

Strategy

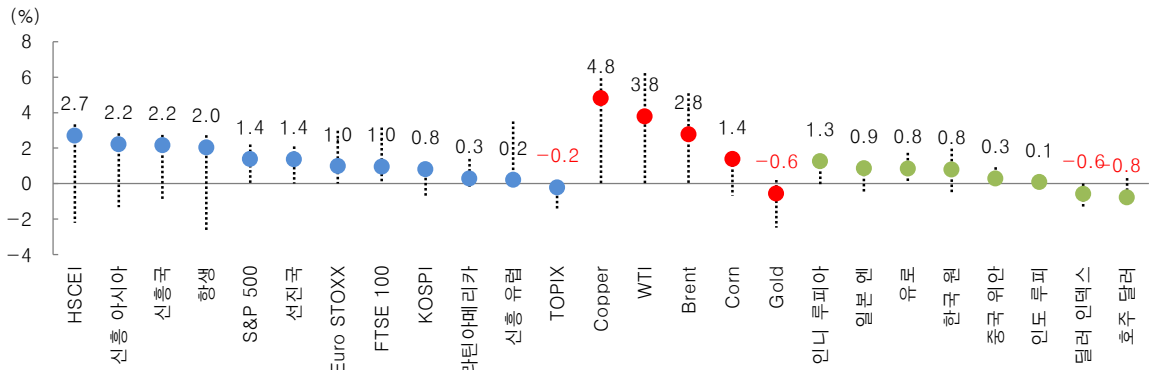
Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

아직 매수전략에 신중해야 하는 이유

- 3월 FOMC 결과는 필자의 전망에 대부분 부합했다. 25bp 금리인상을 했고, 점도표는 유지되었다(24년은 0.2%p 상향조정). 은행권 불안도 시스템 리스크와 선을 그었고, 적극적으로 대응하겠지만, QT는 지속될 것임을 확인했다. ECB와 마찬가지로 FED도 Two Track 전략을 선택한 것이다. 연준의 입장에서는 최선의 결정이라고 본다.
- 그러나 시장 반응은 예상과 달랐다. 3월 FOMC 결정 당일, 파월 연준의장의 “연내 금리인상은 없다”는 발언과 옐런 재무장관의 “모든 은행 예금을 보호하는 포괄적 보험과 관련해 어떤 것도 논의하거나 고려한 바가 없다”(상원 세출위원회 금융소위 청문회)는 발언에 주식시장이 급락반전하기도 했지만, 이내 빠른 회복력을 보였다. 지난 한 주 동안 변동성은 있었지만, 중화권 증시와 신흥국, 미국 증시를 중심으로 강세를 기록한 것이다. 원자재 시장에서도 경기에 민감한 구리, 원유 등의 급반등세가 전개되었다.
- 중화권 증시는 중국의 반도체 산업 지원(세제혜택 + 보조금), 6G 산업 육성, 농촌 지역 신재생에너지 보급 확대 등의 영향이 훈풍을 불러왔다고 본다. 반면, 미국, 유럽 등 선진국 증시는 최근 은행권 불안과 긴축 지속에도 불구하고 당초 예상과는 달리 분위기 반전에 성공했다.
- 필자는 3월 FOMC 점도표를 확인한 이후에는 시장의 금리인하 기대가 후퇴하면서 증시 변동성 확대를 예상했다. 하지만 시장의 금리인하 기대는 더 강해졌다. 글로벌 은행권 유동성 위기가 끝나지 않고, 현재 진행형이기 때문이다. 미국 SVB 사태, CS 위기에 이어 도이치방크가 제2의 CS로 지목되면서 CDS가 급등하고 있고, 미국 중소형 은행에서 뱅크런(SVB 파산 1주일 동안 128조원)이 여전한 상황이다.

