

## 7월 FOMC : 7부능선 통과, 유연성, 그리고 침체는 아니다

### 두 번 연속 75bp(자이언트스텝) 금리인상 단행

- Fed는 7월 27일(현지시간) 7월 FOMC를 통해 기준금리를 1.5% ~ 1.75%에서 2.25 ~ 2.5%로 0.75%p 인상을 발표했다. 6월에 이은 두 번 연속 자이언트스텝이다. 연준 위원 11명 모두가 찬성했다(6월, 에스더 캔자스시티 연은 총재 50bp 금리인상 주장). 대차대조표 축소를 기존 계획대로 계속 진행하는 등 양적 긴축을 지속하겠다는 입장도 재차 밝혔다.

### 미국 증시 상승폭 확대. 채권금리/달러 하락, 원자재 가격 반등

- 7월 FOMC 이후 글로벌 금융시장은 단기 채권금리 하락, 달러 하락 속에 위험자산의 동반 강세가 전개되었다. 미국 2년물은 6bp 하락하며 3%를 하회했고, 3개월물은 11bp 하락하며 2.4%대로 레벨다운되었다. 달러 인덱스도 107p대에서 106p대로 하락했다.
- 주식시장은 강한 반등세를 보였다. S&P500 지수와 다우존스 산업평균지수는 각각 1.37%, 2.62% 상승했고, 나스닥 지수 역시 4.06% 급등했다. 이와 함께 유가는 3.31%, 구리는 2.61% 급등 반전했다.

### 핵심포인트 1. 미국 금리인상 사이클 7부능선 통과

- 미국 7월 FOMC에서는 75bp 인상으로 이번 연준의 금리인상 사이클은 7부능선을 지났다. 이번 7월 FOMC로 미국 기준금리는 2.25 ~ 2.5%가 된다. 연준의 23년 점도표가 3.8%임을 감안할 때 추가 금리인상 폭은 125bp 정도에 불과하다. 블룸버그 기준 금리인상 23년 고점(3.65%)까지는 115bp로 낮아진다. 지금까지 금리인상 폭의 절반도 남지 않은 상황이다. 미국 금리인상 속도, 강도에 대한 부담은 점차 완화될 전망이다.

### 핵심포인트 2. 경기둔화 인정. 하지만, 침체는 아니다

- 연준은 성명서를 통해 '최근 소비, 생산 지표가 악화되었다'는 문구를 명기했다. '안만한 회복세를 보이고 있다'는 6월 문구에서 수정된 것이다. 경기둔화를 연준이 인정했다고 볼 수 있다.
- 파월은 기자회견을 통해 미국이 현재 경기 침체에 있다고 생각하지 않으며, 여전히 많은 부분에서 잘 되고 있다고 언급했다. 경기둔화는 불가피하지만, 경기침체를 단정짓기는 아직 시기상조라는 옐런 재무장관, 백악관의 스탠스와 일치하는 견해를 표명한 것이다.
- 더불어 일반적으로 GDP 수치는 크게 수정될 수 있다고 언급해 1분기 GDP 성장을 -1.6%의 수정 가능성을 시사한데 이어 "우리는 반드시 경기침체가 올 것이라고 생각하지 않는다"며 미국이 침체를 피할 수 있다고 덧붙였다. 그동안 금융시장에 팽배해 있던, 기정사실화되었던 경기침체 우려가 후퇴했다.

