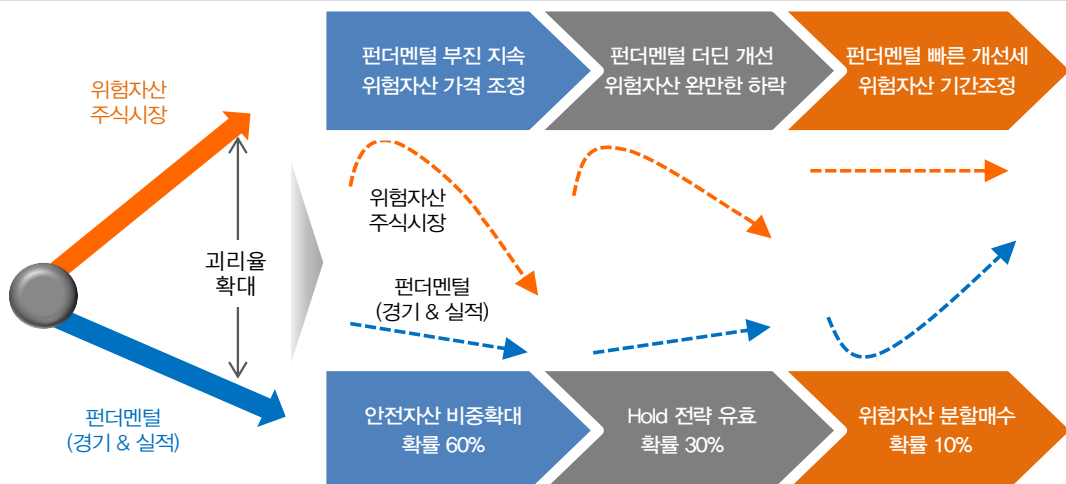
Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

기대와 현실 간 거리 좁히기. CPI, FOMC, 실물지표

- 통화정책 안도, 23년 하반기 금리인하 기대로 상승세를 이어가던 글로벌 증시가 흔들리기 시작했다. 채권금리와 달러 하락이 지속됨에도 불구하고 경기/실적 불안이 가중되었기 때문이다. 경기가 악화되면 통화정책 완화 기대가 강해지기 마련이다. 하지만, 현재 증시는 23년 하반기 50bp 금리인하 기대감 반영하고 있다. 금리인하 기대가 더 강해져, 글로벌 금융시장의 상승동력이 되기는 쉽지 않음에 따라 경기불안이 증시 변동성을 자극하기 시작한 것이다.
- 이번주 미국 11월 CPI(13일 10시 30분, 한국시간)와 12월 FOMC(15일 새벽 4시) 결과를 통해 올해 연말, 23년 연초 글로벌 금융시장 향배가 결정될 전망이다. 15일 공개되는 미국, 중국 실물지표(소매판매, 산업생산 등)들도 지난주 글로벌 금융시장, 증시를 흔들었던 경기에 대한 투자자들의 기대/우려를 다시 한 번 검증하는 계기가 될 수 있다.
- 경제지표와 FOMC 결과에 따른 등락은 감안해야 한다. 단기 낙폭과대로 인한 반등시도도 가능하다고 본다. 이는 리스크 관리 기초를 더 강화하는 기회로 활용할 필요가 있다. 경기에 대한 안도감, 금리인하에 대한 기대감은 물론, 중국 리오프닝에 대한 기대까지 과도하게 유입되었다고 판단하기 때문이다.
- 이번주를 기점으로 미국, 중국 경기에 대한 불안감이 커지는 가운데 금리인하 기대까지 후퇴할 가능성이 높다. 글로벌 금융시장의 정상화 과정이 시작될 것으로 생각한다. 주인(펀더멘털)에서 멀어질대로 멀어진 강아지(증시, 주가)가 돌아올 시간이다.

