

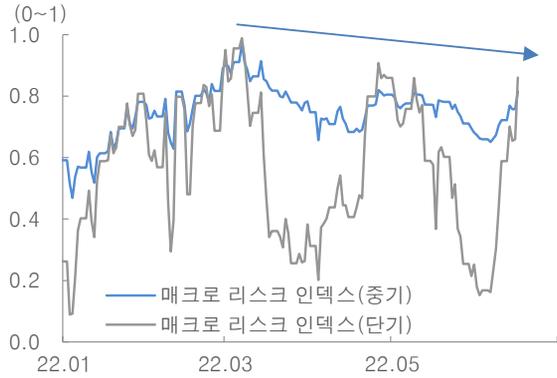
Strategist 이경민

kyoungmin.lee@daishin.com

## 투자심리는 2008년 금융위기 수준

- 5월 CPI 충격 이후 글로벌 증시는 급격한 하락세가 전개되었다. 6월 FOMC 직후 안도감보다 경기침체 우려가 글로벌 금융시장, 주식시장을 압박했다. 이 과정에서 미국 다우지수는 3만선, 나스닥은 11,000선을 하향 이탈했고, KOSPI는 장 중 2,400선까지 내주기도 했다.
- 연준의 22년 점도표가 1.9%에서 3.4%로 상향조정되고, 22년 GDP 성장률이 2.8%에서 1.7%로 하향조정되었다는 점은 경기불안과 고강도 긴축에 대한 부담이 가중되고 있음을 보여준다. 향후 투자자들이 걱정하는 경기 경착륙, 또는 경기침체 가능성도 커지고 있다.
- 다만, 연초 이후 글로벌 금융시장은 이러한 변수들을 상당부분 선반영해왔다. 매크로, 펀더멘털 여건이 어려워지고 있는 것은 사실이지만, 최근 증시의 급락, 레벨다운 과정에는 기존 악재들이 확대 재생산되는 과정에서 극도의 공포심리가 상당한 영향을 미쳤다는 판단이다. 상황이 부정적으로 진행되는 가운데 투자심리는 이미 최악의 상황을 기정사실화한 것이다. 현재 상황만을 놓고 봤을 때, 글로벌 금융시장은 단기적으로 저평가 수준에 진입했다.
- 매크로 리스크 인덱스와 VIX 등 금융시장 투자환경을 가늠할 수 있는 지표들은 여전히 고공행진 중이다. 그러나 고점 수준은 2022년 3월 이후 점차 낮아지고 있다. 주식시장에 노출된 리스크, 변동성 환경이 2022년 3월보다는 더 나쁘지 않다는 의미이다. 그럼에도 불구하고 KOSPI를 비롯한 글로벌 증시는 2022년 3월 이후 고점을 하회하면서 저점을 낮춰가고 있다.
- 주식시장과 리스크 인덱스, 변동성 지표 간의 다이버전스(서로 엇갈린 방향성)의 핵심 변수는 투자심리라고 본다. AAI에서 발표하는 약세전망은 지난해 58.3%로 레벨업되었고, 강세전망은 19.4%로 레벨다운되었다. 다시 한 번 2020년 3월 코로나19 팬데믹 당시 수준을 넘어 2008년 금융위기 당시 수준에서 등락 중이다. AAI 강세전망 - 약세전망 Spread도 -38.9%로 2008년 저점수준에 위치해 있다.
- 예상치 못했던 다수의 불확실성 변수(우크라이나 사태, 중국 봉쇄조치 등)들이 산적해 있고, 이러한 변수들이 글로벌 펀더멘털에 하방압력을 가하고 있는 것은 사실이다. 하지만, 금융시스템 붕괴와 이로 인한 경기침체가 현실화되었던 수준까지 투자심리가 위축되었다는 점은 되짚어볼 필요가 있다. 실제 경기침체가 있었던 당시에 상응하는 공포심리가 금융시장에 반영되어 있다면 투자심리는 물론, 증시도 단기 바닥권에 근접했을 가능성이 높다고 본다.
- 실제로 S&P500의 12개월 선행 PER은 15.5배로 10년 평균(16.9배)은 물론, 15년 평균 수준인 15.7배에 근접해 있다. KOSPI 12개월 선행 PER은 8.9배로 2010년 이후 평균의 -1표준편차 수준인 8.7배에 맞닿아 있고, 확정실적 기준 PBR은 0.96배로 낮아졌다. 더 나빠지지 않을 것이라는 안도감만으로도 반등이 가능한 권역에 진입했다고 판단한다. \* 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 1. Macro Risk Index 와 VIX 는 3월 정점 이후 고공행진 중. 하지만, 주가는 3월 저점 이탈, 레벨다운

