

Strategy

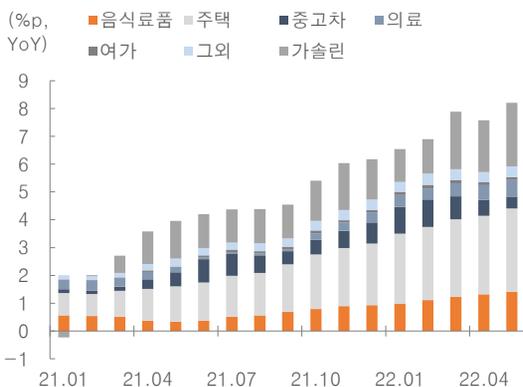
Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

인플레이션 충격. 연준이 달래줄 수 있을까?

- 5월 CPI는 시장 컨센서스를 크게 상회(상단 8.5%)하는 8.6%를 기록했다. 3월 CPI 8.5%마저 상회하며 41년만의 최고치를 경신했다. 5월 CPI 전월대비 변화율도 1% 상승하며 컨센서스(0.7%)는 물론, 상단인 0.9%까지 넘어서는 서프라이즈를 기록했다. 전문가들의 예상치를 크게 벗어난 것은 물론, 3월 고점까지 넘어서면서 물가/인플레이션 정점론을 크게 흔들었다.
- 이로 인해 이번주(14~15일, 한국시간 16일 새벽 3시) 6월 FOMC에서 빅스텝(50bp 금리인상)이 아닌 자이언트 스텝(75bp 금리인상)이 현실화될 것이라는 전망과 7월 자이언트 스텝, 9월에도 빅스텝 가능성에 힘이 실렸다. FED Watch 기준 6월 FOMC에서 자이언트 스텝 확률이 9일 3.6%에서 23.2%로 레벨업되었고, 7월 FOMC에서는 자이언트 스텝 확률이 45.1%로 급등한 것은 물론, 100bp 금리인상 확률도 0%에서 9.5%로 부상했다.
- 게다가 소비심리 쇼크도 가세했다. 6월 미시간대 소비자심리지수는 50.2였다. 5월 58.4대비 큰 폭 레벨다운된 수치로, 전망치 59를 크게 하회했다. 수치상으로는 사상최저치로 1980년 불황 당시 저점과 유사한 수준이다. 인플레이션 충격에 이은 소비심리 쇼크는 스테그플레이션 우려 증폭으로 이어졌다. 연준의 금리인상 폭 확대까지 고려한다면 지난 주말 글로벌 금융시장에 연초 이후 시장을 괴롭혀 온 다양한 악재들이 동시다발적으로 웅단폭격이 가해졌다.
- 고강도 긴축우려와 스테그플레이션 공포에 미국, 유럽 증시는 3% 전후 급락세를 기록했고, 경기민감 원자재도 하락 마감했다. 반면, 달러, 금 등 안전자산은 상승 마감했다. 연준의 금리인상 폭 확대 우려로 채권금리가 강한 반등세(2년물 3% 돌파, 10년물 3.16%로 전고점 상회)를 보였지만, 경기불안심리도 유입되면서 장기채권금리보다 단기 채권금리 상승폭이 컸다.

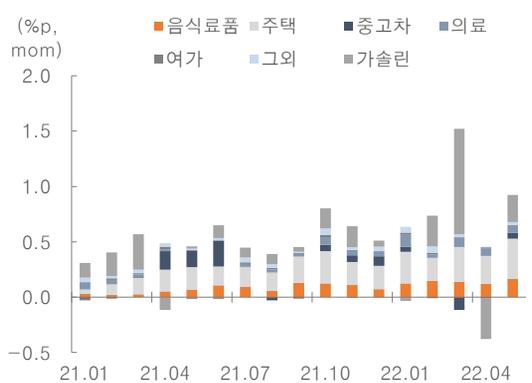
* 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 1. 5월 CPI 전년대비 8.6% 상승. 음식료, 주택, 가솔린 가격 상승압력 확대



