

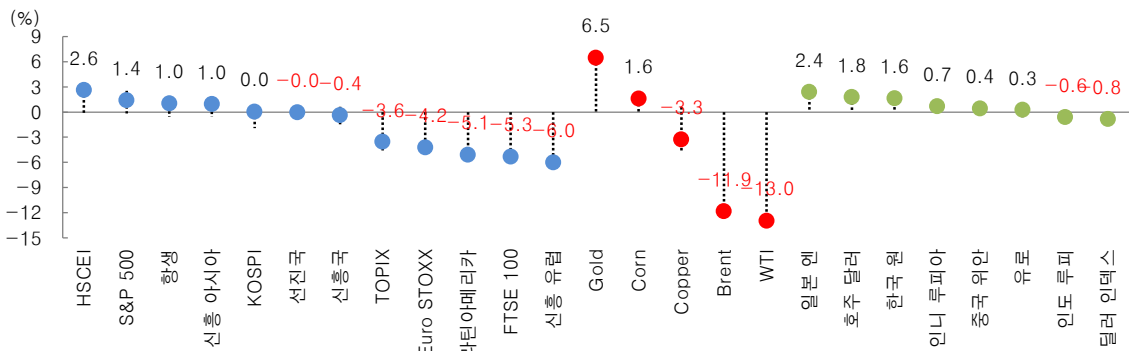
Strategy

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

3월 FOMC, FED의 선택은? 난수표가 된 시나리오

- 고강도 긴축으로 인한 후폭풍이 만만치 않다. 미국 SVB 파산에 이어 유럽 크레딧 스위스 이슈가 수면 위로 부상했다. 경기 부진 시그널도 곳곳에서 감지되고 있다.
- 미국 2월 소매판매는 전월대비 0.4% 감소하며 1월 +3.2%에서 마이너스 반전했다. 예상치 -0.3%를 하회한 수치이다. 3월 뉴욕 제조업지수는 -24.6으로 2월 -5.8 대비 큰 폭으로 레벨다운되었다. 신규실업수당 청구건수도 20.5만건으로 전주 21.2만건보다 감소했지만, 시장 컨센서스 19.2만건 상회했다. 지난 주말 공개된 3월 미시간대 소비자신뢰지수도 63.4를 기록하며 2월 67(예상치 67)대비 하락했다. 1년 기대인플레이션은 2월 4.1%에서 3.8%로 레벨다운되었다. 하지만, 미국, 유럽에서 취약한 금융기관들의 파산 리스크가 수면 위로 부상한 것은 물론, 경기불안도 가시화되고 있다는 점이 글로벌 금융시장에는 부담이 되고 있다.
- 그럼에도 불구하고 글로벌 증시는 상대적으로 견조한 흐름을 보이고 있다. 중국 경제지표 개선과 함께 미국을 비롯한 유럽 주요국 정부와 중앙은행 차원에서 위기를 봉합하고, 확산을 제어하기 위한 노력이 가시화되고 있기 때문이다. 정부와 중앙은행의 취약 은행 지원정책 발표, 유동성 공급 조치 등이 발빠르게 진행 중이다.
- 이로 인해 이번 금융권 불안이 시장 전반의 시스템 리스크로 확산될 가능성은 낮다고 판단한다. 하지만, 최근 정부와 중앙은행의 조치들을 유동성 모멘텀 강화, QE로 해석하는 한편, 통화정책 전환점이 될 것이라는 기대는 과도하다는 판단이다. 실제로 이러한 기대감은 채권금리 급락으로 이어졌다. 그리고 Bloomberg WIRP 기준금리 컨센서스에서는 23년 상반기 고점 이후 24년 1월까지 100bp 이상 금리 인하 기대가 반영되고 있다. *다음 페이지에서 계속됩니다