*다음 페이지에서 계속됩니다

그림 1. 기대심리가 선반영된 글로벌 금융시장. 위험자산의 Downside Risk 를 경계해야 할 시점



자료: 대신증권 Research Center

- 12월 13일 밤 10시 30분에 공개되는 11월 CPI, Core CPI는 블룸버그 컨센서스 기준 전월 대비 각각 0.3%씩(10월 0.4%, 0.3%) 상승에 그치고, 전년대비 기준으로는 7.3%, 6.0% 상승하며 10월 7.7%, 6.3%대비 또 한번의 큰 폭 둔화를 예상하고 있다.
- 하지만, 11월 CPI가 또 다시 서프라이즈 효과를 줄 가능성은 낮다고 본다. 21년 11월, 12월 유가가 60달러대였다는 점과 지난 10월 의료 서비스 비용의 급락은 보험료와 보험금의 비율 초기화 효과였다는 점을 고려할 필요가 있다. 클리브랜드 연은의 컨센서스는 CPI 7.49%, Core CPI 6.26%이다. 물가 전망에도 시장의 기대가 반영되었다고 본다.
- 물가가 예상에 부합하더라도 금리인하 기대를 더 키워가기 어려운 상황이다. 물가 하락의 원인이 10월과 유사하게 중고차, 의류, 의료서비스 등 수요 관련된 항목이라면 물가 안정 = 경기 부진/악화로 귀결될 가능성을 경계해야 한다. 글로벌 증시, 금융시장에 경기변수가 유입되기 시작함에 따라 물가 하락의 원인도 주목해야 할 것이다.

그림 2. 11월 CPI 둔화세 지속. 둔화 폭은 제한적

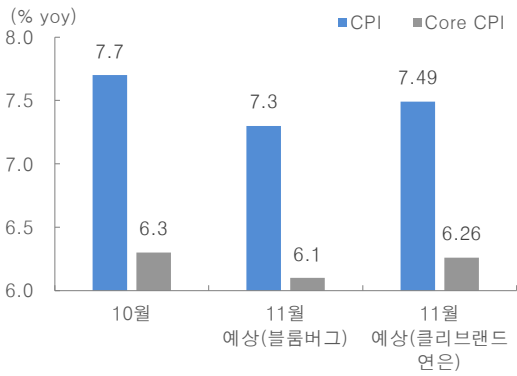
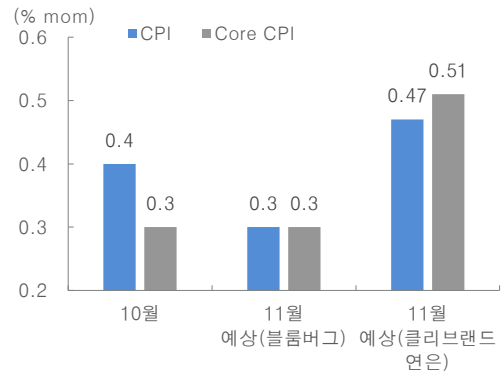
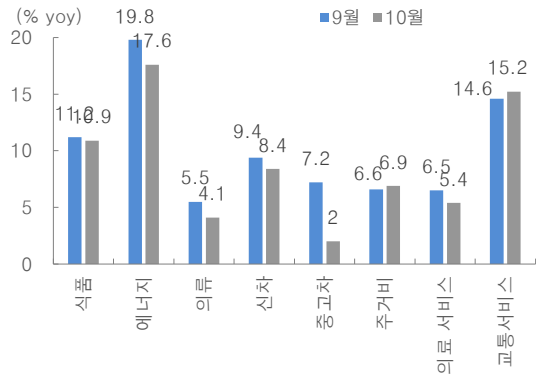
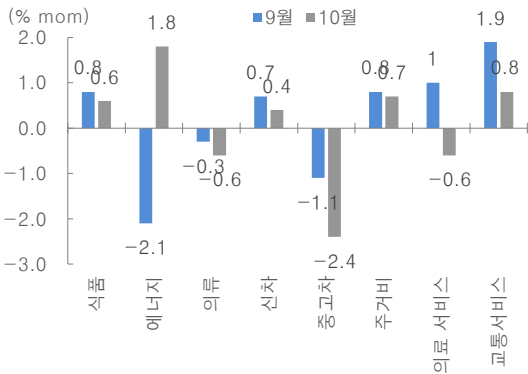


그림 3. 11월 CPI에도 시장의 기대가 녹아있어...