다음 페이지에서 계속됩니다

**핵심 포인트 3. 연준의 인플레이션 억제 의지 & 유연한 통화정책 시사**

- 파월 연준 의장은 6월에 이어 물가 상승 압력이 광범위하다며 우려를 표명하며 "상당한 추가 긴축이 진행될 것"이라고 경고했다. 연준의 인플레이션 압력을 인정하는 한편, 여전히 인플레이션 억제 의지는 강함을 시사했다. 또한 "다음 (FOMC) 회의에서 이례적인 큰 폭의 금리인상이 적절할 수도 있을 것"이라고 말하며 세 번 연속 자이언트 스텝 가능성도 배제하지 않고 있음을 보여주었다.
- 그러면서 "이러한 결정은 지금부터 그때까지 나오는 (경제) 데이터에 달려 있다"며 향후 물가 및 고용 지표에 따라 금리인상 폭이 결정될 것이라고 조건을 명시했다. "향후 몇 달간 물가 상승률이 내려간다는 강력한 증거를 찾을 것"이라며 "통화정책 스탠스가 더욱 긴축적인 방향으로 가면서 (나중에는) 우리가 정책 조정이 경제와 물가에 미치는 누적 영향을 평가하는 동안 금리인상의 속도를 늦추는 게 적절해질 것 같다"는 언급이 있었다.
- 파월 연준 의장은 7월 FOMC 이후 기자회견을 통해 강력한 물가 제어 의지를 여러 번 피력하는 한편, 물가 안정 여부와 경기상황에 따른 유연한 통화정책이 가능함을 동시에 보여주었다. 물가 안정이 확인될 때까지 고강도 금리인상은 이어가겠지만, 물가 안정이 확인되고, 경기가 불안하면 언제든 통화정책 스탠스가 조절하겠다는 의미로 읽혀지는 부분이다. 금융 시장에서 원했던 바였다고 본다.

**28일 밤 9시 30분 미국 2분기 GDP와 8월 10일 7월 CPI 확인 필요**

- 향후 통화정책 향배와 이에 근거한 금융시장 흐름은 경기와 물가에 달려있다고 볼 수 있다. 따라서 28일 밤 9시 30분에 발표되는 미국 2분기 GDP 성장률과 8월 10일 확인되는 7월 CPI 결과가 중요해졌다.
- 미국 2분기 GDP 성장률에 대한 의견은 분분하다. 애틀란타 연준의 GDP Now는 전분기 대비 연율 기준 -1.2%이다. 반면, 블룸버그 컨센서스는 +0.5%이다. 글로벌 금융시장은 미국이 2분기 연속 역성장(기술적 경기침체)할 것임을 일정부분 선반영했다. 따라서 미국 2분기 GDP 성장률이 -1.6%를 상회할 경우 안도할 수 있고, 블룸버그 컨센서스와 같이 플러스 반전할 경우 과도했던 경기침체 우려는 빠르게 후퇴할 수 있다고 본다. 이번주 미국 소비, 유럽과 한국 등 주요국 2분기 GDP도 앞서간 경기침체 우려를 진정시켜줄 가능성이 높다.
- 7월 CPI는 클리브랜드 연준, 블룸버그 전망 모두 전월대비 변화율은 큰 폭 둔화를 예상하고 있다. 6월 CPI, Core CPI는 각각 전월대비 1.3%, 0.7% 레벨업되었는데, 7월 컨센서스는 CPI 0.2 ~ 0.3%, Core CPI 0.5% 전후로 예상된다. 클리브랜드 연준의 Inflation Now 기준 7월 CPI는 전년대비 8.82%로 컨센서스가 형성 중이다. 물가 정점통과 기대가 유효함을 보여준다.

**현재 컨센서스가 현실화된다면 악순환의 고리가 선순환의 고리로 전환 가능**

- 필자는 최근 악순환의 고리가 약해진데 이어 7월 FOMC를 기점으로 8월까지의 잠시나마 선순환의 고리가 형성될 것으로 예상한다. 1) ECB의 빅스텝에 이은 2) FOMC 자이언트 스텝이 긴축이라는 이슈를 넘어 각국 통화정책 강도/방향성에 중요한 변곡점이 될 가능성이 높다. 3) 경기침체 우려는 2분기 GDP 성장률 결과가 진정시켜주고, 4) 물가 정점통과 기대가 지속될 것으로 보인다.
- 물가 정점통과로 시작된 안도감이 통화정책 부담은 정점을 통과하고, 경기침체 우려는 진정되는 국면으로의 진입이 가시화되고 있다. 이후 물가 정점통과가 확인될 경우 이는 통화정책 부담 완화 - 경기불안 심리로 이어지는 선순환의 고리를 형성할 것으로 예상된다. 이 경우 KOSPI를 비롯한 글로벌 증시의 기술적 반등, UnderShooting 이후 정상화 국면에 힘이 실릴 것이다.