* 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 1. 미국/유럽 금융불안 지속, 미국 25bp 금리인상에도 불구하고 달러 약세, 채권금리 레벨다운으로 위험자산 강세

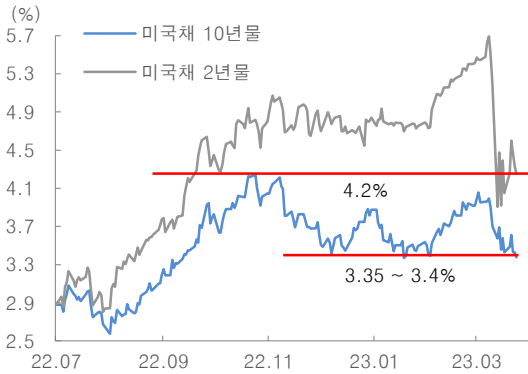


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 아이러니하게도 위기에 대한 경계심리가 통화정책을 거치며 금융시장에 호재로 반영되고 있다. 투자자들은 은행권 위기를 빌미로 더 완화적인 통화정책을 기대하고 있다. 그 결과 미국 채 10년물, 달러화는 올해 저점권까지 레벨다운되었고, 글로벌 증시는 2주 연속 반등 중이다.
- 3월 FOMC 이후 긍정적인 분위기 변화에 이제 편승, 적극적인 매수전략을 펼쳐나가야 할까? 3월 전망을 통해 “조정시! 비중확대 전략으로 전환”을 제시했지만, 아직까지는 매수전략에 신중해야 한다고 본다. 1) 미국 채권, 달러, 글로벌 증시가 중요 분기점에 도달한 상황에서 2) 금리인하에 대한 시장의 기대가 여전히 과도하기 때문이다. 3) 금리인하가 현실화되기까지 선행되는 급격한 경기침체, 금융권 유동성/시스템 위기는 금융시장의 등락에서 배제되어 있다.
- 긍정적인 기대만을 반영해 온 시장이 Bad is Bad, Good is Bad 국면으로 전환 가능성을 경계한다. 당분간 달러, 국채금리 반등, 증시 변동성 확대를 예상한다. KOSPI 2,300p 초반, 그 이하에서 매수기회가 올 것으로 본다. 과유불급(過猶不及)을 다시 한 번 되뇌어 볼 필요가 있다.

* 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 2. 중요 저점권에 진입한 미국채 금리



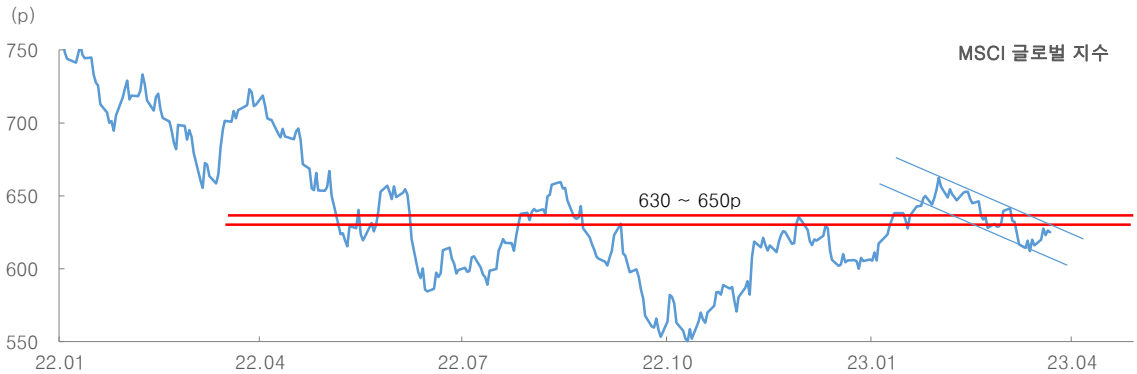
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 3. 장 중 저점 통과 가능성 높은 달러 인덱스



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 4. 글로벌 증시 여전히 하락추세 진행 중. 하락추세대 상단, 중요 저항대에 근접



