

Strategy

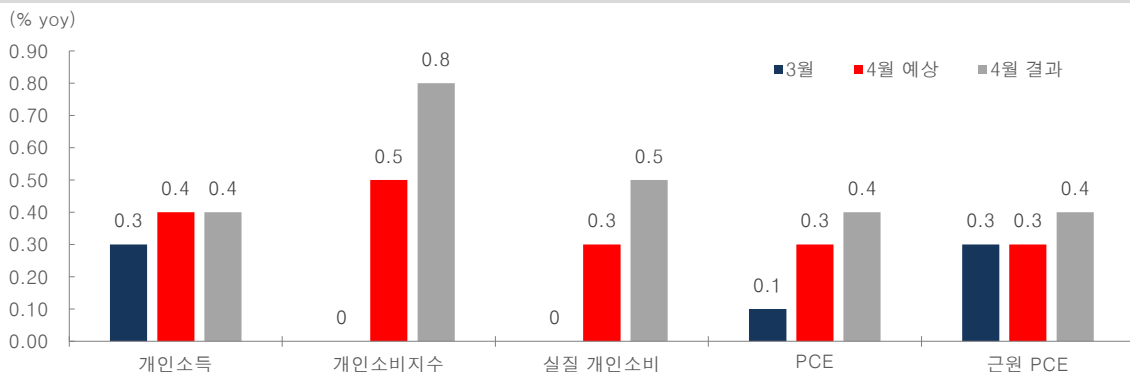
Strategist 이경민

kyoungmin.lee@daishin.com

펀더멘털을 이기는 악재는 없다

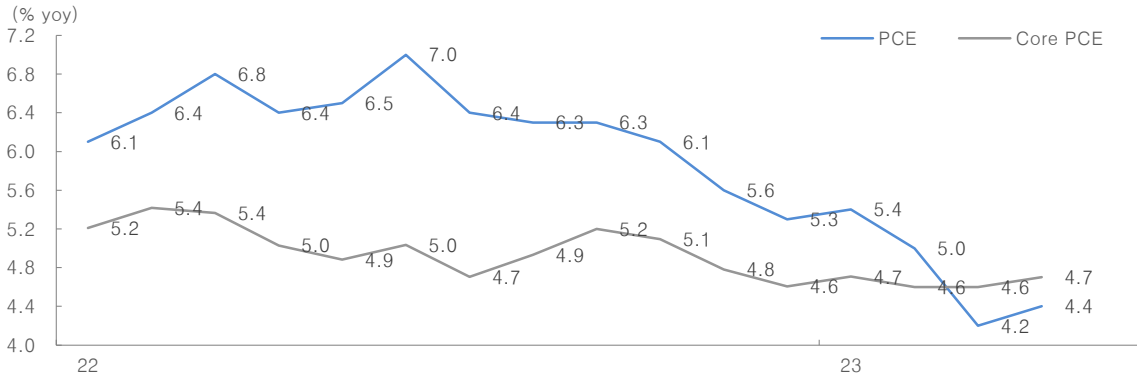
- 지난주 글로벌 증시는 엔비디아발 호재에 힘입어 반도체를 중심으로 강세를 이어갔다. 시장 컨센서스(71.5억달러)를 50% 이상 상회하는 110억달러의 매출액 가이드를 제시한 것이다. 기업실적 개선, 산업 수요회복 기대가 부채한도 협상을 둘러싼 불협화음, 6월 금리인상 우려, 경기불안심리 등 산적한 악재를 압도한 것이다.
- 기술주 강세에 비해 부진했던 S&P500과 다우지수도 지난 주말 1%대 강세를 기록했다. 4월 PCE 물가지수가 예상치를 상회, 전년대비 증가율은 3월대비 반등세였지만, 증시 반응은 뜻뜻미지근했다. 소비 개선세에 등락을 반복했을 뿐이다.
- 그러나 소비자심리지수 발표를 기점으로 미국 증시 상승폭은 확대되었다. 속보치보다 확정치가 높게 나왔고, 기대인플레이션 하향조정이 가세하면서 미국 증시가 물가 - 통화정책 부담보다는 양호한 소비모멘텀과 기대 인플레이션 우려 완화에 더 민감하게 반응한 것이다.
- 이전과 다른 증시 반응의 기저에는 과도했던 금리인하 기대가 상당부분 정상화되었기 때문이라고 본다. FED Watch 기준 6월 금리인상 확률은 64.2%로 레벨업(동결 확률 35.8%)되었다. Bloomberg WRP 기준 FOMC 회의별 기준금리 예상도 블룸버그 이코노미스트 컨센서스 수준을 넘나들고 있다. 올해 12월 기준금리 전망(4.99%)도 연준 점도표 5.1%에 바짝 다가섰다.
- 더 이상 물가 영향으로 통화정책 기대가 더 후퇴할 가능성은 높지 않다고 생각한다. 향후 글로벌 금융시장은 경기 - 물가 - 통화정책 간 악순환 사이클에서 벗어나 경기에 더 민감한 반응을 보일 것으로 예상된다.

