

증시 급락 반전의 실체와 잭스홀 미팅 해석법

- 글로벌 증시, KOSPI 반등세에 제동이 걸렸다. 7월 FOMC 의사록이 시작이었다. 다양한 해석이 가능했던 것이 사실이다. 7월 FOMC 의사록은 인플레이션의 2% 회복을 위한 연준의 물가 안정 의지를 다시 한번 확인할 수 있었던 반면, 과도한 긴축에 대한 우려도 함께 제기되었다. 많은 참석자들은 "끊임없이 변화하는 경제 환경의 특성과 통화정책이 경제에 미치는 영향이 길고, 가변적인 시차가 있어 위원회가 물가 안정을 회복하기 위해 필요 이상으로 정책 기조를 긴축할 위험도 있다"고 지적한 것이다.
- 두 가지 해석이 가능한 의사록 내용에 있어 시장의 반응은 일단 통화정책 속도, 강도에 대한 경계심리 강화였다. 최근 통화정책에 대한 안도감이 유입된 상황에서 7월 FOMC 의사록 해석에서 매파적인 분위기에 초점이 맞춰졌다고 판단이다.
- 이어서 발표된 영국 CPI, 독일 PPI 서프라이즈 여파로 긴축에 대한 공포가 다시금 유입되었다. 유로존 7월 Core CPI와 HICPs는 예상치에 부합하는 수준이었던 데 반해, 영국 7월 CPI는 예상치(9.8%)를 상회한 10.1%를 기록했다. 특히, 지난 주말 발표된 독일 7월 PPI는 전월(6월 32.7%)대비 둔화될 것이라는 기대(예상치 32%)와는 달리 37.2%를 기록하며 글로벌 금융시장에 충격을 가했다. 생산자 물가 폭등으로 긴축, 경기침체 우려가 동시에 유입된 것이다.
- 이로 인해 독일 국채 2년물은 0.8%, 10년물은 1.2%를 넘어섰고, 미국채 10년물은 3%선에 근접했다. 외환시장에서 변동성도 극심했다. 유로화는 1달러 수준으로 레벨다운되었고, 달러 인덱스는 108p를 넘어섰다. NDF 원/달러 환율도 1,335원까지 레벨업되었다. 주식시장도 단기 변동성에 노출되었다. 독일 DAX, Euro Stoxx, S&P500이 1% 전후, 성장주, 기술주 중심의 나스닥은 2% 하락했다. MSCI 신흥국 지수도 1.36% 하락하며 충격을 피해갈 수 없었다. * 다음 페이지에서 계속됩니다

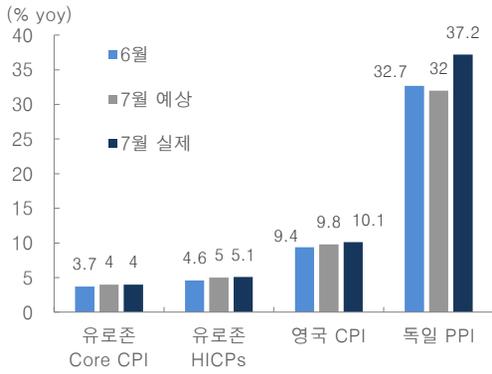
그림 1. 7월 FOMC 의사록. 물가 안정을 위한 긴축 지속 Vs. 필요 이상의 긴축 경계. 데이터를 보고 대응할 것

높은 인플레이션과 인플레이션 전망 관련 상방 리스크를 고려할 때, 만약 인플레이션이 예상보다 더 높다면 연준이 기준금리를 더 많이, 제한적인 수준으로 인상하는 것이 더 나으므로 단기적으로 기준금리를 제한적인 스탠스로 전환하는 것이 리스크 관리 관점에서도 적절할 것. 위원들은 정책 기조를 충분히 조정하려는 연준의 결의에 대중이 의문을 제기하기 시작하면 높은 인플레이션이 고착될 수 있음이 연준이 직면한 중대한 위험이라 판단(매파적 해석)

많은 위원들은 끊임없이 변화하는 경제환경의 성격과 통화정책이 경제에 미치는 영향이 길고 가변적인 지연이 존재한다는 점에서 연준이 물가 안정을 회복하기 위해 필요 이상으로 긴축 정도를 강화할 수 있는 리스크 존재(비둘기파적 해석)