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 연준은 3월 FOMC에서 23년 연말 기준금리가 5.1%(중위값 기준)에 달할 것이라는 점도표를 공개했다. 점도표 상단은 12월 5.5 ~ 5.75%에서 5.75 ~ 6%로 높아졌다. 5.5% 이상 기준금리를 전망하는 연준 위원의 숫자는 12월 2명에서 4명으로 늘어났다. 23년 중 최소한 25bp 추가 금리인상이 가능함을 보여주는 한편, 경제상황과 금융여건에 따라 변할 수 있지만, 물가 안정이 확인되기 전까지 금리인상 사이클을 이어가겠다는 연준의 스탠스를 확인할 수 있다.
- 2024년 이후 기준금리 인하 전망은 유효하다. 물가가 2%대로 진입할 경우 기준금리를 중립 수준으로 정상화하겠다는 연준의 의지가 여전함을 알 수 있다. 하지만, 24년말 기준금리 전망은 12월 4.1%에서 4.3%로 상향조정 되었다. 물가 안정이 쉽지 않음에 따라 금리인하 폭을 100bp에서 80bp로 축소했다고 본다. 한편, 시장에 팽배한 23년 하반기 금리인하 기대를 제어하기 위한 변화로도 추정된다. 파월 연준의장은 기자회견에서 수차례 “연내 금리인하는 없다”고 강조했다.
- 하지만, 투자자들은 연준의 점도표 상으로도 금리인상이 한 반 밖에 남지 않은 상황에서 금융권 불안이 지속된다는 가정에서 급격한 금리인하를 기대하는 중이다. FED Watch 기준 5월, 6월 금리동결 이후 7월부터 대부분의 FOMC 회의 때마다 금리인하할 것이라는 컨센서스가 형성되어 있다. 연준이 제시한 24년 연말 점도표는 4.3%이지만, 시장은 기준금리가 24년 9월에 이미 2.75 ~ 3.00%까지 레벨다운 될 것으로 기대하는 중이다.
- Bloomberg WIRP 기준(3월 24일) 기준금리 고점은 4.858%로 추가 금리인상은 제한적일 것으로 컨센서스가 형성되어 있다. 게다가 23년 12월, 24년 1월 기준금리 예상은 각각 3.911%, 3.733%로 고점대비 90 ~ 110bp 이상 금리인하를 기대한다.

* 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 5. 시장 참여자들은 23년 5월, 6월 금리동결 이후 매 회의 마다 금리인하를 기대하는 중

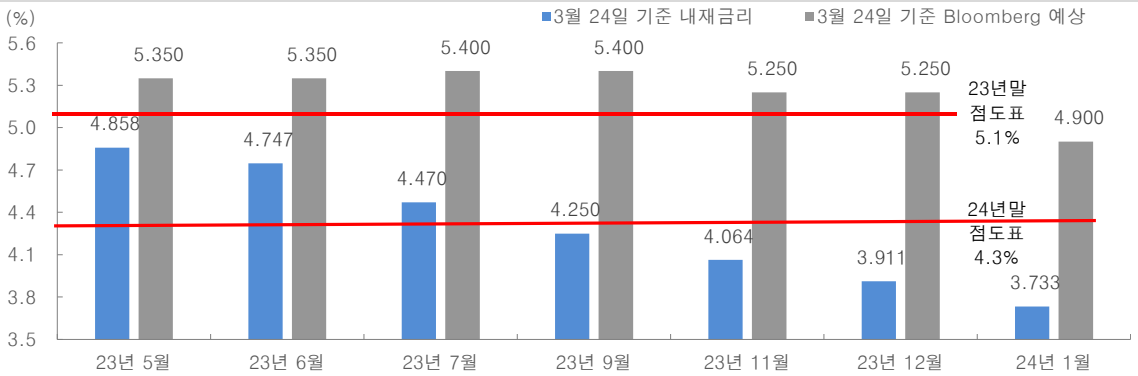
MEETING PROBABILITIES														
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2023-05-03								0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	88.2%	11.8%
2023-06-14			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.4%	72.2%	9.4%
2023-07-26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.3%	34.0%	54.0%	6.6%	0.0%
2023-09-20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.7%	25.4%	48.0%	20.9%	2.0%	0.0%
2023-11-01	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	18.0%	40.3%	30.1%	8.4%	0.7%	0.0%
2023-12-13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	13.6%	34.0%	33.0%	14.5%	2.9%	0.2%	0.0%
2024-01-31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	10.1%	28.0%	33.3%	20.0%	6.3%	1.0%	0.1%	0.0%
2024-03-20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	7.8%	23.3%	31.9%	23.5%	9.9%	2.4%	0.3%	0.0%	0.0%
2024-05-01	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	8.0%	23.4%	31.8%	23.3%	9.8%	2.3%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2024-06-19	0.0%	0.0%	0.4%	3.6%	13.6%	26.5%	28.7%	18.4%	7.1%	1.6%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024-07-31	0.0%	0.3%	2.7%	10.8%	22.9%	28.1%	21.2%	10.2%	3.1%	0.6%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2024-09-25	0.1%	1.5%	6.8%	16.9%	25.5%	24.7%	15.7%	6.7%	1.9%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

