

Strategist 이경민

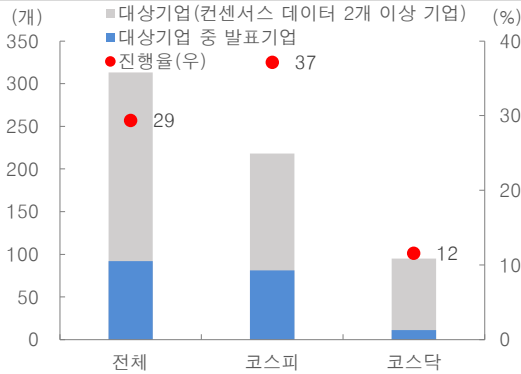
kyoungmin.lee@daishin.com

# 다시 매크로 변수로...

## (5월 FOMC가 1차 변곡점)

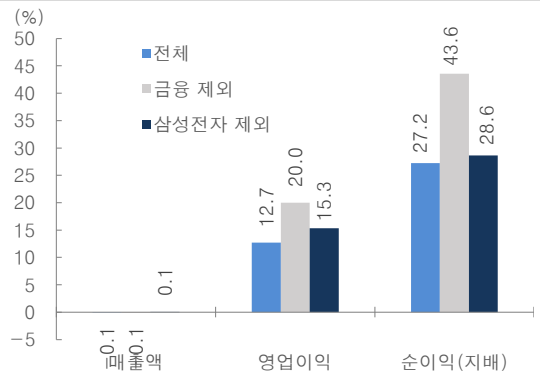
- 본격적인 1분기 실적시즌이 진행되면서 기업 실적 결과에 따라 주가, 지수 등락이 엇갈리고 있다. KOSPI는 4월 글로벌 증시대비 상대적 강세를 보인데 따른 반작용 국면 전개 중이다. 4월 급등의 중심에 있어서 2차전지가 실적과 괴리를 좁히고 있고, 주가 급등의 수급동력이었던 레버리지 투자가 위축되면서 2,501p에 위치했다.
- 실적시즌이 전환점을 통과하면서 대내적으로는 한 숨 돌릴 수 있겠지만, 대외 변수가 만만치 않은 상황이다. 게다가 이번주는 5월 1일(노동절), 5월 5일(어린이날) 휴일로 3거래일밖에 없다. 불확실성 변수에 차익매물이 출회되거나 레버리지 투자가 위축될 가능성 높다고 생각한다. 아직은 적극적인 투자보다는 변동성을 활용한 분할매수 전략이 유효하다고 판단이다.
- 이번주는 미국 ISM 제조업 지수, 5월 FOMC, 4월 미국 고용지표 발표가 예정되어 있다. 미국 경제지표는 견조한 흐름을 보이고 있지만, 통화정책에 대한 경계심리가 강화될 것으로 예상된다. 경제지표 결과도 중요하지만, 5월 FOMC 결과, 이후 파월 연준의장의 발언과 이에 대한 시장 반응에 주목한다.
- 미국 4월 ISM 제조업(1일), 서비스업(4일) 지수는 각각 46.8, 51.8로 예상된다. 3월(제조업 46.3, 51.2)대비 개선 가능성을 높게 보고 있다. 제조업 지수는 수축국면에서, 서비스업 지수는 확장국면에서 등락을 반복하고 있다. 4월에는 예상과 괴리가 크지만 않다면 증시에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상된다. 그렇다고 서프라이즈 모멘텀을 기대하기는 어렵다. 예상보다 크게 양호한 결과가 나올 경우 긴축 이슈가 수면 위로 부상할 수 있기 때문이다. 아직은 경계심리를 유지해야 한다.
- 4일에는 4월 고용지표도 발표되는데, 비농업 취업자수는 18만명으로 3월 23.6만 명대비 큰 폭 둔화되고, 실업률도 3.6% 반등할 것으로 컨센서스가 형성 중이다. 임금 상승률은 전년 대비 4.2%로 정체를 보이면서 고용둔화에 초점이 맞춰질 가능성이 높다. 즉, 임금 상승세가 정체되는 가운데 고용여건이 부진해지면서 경기불안과 긴축부담이 동시에 유입될 것으로 보인다.
- 무엇보다 이러한 경제지표 결과를 해석하는데 있어 중요한 것은 5월 3일(한국시간 4일 새벽) FOMC라고 생각한다. 25bp 금리인상이 기정사실화된 상황에서 어느 때보다 파월 연준의장의 기자회견에 이목이 집중되고 있다. 다시 한 번 시장의 기대와 연준의 스탠스 간의 괴리를 되돌아볼 필요가 있다. 그리고 연준의 스탠스가 시장의 컨센서스대로 완화적으로 전환된다고 서프라이즈 모멘텀이 될 수 있을 지도 고민해 볼 부분이다. \* 다음 페이지에서 계속됩니다