다음 페이지에서 계속됩니다

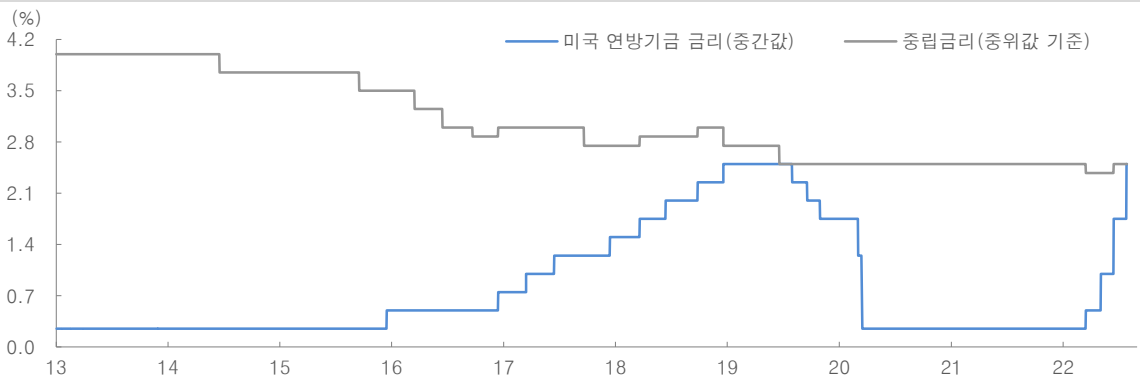
**원/달러 환율 3분기 하향안정, 실적 컨센서스 반등은 외국인 순매수 지속 & KOSPI 정상화 변수  
KOSPI 1차 기술적 반등 목표치는 2,650p**

- 달러 강세 진정으로 인한 원/달러 환율 안정(3분기 중 1,250원선 지지력 테스트), 경기침체 우려 완화는 KOSPI 반등을 주도하고 있는 외국인 순매수를 자극하는 변화이다. 최근 외국인 투자자들은 원/달러 환율이 고공행진을 하고 있음에도 불구하고 3주 연속 순매수를 이어가고 있는데, 실적 안정에 이은 3분기 중 원/달러 환율은 하향안정세는 외국인 순매수가 당분간 지속될 수 있음을 시사하는 한편, 이번 기술적 반등을 이끌어낼 가능성을 높인다.
- 2분기 실적시즌이 본격적으로 진행되면서 2분기 뿐만 아니라 4분기, 22년, 23년 연간 영업이익 전망은 상향조정세로 돌아섰다는 점도 긍정적인 변화이다. 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.  
\* 자세한 내용은 7월 25일자 "Big ECB + Giant FOMC + 2Q GDP = Good? Bad? 참조

**실적대비 저평가 업종인 인터넷, 2차전자, 반도체, 미디어/교육, 증권, 화장품/의류 업종 주목  
지난주 외국인 순매수 전환한 업종은 인터넷, 2차전자**

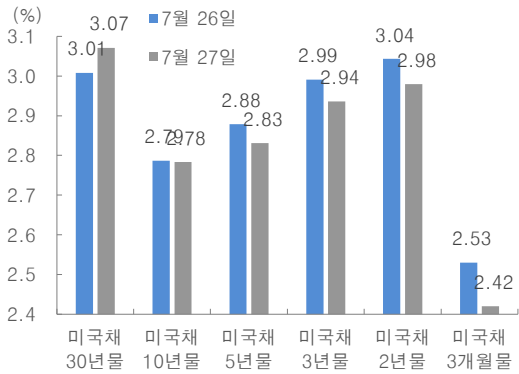
- 외국인 투자자들은 3주 연속 낙폭과대주 + 내수주를 중심으로 순매수를 이어가고 있다. 외국인 투자자는 3주 동안 2.07조원을 순매수했는데, 반도체, IT가전, 통신, 자동차, 화장품/의류, 에너지, 철강, 필수소비재, 미디어/교육, 디스플레이 업종을 3주 연속 순매수하고 있다. 그 중에서도 반도체, 통신, 화장품/의류, 디스플레이 업종의 매수규모를 유지하고 있고, 자동차, 필수소비재, 미디어/교육 업종의 매수규모를 확대 중이다.
- 낙폭과대 업종 중에서도 여전히 실적대비 저평가된 업종에는 IT가전, IT하드웨어, 반도체, 미디어/교육, 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 1. 7월 FOMC 에서 두 번 연속 75bp 금리인상(자이언트스텝) 단행. 중립금리에 도달**



