

24년 하반기 금융시장

수정 전망

2024/08/06

—
Research Center

경기침체를 빠르게 선반영한 글로벌 금융시장. 9월 FOMC 이후 정상화 예상

- 8월초 경기침체 공포심리에 글로벌 금융시장이 변동성 확대 위험에 노출. 고용 부진을 빌미로 리세션(recession, 경기침체)을 기정사실화
- 경기 침체 시나리오는 연내 100bp 이상의 기준금리 인하 기대, 채권 금리 급락(TB 10년 금리 장 중 3.6%대 진입)로 이어짐. 한편 달러 약세, 엔화 강세로 인한 엔캐리 트레이드 청산에 속도를 더함
미국 증시 급락은 물론, KOSPI 장 중 2,400선 이탈, 유가 레벨 다운 전개
- 대신증권은 경기침체(경착륙) 가능성은 매우 낮다고 판단. 7월 고용 악화만으로 침체 시그널로 평가하기에는 무리라는 판단 물론, 예상보다 부진한 고용 및 경기에 대한 불안으로 기존 연착륙 시나리오에 비해 다소 경기 둔화 폭이 클 수 있다고 예상(경착륙 우려) 이를 감안해 당초 연착륙 시나리오보다는 경기 둔화 강도가 커질 수 있음을 염두에 둔 금융시장 수정 전망 제시
- 연착륙 시나리오 재가동 여부는 9월 FOMC 전후로 집계되는 지표들을 추가로 확인해야 할 것
9월 미국 금리인하 사이클 진입 이후 미국 경기 안정성 확보 + Non-US 경기회복을 확인한다면
당초 예상했던 글로벌 경기 회복 + 유동성(통화정책) 모멘텀 개선 + 달러 약세라는 우호적인 투자환경 재개 전망

금융시장	Bear(가능성 희박)	Base(수정 전망)	Bull(기존 전망)	코멘트
미국 경기	경기침체 + 신용/시스템위기	경착륙 우려	연착륙	8월초 글로벌 금융시장 경기침체 시나리오 빠르게 선반영.
Non-US 경기	경기 침체	경기 회복 지연	경기 개선(미국보다 우위)	
통화정책	연내 150bp 이상 금리인하	연내 75bp 금리인하	연내 50bp 금리인하	경착륙 우려에 글로벌 금융시장 레벨다운된 수준에서 등락 반복
채권금리(미국채 10년물)	하단 3.2%	3.6~4.2%	3.7~4.4%	
달러 인덱스	하단 95p	100~107p	97~105p	
엔/달러	하단 130엔	135~155엔	140~155엔	
기업 실적	전망 하향조정 / 25년 역성장	전망 정체 / 26년 역성장	전망 상향조정 / 26년까지 성장	연착륙 시나리오 전환 여부는 9월 FOMC 금리인하 이후 미국 경기 안정성 & Non-US 경기 개선 확인 필요
KOSPI	하단 2,000p	2,300 ~ 2,900p	2,500 ~ 3,100p	
원자재(WTI)	하단 60달러	70 ~ 90달러	75 ~ 95달러	

자료: 대신증권 Research Center

주 1 : 채권금리, 달러인덱스, 엔/달러, KOSPI, WTI 예상 Band는 24년 연말 기준으로 추정된 것

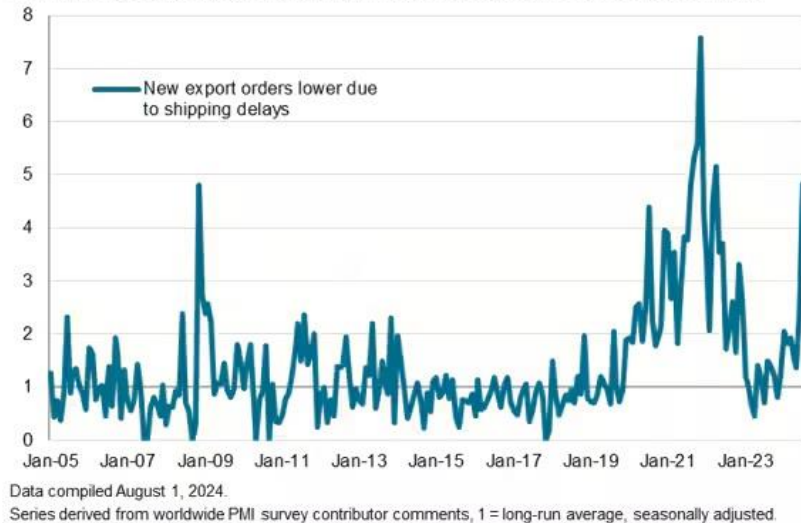
주 2 : 경기침체 + 신용/시스템 위기 가능성은 매우 희박하다고 판단. 최악의 상황을 가정해 금융시장 별 예상 저점 추정

[경제] 경착륙 가능성은 매우 낮다!