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

그림 4. 10월 CPI 서프라이즈는 수요 둔화, 약화(의류, 중고차)와 의료 서비스의 일시적인 효과 영향

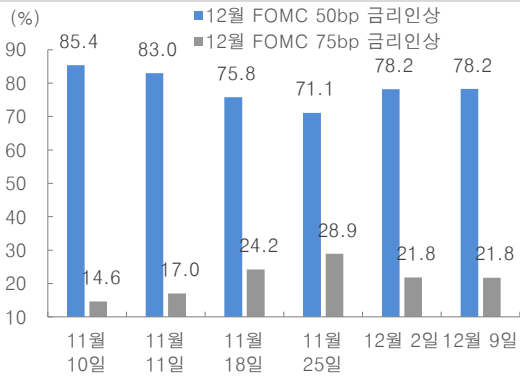


자료: 미국 노동부, CEIC, 대신증권 Research Center

자료: 미국 노동부, CEIC, 대신증권 Research Center

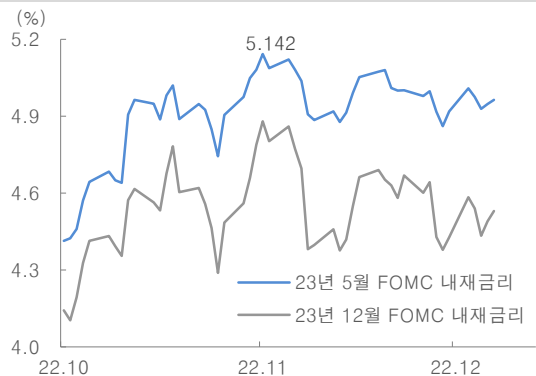
- 15일 새벽 4시(한국 시간)에 12월 FOMC 결과가 공개된다. 최근 글로벌 금융시장 안정, 증시 반등의 주된 동력이었던 금리인하 기대 유지/강화 혹은 약화 여부를 가늠할 수 있을 것이다. 다음 FOMC가 23년 2월(2일, 한국시간)로 예정되어 있어 연말, 연초 시장의 중요 변곡점이 될 가능성이 높다.
- 일단, 12월 FOMC 금리인상 폭은 50bp로 기정사실화된 상황이다. 11월 FOMC에서 금리인상 속도조절을 공식화했고, 파월 연준의장 또한 12월 50bp 금리인상 가능성을 시사한 바 있기 때문이다. 이미 예상된 이슈에 대한 시장 반응은 제한적일 전망이다.
- 12월 FOMC에서 주목해야 할 부분은 점도표이다. 이미 23년 점도표 상향조정을 예고한 상황이다. 23년 금리인상 레벨이 5.2%를 상회하는지 여부에 주목한다. 11월 FOMC 이후 시장은 23년 5.14% 금리인상까지 일정부분 선반영했다. 따라서 5.2% 밑에서 23년 점도표가 형성될 경우 금융시장과 증시에 미치는 영향력은 크지 않을 가능성이 높다.
- 이와 함께 24년 점도표 변화에 집중해야 한다. 23년보다 24년 점도표 상향조정 폭이 커, 9월에 70bp였던 23년과 24년 점도표 Gap이 50bp 이내로 좁혀질 경우 23년 하반기 금리인하 기대는 빠르게 후퇴할 수 밖에 없다. 이 경우 글로벌 금융시장과 주식시장은 22년 연말, 23년 연초까지 경기불안과 금리인하 기대 후퇴라는 이중고에 시달릴 것이다.
- 파월 연준의장을 비롯한 대부분 연준 위원들은 금리인상 속도 조절을 지지하면서도 피벗에 대한 경계심리, 불편함을 피력해왔다. 12월 FOMC는 글로벌 금융시장에 매파적인 스탠스로 인식될 전망이다. 여전히 금리인상 사이클이 진행 중이며, 시장에 팽배한 금리인하 기대는 과도하다는 시그널을 눈으로 확인하는 계기라고 생각한다.