* 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 1. 미국 4월 소비와 물가 모두 시장 컨센서스를 상회. 양호한 경기모멘텀 Vs. 금리인하 부담 가중


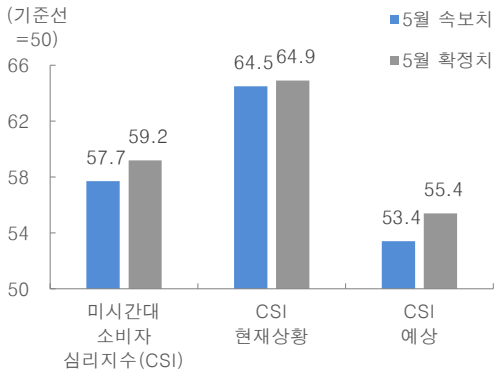
자료: FRB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. 다시 반등세를 보인 PCE 물가. 그러나 증시 반응은 뜻밖이지근...



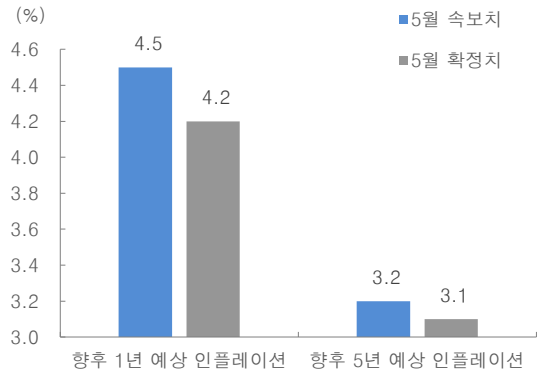
자료: FRB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 3. 미시간대 소비자 심리지수는 속보치보다 양호한 결과를 보여줘



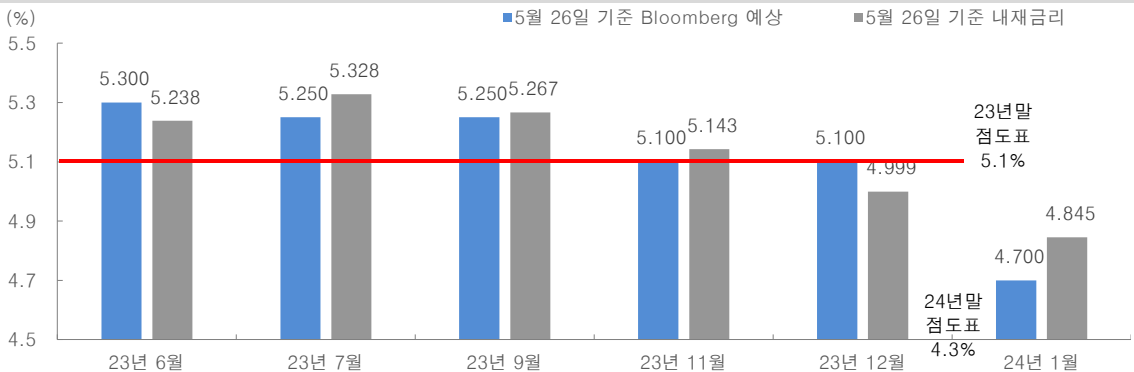
자료: 미시간대, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 4. 기대 인플레이션도 속보치보다 레벨다운. 시장 우려 진정 변수



자료: 미시간대, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 5. 시장 기준금리 컨센서스, 어느새 블룸버그 전망치를 상회. 금리인하 기대 정상화 물가 상승, 예상치 상회보다 경기 모멘텀, 기대 인플레이션 하락에 증시가 더 민감하게 반응한 이유



