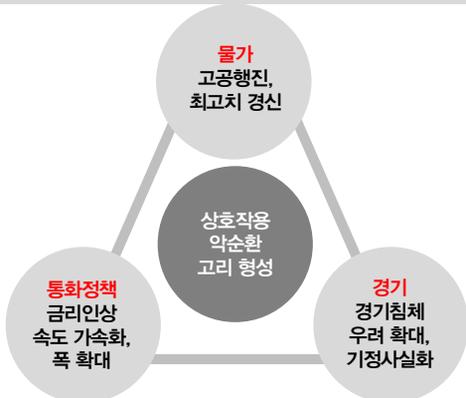


## Big ECB + Giant FOMC + 2Q GDP = Good? Bad?

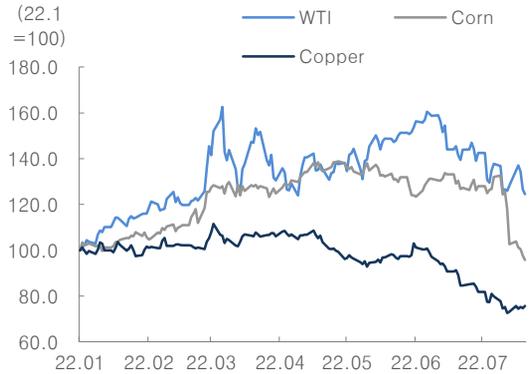
- 6월 CPI 충격에도 불구하고 안정세를 보여왔던 글로벌 증시가 단기 기술적 반등의 연장 여부를 가늠할, 중요한 분기점에 들어섰다. 7월 중순 이후 주요국들의 통화정책, 주요 경제지표(특히, 2분기 GDP 성장률)와 2분기 실적 결과를 확인하고 있고, 앞으로 확인할 예정이다. 다행히 2분기 실적시즌은 실적과 주가 간의 괴리를 확인하는 계기가 되면서 증시에 우호적인 분위기를 형성 중이다. 반면, 주요국 통화정책과 경제지표 결과에 따른 글로벌 금융시장의 행배를 가늠하기는 어려운 것이 사실이다. 물가, 통화정책, 경기라는 변수들 사이에서 악순환의 고리가 지속될지, 선순환의 고리로 전환될지 중요한 시점이다.
- 필자는 최근 악순환의 고리가 약해진데 이어 이번주부터는 잠시나마 선순환의 고리가 형성될 것으로 기대한다. 1) 지난주 ECB의 빅스텝에 이은 2) 이번주 FOMC 자이언트 스텝이 긴축이라는 이슈를 넘어 각국 통화정책 강도/방향성에 중요한 변곡점이 될 가능성이 높다. 자칫하면 증폭될 수 있는 3) 경기침체 우려는 미국, 유럽, 한국의 2분기 GDP 성장률 결과가 진정시켜줄 것으로 보인다. 당분간 글로벌 금융시장은 통화정책 우려 완화에 따른 금리 안정과 달러 강세 진정 속에 앞서간 경기침체 우려가 다소 누그러지는 국면을 예상한다. KOSPI를 비롯한 글로벌 증시의 기술적 반등은 지속될 전망이다.
- 우선, 지난주 ECB는 11년만에 금리인상을 단행했다. 시장 컨센서스를 넘어선 50bp 금리인상의 이유로 “인플레이션 위험에 대한 판단을 다시 했기 때문”이라고 말했다. 경기 침체 공포보다는 물가 안정에 정책 우선순위를 둔 것으로 판단한다. 아울러 이목이 집중됐던 역내 분절화 방지책인 변속보호기구(TPI: Transmission Protection Instrument) 프로그램을 도입했다. 구체성이 부족하다는 지적에도 불구하고 이탈리아, 스페인, 포르투갈 등 남유럽 국가들의 금융불안을 사전적으로 제어하겠다는 ECB의 의지를 피력한 것으로 보인다. 이를 계기로 급격한 하락세를 보였던 유로화 가치는 1유로당 1.02달러선으로 올라섰다. 경기침체 우려를 일정부분 선반영한 상황에서 ECB의 금리인상 사이클 시작에 외환시장은 반응한 것이다.
- 이제 공은 미국으로 넘어갔다. 28일 새벽 3시에 공개되는 미국 7월 FOMC에서는 75bp 인상이 기정사실화된 상황이다(FED Watch 기준 75bp 금리인상 확률 80.5%). 충분히 예상된 상황으로, 금리인상 자체가 시장에 미치는 영향력은 제한적일 것이다. 이보다 파월 연준의장의 지속되는 물가 급등세와 경기에 대한 판단이 금융시장의 등락을 결정지을 가능성이 높다.
- 한편, 필자가 주목하는 부분은 금리인상 사이클이 7부능선을 지난다는 점이다. 7월 FOMC에서 75bp 금리인상시 미국 기준금리는 2.25 ~ 2.5%가 된다. 23년 점도표가 3.8%임을 감안할 때 추가 금리인상 폭은 100bp ~ 125bp 정도에 불과하다. 지금까지 금리인상 폭의 절반도 남지 않은 상황이다. \* 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 1. 연초 이후 물가-통화정책-경기 간 악순환 고리 형성. 약화/선순환 전환이 가능할까?