- 현재 시장의 기대는 3월 FOMC에서 공개된 23년, 24년 점도표는 5.1%, 4.3% 수준은 물론, Bloomberg 이코노미스트 평균치를 크게 하회하고 있다. 당분간 시장의 기대와 연준의 스탠스 간의 간극 조정이 불가피하다고 본다.
- 필자는 현재 과도하게 유입되고, 금융시장에 반영되어 있는 금리인하 기대가 후퇴하면서 당분간 달러, 채권금리 반등, 증시 변동성 확대가 지속될 것으로 예상된다. 이와 반대로 시장의 기대대로 통화정책이 변할 수도 있다. 상반기 금리동결, 하반기 급격한 금리인하가 현실화되면 단기적으로는 금융권 불안이 확산, 증폭 되어야 한다. 이에 앞서 유럽 금융권 리스크가 확산될 것이다. 이 경우 달러 강세로 인한 위험자산 회피 심리 강화가 불가피하다.
- 기대와 현실, 시장의 기대와 연준의 스탠스 간의 간극조정이 어떻게 전개되든 위험자산의 강세가 지속되기 어렵다는 판단이다. 아직까지 주식 매수전략에 신중한 이유이다.

* 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 6. FOMC 회의별 기준금리 컨센서스, 블룸버그 전망은 물론, 12월 FOMC 에서 공개된 점도표를 크게 하회



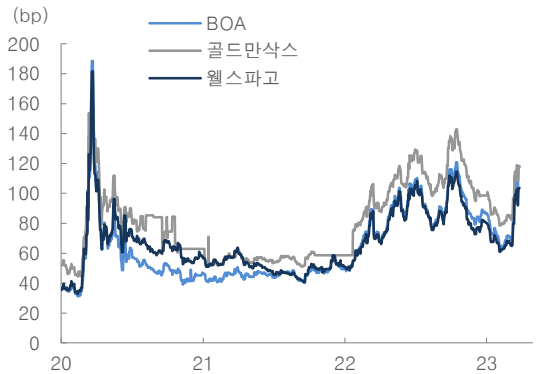
자료: Bloomberg, Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

그림 7. 유럽 주요은행 CDS 급등, 제 2의 CS?



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 8. 미국 주요 은행 CDS 도 급등. 하지만, 22년 고점을 하회하는 수준