자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

- 여전히 악재는 많다. 그렇다고 언제 글로벌 금융시장에 악재가 없었던 적이 있을까? 항상 시장에는 악재와 호재가 공존한다. 무게감의 변화에 따라 증시의 상승, 하락이 결정된다. 여기서 더 중요한 것은 펀더멘털이다. 펀더멘털 동력이 견고하고, 강하다면 악재로 인한 변동성은 비중확대 기회가 된다. 반대로 펀더멘털 동력이 부재하고, 약하다면 악재가 증시에 미치는 영향력은 배가되고, 호재로서의 영향력은 제한되면서 반등시 비중축소 전략이 유효하다.
- 미국, 유럽을 중심으로 글로벌 경기는 둔화되고 있고, 하반기 중 침체 가능성이 높다고 알고 있다. 하지만, 침체 강도나 깊이에 대한 우려는 이전보다 크게 완화되고 있다.

* 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 6. 주요 경제지표 일정. 전월대비 부진이 예상되는 글로벌 경제지표. 서베이와 괴리율 체크

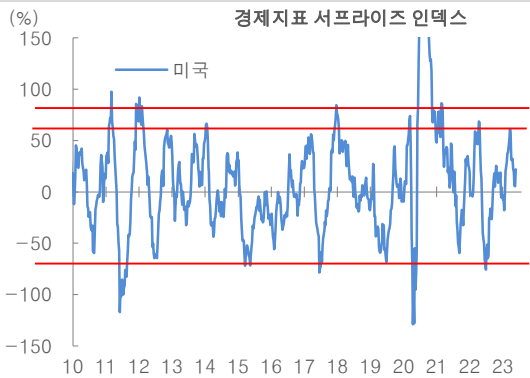
일자, 시간	국가	이벤트	기간	이전치	서베이(중간)	전월대비 서베이
05/30/2023 22:00	미국	FHFA 주택가격지수 MoM	Mar	0.50%	0.20%	개선폭 둔화
05/30/2023 22:00	미국	S&P 코어로직 CS 20개 도시 전월비 SA	Mar	0.06%	0.00%	개선폭 둔화
05/30/2023 22:00	미국	S&P 코어로직 CS 20개도시 전년대비 NSA	Mar	0.36%	-1.70%	마이너스 반전
05/30/2023 23:00	미국	컨퍼런스보드 소비자기대지수	May	101.3	99	하락
05/30/2023 23:30	미국	달러스 연준 제조업 활동	May	-23.4	-18	마이너스 축소
05/31/2023 08:00	한국	광공업생산 조정 MoM	Apr	5.10%	-1.60%	마이너스 반전
05/31/2023 08:00	한국	광공업생산 YoY	Apr	-7.60%	-7.90%	마이너스 확대
05/31/2023 10:30	중국	제조업 PMI	May	49.2	49.5	반등
05/31/2023 10:30	중국	비제조업 PMI	May	56.4	55	둔화
05/31/2023 22:45	미국	MNI 시카고 PMI	May	48.6	47.2	둔화
06/01/2023 09:00	한국	수출 YoY	May	-14.20%	-15.10%	마이너스 확대
06/01/2023 09:00	한국	무역수지	May	-26.2 억달러	-25.5 억달러	마이너스 축소
06/01/2023 09:00	한국	수입 YoY	May	-13.30%	-14.20%	마이너스 확대
06/01/2023 10:45	한국	차이신 중국 PMI 제조업	May	49.5	49.5	정체
06/01/2023 21:15	미국	ADP취업자 변동	May	29.6 만명	16.5 만명	감소
06/01/2023 21:30	미국	비농업부문 노동생산성	1Q F	-2.70%	-2.60%	마이너스 축소
06/01/2023 21:30	미국	단위노동비용지수	1Q F	6.30%	6.20%	둔화
06/01/2023 21:30	미국	신규 실업수당 청구건수	27-May	22.9 만건	23.5 만건	증가
06/01/2023 21:30	미국	실업보험연속수급신청자수	20-May	179.4 만건	180.3 만건	증가
06/01/2023 23:00	미국	건설지출 전월대비	Apr	0.30%	0.20%	둔화
06/01/2023 23:00	미국	ISM 제조업지수	May	47.1	47	하락
06/01/2023 23:00	미국	ISM 구매물가지수	May	53.2	52.5	하락
06/01/2023 06/02	미국	워즈 총 자동차 판매	May	1591 만대	1530 만대	둔화
06/02/2023 21:30	미국	비농업부문 고용자수 변동	May	25.3 만명	19 만명	감소
06/02/2023 21:30	미국	민간부문 고용자수 변동	May	23 만명	17.3 만명	감소
06/02/2023 21:30	미국	실업률	May	3.40%	3.50%	반등
06/02/2023 21:30	미국	시간당 평균 임금(전월대비)	May	0.50%	0.30%	둔화
06/02/2023 21:30	미국	시간당 평균 임금(전년대비)	May	4.40%	4.40%	정체
06/02/2023 21:30	미국	경제활동 참가율	May	62.60%	62.60%	정체