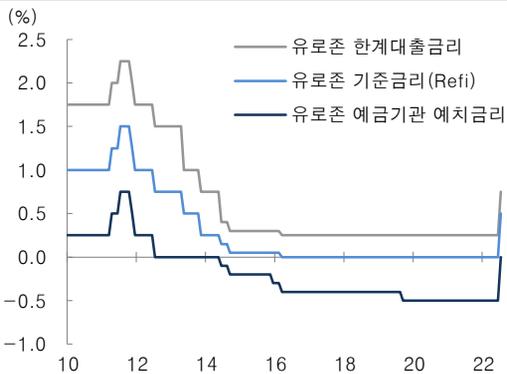
자료: 대신증권 Research Center

그림 2. 악순환 고리 약화의 시작은 원자재 가격 하락. 구리 가격은 반등?



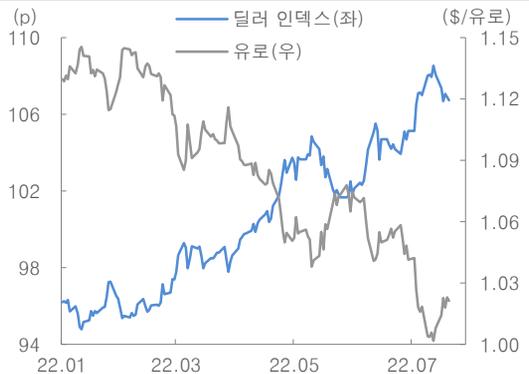
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 3. ECB 11 년만에 50bp 금리인상 단행



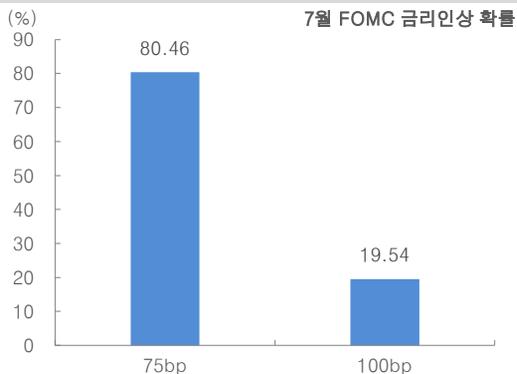
자료: ECB, 대신증권 Research Center

그림 4. ECB 이후 유로화 반등. 달러 약세 반전



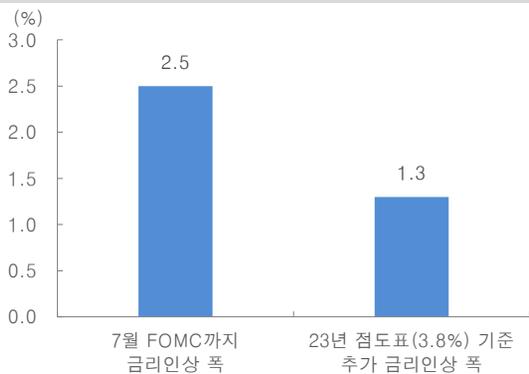
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 5. 7 월 FOMC 75bp 금리인상은 오래전부터 예상되어 왔던 상황