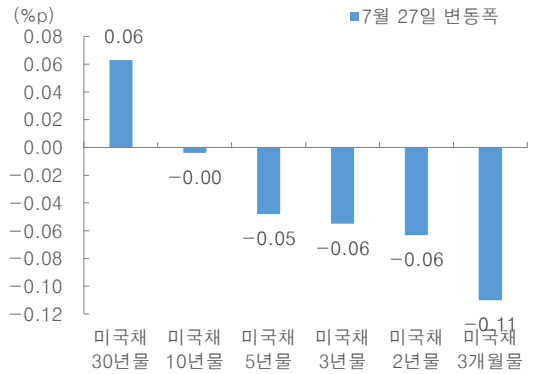
자료: FED, 대신증권 Research Center

그림 2. 미국 채권금리 레벨다운



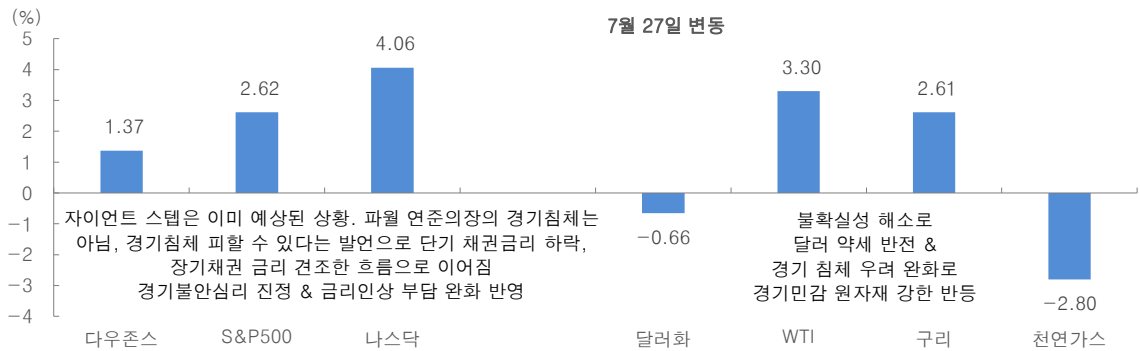
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 3. 단기채 중심으로 하락폭 커



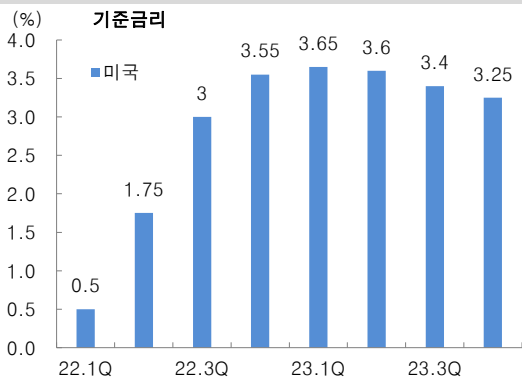
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 4. 시장에서 이미 예상되었던 연준의 자이언트 스텝. 이보다는 금리인상 사이클 7부능선 통과와 물가 안정 기대, 파월 연준의장의 경기침체는 아니며 피할 수 있다는 발언에 위험자산 강제 뚜렛 견조한 장기채권 금리, 단기 채권금리 중심의 급락세 = 경기불안 진정, 통화정책 부담 완화 기대 반영