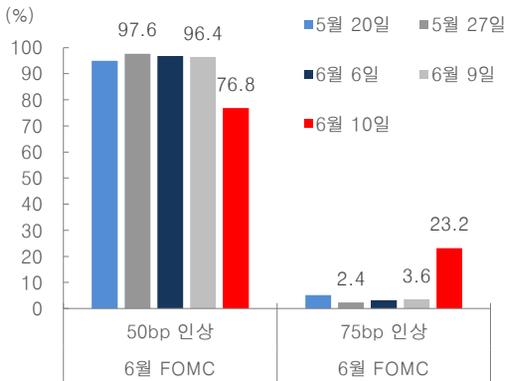
자료: 미국 노동부, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 2. 5월 CPI 전월대비 1% 상승. 음식료, 주택, 가솔린 가격 상승압력 확대



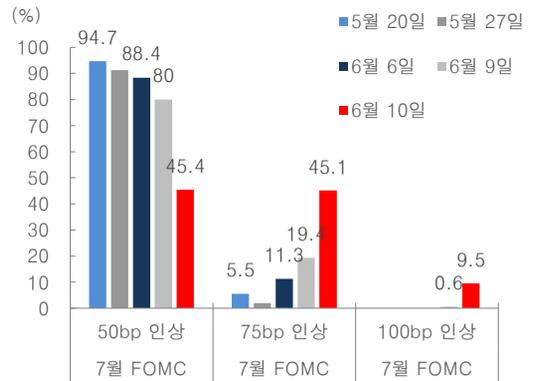
자료: 미국 노동부, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 3. 6월 FOMC 에서 자이언트 스텝 확률 23.2%로 레벨업



자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

그림 4. 7월 FOMC 에서 자이언트 스텝 확률 급등, 100bp 금리인상 확률도 9.5%로 부상



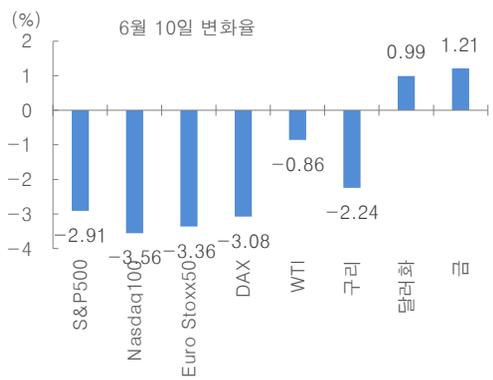
자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

그림 5. 미시간대 소비자심리지수 쇼크, 사상최저치 기록



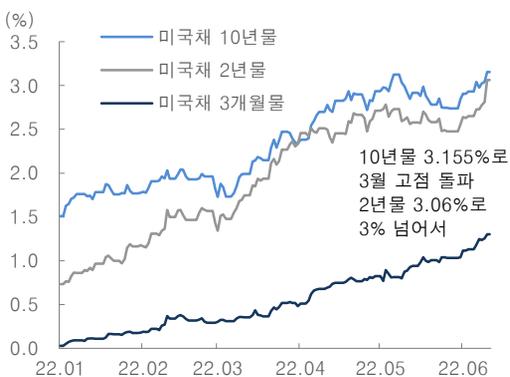
자료: 미시간대, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 6. 증시 3% 전후 급락. 경기민감 원자재 하락, 달러, 금 상승



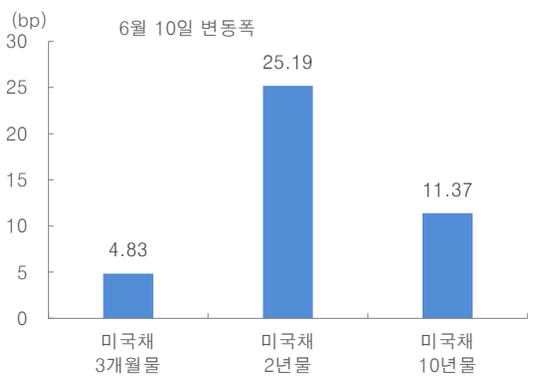
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 7. 미국 채권금리 급등, 2년물 3% 돌파, 10년물 3.16% 상회