향후 분기에 정책 강화의 정도와 속도를 판단함에 있어 연준의 데이터 의존적인 접근 방식의 중요성 강조

그림 2. 유로존 CPI는 예상했던 수준이었지만, 영국 CPI와 독일 PPI는 서프라이즈



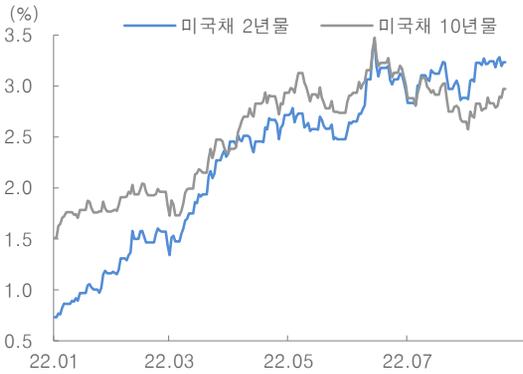
자료: Eurostat, 영국 통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 3. 독일 국채금리 급등. 2년물 0.8%, 10년물 1.2% 회복



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 4. 미국채 10년물도 10bp 가까이 급반등, 다시 3% 수준에 근접



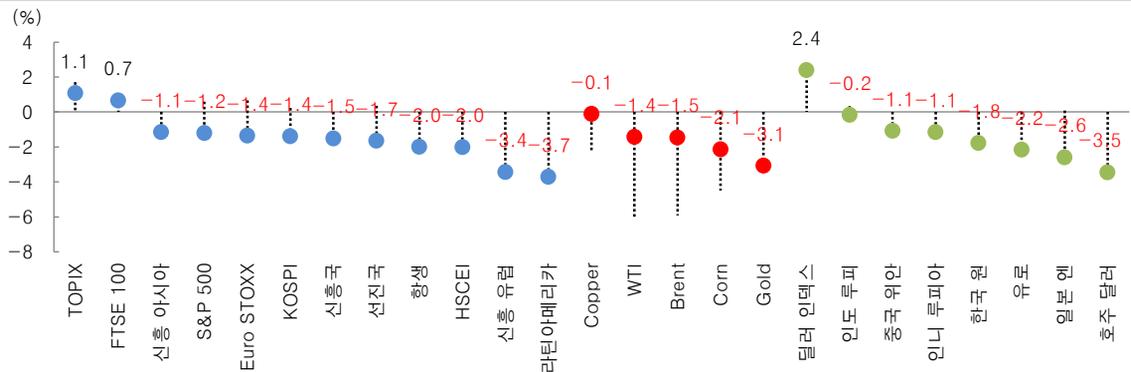
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 5. 패리티(1유로=1달러)에 근접한 유로화, 전고점/연중 고점을 향해 가는 달러화



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 6. 달러 인덱스 한 주 만에 2.4% 급반등. 글로벌 증시 주 후반 하락반전, 주중 최저점으로 마감