자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

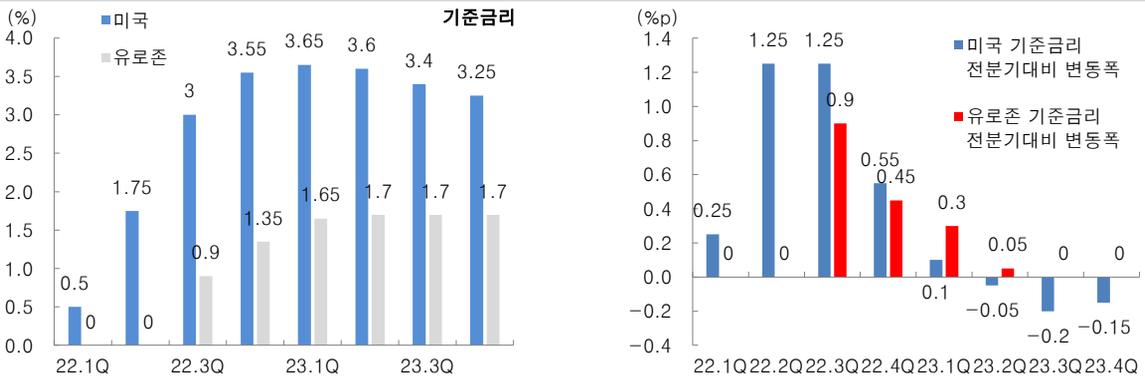
그림 6. 7 월 75bp 금리인상 시 추가 금리인상 폭은 기존 인상분의 절반 수준에 불과



자료: FED, 대신증권 Research Center

- 빅스텝으로 금리인상 사이클을 시작한 ECB, 연이은 자이언트 스텝을 이어가지만 금리인상 사이클의 7부능선을 통과한 FOMC 사이에서 금융시장의 반응에 대한 고민이 필요하다.
- 예단하기는 어렵지만, 필자는 당분간 달러 강세는 진정될 가능성이 높다고 본다. 첫걸음을 예상보다 크게 내딛은 유럽과 충분히 예상된 금리인상을 단행하지만, 추가적인 금리인상 폭이 제한적인 미국의 통화정책에 있어 앞으로의 긴축의 강도와 속도에 있어 전환점을 통과한다는 점이 중요하다고 생각하기 때문이다.
- 물론, 경기침체 우려가 커지고 있다는 점은 장기적인 달러 안정을 장담하기 어렵게 한다. 필자도 단기적인 달러 안정을 예상하지만, 경기 경착륙이 가시화되고 침체 가능성이 높아지는 상황(22년 연말 ~ 23년 1/4분기 중 110달러 돌파 예상)에서는 재차 달러 강세압력이 높아질 것으로 예상된다.
- 하지만, 현재 경기상황보다 앞선 경기침체 우려가 일정부분 선반영된 금융시장 상황을 감안할 때 당분간 경기침체 우려 = 금리인상 속도/폭 완화 기대를 자극하며 달러 강세압력을 제한할 수 있다는 판단이다. 실제로 최근 경기 우려가 커지며 블룸버그 기준 금리인상 컨센서스는 하향조정 중이다. 금리인상 사이클 정점은 23년 1분기 3.65%(점도표 3.8%)로 집계되고 있고, 금리인하 전망은 23년 2분기로 앞당겨졌다.
- 이처럼 7월 FOMC 이후 통화정책 부담이 정점을 통과하고 있다는 인식이 커지고, 금리인하 기대가 점진적으로 유입될 경우 채권금리 하락압력 확대는 불가피해 보인다. 향후 금리하락 국면에서 중요한 것은 하락의 이유이다. 금리하락이 통화정책 완화, 금리인하 기대에 근거하고 있다면 주식시장에 긍정적이겠지만, 경기 경착륙이 가시화되고 경기침체 우려가 커지는데 따른 금리 하락이라면 주식시장에 부정적일 것이다. 당분간 경기침체 우려가 진정된다면 금리 하락/안정은 증시에 우호적인 투자환경을 제공할 수 있다고 본다. \* 다음 페이지에서 계속됩니다