그림 5. 12월 50bp 금리인상 기정사실화



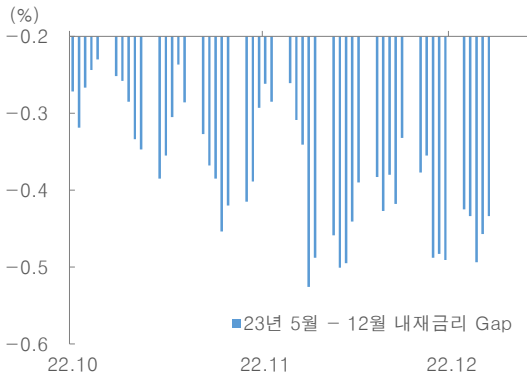
자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

그림 6. 23년 5.14% 금리 인상은 일정부분 선반영



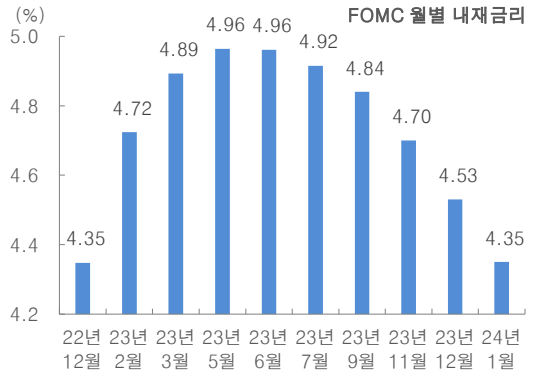
자료: Bloomberg WRP, 대신증권 Research Center

그림 7. 문제는 23년 하반기 50bp 금리인하 기대



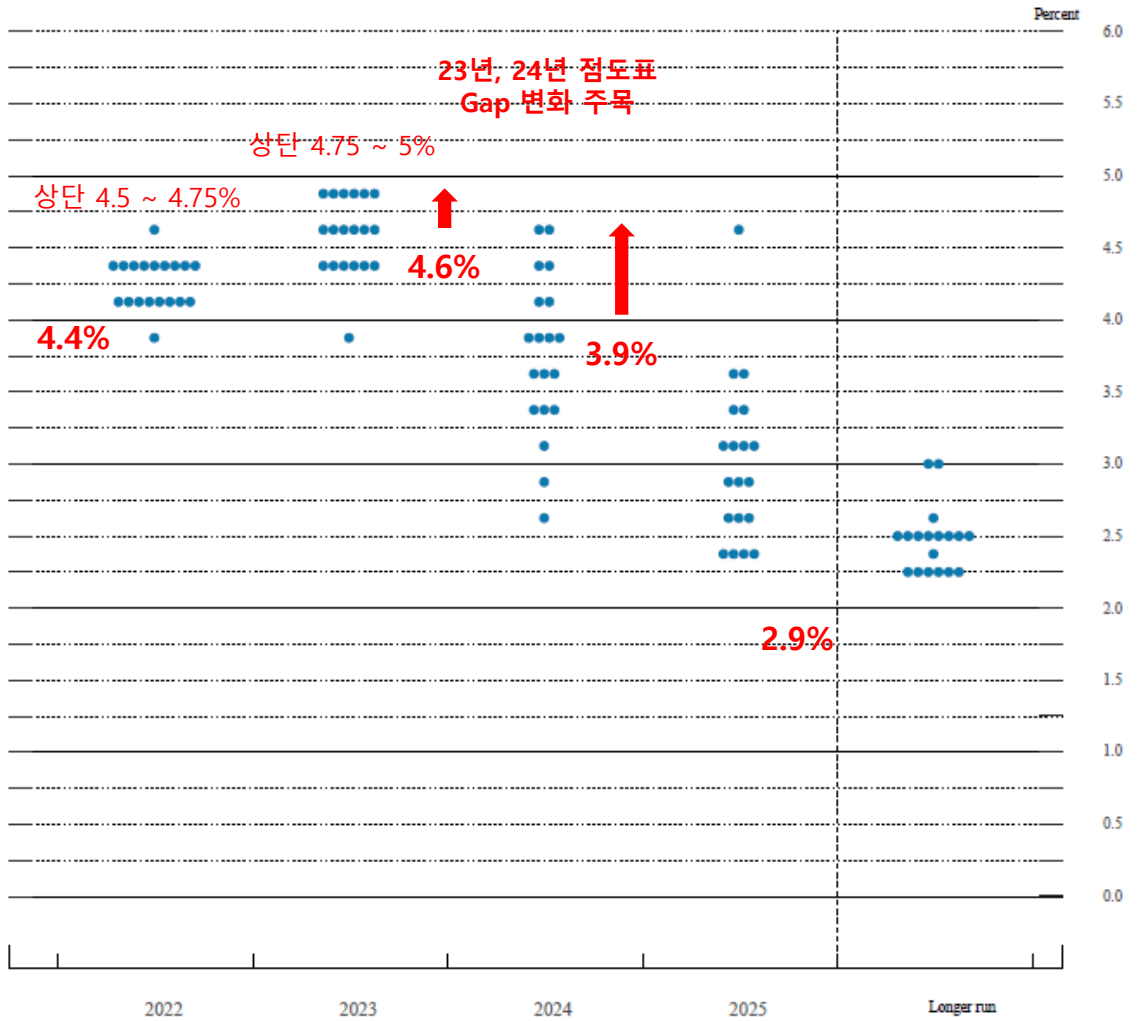
자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

그림 8. 24년 1월까지는 60bp 금리인하 기대 중



자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

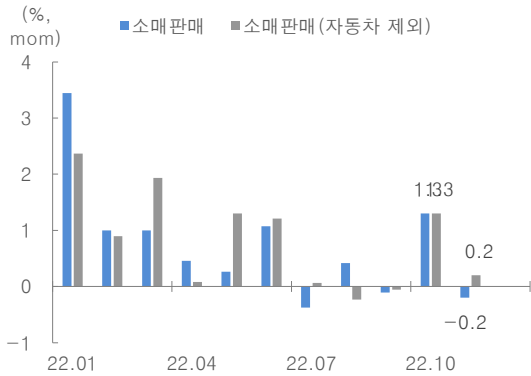
그림 9. 9월 점도표에서 금리인하 기대의 빌미를 제공한 연준(23년 - 24년 기준금리 Gap 70bp) 12월 점도표를 통해 23년 하반기 금리인하 기대를 제어하려 할 가능성 높아