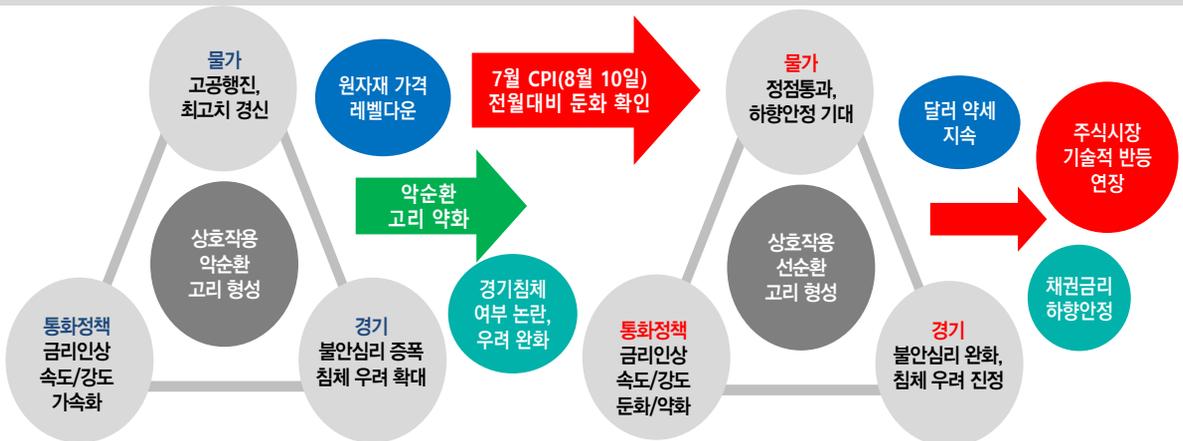


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 7월 미국 CPI 서프라이즈 이후 작동되는 듯 했던 물가-통화정책-경기 간 선순환 고리가 약해진 것이 사실이다. 이번주 초반 불안정한 흐름은 불가피할 것이다. 하지만, 좀 더 집중해야 할 것은 그동안 언급해왔던 물가 - 통화정책 - 경기 간의 선순환의 고리가 악순환의 고리로 전환되는지 여부이다. 이에 따라 7월부터 시작된 기술적 반등 국면이 좀 더 연장될지, 조기 종료될지 여부가 결정될 전망이다.
- 기술적 반등 국면이 연장된다면 단기 트레이딩에 집중하는 한편, 리스크 관리를 준비해 나갈 시간을 벌 수 있다. 반면, 기술적 반등이 조기 종료된다면 빠르게 안전판을 마련해야 할 것이다. 필자는 9월초까지 기술적 반등이 연장될 가능성에 무게를 두고 있다. 선순환 고리가 약해지기는 했지만, 악순환의 고리로 전환되는데까지 시간적 여유가 있다는 판단이다.
- 우선, 7월 FOMC 의사록 공개, 유럽 물가 급등에도 불구하고 연내 금리인상 컨센서스는 크게 변하지 않고 있다. FED Watch 기준 9월 FOMC에서 50bp 금리인상 확률은 53%로 전주 대비 2%p 하락했지만, 여전히 50%를 상회 중이다. 연내 4% 이상 금리인상 확률도 19.4%로 지난주 18.6%보다 소폭 높아졌지만, 3.25 ~ 3.75% 기준금리 컨센서스가 75%를 상회하고 있다. 잠시 투자심리가 위축되고, 매물이 출회되기는 했지만, 9월 FOMC, 연내 통화정책에 대한 공포심리는 제한적임을 시사한다. 지난주 글로벌 금융시장의 변동성 확대는 1개월 이상 안정세를 보여온 글로벌 금융시장, 증시에 단기 노이즈로 볼 수 있다.
- 문제는 2023년 금리인하 기대에 대한 논란이다. 이로 인해 최근 증시 변동성이 커졌다고 본다. 다만, 8월 들어 고용 서프라이즈 이후 내년 금리인하 기대가 다소 진정되고 있다. 7월 말까지만해도 2023년 3월부터 금리인하를 시작해 23년 연말에는 2.7%까지 금리를 낮출 것이라는 기대가 유입되었다. 하지만, 지난주 컨센서스는 5월 금리인하 시작, 23년 연말 기준금리 3.28%로 형성 중이다. 과도했던 통화정책 완화 기대가 툰 다운되었다고 본다.

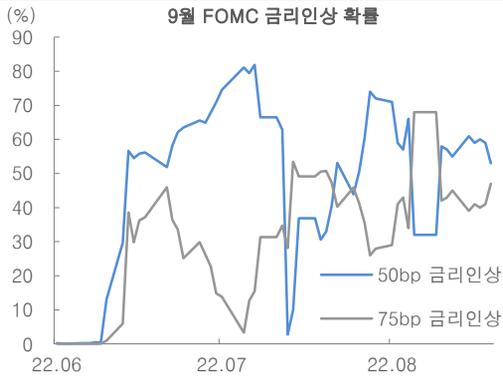
* 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 7. 선순환 기대가 약해지기는 했지만, 아직 악순환의 고리로 전환될 가능성은 낮아...