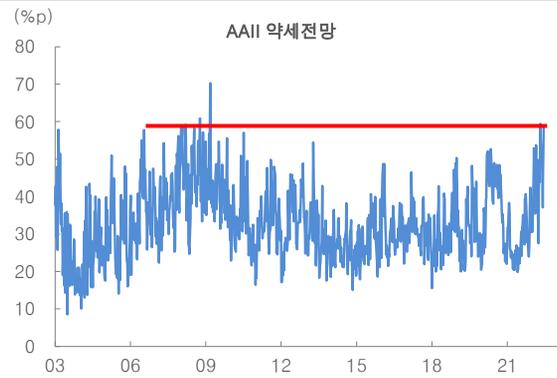


자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center



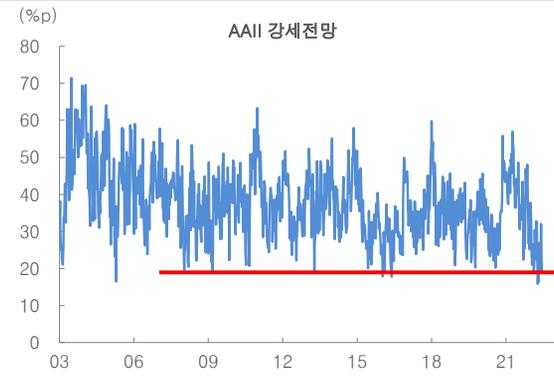
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. AAI 약세전망은 2008년 금융위기 수준



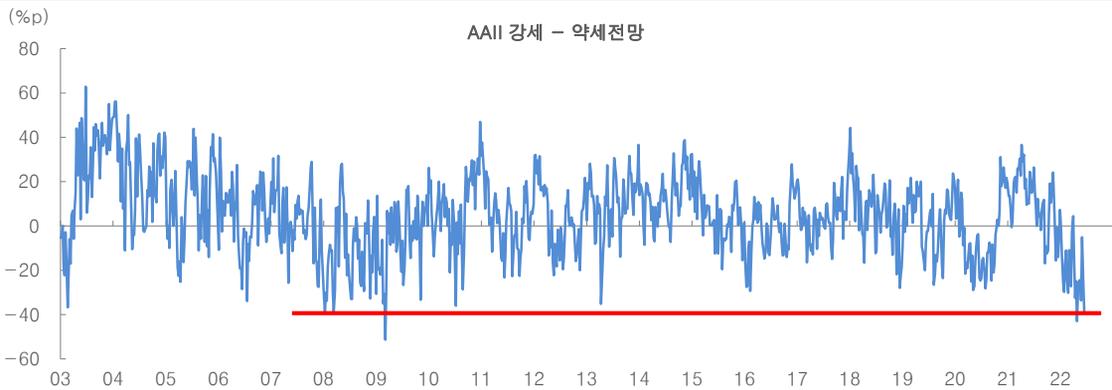
자료: AAI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 3. AAI 강세전망은 금융위기 저점보다 낮아



자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

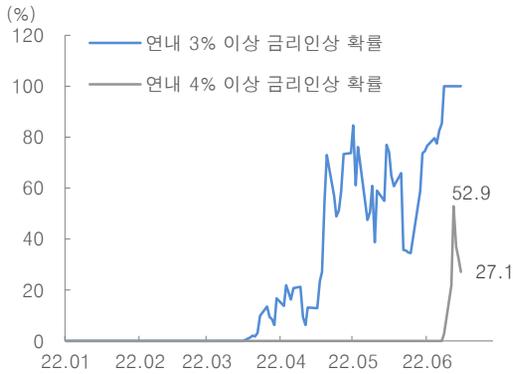
그림 4. AAI 강세전망 - 약세전망 Spread 는 2008년 금융위기 당시 저점권에서 등락 중