그림 1. SVB 파산, CS 리스크에도 불구하고 글로벌 증시(유럽 제외)는 반등시도 중

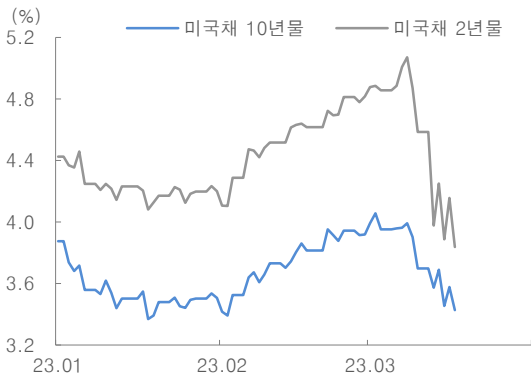


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 일각에서는 지난주 FED 자산이 2,970억달러 증가를 연준의 통화정책 전환, 유동성 공급, 양적완화(QE)로 해석하며 금융시장에 장밋빛 전망을 내놓고 있다. 하지만, 이는 사실이 아니다.
- 지난주 FED 자산 증가는 1) 재할인 창구를 통한 유동성 공급(1,528억달러), 2) 새로 신설된 BTFP 대출 증가(119억달러), 3) 미국 연방예금 보험공사의 긴급 동원 자금(1,428억달러)의 영향이다. 즉, 위기 진화를 위한 자금지원, 대출이 증가한 것이다. 반면, 연준의 QT는 착실히 진행 중이다. 지난주에도 연준의 유가증권 자산은 83.21억달러 줄어 들었다.
- QE는 실제 금융기관들이 보유한 유가증권들을 매입함으로써 시장에 유동성을 직접적으로 공급하는 것이다. SVB 사태로 증가한 연준의 자산은 은행의 유동성과 안정성을 높이기 위한 조치로, 경기부양, 금융시장 회복을 위한 유동성 공급이 아니다. 이러한 시장의 과도한 통화정책, 유동성에 대한 기대는 3월 FOMC를 앞두고 시장 판단을 흐리게 하고 있다.

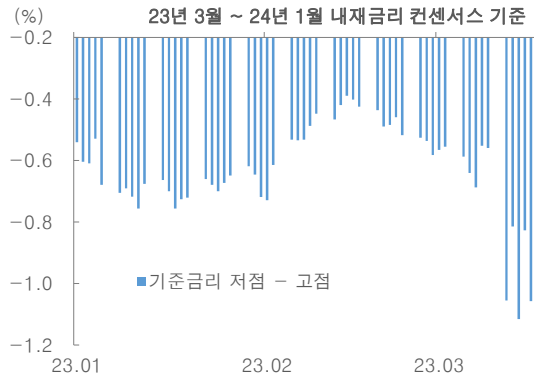
*다음 페이지에서 계속됩니다

그림 2. 채권금리 급락, 2년물은 연중 저점 하회



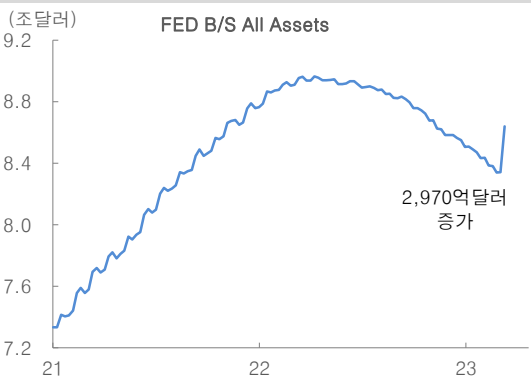
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 3. SVB 사태 이후 100bp 금리인하 기대 유입



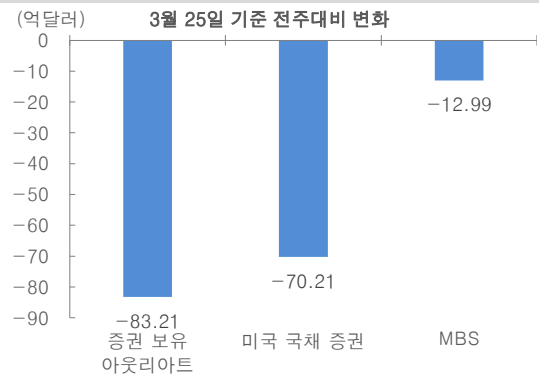
자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

그림 4. FED 총 자산 한 주 동안 2,970 억달러 증가



자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 5. QT 는 진행 중. FED 자산 증가는 금융권 불안 진정을 위한 일시적 유동성 공급