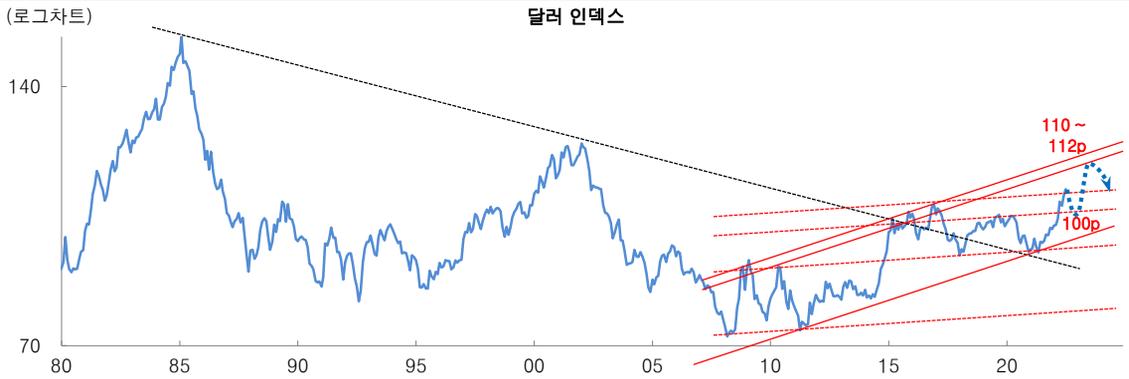
그림 7. 22년 2분기까지 일방적이었던 FED의 긴축 사이클. 22년 3분기부터는 FED와 ECB 간의 금리인상 폭, 강도 크게 좁혀지기 시작. 2023년 1분기에는 ECB 금리인상 폭이 FED보다 클 것이라는 전망 유입



자료: FED, ECB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

자료: FED, ECB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 8. 달러 인덱스 3분기 중 잠시 안정/등락 국면을 거친 이후 22년 4분기 ~ 23년 1분기 중 110p 돌파 전망



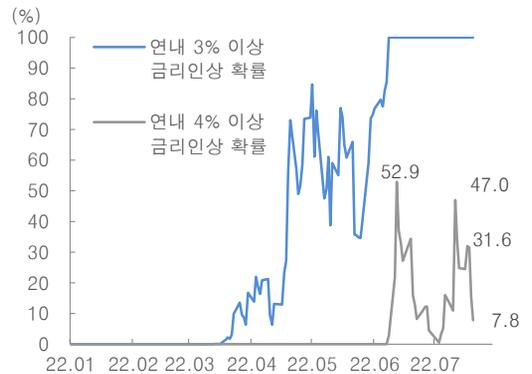
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 9. 미국채 금리 하락 반전



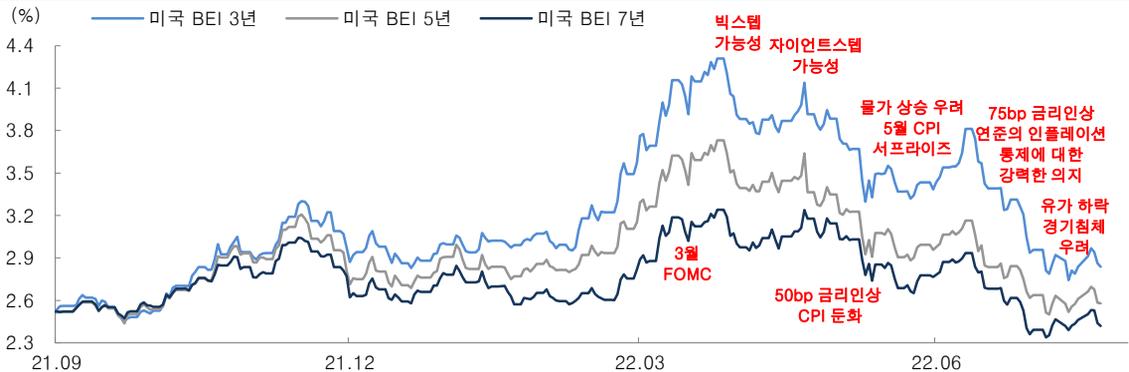
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 10. 연내 금리인상 폭/강도에 대한 부담 완화