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 8. 금리인상 폭 확대 & 스테그플레이션 우려로 단기채 금리 상승폭이 더 큰 상황

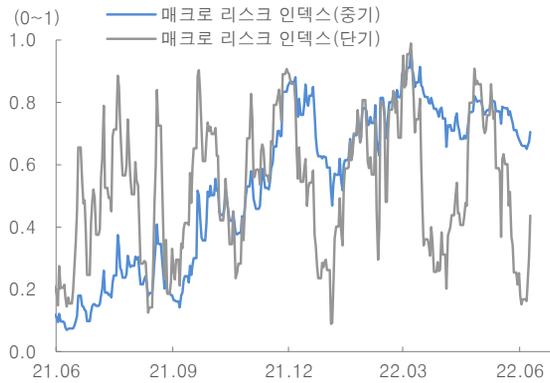


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 2022년 하반기 전망을 통해 KOSPI 하반기 경로를 상고하자, 3분기 중후반 이후 하락반전, 2차 하락추세 재개로 수정제시했다. 당시 우려했던 중장기 매크로 불확실성이 예상보다 빠르게 커지고 있고, 가시화되는 양상이다. 하반기 전망을 통해 연준이 통화정책으로 컨트롤 할 수 없는 변수들(원자재 가격 상승, 공급망 이슈 등)로 인해 정책 실패 가능성이 높고, 이는 경기 경착륙, 일시적인 경기침체 가능성을 높인다고 전망한 바 있다. 이로 인해 KOSPI 기술적 반등, 안도렐리는 있더라도 2023년 상반기까지 하락추세가 지속될 것으로 예상했다. * 자세한 내용은 5월 31일자 “2022년 하반기 경제 및 금융시장 전망 - 투자전략 : 안도 이후 마주할 현실” 참조
- 중장기 경로보다 현재 시점에서는 이번 CPI 충격으로 인해 3분기 안도렐리 가능성에 대한 판단이 중요하다. 지난 주말 급락으로 미국을 비롯한 글로벌 증시, KOSPI의 전저점(2,546p) 지지력 테스트가 불가피하고, 하향이탈시 추가 하락도 불가피하기 때문이다. 따라서 현 시점에서 필자가 안도렐리 가능성을 높게봤던 이유와 근거들을 되돌아보도록 하겠다.
- KOSPI는 길게 보면 2021년 6월 이후, 짧게 보더라도 연초 이후 제대로 된 반등없이 조정을 이어왔다. 특히, 연초 이후 급락, 5월 저점까지 하락과정을 보면 펀더멘털 변수보다 미국 긴축과 경기에 대한 과도한 불안심리가 증시의 과민반응, 패닉 셀링으로 이어졌다고 본다. 매크로 리스크 인덱스, VIX, MOVE지수 등은 22년 3월 고점보다 낮은 수준에서 하향안정세를 보였지만, A세 투자심리 지표는 2020년 3월, 코로나19 팬데믹 당시보다 더 위축되었기 때문이다.
- 따라서 펀더멘털 둔화/악화국면은 지속되겠지만, 투자심리 안정만으로도 기술적 반등이 가능하다고 판단했다. 글로벌 금융시장은 통화정책에 있어서는 자이언트 스텝, 연내 기준금리 3% 이상 도달을, 경기전망에 있어서는 경기침체 우려까지 일정부분 선반영했다고 본다. 단순한 불안감을 넘어 공포심리까지 유입되었다고 볼 수 있는데, 이는 반대로 공포심리를 자극했던 변수들이 단기적으로 현실화되지 않을 수 있다는 것만으로도 분위기 반전이 가능하다는 의미이다. 실제로 5월 중순 ~ 5월말까지 KOSPI를 비롯한 글로벌 증시는 강한 반등세를 보인 바 있다. 핵심 이유는 통화정책 우려와 경기침체 우려 완화였다.
- 지난주 급락 과정을 되돌아보면 KOSPI를 비롯한 글로벌 증시를 억누르고 변동성을 높여왔던 악재들이 다시 수면 위로 부상한 것이다. 이전과 다른 점은 물가 상승압력 확대, 고강도 긴축과 경기침체 우려가 동시에 유입되고 있다는 것이다. 기존 악재들의 재부상이 주식시장의 새로운 하락추세를 야기할 가능성은 낮다고 본다. 증시가 또다시 공포심리에 크게 흔들리고 있지만, 가격/밸류에이션 매력은 더 높아진 상황이다. 실적 전망이 꾸준히 상향조정되고 있기 때문이다(KOSPI 12개월 선행 PER 9.5배(3년 평균의 -2표준편차) 2,600p).
- 5월 CPI 충격으로 글로벌 금융시장은 6월 FOMC를 넘어 연준의 통화정책 전반에 의구심을 증폭시키고 있다. 어쩌면 불확실성을 선반영하고 있고, 이 과정에서 다시 한 번, 현재 경기 상황, 통화정책 방향성보다 투자심리가 더 위축되었을 가능성이 높다고 생각한다. 지난주 주식시장, 금융시장 변동성 확대는 6월 FOMC를 앞두고 독한 예방주사를 맞았다고 볼 수 있다.