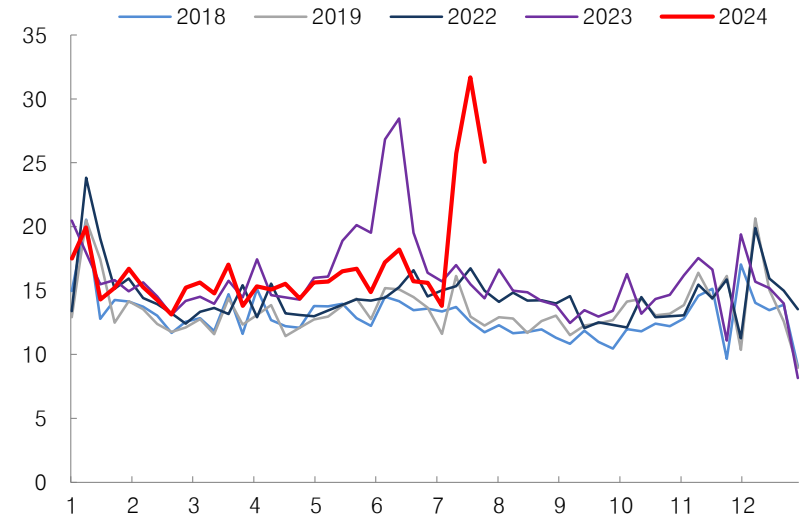
- 당초 글로벌 경제는 미국 경기 확장 속도가 둔화되는 가운데, 주요국 중앙은행의 통화완화 효과로 비미국 국가의 경기 회복 가시화 전망
- 하지만 중국 내수 회복 지연, 주요 선진국의 대중 견제 확대에 따른 중국의 밀어내기 수출 심화로 글로벌 제조업 경기 회복 지연
- 제조업 경기 회복 지연에 일시적 요인(허리케인 영향, 공장 정비 등) 영향으로 미 고용 지표 둔화, 시장의 경기 침체 경계감 고조
- 여전히 경착륙 가능성 제한적. 1) 연준의 통화완화 여력 충분하고, 2) 고금리에도 경제주체의 재무건전성 비교적 양호한 수준이기 때문
- 물론 최근 금융시장 변동성 확대에 따른 자산가격 하락, 경제주체 심리 위축 등이 미국에 추가 성장 둔화 압력으로 작용할 수 있음
- 글로벌 수요의 큰 축을 담당하고 있는 미국 성장 둔화 폭 확대는 교역량 감소로 이어져 비미국 국가 경기 회복 지연 요인으로 작용