자료: AAI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 최근 글로벌 금융시장의 변동성 확대 과정에서 이유가 계속 바뀌고 있다. 물가 충격 이후에는 고강도 금리인상 우려가 증시 급락을 야기했다면, 6월 FOMC 이후에는 경기침체 우려가 증시 급락의 원인으로 지목되고 있다. 그만큼 여러 이슈, 변수들이 서로 간에 얽히고 설켜 있고, 풀어나기 어려운 상황이라는 의미이기도 하다. 반면, 증시 급락을 야기했던 수많은 이유들과 그로 인한 불안심리가 하나씩 진정되더라도 반응은 가능하다고도 볼 수 있다.
- 지난주 6월 FOMC를 기점으로 금리인상에 대한 과도한 공포감은 다소 진정되고 있다. 연준이 22년 점도표를 3.4%로 제시함에 따라 3% 이상 금리인상은 기정사실화되었다. 그보다 시장에 충격을 주었던 것은 연내 4% 이상 금리인상 공포였다. 6월 9일만해도 0%였던 4% 이상 금리인상 확률은 FOMC 직전 52.9%로 급등했다. 다행히도 지난 주말 27.1%로 레벨다운되었는데, 22년 점도표 상단이 3.75% ~ 4%였음을 감안할 때 추가적인 하락세가 예상된다.
- 경기침체에 대한 공포는 다소 과도하다는 판단이다. 물론, 2023년에는 경기 경착륙이 불가피하고, 경기침체 가능성도 배제할 수 없다는 전망이다. 하지만, 최근 유입된 경기침체 공포는 현재 경기상황을 너무 앞서간 것으로, 당분간 진정국면으로 진입할 가능성이 높다고 본다. 특히, 글로벌 G2 국가인 미국과 중국의 경제지표 서프라이즈 인덱스가 동시에 저점권에 위치해 있다. 최근 경제지표 부진이 이어졌다는 의미이자 경기에 대한 눈높이가 충분히 낮아졌음을 시사한다. 향후 경제지표가 증시에 충격을 주기보다는 안도감을 줄 것으로 예상된다.
- 이번주에는 미국과 유럽 6월 PMI 속보치가 발표된다. 전월대비 둔화가 예상되지만, 여전히 확장국면인 50을 상회할 전망이다. 경기침체 공포심리를 후퇴시켜줄 변수라고 본다. 이와 함께 다수의 연준 위원들의 기자회견이 예정되어 있다(22일 클리블랜드 연은, 리치몬드 연은, 파월 연준 의장, 23일 시카고 연은, 필라델피아 연은, 리치몬드 연은, 파월 연준 의장, 25일 샌프란시스코 연은). 대체로 물가 대응의 필요성을 강조하는 한편, 연준의 공격적인 긴축이 경기에 부담을 줄 수 있지만, 침체 가능성은 낮추려는 발언들이 이어질 것으로 예상된다.
- 조만간 연준의 스탠스와 현재 펀더멘털 상황을 앞서간 투자자들의 불안심리, 공포심리가 전장될 가능성이 높다. 이 경우 KOSPI는 2,400선 지지력을 바탕으로 최근 급락에 따른 되돌림 과정을 전개해 나갈 전망이다.
- KOSPI 2,400 ~ 2,420p는 12개월 선행 PER과 PBR, 확정실적 기준 PBR 기준 2010년 이후 평균의 -1표준편차 수준이다. 기술적 분석 측면에서 KOSPI 2,380p는 20년 3월 저점 ~ 21년 6월 고점까지 상승폭의 50% 되돌림 수준으로 의미있는 지수대이다. 실적 전망이 상향 조정되는 상황에서 KOSPI 2,400선에서의 단기 지지력을 기대할 수 있을 것이다.
- 현재 KOSPI는 실적전망, 매크로 환경대비 극심한 저평가 영역에 위치해 있어 펀더멘털 개선을 배제하더라도 되돌림 국면은 가능할 전망이다. 2010년 이후 -2표준편차 수준에 위치한 KOSPI와 실적/매크로 모멘텀 간의 괴리율이 -1표준편차 수준을 회귀할 경우 KOSPI는 15% 전후의 기술적 반등이 가능한 상황이다.

그림 5. 매크로 리스크 인덱스 반등 중, 하지만, 직전 고점과는 거리가 멀어



자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

그림 6. 변동성 지수 급반등하고 있지만, 직전 고점대비 낮은 레벨



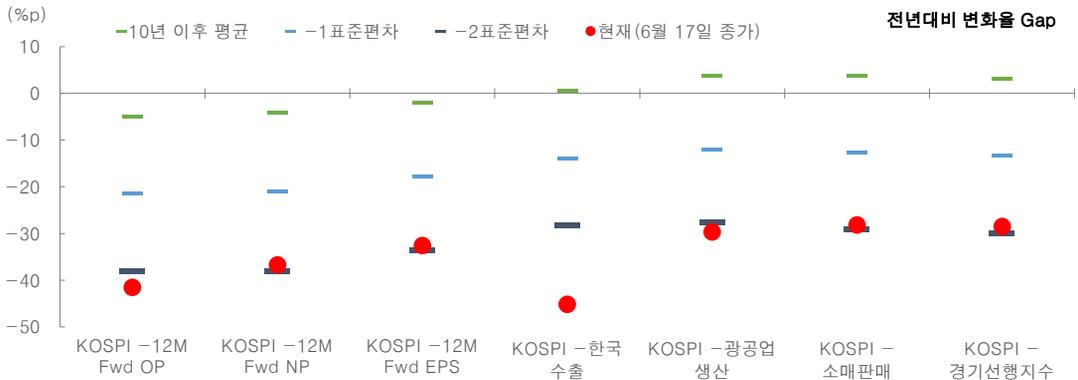
자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 7. KOSPI 2,400선. 밸류에이션/기술적 분석 측면에서 단기 Rock Bottom 을 기대할 수 있는 지수대



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 8. KOSPI 전년대비 변화율, 이익모멘텀, 매크로 모멘텀대비 극심한 저평가 영역에 위치 2010년 평균의 -1표준편차 수준으로 저평가 축소시 KOSPI 15% 반등여력 존재



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 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.

---