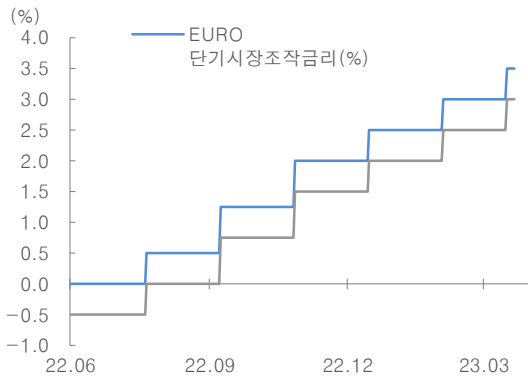


자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 22일(현지시간, 한국시간 23일 새벽 3시) 3월 FOMC 결과가 공개된다. FED의 스탠스를 예상하기 전에 지난주 16일에 있었던 ECB 결과를 확인할 필요가 있다. 연준도 ECB와 유사한 스탠스를 취할 가능성이 높다고 본다.
- ECB는 금융 시스템 우려에도 불구하고 빅스텝 강행(3번 연속)했다. ECB는 금리인상 결정과 함께 금융 안정을 위해 필요한 모든 대응을 할 준비가 됐다고 강조했다. 금융시스템 안정을 위한 노력과 물가 안정을 위한 정책 경로는 별개로 하겠다는 의미이다. 크리스틴 라가르드 ECB 총재는 기자회견에서 “은행권은 2008년 글로벌 금융위기 당시보다 훨씬 강한 상태”라며 크레딧 스위스(CS) 위기설 등에 대해서 시장의 불안심리를 진정시키고자 했다. 이와 함께 ECB는 23년, 24년, 25년 물가 상승률 전망치를 각각 5.3%, 2.9%, 2.1%로 하향조정했다. 인플레이션 억제 의지를 피력하는 가운데 24년 중에는 통화정책 부담 완화 가능성을 내비쳤다.

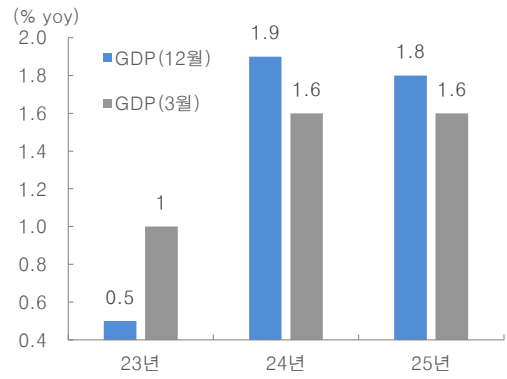
*다음 페이지에서 계속됩니다

그림 6. CS 위기에도 불구하고 ECB는 3월 통화정책회의에서 50bp 금리인상 결정



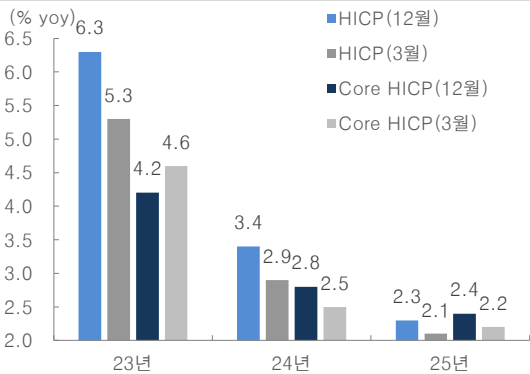
자료: ECB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 7. ECB 23년 GDP 성장을 전망 상향조정. 24년, 25년은 하향조정



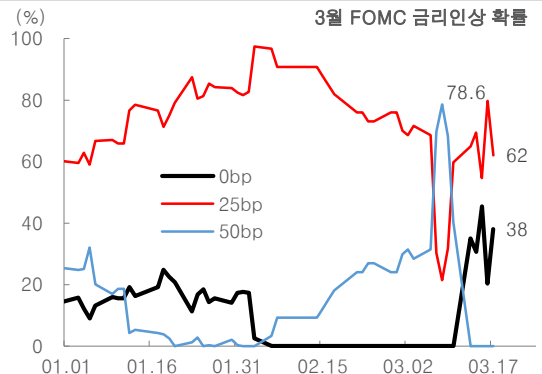
자료: ECB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 8. ECB 물가 전망은 24년 HICP 2%대 진입 가능성 시사