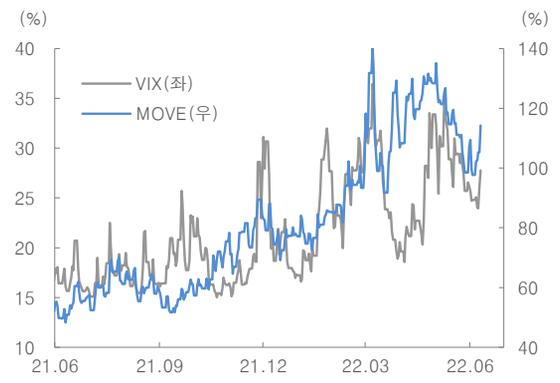
* 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 9. 매크로 리스크 인덱스 반등 중. 하지만, 직전 고점과는 거리가 멀어



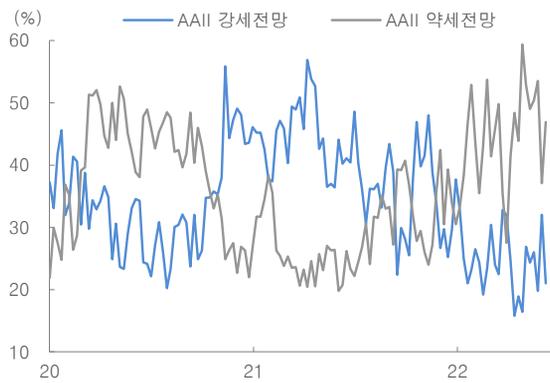
자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 10. 변동성 지수 급반등하고 있지만, 직전 고점대비 낮은 레벨



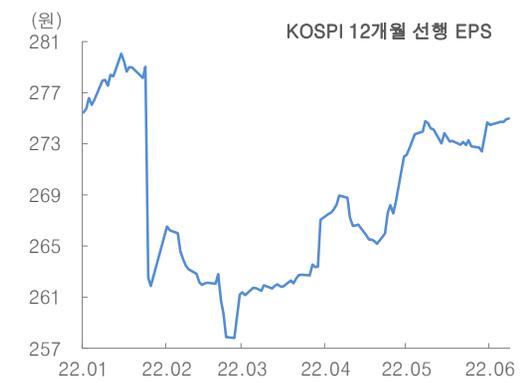
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 11. 투자심리 지표는 2020년 3월 수준에서 등락 반복하고 있어



자료: AAI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 12. KOSPI 12개월 선행 EPS 상승 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

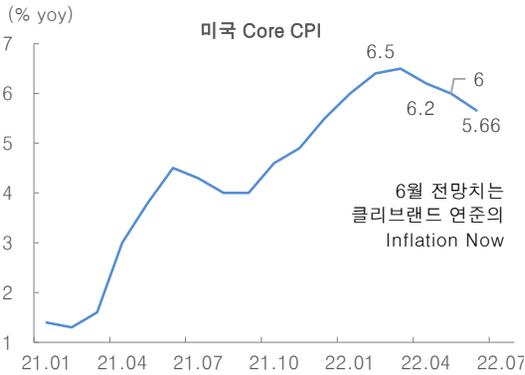
그림 13. KOSPI 밸류에이션 매력 유효. 12개월 선행 PER 전저점 9.3배 = KOSPI 2,557p