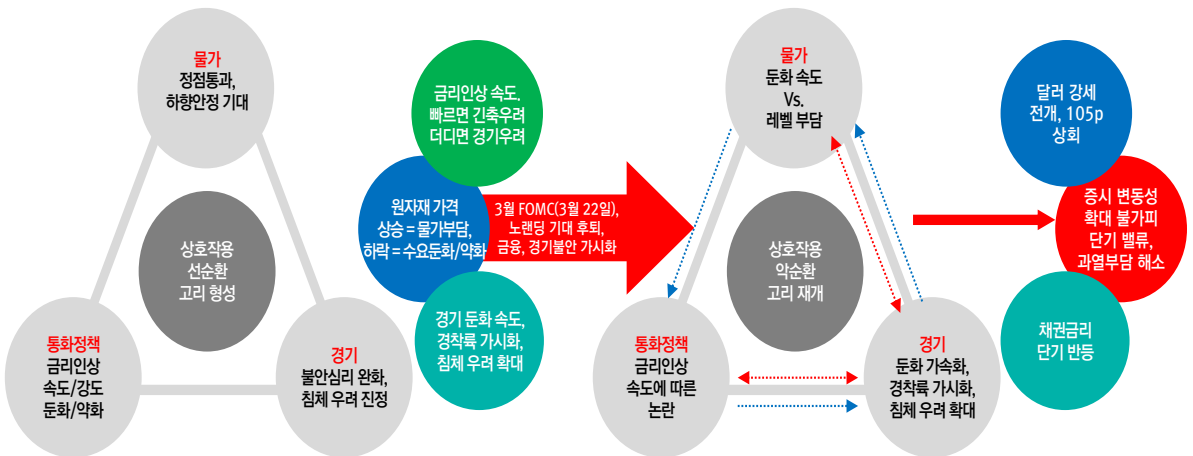


자료: ECB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 노랜딩까지 기대했던 글로벌 금융시장에 큰 균열이 가해졌다. 고강도 긴축으로 인한 금융권 리스크가 가시화 되었고, 경제지표도 부진한 흐름을 보이고 있다. 기대심리가 실망감으로 전환되고, 이 과정에서 유입되었던 또 다른 기대심리(QE, 금리인하 등)까지도 당분간 후퇴할 가능성이 높다고 생각한다.
- 멀지 않은 시점에 글로벌 금융시장은 Bad is Bad, Good is Bad 국면으로 진입할 것으로 예상된다. 경제지표가 예상보다 좋을 경우 금리인하 기대가 후퇴하고, 경제지표가 부진할 경우 고강도 긴축으로 인한 부작용, 후폭풍에 대한 경계심리가 높아질 것이다. 12월 FOMC 이후 금융시장 흐름을 되돌아 볼 필요가 있다. 당시 극과 극으로 엇갈린 경제지표(소매판매, 산업생산 쇼크, 3분기 GDP 성장률 서프라이즈, PCE 하락)에 증시는 급락세를 이어갔다.
- 특히, 이번주에 확인되는 미국의 2월 소득과 소비, 그리고 PCE 물가지표는 경기부진과 물가 상방압력을 동시에 보여줄 가능성이 높다(한국 시간 31일 9시 30분). 소득과 소비는 전월대비 개선되지만, 1월대비 큰 폭 둔화가 예상된다. 실질 소비는 마이너스 반전될 것으로 보인다. 2월 PCE, Core PCE 물가는 전월대비 0.4% 상승하면서 1월 상승폭보다 둔화될 것으로 기대한다. 문제는 전년대비 변화율이다. 1월, 4개월만에 PCE, Core PCE 물가 상승반전에 이어 2월에는 Core PCE가 1월과 동일한 4.7%를 유지할 전망이다.
- 게다가 최근 중화권 증시에 훈풍을 불러일으켰던 중국 정책 강화, 경기회복 기대도 일부 후퇴할 가능성이 높다. 31일 공개되는 중국 통계국 3월 제조업, 비제조업 PMI가 2월대비 둔화될 것으로 예상된다. 여전히 확장국면에 위치해있어 12월 저점으로 급반등세를 보인데 따른 잠시 쉬어가는 국면이라고 본다. 다만, 투자자들이 기대하는 회복 속도, 강도에는 부합하지 못함에 따라 단기적으로 위안화 약세 압력 확대, 주식시장 변동성 확대가 예상된다.

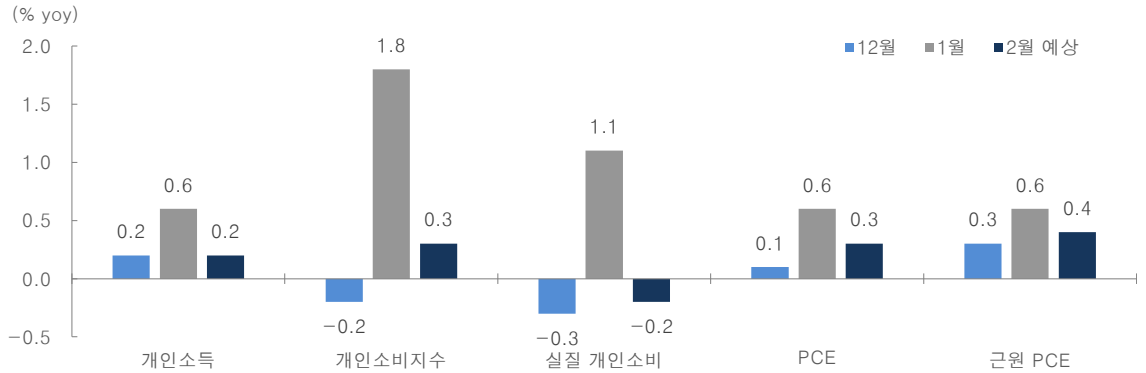
* 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 9. 당분간 Bad is Bad, Good is Bad 국면 전개 가능성