자료: ECB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

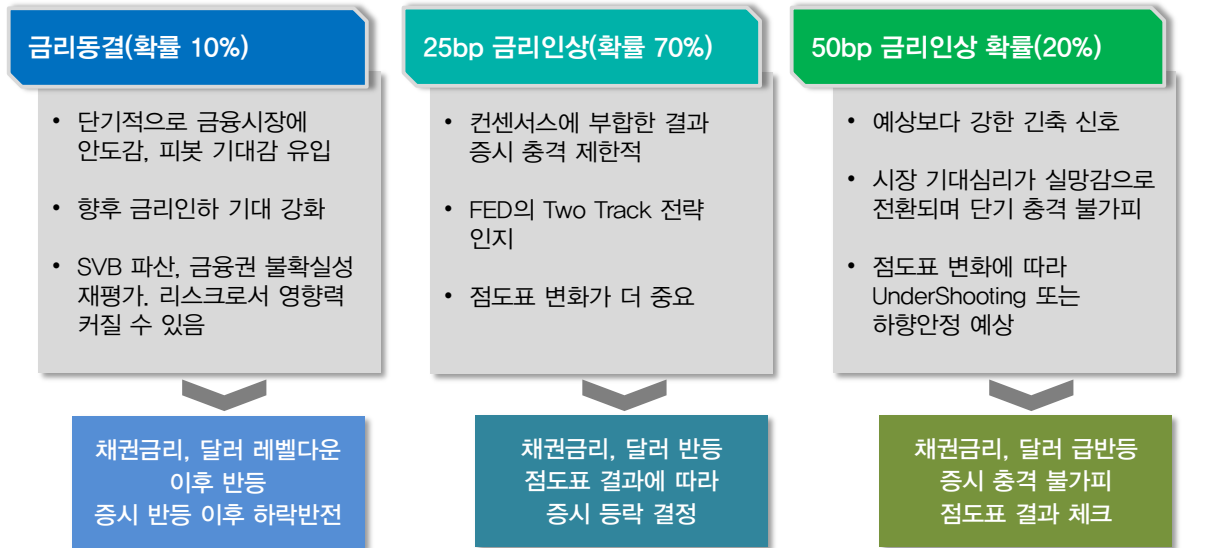
그림 9. 3월 FOMC 25bp 금리인상 확률 62%. 금리동결 기대도 38%에 달해