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

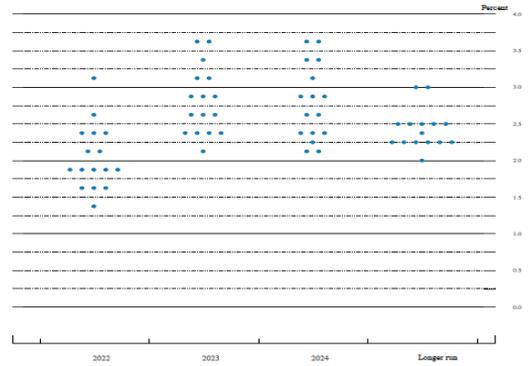
- 이제 공은 6월 FOMC로 넘어갔다. 다시금 물가, 통화정책, 경기침체 공포가 지배하는 금융 시장은 6월 FOMC 회의 결과에 주목하고 있다. 한국 시간으로 16일 새벽 3시에 결과를 확인하는데, 필자는 최근 시장을 뒤흔들고 있는 부담들을 완화시켜줄 가능성을 높게 보고 있다.
- CPI에 몰입된 시각을 약간만 돌려 Core CPI를 보면 2개월 연속 둔화를 기록했다는 점에 주목한다. 5월 Core CPI 전년대비 변화율은 6%로 컨센서스(5.9%)를 소폭 상회했지만, 2개월 연속 둔화세를 기록했다. 클리브랜드 연은의 Inflation Now 기준 6월 Core CPI는 5.66%로 집계중이다. 3개월 연속 물가 둔화를 기대할 수 있는 상황이다.
- 유가와 곡물가격 상승으로 인한 물가 부담은 가중되고 있지만, 연준이 컨트롤 할 수 있고, 통화정책의 주요 변수로 보는 Core CPI는 정점을 통과했고, 둔화되고 있다는 의미이다. CPI 충격으로 물가에 대한 공포가 극심한 상황에서 다소 묻히기는 했지만, Core CPI 정점통과, 둔화 지속은 시간을 두고 글로벌 금융시장에 안도감을 줄 수 있는 부분이라고 본다.
- Core CPI 연속 둔화와 5월 FOMC 의사록을 통해 6월 점도표와 파월 연준의장의 기자회견을 추론해보자. 근본적인 문제는 시장은 연준의 스탠스를 믿지 못하고 있다는 점에 있다. 파월 연준의장의 기자회견에서 얼마나 신뢰도 회복이 가능할지 여부가 관건이라 하겠다.
- 우선, 5월 FOMC 의사록에서 “많은(many) 참가자들은 완화적인 통화정책의 신속한 제거는 올해 후반에 연준이 통화정책의 확고히 한 것에 대한 효과와 경제 발전이 통화정책 조정을 정당화한 정도를 평가할 수 있는 좋은 위치에 놓이게 될 것이라고 판단”이라는 말이 중요하다고 생각한다. 이에 대한 의미를 되새겨보면, 중립금리 수준으로 금리를 인상한 다음에 더 할지, 아니면 쉬었다가 정책효과를 확인하고 추가 대응을 할지 결정하겠다는 뜻으로 볼 수 있다.
- 따라서 6월 FOMC 에서 공개되는 2022년 기준금리 점도표가 상향조정되더라도 3%에 육박하거나 넘어설 가능성은 낮다고 생각한다. 이 경우 현재 3% 이상 금리인상 확률을 100% 반영 중인 글로벌 금융시장은 고강도 긴축 우려가 완화되는 국면으로 진입할 수 있을 것이다. 여기에 파월 연준의장은 기자회견에서 미국 경제의 견고함, 강한 수요모멘텀 등을 언급하면서 경기침체 우려를 진정시켜줄 것으로 보인다. 게다가 6월 15일 발표 예정인 소매 판매(전월대비 +0.2%, 4월 +0.9%), 17일 발표 예정인 산업생산(전월대비 +0.8%, 4월 1.1%) 등이 전월대비 성장을 이어가면서 미국 경기침체 우려를 진정시켜줄 수 있을 것으로 판단이다.
- 예상치 못했던 이슈들(우크라이나-러시아 전쟁, 중국 제로코로나 정책 등)이 불거지고, 해결되지 않고 지속되고 있다. 이 과정에서 당초 예상에서는 크게 벗어나는 경제지표, 정책 결과들이 나오고 있다. 매크로, 펀더멘털 불확실성이 증폭되는 국면이더라도 투자심리가 극도로 위축되었고, 공포심리가 투자환경, 금융시장을 지배하고 있다면 다시 한 번 역발상 투자 전략이 유효하다고 본다. 3분기 안도랠리 전망은 유지한다. 다만, 경로는 예상보다 험난하고, 시간과의 싸움이 길어질 가능성이 높아졌다. 좀 더 조심스러운 대응, 확인 이후 매매강도를 조절할 필요는 있지만, 추격매도는 실익이 없다는 판단이다.