자료: FRB, 대신증권 Research Center

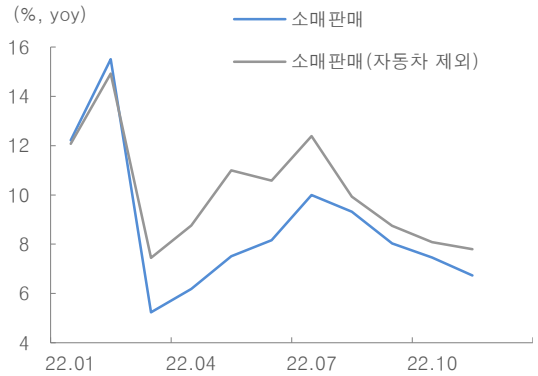
- 미국 11월 CPI와 12월 FOMC 외에도 다음주에는 미국, 중국 실물지표 발표가 대기 중이다. 15일 밤 10시 30분과 11시 15분에는 미국 11월 소매판매, 산업생산 발표가 예정되어 있다.
- 미국 11월 소매판매는 전월대비 -0.2%로 10월 1.3%대비 큰 폭 둔화되며 마이너스 반전이 예상된다. 소비 정점 통과, 소비 모멘텀 둔화 우려 확대 가능성 높은 상황이다. 11월, 12월 증시 반등에 일정부분 도움을 주었던 연말 소비시즌에 대한 기대가 실망감으로 전환되면서 미국 경기에 대한 불안심리는 더욱 가중될 것으로 예상된다.
- 미국 11월 산업생산은 전월대비 0.1%로 플러스 반전이 예상된다(10월 -0.1%). 8월 이후 0%를 기준으로 플러스/마이너스를 반복 중이다. 산업생산 전년대비 변화율은 둔화세를 이어가며 2%대로 진입하고, 제조업 가동률은 79.8%로 2개월 연속 하락 할 것으로 컨센서스가 형성 중이다. ISM 제조업 수축국면 진입에 이어 제조업 경기 악화가 현실화될 전망이다.

그림 10. 미국 11월 소매판매 전월대비 증가율 마이너스 반전 예상



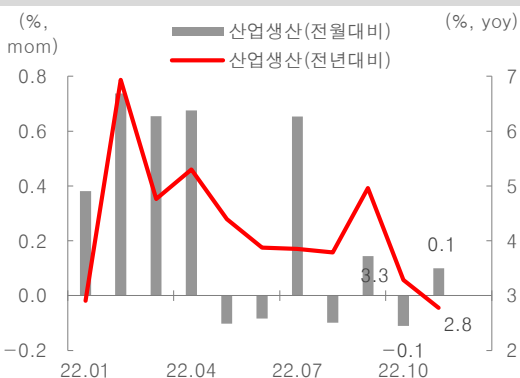
자료: US Census Bureau, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 11. 소매판매 전년대비 변화율은 둔화 지속



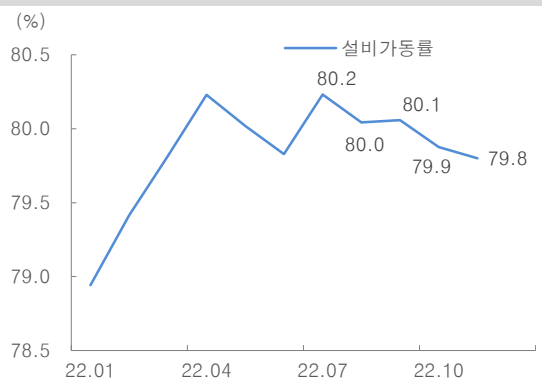
자료: US Census Bureau, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 12. 산업생산 전월대비 변화율 포함수준에서 등락 반복. 전년대비 변화율은 가파른 둔화