자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

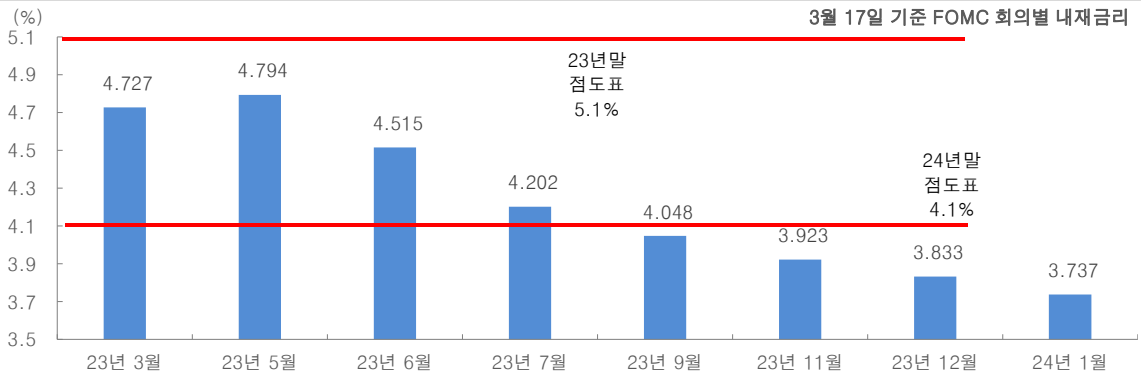
- 3월 FOMC에서 키포인트는 세 가지라고 본다. 1) 3월 기준금리 결정, 2) 23년 점도표 변화와 3) 24년, 25년 금리인하 폭에 주목한다. 경제전망과 QT에 대해서는 큰 변화가 없을 것으로 보인다. SVB 사태에도 QT를 이어갔고, ECB도 자산매입프로그램(APP) 자산규모감축(23.3~6월, 월 평균 €150억 축소)을 유지했기 때문이다.
- 우선, 필자와 당사 이코노미스트(이다은 연구원), 채권 애널리스트(공동락 연구원)는 연준의 추가 금리인상 기조가 3월에도 지속될 것으로 예상한다. 다만, 통화긴축에 따른 시장 균열 조짐이 가시화된 상황에서 25bp 인상 가능성이 높다고 본다. 이 경우 실질적으로 글로벌 금융시장에 가하는 충격은 제한적일 것이다. 다만, FED의 금융안정과 물가안정이라는 Two Track 전략을 인지하면서 금리동결 가능성을 높게 보고, 통화정책 전환을 기대했던 투자심리에는 부정적일 것으로 예상한다.
- 확률은 낮다고 생각하지만, 금리 동결 이후 통화정책 전환을 공식화한다면 증시에는 호재일까? 필자는 단기적인 안도심리는 가능하지만, 더 큰 리스크가 수면 위로 부상하는 계기가 될 수 있다고 본다. 물가 안정이라는 중앙은행의 목표이자, 책무를 포기한다는 의미이고, SVB 사태가 생각보다 심각하고, 확산될 수 있음을 인정하는 셈이기 때문이다. 이 경우 FED의 정책 신뢰도는 추락하고, 취약은행에서의뱅크런, 금융불안의 확산이 현실화될 수 있다.
- FED가 50bp 금리인상을 결정할 경우 증시 충격은 불가피하다. 이 경우 점도표 변화가 중요해진다. 추가적인 금리인상 폭과 강도에 따라 향후 증시 방향성일 결정될 것이다.
- 3월 FOMC에서 금리인상 폭만큼, 아니면 더 중요한 것은 점도표 변화라고 본다. 문제는 연준의 스탠스와 시장 기대 간의 괴리가 커졌다는데 있다. 이는 언젠든 글로벌 금융시장의 변동성을 자극할 수 있다.
- SVB사태와 CS 위기 고조 여파로 Bloomberg WIRP 기준(3월 17일) 기준금리 고점은 4.794%로 추가 금리인상은 제한적일 것으로 컨센서스가 형성 중이다. 게다가 23년 12월, 24년 1월 기준금리 예상은 각각 3.833%, 3.737%로 고점대비 100bp 이상 금리인하를 기대한다.
- 12월 FOMC에서 공개된 23년 점도표는 5.1%이다. 현재 투자자들은 23년 점도표가 5.1%에서 최소 0.3%p, 최대 1.3%p 하향조정되기를 기대하는 상황이라고 볼 수 있다. 3월 FOMC에서 관건은 연준의 점도표 변화가 시장 기대를 충족시켜줄 수 있을지 여부이다. 기준금리 결정에 이어 점도표 변화까지 확인해야하는 난수표와 같은 3월 FOMC 이후 증시 전망은 시나리오 분석이 유효하다고 본다. *다음 페이지에서 계속됩니다

그림 10. 3월 FOMC에서 기준금리 결정에 따른 예상 시나리오. 25bp 금리인상 예상
 기준금리 결정보다 더 중요한 것은 점도표 변화



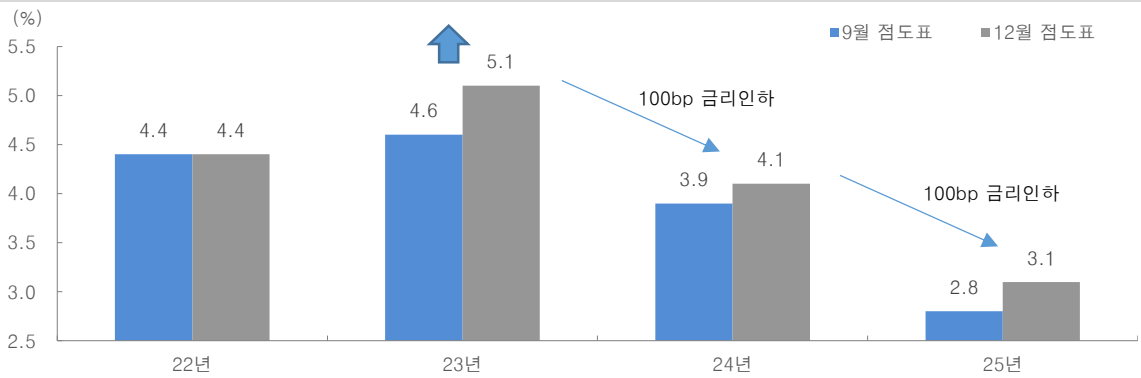
자료: 대신증권 Research Center

그림 11. 시장은 최소 0.3%p 정도의 점도표 하향조정을 기대하고 있어...