그림 14. Core CPI는 2개월 연속 둔화. 6월에도 둔화세를 이어갈 가능성 높아



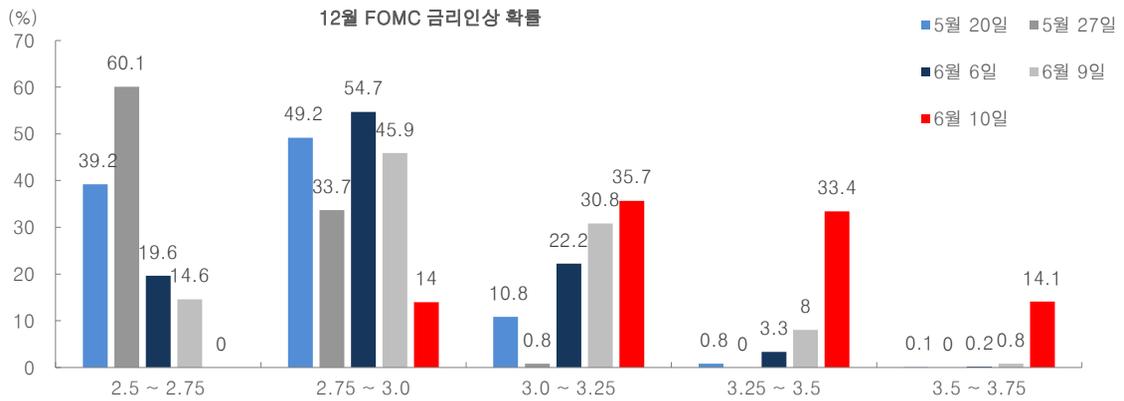
자료: 클리브랜드 연준, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 15. 3월 FOMC 점도표 22년 1.9%에서 상향조정하더라도 3% 이상 가능성 낮아



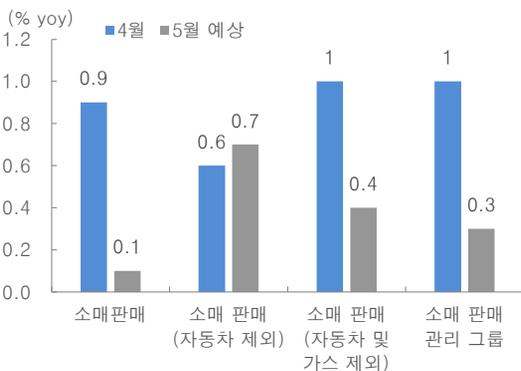
자료: FRB, 대신증권 Research Center

그림 16. 연내 3% 이상 금리인상 확률 100%. 레벨의 문제로 시장 컨센서스 형성 중. 6월 FOMC에서 연내 3% 이상 금리인상 우려를 진정시켜줄 수 있을까?