자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

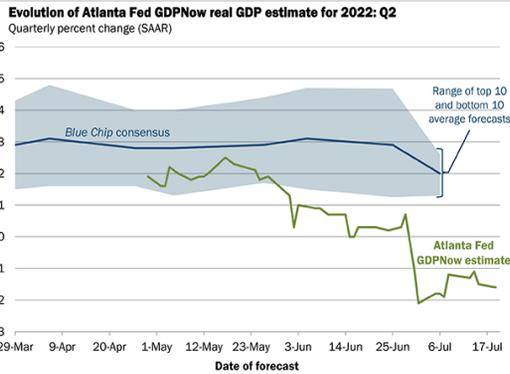
그림 11. 기대인플레이션을 통해 가늠해보는 통화정책과 수요에 대한 투자자들의 심리(BEI 3년물 연중 저점에서 등락) 통화정책 완화 + 경기침체 우려 진정에 근거한 하향안정세는 증시에 우호적



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

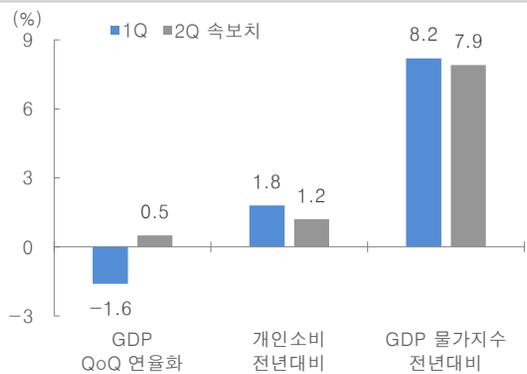
- 마지막 허들은 글로벌 경기흐름이다. 많은 투자자들은 경기침체를 기정사실화하고 있지만, 글로벌 경제지표는 아직 경기둔화 국면임을 보여준다. 경기침체 가능성은 높아지고 있음은 현실이지만, 경기침체를 기정사실화하는 것은 시기상조라는 판단이다. 글로벌 GDP 성장률과 경제지표를 통해 확인할 수 있다.
- 미국 2분기 GDP 성장률에 대한 의견은 분분하다. 애틀란타 연준의 GDP Now는 전분기대비 연율 기준 -1.6%이다. 반면, 블룸버그 컨센서스는 +0.5%이다. 현재 글로벌 금융시장은 미국이 2분기 연속 역성장(기술적 경기침체)할 것임을 일정부분 선반영했다. 이러한 상황에서 미국 2분기 GDP 성장률이 -1.6%를 상회할 경우 안도할 수 있고, 블룸버그 컨센서스와 같이 플러스 반전할 경우 과도했던 경기침체 우려는 빠르게 후퇴할 수 있다. 이번주 미국 소비, 유럽과 한국 등 주요국 2분기 GDP 성장률도 앞서간 경기침체 우려를 진정시켜줄 가능성이 높다. \* 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 12. 애틀란타 연은 미국 2Q GDP 성장률 전망 -1.6%(q-q, 연율). 경기침체 우려 증폭