**그림 1. KOSPI 종목수 기준 37%, 시가총액 기준 66% 1분기 실적 발표**



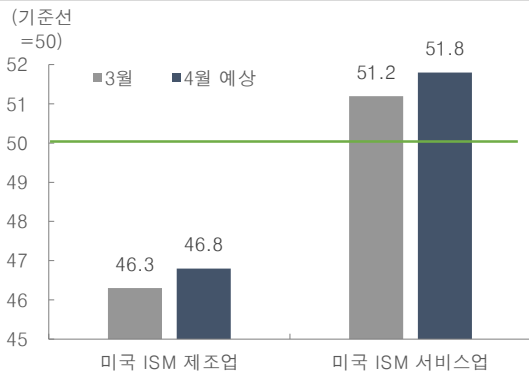
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

**그림 2. KOSPI 예상보다 양호한 실적시즌 진행 중  
영업이익 컨센서스를 10 ~ 20% 상회**



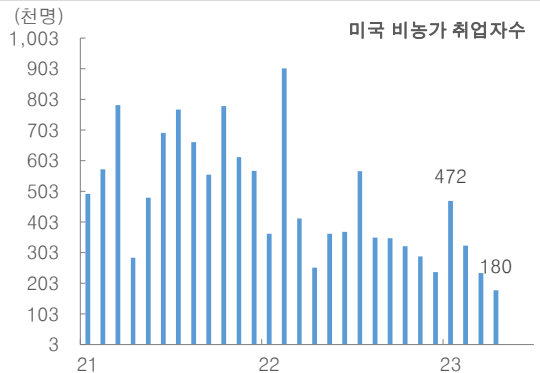
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

**그림 3. 미국 ISM 제조업 지수는 수축국면에서,  
서비스업 지수는 확장국면에서 등락**



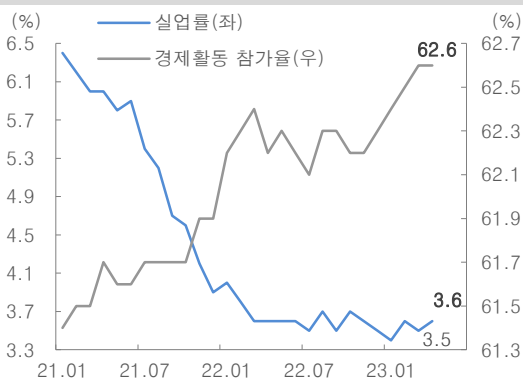
자료: ISM, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

**그림 4. 3월 비농업 신규취업자수는 15.7만명으로  
레벨다운. 1월의 절반 이하, 21년 이후 최저**



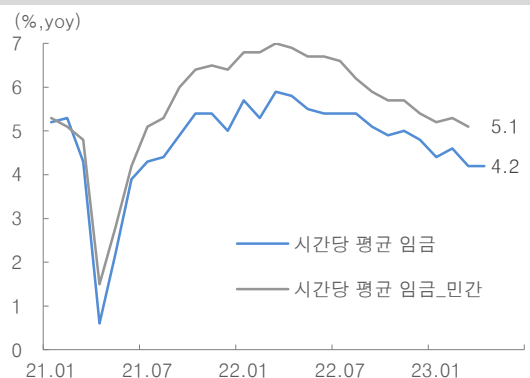
자료: 미국 노동부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