자료: Bloomberg WRP, 대신증권 Research Center

그림 12. 23년 점도표 변화와 24년, 25년 금리인하 폭(12월 100bp) 변화 여부가 중요

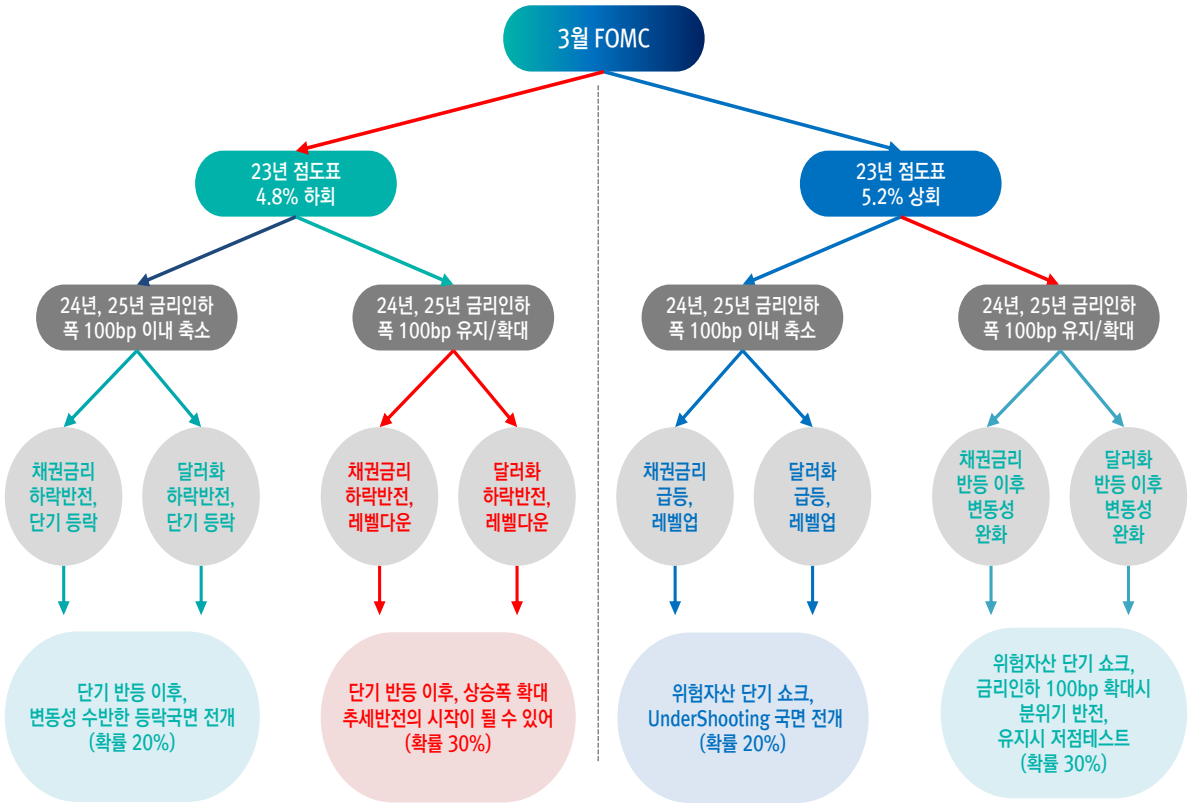


자료: FED, 대신증권 Research Center

- 1) 점도표가 유지되거나 소폭이라도 상향조정될 경우 시장의 기대가 실망감으로 전환되고, 추가적인 금리인상으로 인한 금융시스템 불안 우려가 증폭될 것이다. 이 경우 글로벌 금융시장 변동성 확대, 채권금리와 달러 반등, 증시 UnderShooting 가능성을 염두에 두어야 한다.
- 2) 만약 점도표가 하향조정될 경우 단기적으로 투자심리가 진정되겠지만, 최근 불거진 금융권 파산에 대한 심각성이 대두되면서 강한 상승추세를 전개해 나가기도 한계가 있을 것이다.
- 한편, 24년, 25년 금리인하 폭도 관건이다. 100bp를 유지하거나 확대할 경우 멀지않은 시점에 통화정책 전환, 금리인하 가시화될 가능성이 높아짐에 따라 증시에는 우호적일 전망이다. 23년 점도표 변화에 따라 단기 충격이 있더라도 회복력을 기대할 수 있다. 반면, 24년, 25년 금리인하 폭이 축소될 경우 금리인하 기대가 후퇴하면서 채권금리, 달러 상승압력 확대, 주식 시장 레벨다운, UnderShooting 강화를 예상된다. 최악의 사니리오라고 보지만, 가능성은 낮다.

*다음 페이지에서 계속됩니다

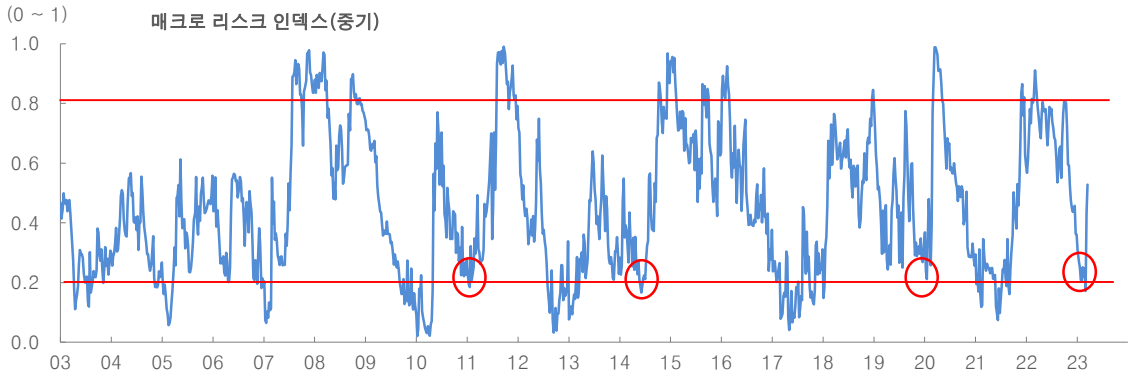
그림 13. 1) 23년 점도표 소폭 하향조정, 24년, 25년 금리인하 100bp 유지 : 등락 이후 반등시도 예상
 2) 23년 점도표 상향조정시 24년, 25년 금리인하 폭에 따라 단기 충격 이후 반등 시점/강도 변화
 3) 23년 점도표 4.8% 하회시 반등 전개. 반등강도는 24년, 25년 금리인하 폭에 따라 달라질 것