자료: BEA, CEIC, 대신증권 Research Center

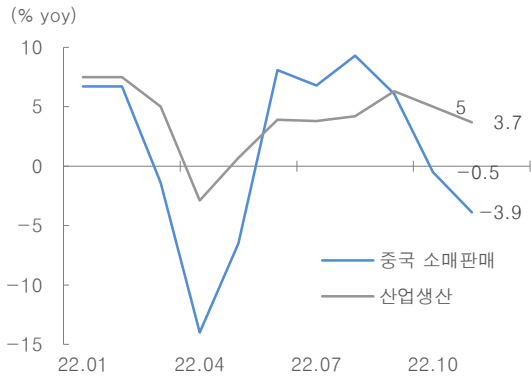
그림 13. 제조업 설비 가동률은 2개월 연속 하락



자료: BEA, CEIC, 대신증권 Research Center

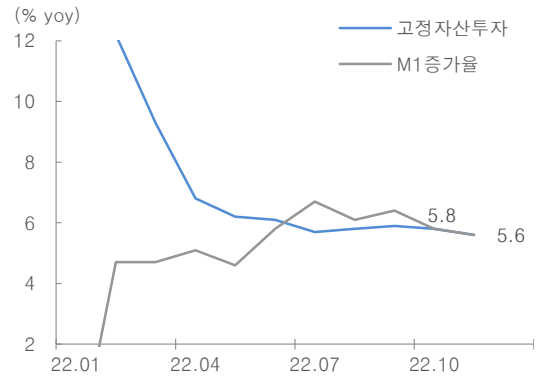
- 15일 오전 11시에는 중국 11월 광공업생산, 소매판매, 고정자산 투자가 공개된다. 전반적인 모멘텀 둔화, 약화를 확인할 것이다.
- 중국 11월 소매판매는 전년대비 -3.9%로 10월 -0.5%에서 역성장 폭이 확대되고, 중국 11월 광공업생산은 전년대비 3.7%로 10월 5%대비 큰 폭 둔화가 예상된다. 중국 11월 고정자산투자도 전년대비(연간 누적) 5.6%로 10월 5.8%대비 둔화세를 이어간다.
- 중국 위드코로나 - 경기회복 기대가 크게 후퇴할 수 밖에 없을 것이다. 다소 과도했던 기대감이 정상화되는 것을 넘어 실망감이 유입될 가능성을 경계해야 한다. 최근 중국 제로코로나 정책 완화가 가시화되면서 글로벌 증시, 금융시장에는 중국 위드코로나 전환, 이로 인한 경기회복 기대까지 유입되었기 때문이다. 중국 소비관련주는 물론, 외환시장에도 상당한 변동성을 야기할 것으로 예상된다.

그림 14. 중국 소매판매 역성장 폭 확대(전년대비) 산업생산도 둔화세 뚜렷



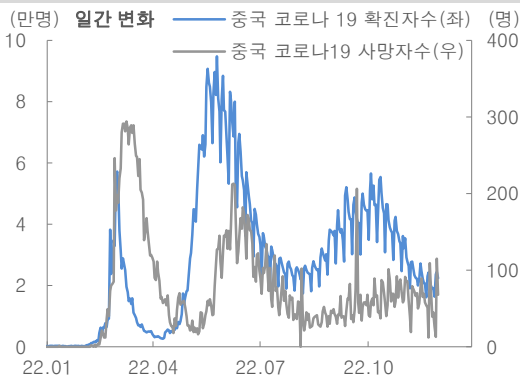
자료: 중국 국가통계국, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 15. 유동성 모멘텀 / 투자 둔화세 지속, 정책 효과가 유입되기까지 시차가 존재



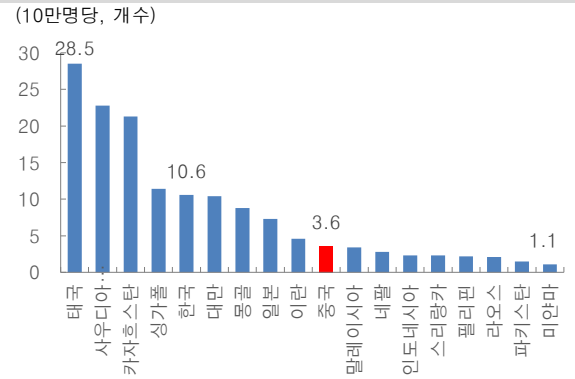
자료: 중국 국가통계국, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 16. 중국 코로나 19 일일 확진자수 레벨다운, 여전히 2만명대, 사망자수 다시 100명대



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 17. 국가별 중환자실(ICU) 병상 개수(10만명당) 부족한 중국의 의료체계