**그림 5. 실업률은 반등, 경제활동 참가율은 정체**



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

**그림 6. 임금상승률 둔화도 멈춰...**



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

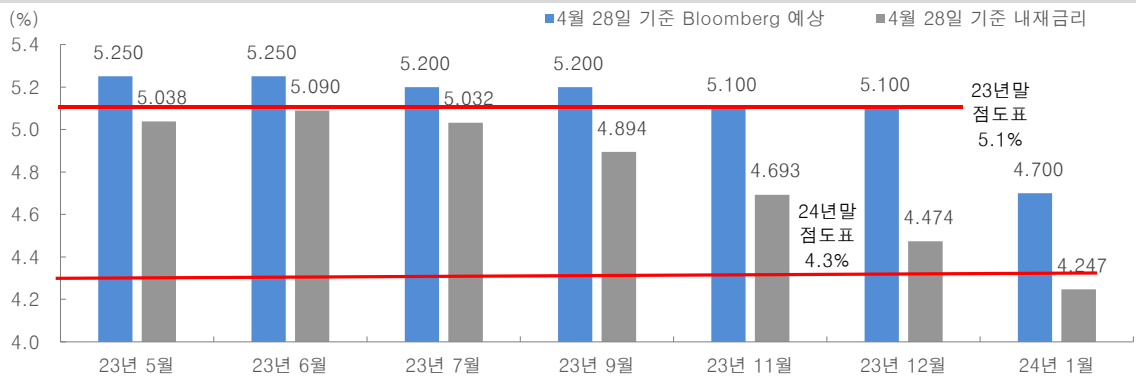
- 5월 FOMC(한국시간 4일 새벽 3시)에서 25bp 금리인상은 기정사실화되어 있다. FED Watch 기준 25bp 금리인상 확률은 83.9%에 달한다. Bloomberg 컨센서스 또한 5월 금리인상을 예상한다. 물론, 예상 외로 금리동결이나 50bp 금리인상을 결정할 경우 금융시장에 일정부분 등락변수가 되겠지만, 기준금리 결정 자체가 시장에 미치는 영향력은 제한적이라고 본다.
- 관건은 투자자들이 기정사실화하고 있는 5월 금리인상 이후 금리인상 중단 시그널을 확인할 수 있을지 여부라고 본다. 일단, 시장은 파월 연준의장의 발언을 통해 금리인상 중단이라는 단어가 공개될 경우 안도할 수 있다고 본다. 기대가 컸던 만큼 서프라이즈 모멘텀으로서 파급력은 제한적이겠지만, 투자자들의 통화정책 기대가 지속될 단초가 될 가능성이 높기 때문이다.
- 다만, 금리인상 중단 시그널이, 1) 인상사이클의 종료나 연내 금리인하로의 전환을 의미하는 것이 아님을 강조하고, 2) 최종금리(5.0 ~ 5.25%)의 상방 리스크가 하방보다 여전히 크다는 점을 강조하는 한편, 3) 여전히 높은 물가를 언급하면서 필요시 추가 금리인상 가능성도 열려 있음을 언급한다면 시장에 실망감이 유입될 수 있다. 그동안 시장의 성급한 pivot 기대, 연내 금리인하 기대를 차단하기 위해 노력해왔던 파월 연준 의장과 연준 위원들의 스탠스를 감안할 때 금리인상 중단에 무게중심을 두지는 않을 것으로 본다.
- 이 경우 6월 금리인상 컨센서스 변화에 주목한다. 현재 FED Watch 기준 6월 금리인상 확률은 26.8%에 불과하다. Bloomberg 기준 대부분의 이코노미스트들도 6월 금리인상 가능성을 낮게 보고 있다. 게다가 FOMC 이후 다음주(5월 10일) 공개되는 4월 CPI는 전월대비 상승폭을 확대하고, 전년대비 상승률도 반등하거나 정체될 것으로 예상된다. 실제 6월 금리인상 여부와 상관없이 파월 연준의장의 기자회견 이후 6월 금리인상에 대한 우려가 커지는 것만으로도 5월 중순까지 글로벌 금융시장은 흔들릴 수 밖에 없다는 판단이다.
- 확률은 낮다고 생각하지만, 금리 동결을 결정하거나 금리인상 중단을 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, 주말 동안 불거진 퍼스트리퍼블릭 파산 사태가 생각보다 심각하고, 확산될 수 있음을 인정하는 셈이기 때문이다. 이 경우 FED의 정책 신뢰도는 추락하고, 취약 은행에서의 뱅크런, 금융불안의 확산이 현실화되는 금융불안 악순환의 시작점이 될 수 있다.
- 필자는 그동안 KOSPI 2,500선 이상에서 따라가기보다 KOSPI 2,400선대에서는 변동성을 활용한 비중확대 전략을 강조해 왔다. 국내 1분기 실적시즌은 현재까지 예상보다 양호하고, 12개월 선행 EPS도 상승 쪽으로 방향성을 잡아가고 있다. 시장의 방향성도 점차 위쪽을 향해 갈 것이다. 다만, 아쉽게도 당분간 글로벌 금융시장, 특히 주식시장의 방향타가 매크로 변수, 통화정책 컨센서스로 넘어간다. 국내외 매크로 변수, 통화정책 이슈에 글로벌 금융시장, 증시가 흔들린다면 긍정의 변화가 가시화되고 있는 업종들을 담아가는 전략으로 대응할 것을 제안한다. \*자세한 내용은 5월 2일 발간되는 "5월 증시전망 및 투자전략" 참조