글로벌 운임 지연으로 교역 및 제조업 경기 둔화

Global shipping delays are impacting worldwide goods export orders



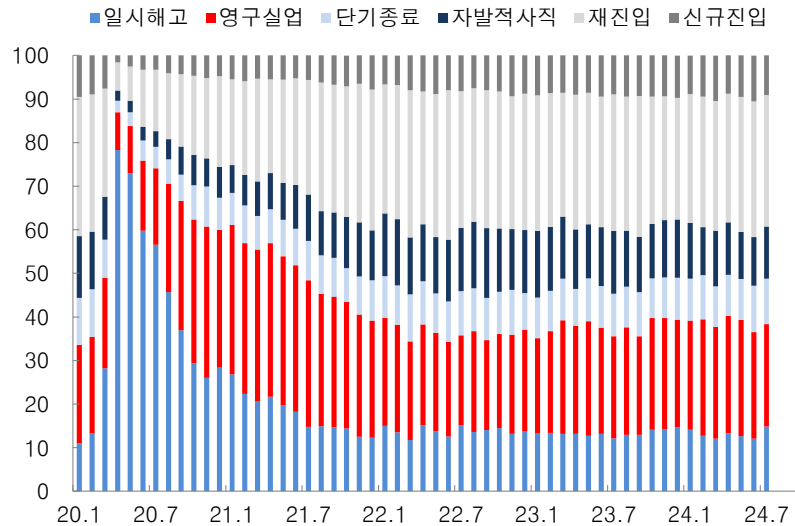
TX 실업수당청구건수, 허리케인 영향으로 큰 폭 증가



[경제] Non-US 경기 회복 재개 여부는 교역 정상화에 달려있어

- 미국발 경기 침체 우려 완화를 위해서는 고용지표 안정 필요, 특히 마진 축소 압력이 높아진 기업의 해고 증가 여부 중요
- 이전과 달리 최근 실업은 노동시장 진입 외 해고 증가에 기인, 주로 일시 해고가 증가했으나, 향후 영구 실업으로 이어진다면 경착륙 가능성 확대
- 이 경우에도 연준의 빠른 대응이 침체 폭, 기간 조정에 유의미한 영향을 줄 것으로 기대
- 미 연준의 금리인하로 미국 외 국가의 통화완화 여력 확대, 비미국 경기 회복 지원
- 다만 성장 기조 지속을 위해서는 글로벌 교역 정상화가 필요, 미 대선을 앞두고 중국의 밀어내기 수출, 중동지역 전쟁 등 자국우선주의 확산은 글로벌 교역 감소 및 기업 비용 부담 확대 요인으로 작용

미국 실업 요인: 영구 실업 증가 여부 확인 필요



글로벌 교역 회복 필요

Global goods exports

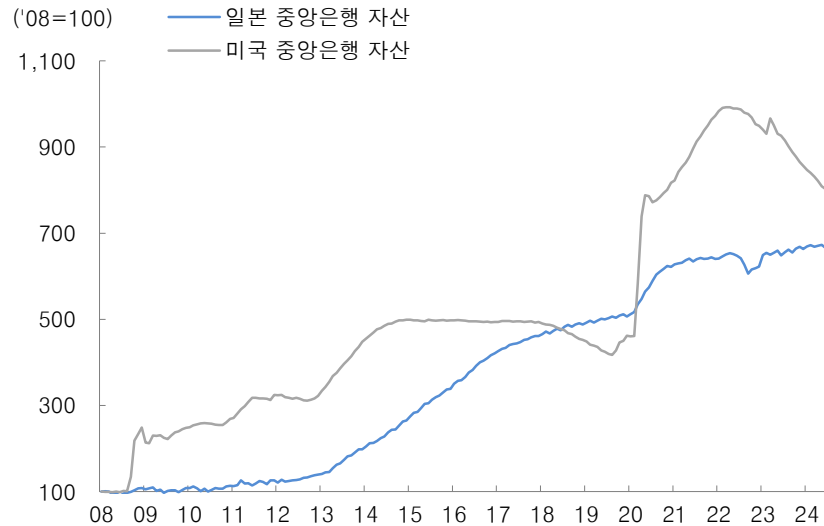


Data compiled August 2024, PMI data updated to June 2024, CPB trade data to July 2024.
PMI (Purchasing Managers' Index) 50 = no change on prior month.