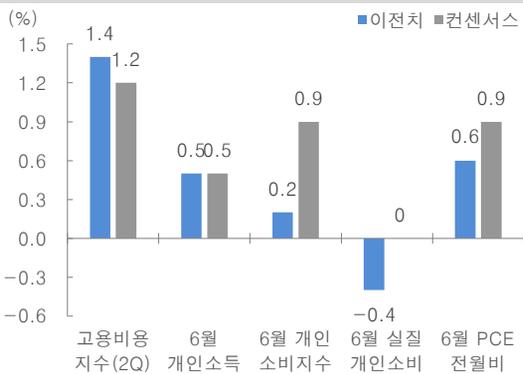
자료: 애틀란타 연은, 대신증권 Research Center

그림 13. 블룸버그 2Q GDP 컨센서스는 (+) 반전 경기모멘텀, 물가 둔화 예상



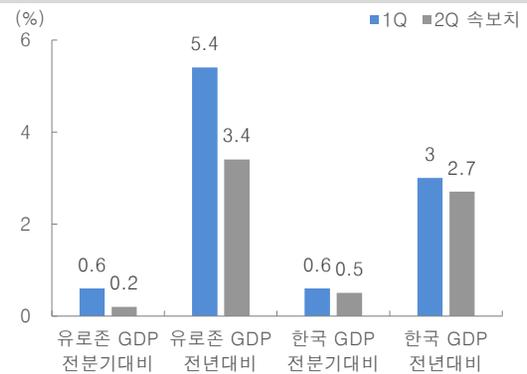
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 14. 고용비용 둔화, 소비 전월대비 개선 전망



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

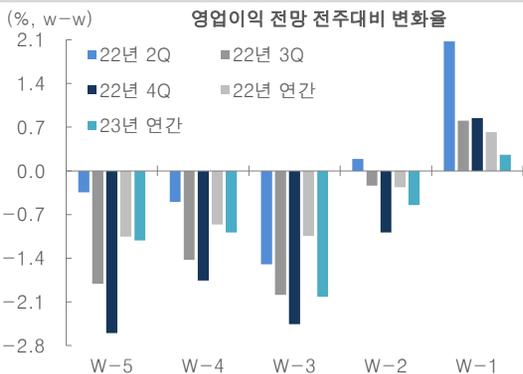
그림 15. 유럽, 한국 2Q GDP 성장률도 경기침체를 언급하기는 아직 일러...



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

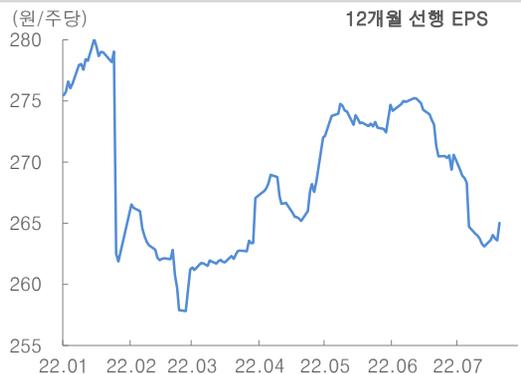
- 이번주 후반을 기점으로 물가 정점통과로 시작된 안도감이 통화정책 부담은 정점을 통과하고, 경기침체 우려는 진정되는 선순환의 고리를 형성할 것으로 예상된다. 이 경우 KOSPI 기술적 반등, UnderShooting 이후 정상화 국면에 힘이 실릴 것이다.
- 특히, 2분기 실적시즌이 본격적으로 진행되면서 2분기 뿐만 아니라 4분기, 22년, 23년 연간 영업이익 전망은 상향조정세로 돌아섰다. 자동차 업종의 실적 서프라이즈 영향이라고 볼 수 있지만, 전반적인 실적 전망 분위기를 돌려놓았다는 점에 주목한다. 그 결과 12개월 선행 EPS도 263에서 265원으로 반등했다.
- 현재 KOSPI 12개월 선행 PER은 9.03배로 이제 막 3년 평균의 -2표준편차(장기 밸류에이션 지지선)인 8.7배를 이제 막 벗어났다. 실적 안정 속에 국내외 매크로/통화정책 환경만 뒷받침된다면 3년 평균의 -1표준편차인 10배, KOSPI 2,640선 회복은 가능해 보인다.
- 달러 강세 진정은 원/달러 환율 하락으로 이어질 것이다. 달러 100p 지지력 테스트와 함께 원/달러 환율도 3분기 중 1,250원선 지지력 테스트가 가능해 보인다. 상승추세대에서 중요 지지권이자 가파른 상승세를 보이고 있는 200일 이동평균선이 위치한 수준이다. 유가 레벨 다운 - 무역수지 적자 축소 또한 원화 약세 진정, 강세 압력 확대에 또다른 변수가 될 수 있다.
- 원/달러 환율 하향안정은 최근 KOSPI 반등을 주도하고 있는 외국인 순매수 동인 중 하나이다. 최근 외국인 투자자들은 원/달러 환율이 고공행진을 하고 있음에도 불구하고 3주 연속 순매수를 이어가고 있다. 원화의 달러대비 상대적 강세, 실적 불안심리 완화에 근거한 KOSPI 저평가 매력에 이유라고 생각한다. 실적 안정에 이은 3분기 중 원/달러 환율은 하향안정세는 외국인 순매수가 당분간 지속될 수 있음을 시사하는 한편, 이번 기술적 반등을 이끌어낼 가능성을 높이고 있다. 지난주 원/달러 환율이 1,300원 초반으로 하락하면서 외국인 순매수는 3주 연속 이어졌고, 매수규모는 확대되었다.