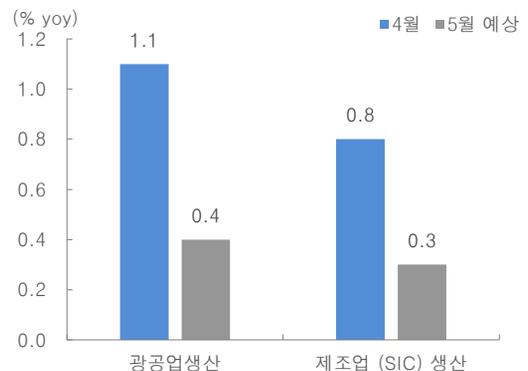
자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

그림 17. 소매판매(15일 발표)는 전월대비 플러스 성장을 이어갈 전망



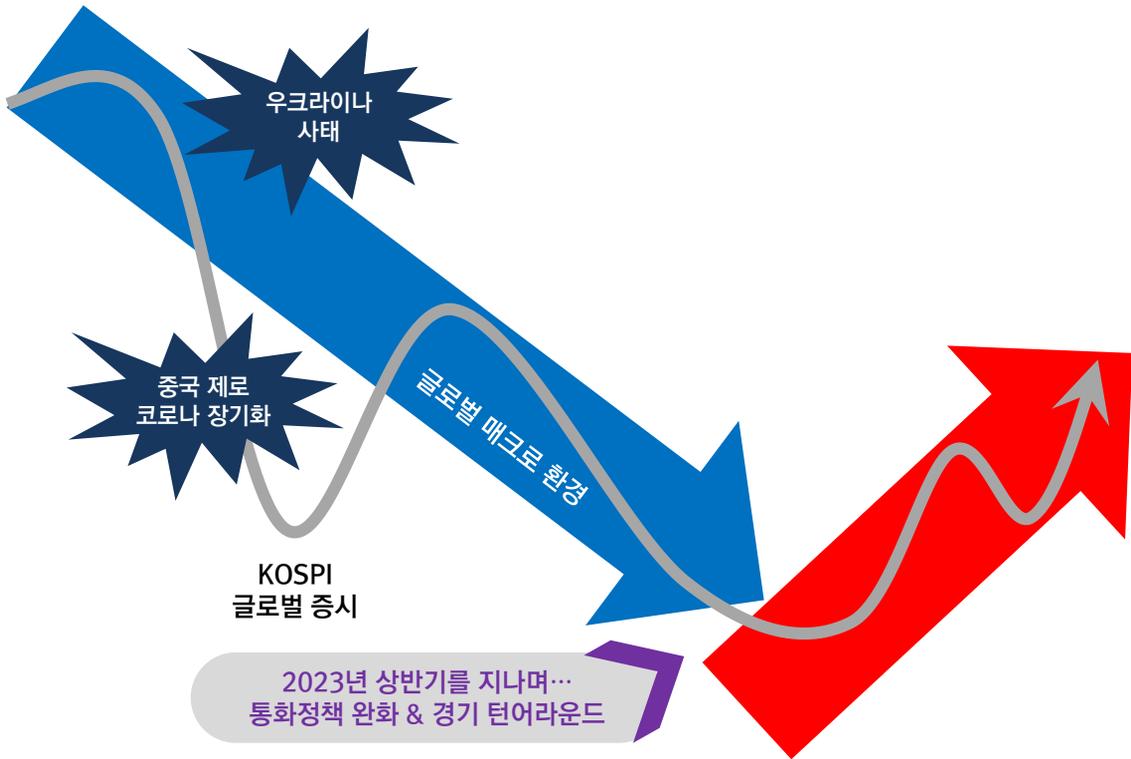
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 18. 산업생산(17일 발표)도 전월대비 플러스 성장을 이어갈 전망



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 19. KOSPI 장기전망. 2022년 상반기까지 매크로/펀더멘털 환경 둔화, 약화 불가피
단기 기술적 반등, 안도렐리 가능성은 존재(과매도, UnderShooting 에 따른 되돌림 국면)



자료: 대신증권 Research Center

그림 20. 3분기 KOSPI 안도랠리 예상 경로
 전저점 지지력 테스트 이후 2차 기술적 반등, 안도랠리 재개 전망



자료: 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: 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.