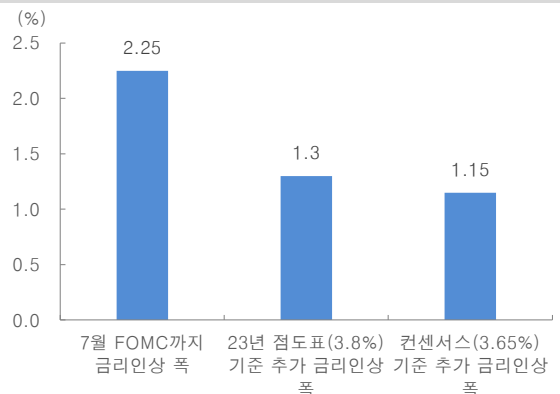
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 5. 연준의 점도표(3.8%)보다 낮은 기준금리 전망(3.65%) & 23. 2Q 부터 금리인하 기대



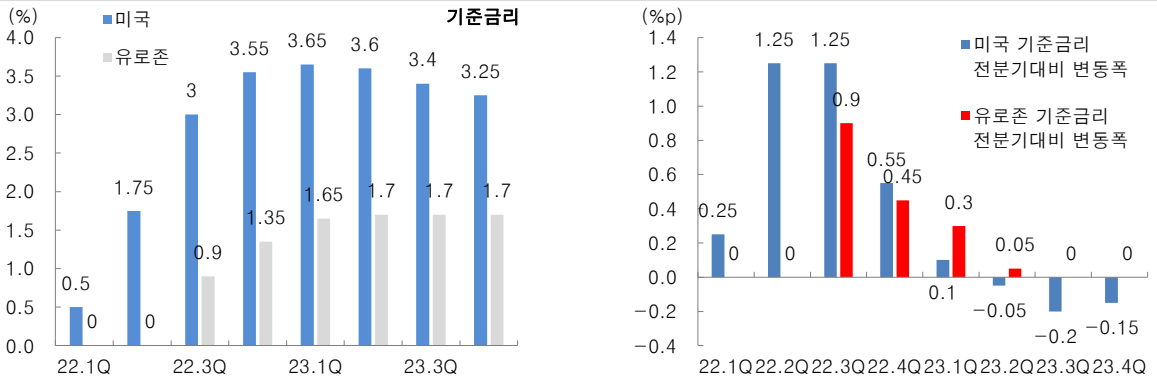
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 6. 추가 금리인상 폭은 큰 폭으로 둔화



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

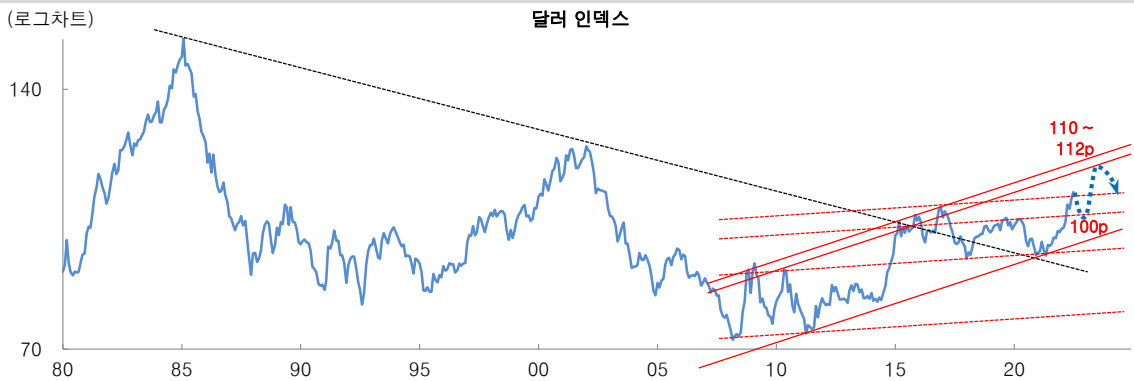
**그림 7. 22.2Q 까지 일방적이었던 FED의 긴축 사이클. 22.3Q 부터는 FED와 ECB 간의 금리인상 폭, 강도 크게 좁혀지기 시작. 23. 1Q에는 ECB 금리인상 폭이 FED보다 클 것이라는 전망 유입**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