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

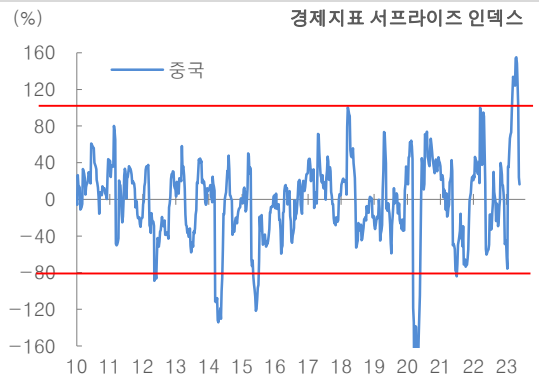
주: 전월대비 서베이는 둔화, 개선 여부를 가능. 빨간색은 증시에 긍정적, 파란색은 증시에 부정적 영향을 줄 수 있을지에 따라 구분

- 한편, 중국 경기는 속도와 강도에 대한 논란은 존재하지만, 회복국면을 유지하고 있다. 경기모멘텀상 23년 상반기는 기존 예상과 달리 상당히 견고하다고 생각한다. 여기에 반도체, AI 수요가 가세하면서 기술주, 나스닥이 급등세를 보인 것이다. 펀더멘털이라는 기본 바탕에 막연한 기대에 불과했던 새로운 수요가 증시에 상승동력이 되었다고 본다.
- 최근 글로벌 금융시장에 증시에 부정적인 변수들이 산적해있지만, 그 무게감이 증시에 일정부분 선반영되어 왔고, 반영 되는 중이다. 시차를 두고 악재로서의 영향력은 점차 약해질 것으로 예상한다. 이러한 상황에서 펀더멘털 동력이 양호하다면 다양한 변수, 악재들로 인한 변동성은 비중확대 기회이다.
- 이번주 월말, 월초를 맞아 미국, 한국, 중국 등에서 주요 경제지표들이 발표된다. 전반적으로 전월대비 경제지표가 부진할 것으로 예상된다. 미국 경기둔화/약화는 이미 알려진 사실이다. 그리고 중국, 한국 경기회복 속도와 강도에 대한 논란은 여전히 진행 중이다. 이 경우 경제지표 결과도 중요하지만, 시장 컨센서스와의 괴리에 집중할 필요가 있다. 예상보다 양호했는지, 예상보다 부진했는지가 글로벌 금융시장의 단기 등락을 결정짓는 중요 변수라 의미를 지닌다.
- 예상보다 양호하다면 미국은 양호한 경기모멘텀을 확인하고, 경기침체 우려가 잦아들 것이다. 중국, 한국은 경기회복, 속도에 대한 논란은 진정되는 가운데 경기회복 방향성에 대한 신뢰를 높여갈 수 있다. 반면, 예상보다 부진하다면 경기불확실성이 증폭될 수 있다. 하지만, 이전과 달리 미국 통화정책, 금리인하에 대한 기대가 정상화되고, 6월 금리인상 확률이 60%를 넘어선 상황임을 감안할 때 금리인상 우려 완화, 연내 금리인하 기대 회복이 경기충격을 제한할 가능성이 높다. 중국의 경우 경기부양정책, 지준율 인하 등의 정책 동력을 기대할 수 있다.
- 그 동안 경기 - 물가 - 통화정책 간의 악순환의 고리가 글로벌 금융시장을 괴롭혀왔다면, 당분간은 선순환 고리가 형성될 가능성을 염두에 둘 필요가 있다. * 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 7. 미국과 중국 경제지표 서프라이즈 인덱스, 0으로 수렴. 과도했던 경기/경제지표에 대한 기대 정상화 경제지표 쇼크 가능성은 낮아지고, 예상에 부합하거나 예상보다 양호한 결과가 점차 많아질 전망