[환율] 원화 강제 전환 지연 : 원/달러 환율 평균 3Q 1,360원, 4Q 1,330원

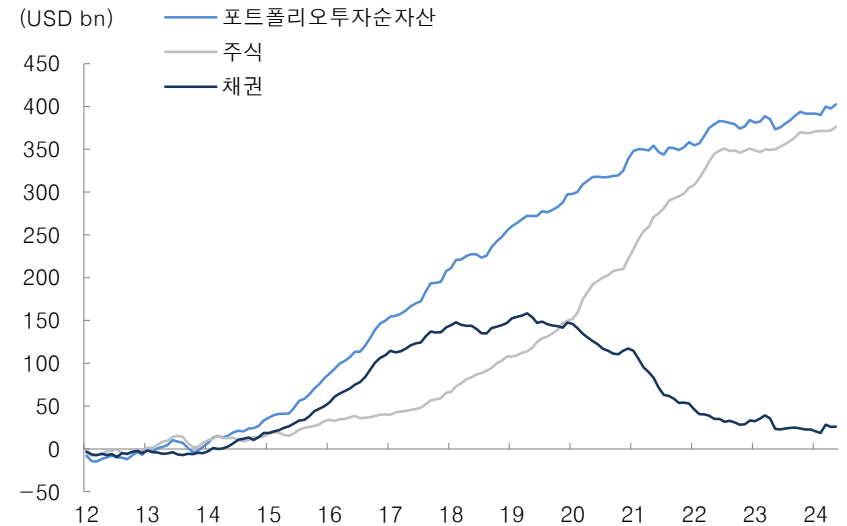
- 외환시장에서 기존 전망과 가장 크게 달라진 부분은 엔화
일본 내수 회복 지연, 막대한 부채를 보유한 정부의 이자비용 부담에 일본은행의 통화정책 정상화는 매우 완만한 속도로 진행될 것으로 전망
- 하지만 엔저 베팅에 따른 부담이 확대되면서 일본은행은 당초 예상대비 매파적 기조가 강화, 달러엔 환율 큰 폭 하락. 엔 캐리트레이드 청산 압력으로 작용
- 달러원 환율의 경우, 미국과 비미국 성장 격차 축소, 주요국 통화정책 공조에 따른 위험선호 확대가 하락 압력으로 작용할 것으로 전망
- 다만 미국 외 국가의 경기 회복 지연, 글로벌 금융시장 변동성 확대에 따른 위험선호 약화 등이 달러원 환율 하락 전환 시점 지연 예상

미 연준 대신 글로벌 유동성 공급을 담당했던 BOJ



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

금융자산, 내국인 해외투자 수요 > 외국인 국내투자 수요

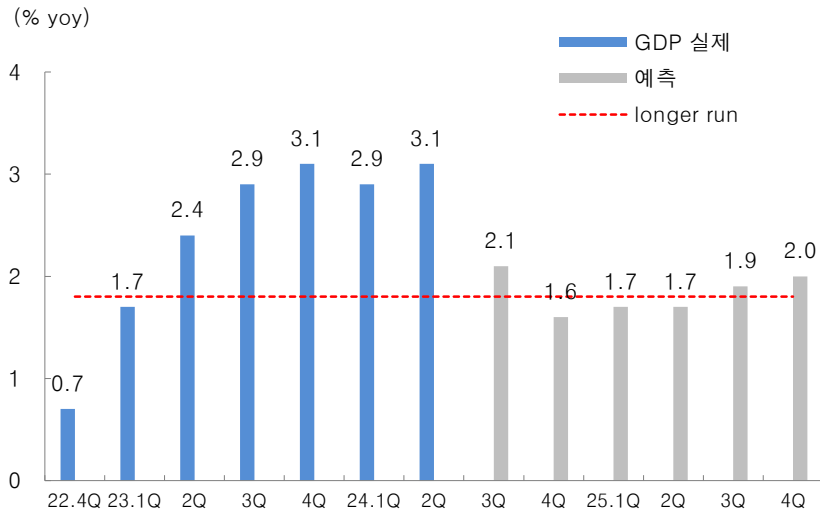


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[금리] 다시 확인해야 할 인하의 목적 : 정상화 + 보험성 인하, TB 10년 3.6%까지 하락 가능

- 갑작스럽게 불거진 경기침체 우려에도 현재 미국 경제는 경기 사이클 상의 둔화(연착륙) 확률이 높은 상황
- 인플레이션이 인하가 가능한 궤도 권역에 진입한 데 따른 정상화(normalization) + 경기 연착륙 유도를 위한 보험성 인하 논리 추가
- 빅컷(50bp) 인하와 같은 이례적 조치보다는 25bp씩 지속적이고 꾸준한 인하를 통한 경기 대응에 대한 여지
- 다만 연내 인하 횟수는 매 분기 당 1회에서 FOMC 회의 마다 1회로 전망 상향(2024년 연말 미국 기준금리 4.75% 예상)
- TB 10년 금리는 전저점 영역인 3.7%대를 하회하는 3.6%까지 하락 시도 가능(침체 시에는 복수의 빅컷으로 3.2%까지 하단 열려)

미국 GDP 성장률 추이와 전망



자료: Fed, Bloomberg, 대신증권 Research Center(2024년 8월 6일 기준)