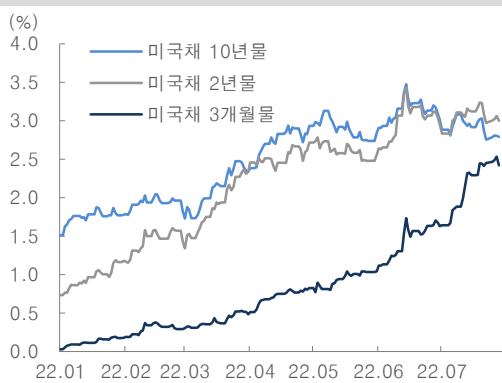
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

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



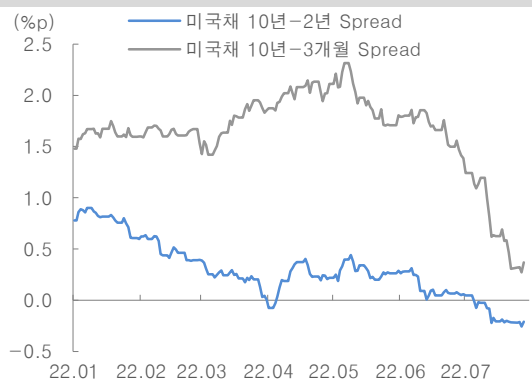
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

**그림 9. 미국채, 단기 중심으로 낙폭이 컸음**



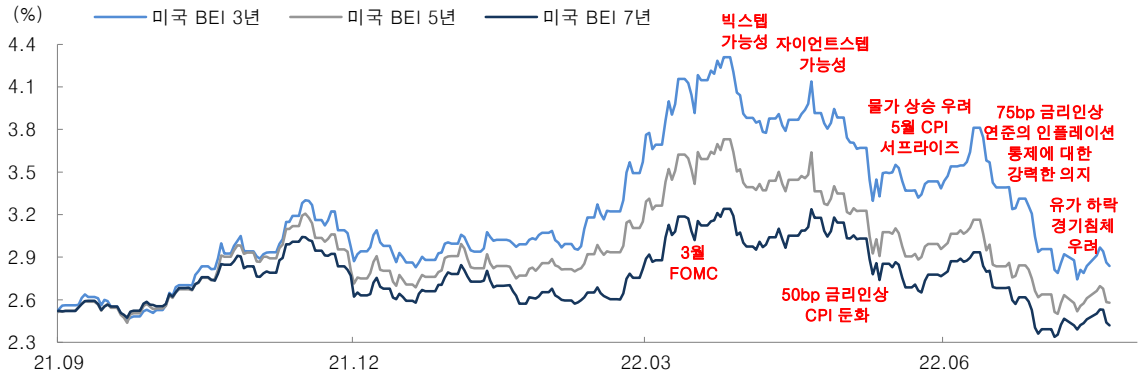
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

**그림 10. 10년 - 3개월물 국채금리 Spread 급락에 제동이 걸린 상황**



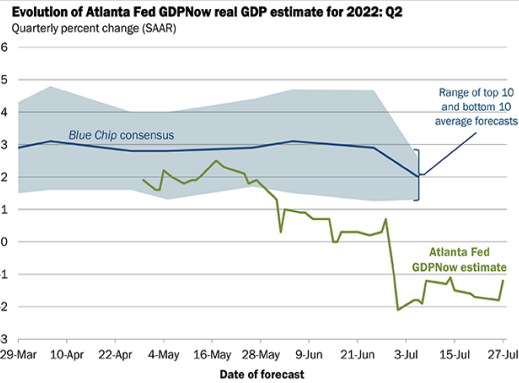
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

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



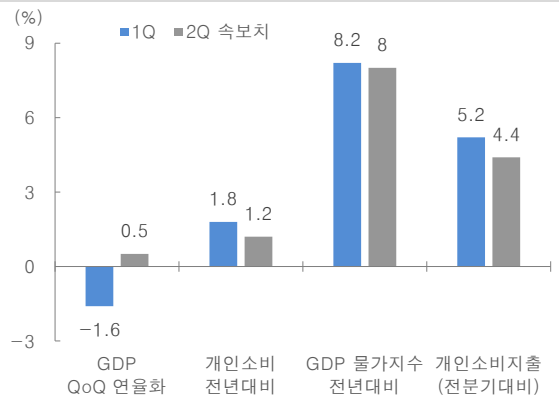
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 12. 애틀란타 연은 미국 2Q GDP 성장률 전망 -1.2%(q-q, 연율). 경기침체 우려 증폭