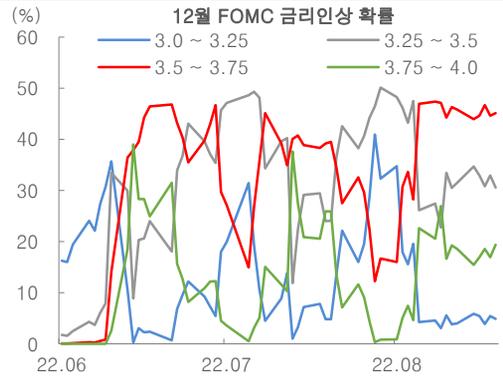
자료: 대신증권 Research Center

그림 8. 9월 FOMC, 50bp 금리인상 확률 여전히 50%를 상회하고 있어



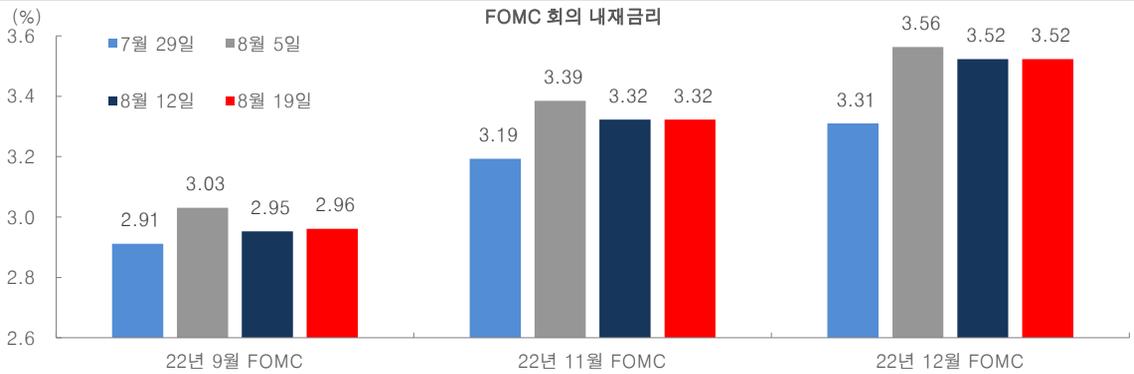
자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

그림 9. 연준의 22년 연말 기준금리 컨센서스도 이전과 큰 변화없이 등락 중



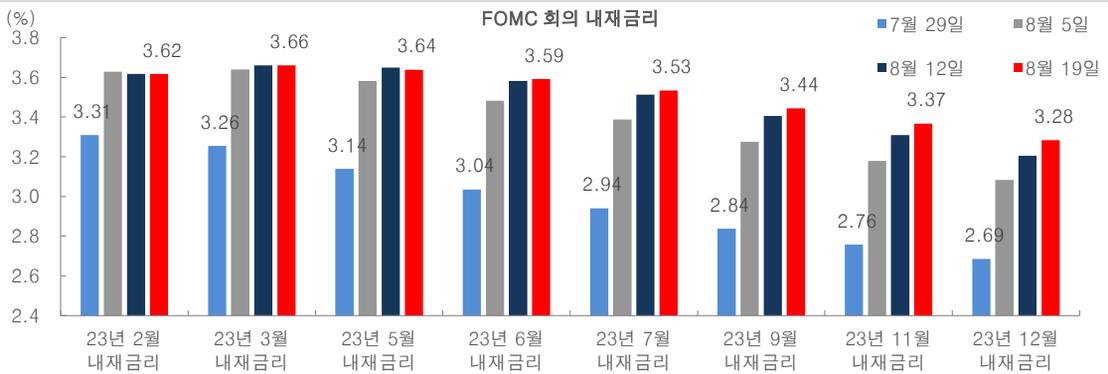
자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