그림 16. 2분기 실적시즌 진행되며 영업이익의 전망 전주대비 변화율 플러스 반전



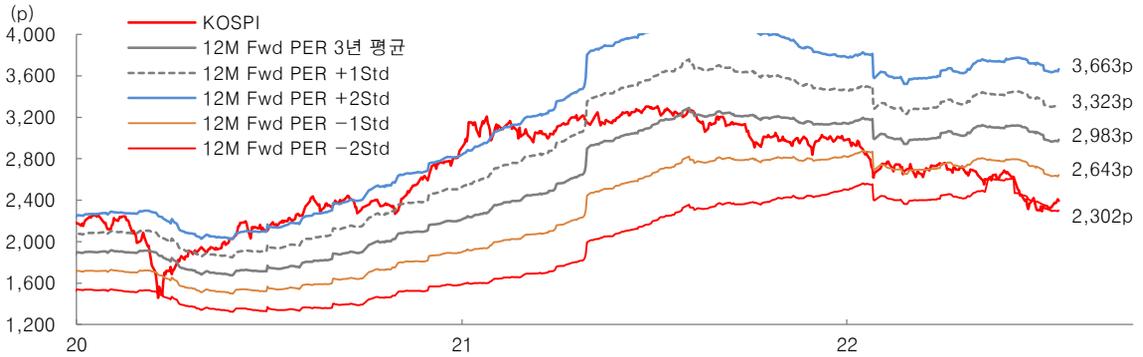
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 17. 12개월 선행 EPS 상승반전