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

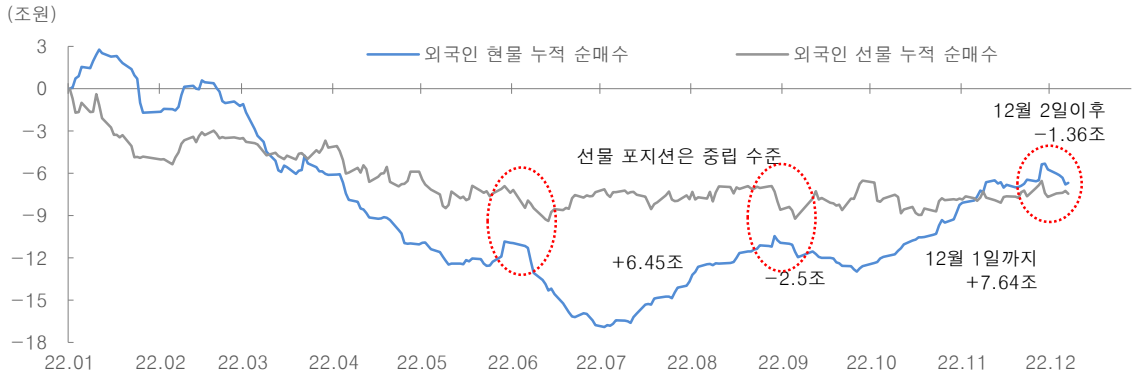
- 이번주를 기점으로 그동안 채권금리, 달러 레벨다운, 증시 레벨업의 동력이 약해지거나 반작용이 유발될 가능성이 높다. 물가 서프라이즈는 제한적인 가운데 23년 하반기 금리인하 기대가 후퇴하고, 미국, 중국 실물지표 부진/악화는 연말 소비시즌, 중국 위드코로나 발 경기 회복기대가 꺾일 수 있기 때문이다.
- 이 경우 최근 1,300원선을 하회하기도 했던 원/달러 환율의 반등이 불가피하다. 수출 모멘텀 약화가 뚜렷하고 추가적으로 더 안 좋아질 가능성이 높은 상황에서 미국, 중국 경기와 금리인하 기대가 동시에 후퇴한다면 전고점(1,444원) 돌파시도도 가능해 보인다.
- 당분간 외국인 차익실현 매물 압력에 대한 경계감을 한층 높여야 한다. 최근 한국은 글로벌, 선진국대비 실적 매력 약화와 밸류에이션 부담 가중되는 상황이었는데, 여기에 원화 약세 압력까지 가세할 수 있기 때문이다. 매수주체가 부재한 상황에서 외국인 매도는 KOSPI 변동성을 증폭시킬 수 있다.
- 글로벌 금융시장의 Risk On 유지/강화와 중국발 모멘텀 기대의 최대 수혜를 받은 나라 중 하나가 한국이라고 생각한다. Risk Off 시그널이 커지는 가운데 기대했던 미국과 중국의 경기 회복, 미국의 금리인하 기대가 후퇴할 경우 KOSPI 충격 또한 여타 나라들보다 클 것이다. 특히, 이 과정에서 나타날 채권금리, 달러 반등은 원화 약세 압력을 높이고, 중국 위드코로나, 경기회복 기대 약화는 달러 대비 위안화, 원화를 더욱 약하게 만들 수 있다.
- 지난주 KOSPI는 외국인 투자자들의 9,570억원 순매도(주간 누적)만으로도 힘없이 무너졌다(2,400선 하향이탈). KOSPI 하락 변동성에 대비하는 전략을 강화해야 할 시점이다. 단기 반등이 전개되더라도 지금까지의 기대가 더 커지기는 어렵다고 본다. 기대가 현실과의 괴리를 좁히는 과정이 험난할 것으로 예상된다. 기대가 크면 실망도 큰 법이다.

그림 18. 미국 경기불안 + 금리인하 기대 후퇴 + 중국 위드코로나 기대 약화 = 원/달러 환율 반등



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 19. 외국인 현물 매도전환, 차익실현 매물 출회 강화 가능성 경계



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 20. KOSPI 추세반전에 실패(2,500 선에서 급락 반전). Risk Off & 변동성 확대 가능성에 대비 할 때



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.