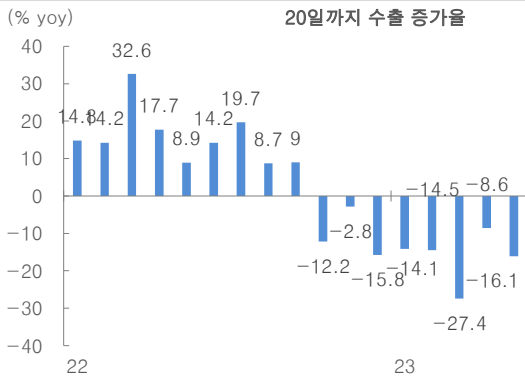
자료: Citi, Bloomberg, 대신증권 Research Center



자료: Citi, Bloomberg, 대신증권 Research Center

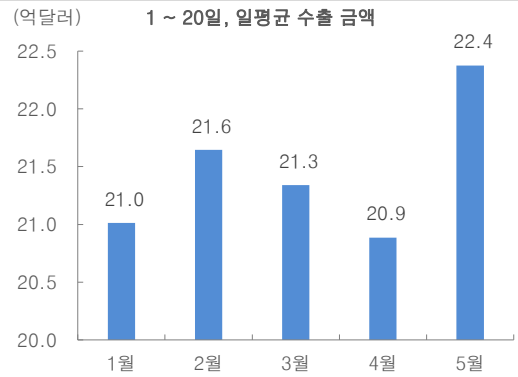
- 한국 펀더멘털 개선을 언급하면, 대부분 수출과 반도체 업황/실적에 대해 우려를 한다. 최근 처럼 수출이 악화되고 있고, 반도체 업황 개선이 불투명한 상황에서 한국 경기, 기업이익이 개선될 것이라는 의견에 믿음이 가지 않는다는 것이다.
- 한국 펀더멘털에 대한 우려를 표명하는 목소리도 충분히 합리적이라고 생각한다. 그러나 모멘텀이 아직은 약하지만, 회복/개선의 방향성은 명확하다고 판단한다. 방향성이 맞다면 악재와 심리적 불안으로 인한 변동성 확대는 비중확대 기회이다.
- 5월 1일부터 20일까지 한국 수출을 보면 경기회복에 대한 부정적인 시각에 힘이 실린다. 20일까지 한국 수출은 전년대비 16.1% 감소하면서 4월(20일까지) 수출 증가율 -8.6%보다 두배 가까이 마이너스 폭이 확대되었다. 그 중심에는 반도체, 대중국 수출 악화가 자리한다. 그러나 조업일수를 감안한 일평균 수출 금액은 다른 모습이다.
- 20일까지 전체 수출금액은 22.4억달러로 2월 고점을 넘어 연중 최고치 경신했다. 대중국 수출 일평균 금액도 연중 최고치를 기록했다. 반도체 수출은 다소 부진하지만, 3월 고점 수준에 근접했다. 이처럼 수출 회복/개선은 한국 기업이익 개선으로 이어질 전망이다. 수출 방향성과 실적 방향성은 시차를 두고 동일하게 움직여왔다.
- 한편, 반도체 업황/실적도 더 악화될 가능성은 낮다고 본다. 예상보다 업황/실적이 부진하거나 회복이 지연될 경우 글로벌 반도체 기업들의 감산 폭은 더 커질 것이다. 향후 초과 수요 폭이나 강도 측면에서는 긍정적인 변화라고 본다. 수요회복에 대한 의구심도 엔비디아 실적, 투자계획이 일정부분 완화시켜주었다고 생각한다. 현재는 반도체 업황/실적이 더 안 좋아지더라도 멀지 않은 미래에 더 긍정적인 변화들을 기대할 수 있다. Bad Is Good 국면이 진행 중이다.
- 펀더멘털 방향성이 우상향으로 전환되고 있다는 점에 집중할 때이다. 수많은 악재와 불확실성에도 불구하고 조정시 비중확대 전략을 강조하는 이유이다.

그림 8. 5월 20일까지 수출 증가율은 -16.1%. 4월대비 수출 모멘텀 더 악화?