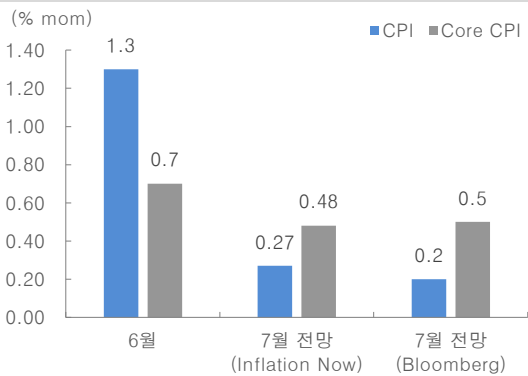
자료: 애틀란타 연은, 대신증권 Research Center

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



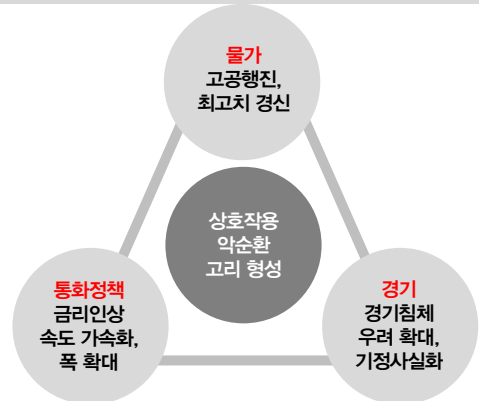
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 14. 7월 CPI 둔화 예상



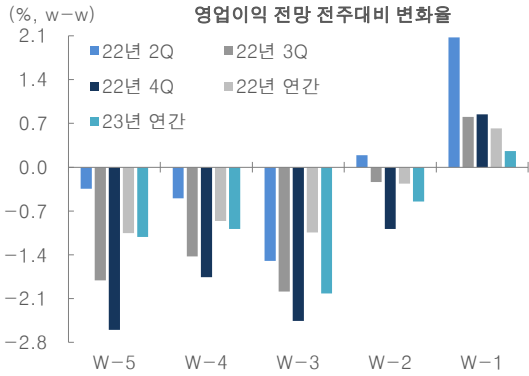
자료: 클리브랜드 연은, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 15. 연초 이후 물가-통화정책-경기 간 악순환 고리, 선순환 전환 가능성 높아



자료: 대신증권 Research Center

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



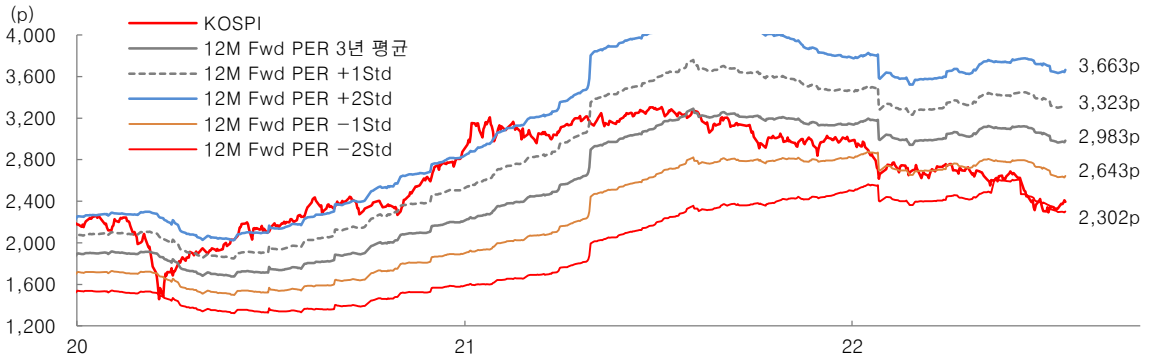
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