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

**그림 18. KOSPI 12개월 선행 PER Band. 3년 평균의 -2Std(2,296p)에서 지지력 테스트 진행 중  
3년 평균의 -1Std(2,630p) 수준까지 기술적 반등 가능성 높아**



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

**그림 19. 원/달러 환율 단기 저항대 도달 & 하락 다이버전스 발생. 3분기 중 1,250 원 지지력 테스트 예상**



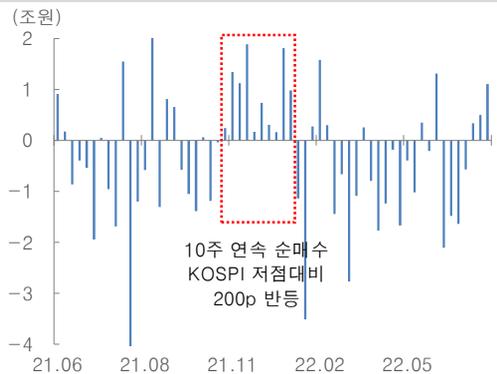
자료: 대신증권 Research Center

**그림 20. 외국인, 원/달러 환율 고공행진에도  
7월 5일 이후 KOSPI 2.07 조원 순매수**



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

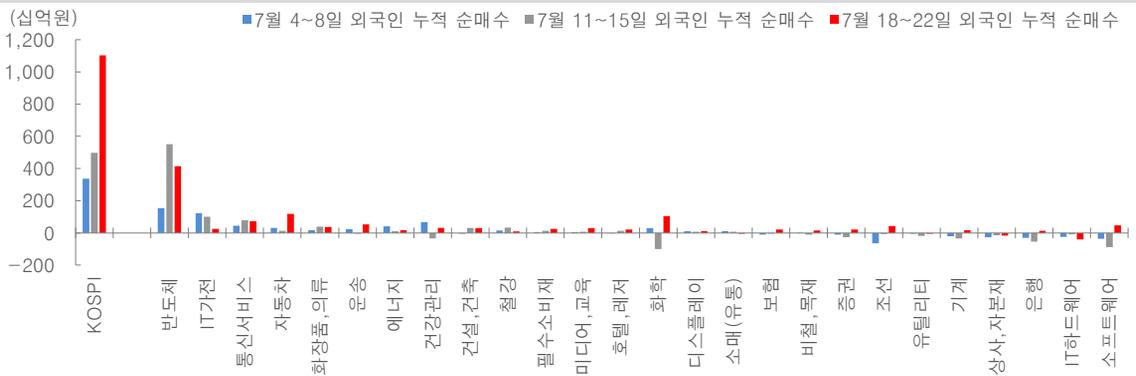
**그림 21. 22년 2월 이후 외국인 3주 연속 순매수  
는 처음. 매수규모 확대에 주목**



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

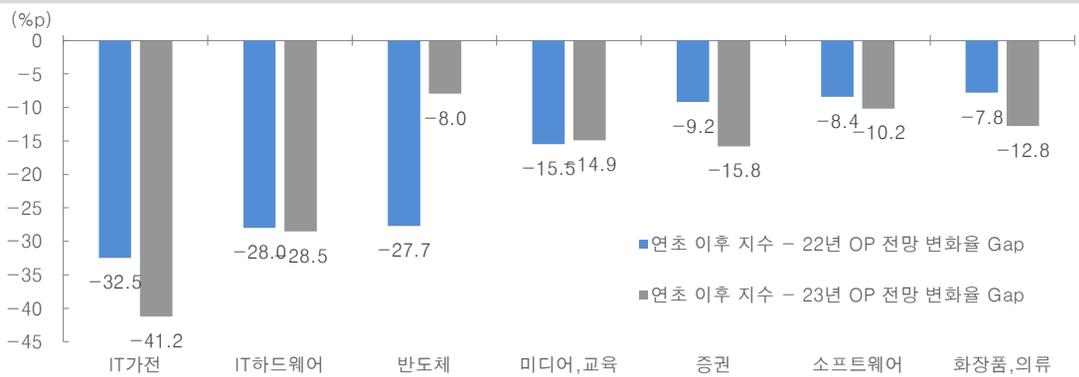
- 외국인 투자자들은 3주 연속 낙폭과대주 + 내수주를 중심으로 순매수를 이어가고 있다. 외국인 투자자는 3주 동안 2.07조원을 순매수했는데, 반도체, IT가전, 통신, 자동차, 화장품/의류, 에너지, 철강, 필수소비재, 미디어/교육, 디스플레이 업종을 3주 연속 순매수하고 있다. 그 중에서도 반도체, 통신, 화장품/의류, 디스플레이 업종의 매수규모를 유지하고 있고, 자동차, 필수소비재, 미디어/교육 업종의 매수규모를 확대 중이다.
- 낙폭과대 업종 중에서도 여전히 실적대비 저평가된 업종에는 IT가전, IT하드웨어, 반도체, 미디어/교육, 증권, 소프트웨어, 화장품/의류 등이 있다. 최근 반등을 주도하고 있지만, 여전히 저평가 매력에 높다는 의미이다. 특히, 지난주에는 외국인 투자자들이 소프트웨어 업종에서 순매수를 기록했다. 물가 - 통화정책 - 경기 간의 선순환 고리가 형성되는 상황에서 국내 실적 안정, 원/달러 환율 하락이 가세한다면 낙폭과대주, 그 중에서도 IT 중심의 수출/성장주 주도의 기술적 반등이 지속될 전망이다.

그림 22. 낙폭과대주 + 내수주 중심으로 순매수 이어가는 외국인 투자자들



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 23. 낙폭과대의 업종들의 주가와 실적 전망 간의 괴리율



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.

---