자료: 대신증권 Research Center

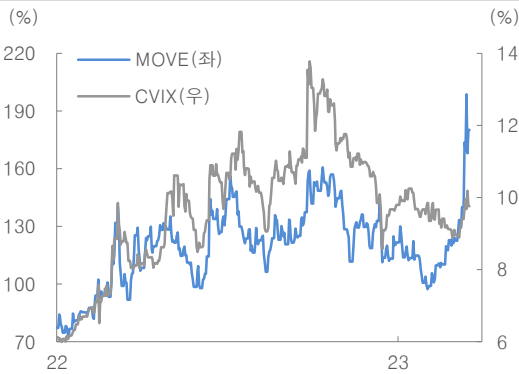
- 노랜딩까지 기대했던 글로벌 금융시장에 큰 균열이 가해졌다. 고강도 긴축으로 인한 금융권 리스크가 가시화되었고, 경제지표도 부진한 흐름을 보이고 있다. 기대심리가 실망감으로 전환되고, 이 과정에서 또다른 기대심리(QE, 금리인하 등)가 가세하면서 투자심리는 하루하루 급변하고, 글로벌 금융시장은 금등락을 반복하고 있다. 연준의 기준금리 컨센서스도 하루에 40bp씩 급변하는 상황이다.
- 위기에 대응하는 정책적 노력과 함께 ECB의 적절한 대응과 물가전망 하향조정으로 일단 한숨을 돌린 상황이라 하겠다. 그렇다고 안심하기는 이르다는 판단이다.
- 이번주 FED의 금리인상 폭, 경제성장률, 물가전망과 점도표 변화에 따라 언제든 흔들릴 수 있다고 생각한다. 특히, 유동성 긴급지원을 QE로 해석하고, 조기 금리인상 종료, 금리동결이라는 투자자들의 기대를 연준이 어떻게 컨트롤할지가 관건이다.
- 이러한 글로벌 금융시장의 금등락 속에 지난주 KOSPI는 +0.05% 수익률도 선방했다. 금등락은 있었지만, 보험권에서 장을 마쳤다. 이 과정에서 외국인 매도는 지속되었다. 지난주 5거래일 중 3거래일 동안 매도했고, 누적 매도규모는 7,042억원이었다. 여전히 높은 KOSPI 밸류에이션 부담과 달러대비 원화의 상대적 약세 영향으로 보인다.
- FED의 결정과 이후 시장 반응을 확인하고, 외국인 투자자들의 스탠스를 보고 대응해도 늦지 않다는 판단이다. 3월 FOMC 이후 통화정책 측면에서는 점차 완화될 것으로 예상하지만, 시장의 기대와 현실, 연준의 스탠스 간의 괴리를 좁히는 시간이 필요하다. 3월 FOMC 전후 비중 확대 기회를 포착하되 변동성이 커지고, 외국인 매도도 강화되는 만큼 서두르기보다 좀 더 여유를 가지는 것이 유리할 것으로 생각한다.