**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**



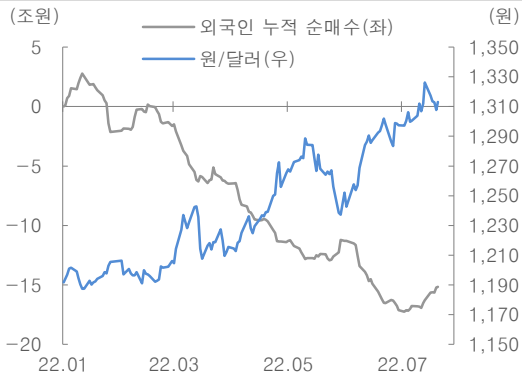
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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



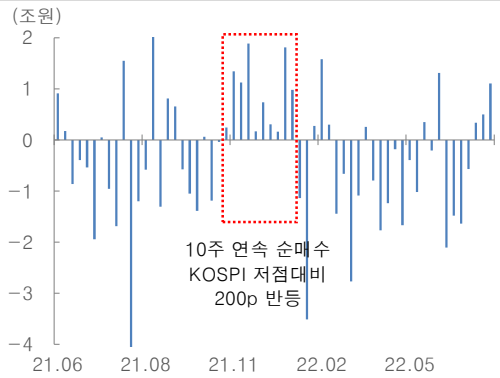
자료: 대신증권 Research Center

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



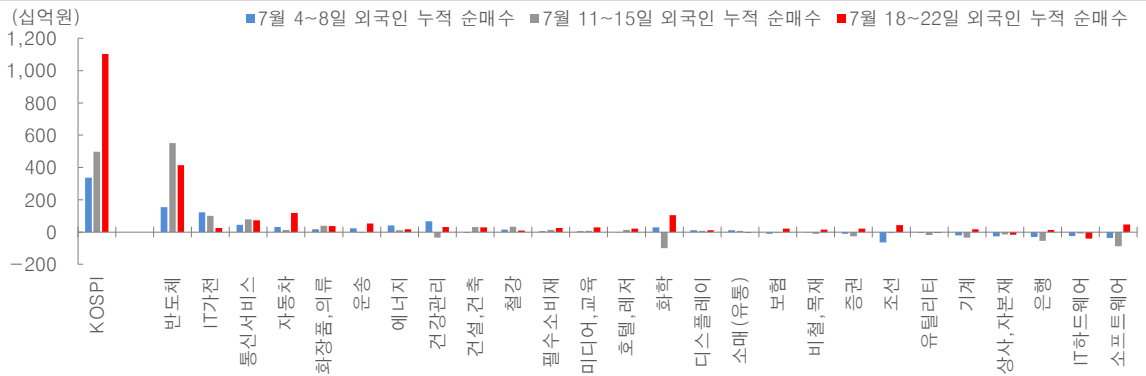
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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



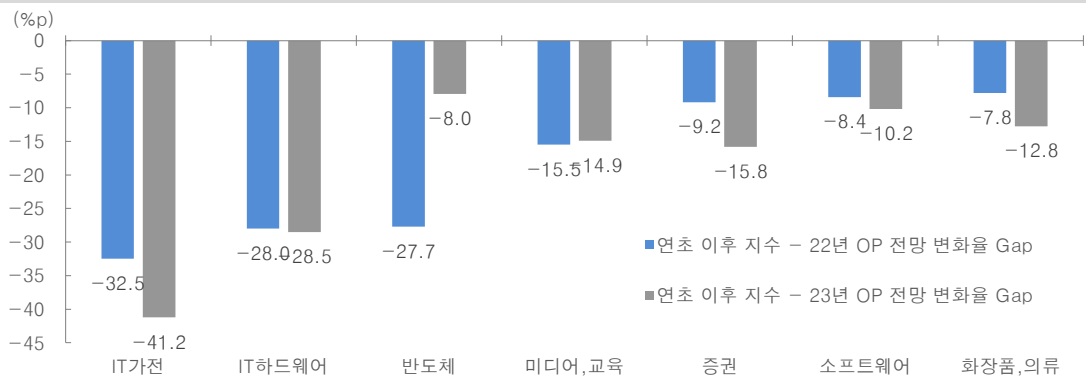
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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.

---