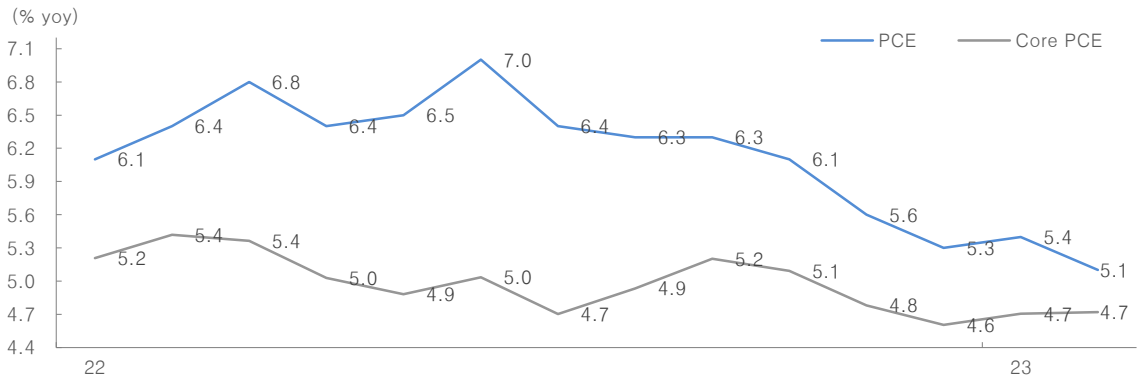
자료: 대신증권 Research Center

그림 10. 소득, 소비 큰 폭으로 둔화. 실질 소비는 전월대비 역성장 예상



자료: BEA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

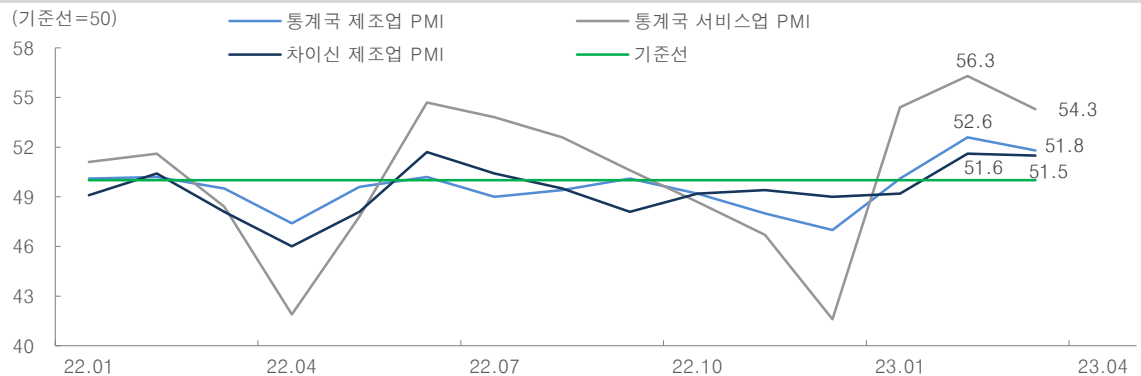
그림 11. 기저효과로 PCE는 큰 폭 둔화되지만, Core PCE는 4.7% 수준에 머무를 가능성 높아



자료: BEA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 12. 중국 PMI 확장국면에서 전월대비 하락 예상.