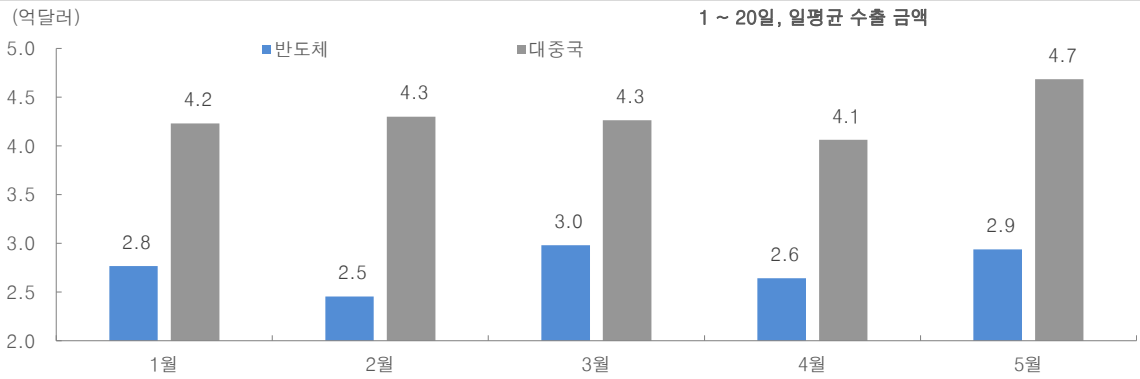
자료: 관세청, 대신증권 Research Center

그림 9. 일평균 수출 금액은 연중 최고치. 한국 수출개선세 유효



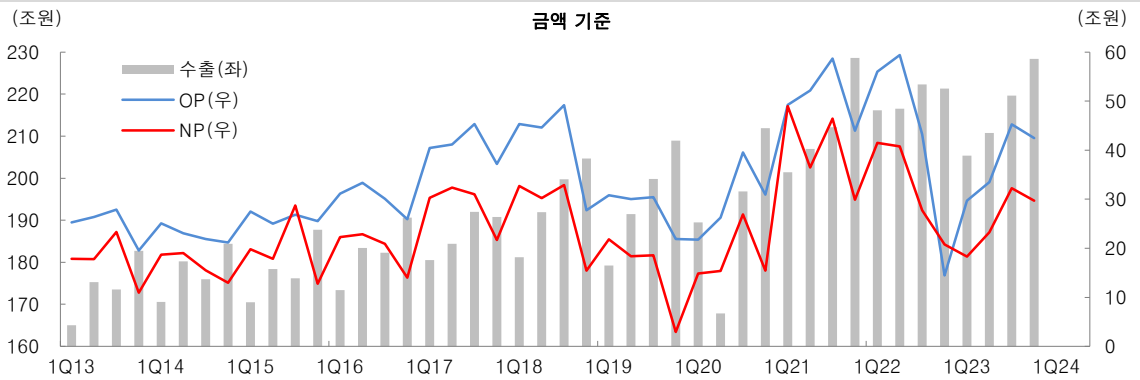
자료: 관세청, 대신증권 Research Center

그림 10. 5월 20일까지 대중국 일평균 수출금액 연중 최고치, 반도체 수출 금액은 3월 고점 수준에 근접



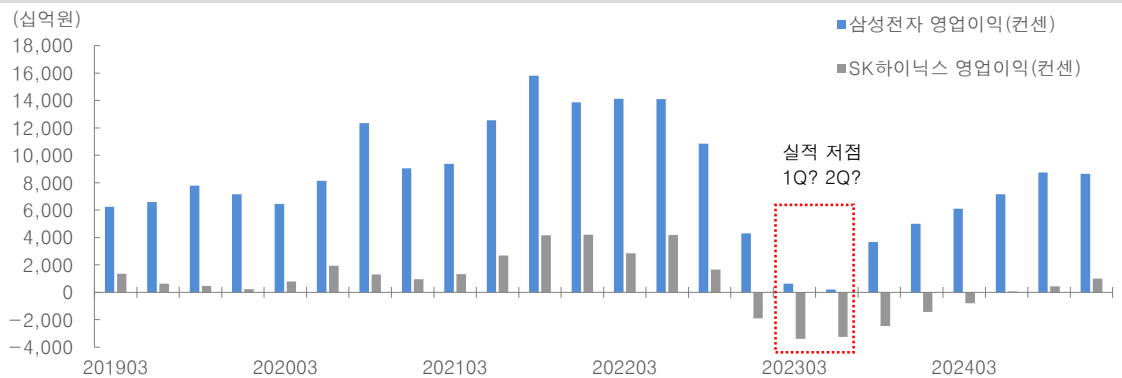
자료: 관세청, 대신증권 Research Center

그림 11. 수출금액 증익은 기업이익 개선으로 이어질 전망. 하반기 KOSPI 실적 방향성은 우상향



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 12. 반도체 업황/실적 저점과 턴어라운드 시기/강도에 대한 논란은 많지만, 향후 실적 방향성은 우상향



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 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.