미국 기준금리와 TB 2년, 10년 금리



자료: Fed, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[KOSPI] 24년 하반기 Band : 2,300 ~ 2,900로 하향조정

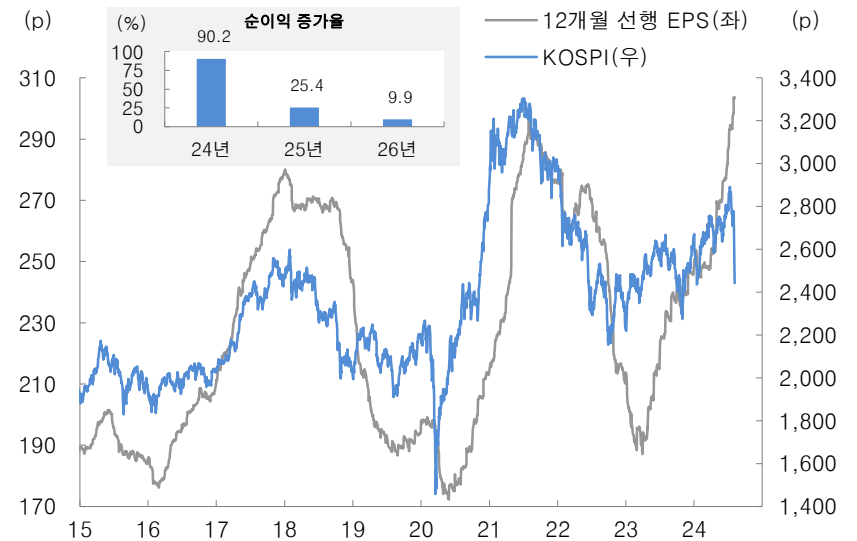
- 당초 예상보다 경기 불확실성이 확대되고, 유동성 불안이 가세함에 따라 KOSPI Band 2,300 ~ 2,900p로 하향조정
- KOSPI 하단은 18년 미국 일시적 역성장, 반도체 사이클 하락, 22년 하반기 미국/유럽 경기침체 가시화 당시 밸류에이션/지수 레벨 반영
- KOSPI 상단은 연말 예상 12개월 선행 EPS(308p)에 선행 PER 9.5배(2001년 이후 평균) 적용. 선행 EPS 상승국면 = KOSPI 상승추세
- 9월 FOMC(18일) 전까지 KOSPI 급등락 반복 예상(하단 언더슈팅 감안). 경기/유동성 불안심리가 남아있어 진폭 클 가능성 경계
- KOSPI 2,400선 이하는 경기 침체 가능성을 선반영한 Deep Value 영역. 변동성을 활용한 비중확대 전략 유효

금융위기 이후 위기 국면에서 의미있는 밸류에이션 수준

	선행 PER	KOSPI	선행 PBR	KOSPI	확정실적 PBR	KOSPI
금융위기	6.27	1,900	0.76	2,319	0.81	2,273
미국 신용등급 강등	7.44	2,254				
유럽 재정위기	7.92	2,400				
유럽 재정위기	8.12	2,460				
일시적 역성장, 반도체 사이클 하락	7.62	2,309	0.77	2,350	0.85	2,385
코로나19 쇼크	7.52	2,279	0.57	1,740	0.59	1,656
미국/유럽 경기침체 가시화	8.52	2,582	0.78	2,381	0.8	2,245
현재	8.04		0.8		0.87	
장 중 저점 기준	7.86		0.78		0.85	

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center(2024년 8월 5일 기준)