그림 10. 9월 FOMC와 연내 금리인상 컨센서스는 안정세를 유지하고 있어



자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

그림 11. 과도했던 2023년 금리인하 기대도 일정부분 톤 다운된 상황



자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

- 물가 등락과 통화정책 바라보는 투자자들의 시각 변화에 따라 증시가 등락을 보이는 가운데 이번주 잭슨홀 미팅(현지시간 25일 ~ 27일)이 중요하다. 특히, 26일 11시(한국시간)에 파월 미 연준의장의 연설이 예정되어 있다. 통화정책에 있어 중요 변곡점을 제공했던 적이 있었던 만큼 투자자들의 관심이 집중되고 있다.
- 이번 잭슨홀 미팅의 주체가 ‘경제와 정책에 대한 제약 조건 재평가’라는 점에 주목한다. 정책 특히 통화정책, 그 중에서도 긴축을 진행함에 있어 제약 요인들에 대한 논의들이 많을 것으로 예상된다. 인플레이션 또는 성장 둔화 등 다양한 제약요인들이 거론될 수 있다는 의미이다. 2021년에는 인플레이션의 항배에 모든 관심이 집중되었는데 이번에는 인플레이션에 대한 판단과 경기 흐름, 경기 침체 여부 등 성장과 물가, 그 안에서 통화정책에 대한 논의가 진행될 것으로 보인다.
- 이 경우 글로벌 금융시장의 항배는 다시 한 번 해석의 영역에 달려있다고 본다. 7월 FOMC 의사록과 내용적인 측면에서 큰 차이는 없을 수 있지만, 주제가 “경제와 정책”이라는 점과 잭슨홀 미팅 성격상 중장기 통화정책 방향에 초점이 맞춰진다는 점이 중요하다.
- 물가 제어를 위한 긴축 지속, 물가 안정시까지 금리인상을 이어가야 한다는 내용도 있을 것이다. 하지만, 현재의 고물가, 단기 금리인상 속도 강도보다 주제를 고려할 경우 경제와 통화정책 간의 균형감각, 통화정책의 속도조절 가능성, 경기 불확실성 확대 / 침체 가시화의 경우 정책적 대응에 논의의 무게가 실릴 수 있다고 생각한다.
- 최근 FOMC 의사록을 다소 매파적으로 해석했던 것과는 반대의 상황이 전개될 수 있다는 판단이다. 특히, 지난 주말, 이번주 초 유럽 물가 폭등발 긴축에 대한 경계심리가 유입된 상황을 감안할 때 잭슨홀 미팅에 대한 시장의 해석은 좀 더 완화적이고, 시장에 우호적일 가능성이 높다고 본다.
- 26일 발표되는 7월 PCE 물가지수도 물가 - 통화정책 - 경기 간의 선순환 고리 지속 가능성을 높인다. 7월 PCE, Core PCE 물가지수는 전년대비 6.4%, 4.7%로 예상되며 6월(6.8%, 4.8%)보다 둔화될 것으로 예상된다. 다시 한 번 물가 진정 기대가 유입될 가능성이 높다는 판단이다. 미국, 유로존, 유럽 주요국 PMI도 다음주 공개되는데 전반적으로 전월대비 둔화될 것으로 예상된다. 다만, 최근 경제지표 서프라이즈 인덱스가 금융위기 이후 저점권에서 반등 중임에 따라 컨센서스 하회 가능성보다 상회 가능성이 높아 보인다. 이 경우 물가 - 통화정책 - 경기 간의 선순환 고리가 약하지만, 재작동될 것으로 전망한다.
- 25일에는 한국 금통위가 있다. 25bp 금리인상이 예상되는 가운데 경제/물가 전망 발표가 예정되어 있다. 추가적인 금리인상이 기정사실화된 상황에서 경제전망 하향조정, 물가전망 상향조정과 함께 통화정책 속도 조절 기대가 유입될 가능성이 높다. 이 경우 글로벌 증시대비 상대적으로 부진한 국내 증시 반등 탄력에 힘을 실어줄 전망이다. 미국과 금리차 축소와 함께 단기 완화 약세 압력 진정 여부가 중요하다.

* 다음 페이지에서 계속됩니다

**그림 12. 잭슨홀 미팅 8월 25일 ~ 27일 개최
시장의 해석이 중요한 시점**

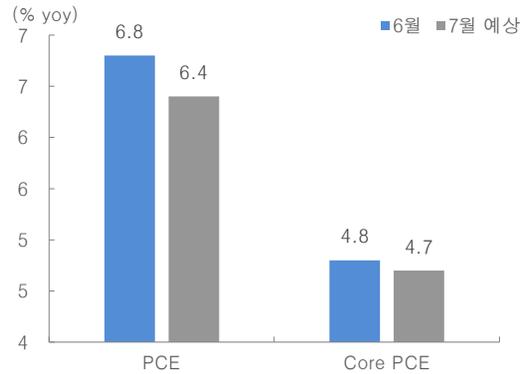
캔자스시티 연방은행이 매년 8월 와이오밍주의 휴양지인 잭슨홀에서 개최하는 경제정책 심포지엄. 1986년부터 본격적으로 경제정책, 금융시장 논의 주요국 중앙은행 총재와 재무장관, 경제학자, 금융시장 전문가들이 참석