그림 14. 중기 매크로 리스크 인덱스, 0.18 에서 0.528 로 레벨업. Risk Off 시그널 강화 가능성



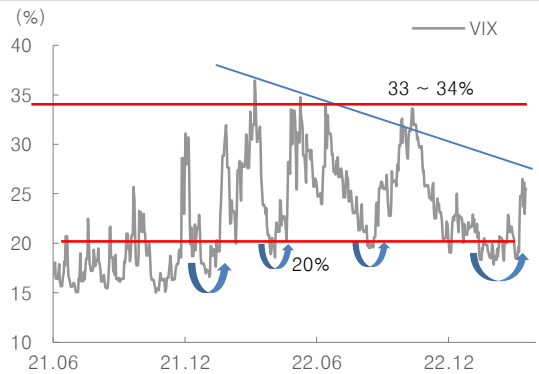
자료: Citi, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 15. MOVE(채권변동성) 급등에 이어 CVIX(외환변동성)도 강한 반등세 진행 중



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 16. 20% 이하에서 등락을 반복하던 VIX 도 급반등세로 전환



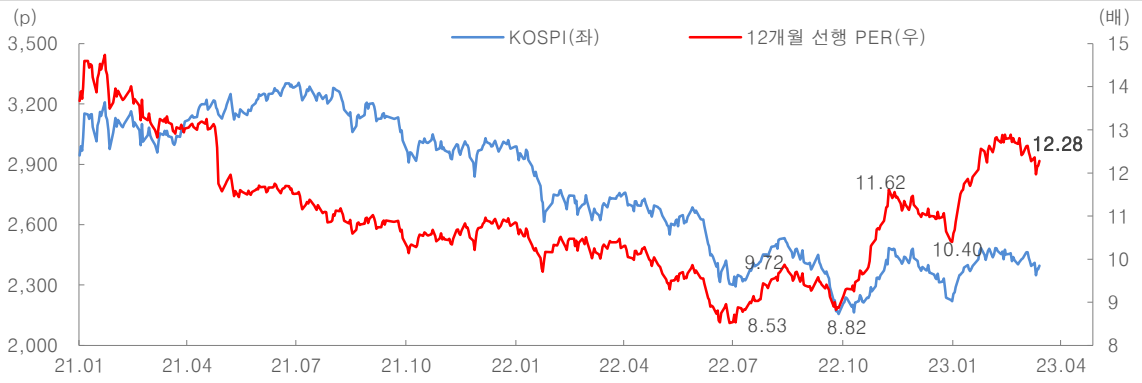
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 17. KOSPI 는 건조한 흐름을 보였지만, 외국인 매도는 지속/강화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 18. KOSPI 2,400 선 하회. 하지만, 12개월 선행 PER은 여전히 12 배를 상회하고 있어



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해 관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 입력이나 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.