KOSPI 12개월 선행 EPS 상승세 지속. Deep Value 구간

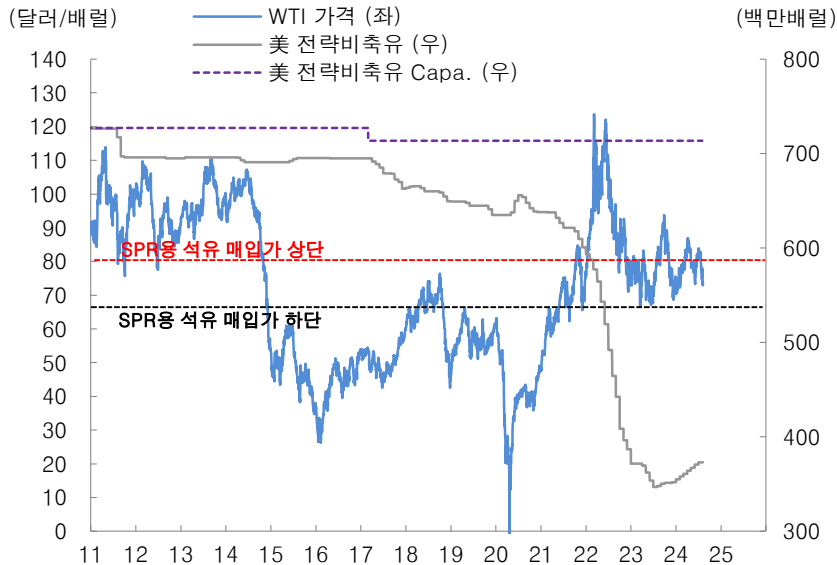


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center(2024년 8월 5일 기준)

[원자재 : 유가] 수급 리스크 혼재, 긍정적으로 접근하되 단기 상하방 변동성 경계

- **베이스 시나리오(\$70~\$90)**: 수요(미 경기 침체)에 대한 우려로 다음 저지선인 배럴당 \$65까지 후퇴 고민되는 상황이지만, 이러한 가운데 공급 측면에서 중동 지정학 리스크(이스라엘-이란 충돌)까지 가세. 수급 모두 극단에 치닫는 상황에서 3/4분기 높은 상하방 변동성 경계
 - 미 SPR 매입 하단 + 계절성과 기상이변 고려, 연말까지 유가의 점진적 상승 방향 유효. 다만, 단기적으로 높은 변동성 고려, 조심스런 접근 필요
- **베스트 시나리오(\$75~\$95)**: 미 경기 침체 우려 + 중동 지정학 리스크 진정 시 시장은 여전히タイト한 수급으로 이목 집중될 것. 계절성(8~10월 절정기인 허리케인 시즌) + 허리케인 강화시킬 라니냐(9~10월) 도래 고려 시 유가 배럴당 \$95 목표로 상방 압력 재확대 가능
- **워스트 시나리오(하단 \$60)**: 중동 지정학 리스크 시나리오 중 3안(이스라엘과 이란간 전면전) 발생 시 1990년 걸프전과 같은 높은 상방 변동성 (+75%) 불가피. 물가 견인 자산인 유가의 슈팅은 중앙은행의 통화정책에 장애물, 후행적으로 경기 침체 가속화 따른 마진콜 영향 노출

경기 침체에 대한 우려, 다음 저지선인 \$65까지 후퇴 고민



다만, 변동성 야기할 지정학 리스크, 1안 유지하되 확전 경계

구분	확률	충돌 형태	충돌 여파			
			유가	물가	GDP	VIX
간헐적 충돌 (2014년 가자전쟁)	80%	기존과 동일한 제한적인 역내 갈등 1)이스라엘-이란의 예측 가능한 형식적 미사일 공격 2)가자지구 내 시가전 지속 3)레바논 헤즈볼라와의 간헐적 충돌 4)예멘 후티 반군(친이란) 의한 공급망 제한	+4.7%	+0.1%	-0.1%	-
대리전 격화 (2006년 레바논 전쟁)	15%	중동 지정학 리스크 확대 1)레바논 또는 시리아 등 친이란 시아파 국가와의 전쟁/지상군 개입 2)이란의 대이스라엘 지대지 미사일 공격 강화 3)이란산 원유 일부 제한(제재 강화)	+9.4%	+0.2%	-0.3%	+8pt
전면전 (1990년 걸프전)	5%	이스라엘-이란 정면 충돌 1)이스라엘-이란 중심 시아파 국가(저항의 축)와의 동시다발적 전쟁 발발/미군 개입 2)공대지/지대지 미사일 공격 본격화 3)전쟁으로 인한 호르무즈 해협 불가항력 발생(유조선 운송 차질 발생)	+75%	+1.2%	-1.0%	+16pt

자료: EIA, Bloomberg, 대신증권 Research Center(2024년 8월 6일 기준)

자료: Bloomberg Economics, 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: 공동락, 이경민, 이하연, 최진영)
- 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.