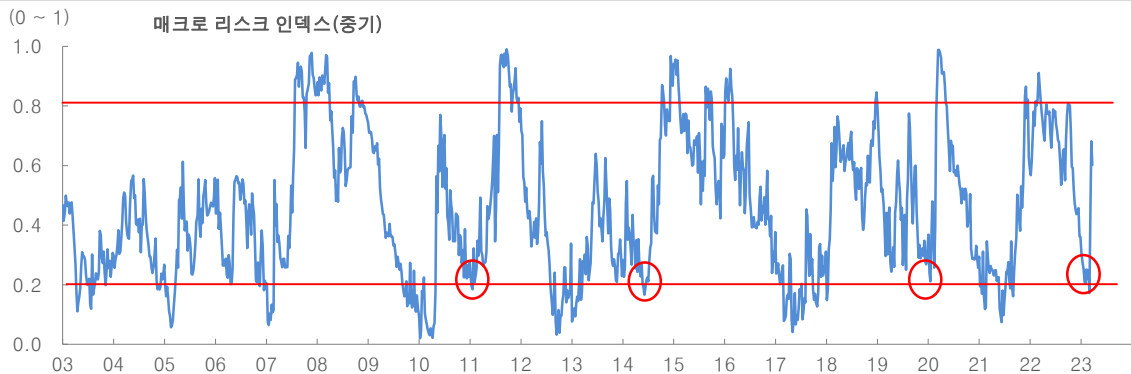
중국 경기회복 방향성은 여전히 유효. 다만, 시장의 기대와 경기회복 속도는 더딜 수 있어



자료: BEA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

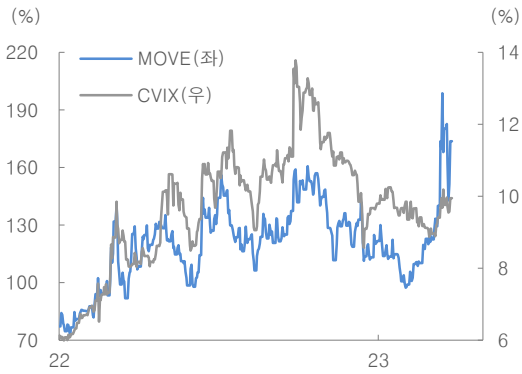
- 최근 글로벌 금융시장의 등락에도 불구하고 리스크 지표, 변동성 지표는 레벨업된 수준에서 고공행진 중이다. 중기 매크로 리스크 인덱스는 3월초를 저점으로 급반등세를 보이고 있고, MOVE와 CVIX도 단기 등락은 있지만, 2차 레벨업 가능성을 엿보고 있다. VIX도 20%를 상회하면서 추가적인 반등시도가 예상된다. 금융불안, 시스템 리스크에 대한 시장의 공포심리가 다소 누그러지는 가운데 과도한 금리인하 기대가 강하게 유입되면서 증시가 반등세를 보였지만, 여전히 Risk Off, 변동성 확대 국면은 유효함을 시사한다.
- KOSPI 반등도 마찬가지로이다. 펀더멘털, 정책 변화보다는 기대감에 반등세를 이어가며 KOSPI 12개월 선행 PER은 12.72배로 다시 레벨업 되었다. 3월초 반등세를 보였던 12개월 선행 EPS는 195p에서 189p로 레벨다운 되었다. 다시 한 번 펀더멘털, 실적 동력은 약화되는 가운데 단기 밸류에이션 부담이 가중되고 있는 것이다.
- 이러한 상황에서 3월 FOMC 결과, 이후 예상되는 금리인하 기대 후퇴, Bad is Bad, Good is Bad 국면 전개 가능성 등은 KOSPI의 밸류에이션 부담 완화국면을 야기할 전망이다. 채권금리 반등은 밸류에이션 레벨 하방압력을 높이고, 달러화 반등은 원화 약세로 이어져 외국인 수급에 부정적인 영향을 미칠 수 있다.
- 물론, 1분기 이후 중국 경기회복, 반도체 업황 저점 통과 등이 예상됨에 따라 조정시 비중확대 전략은 유효하다. 하지만, 기대가 현실을 크게 앞서간 상황에서는 서두를 필요가 없다. 추격매수는 철저히 배제하는 가운데 조정시 비중확대 전략을 수립해야 할 시점이다. KOSPI 2,300선 초반, 그 이하에서 변동성을 활용한 비중확대 전략을 유지한다.
- 재정, 정책 동력이 유입되고 있고, 24년 이익모멘텀을 기대할 수 있는 반도체, 인터넷, 2차전지, 전기차, 신재생에너지, 방산 등을 유망업종으로 생각한다. 현재 가격대보다 좀 더 싸게 저점 매수할 기회가 올 것이다. 매수시점이 늦춰, 때를 기다리는 것이 유리해 보인다.