그림 7. 5월 25bp 금리인상은 기정사실화된 상황. 관건은 6월 금리인상 컨센서스 변화(현재는 동결 62.2%)

MEETING PROBABILITIES														
MEETING DATE	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	525-550
2023-05-03							0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.1%	83.9%	0.0%
2023-06-14		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.0%	62.2%	26.8%
2023-07-26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	21.1%	55.2%	21.5%
2023-09-20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	11.7%	38.2%	38.3%	10.7%
2023-11-01	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	9.1%	31.7%	38.3%	17.5%	2.6%
2023-12-13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	7.9%	28.4%	37.3%	20.5%	4.8%	0.4%
2024-01-31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	7.2%	26.6%	36.5%	22.0%	6.2%	0.8%	0.0%
2024-03-20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	7.0%	25.8%	36.1%	22.6%	6.8%	1.0%	0.1%	0.0%
2024-05-01	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.0%	11.1%	28.0%	33.2%	19.2%	5.6%	0.8%	0.1%	0.0%	0.0%
2024-06-19	0.0%	0.0%	0.1%	1.2%	7.0%	20.5%	30.9%	25.4%	11.6%	2.9%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2024-07-31	0.0%	0.1%	1.0%	6.1%	18.4%	29.3%	26.2%	13.7%	4.2%	0.8%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2024-09-25	0.3%	2.5%	9.8%	21.7%	28.4%	22.5%	10.9%	3.2%	0.6%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

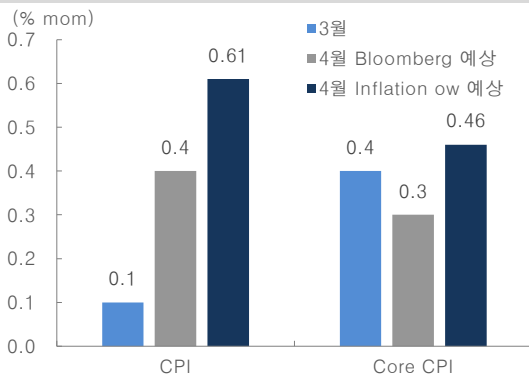
자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

그림 8. Bloomberg 컨센서스도 5월 금리인상으로 금리인상 사이클 종료를 예상하고 있어...



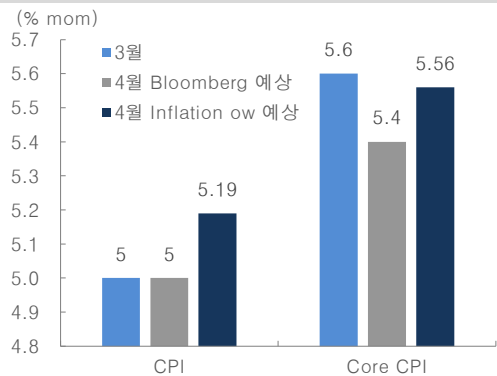
자료: FED, Bloomberg WRP, 대신증권 Research Center

그림 9. 4월 CPI 물가 상방압력 여전함을 재확인



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

그림 10. 5% 수준에 멈춘 물가. 6월 긴축 부담 자극



자료: 미국 노동부, CEIC, Bloomberg, 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 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.

---