그림 13. 중기 매크로 리스크 인덱스, 0.18에서 0.6으로 레벨업. Risk Off 시그널 강화 가능성



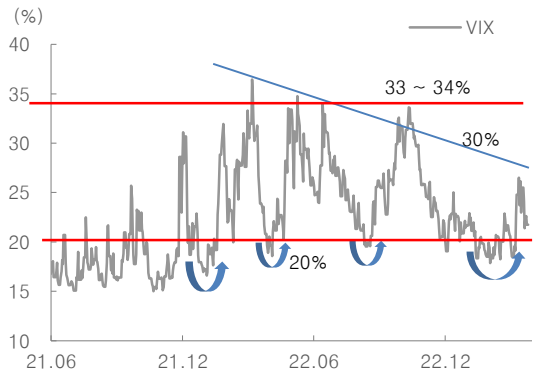
자료: Citi, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 14. MOVE(채권변동성) 재차 급반등. CVIX(외환변동성)도 10%p 돌파시도 예상



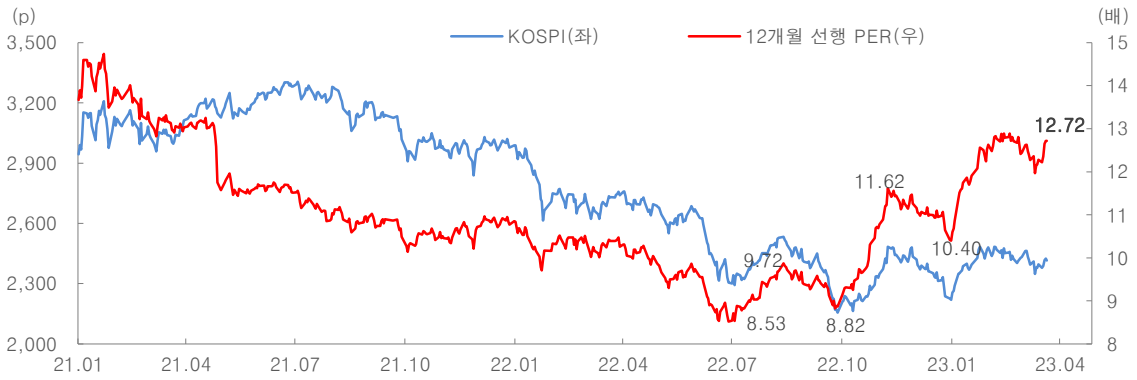
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 15. VIX, 20% 초반에서 30%를 향하는 반등세 전개 예상



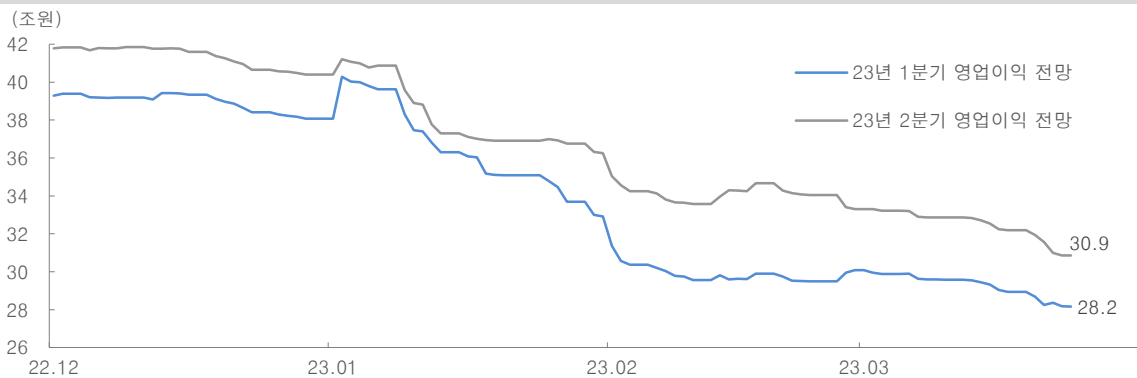
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 16. 다시 13배 수준에 근접한 KOSPI 12개월 선행 PER



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 17. 프리어닝 시즌 돌입, 실적전망 하향조정 재개. 23년 1분기, 2분기 OP 전월대비 4.5%, 9.4% 하향조정



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 이해 관계가 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.