2022년 주제

경제와 정책의 제약조건 재평가

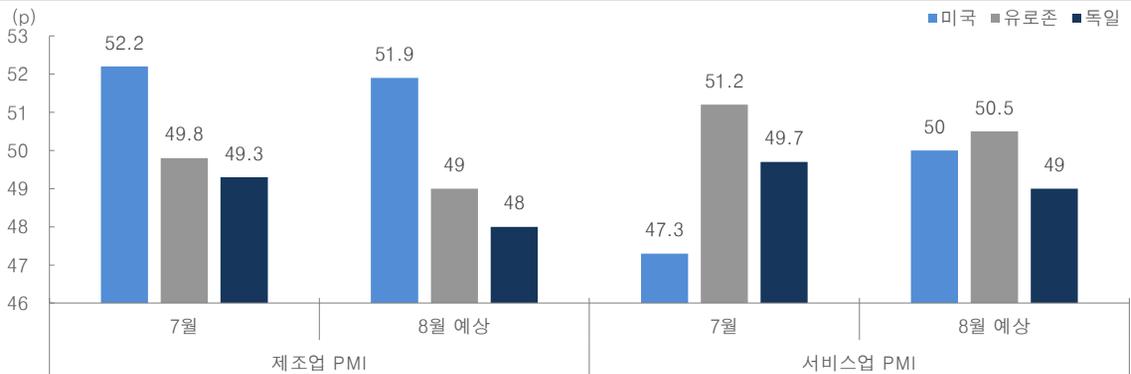
자료: 주요 언론, 대신증권 Research Center

그림 13. 7월 PCE 물가지수(26일 발표)도 둔화 예상



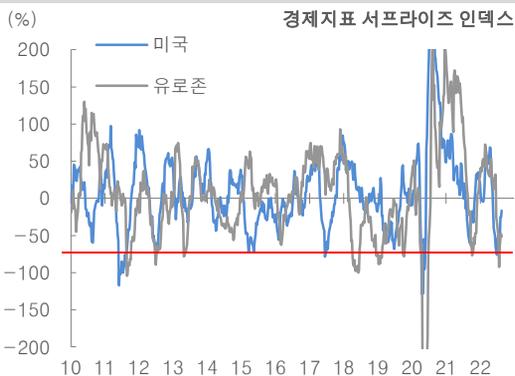
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 14. 미국, 유로존, 유럽 주요국 PMI는 전월대비 둔화 예상



자료: S&P Global, Bloomberg, 대신증권 Research Center

**그림 15. 경제지표 서프라이즈 인덱스, 미국, 유로존
저점권에서 반등 중. 여전히 마이너스권**



자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

**그림 16. 25일 한국은행 금리인상 & 속도 조절
기대감 유입 = KOSPI 반등탄력 강화**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 이번주 초중반까지는 물가, 긴축 우려, 달러 강세, 채권금리 급반등을 이유로 KOSPI 2,450 ~ 2,470p(20일(심리선), 60일(수급선) 이동평균선 위치) 수준에서 지지력 테스트가 예상된다. 이후에는 다시금 물가 - 통화정책 - 경기 간의 선순환 고리가 약하지만 재가동되면서 KOSPI의 기술적 반등이 좀 더 이어질 전망이다(KOSPI 3분기 기술적 반등의 목표치 2,650p).
- 이 경우 실적대비 저평가된 업종군(반도체, 2차전지, 미디어/교육, 화장품/의류, 증권 등) 중에서도 7월 이후 반등국면과 최근 KOSPI 하락국면에서 단기 가격매리트가 커진 업종을 중심으로 단기 트레이딩이 가능해 보인다. 이에 해당하는 업종에는 반도체, 소프트웨어, 자동차, 의류, IT하드웨어 등이 있다.
- 이들 업종은 여전히 실적대비 저평가 국면에 위치해 있고, 7월 이후, 지난주 KOSPI대비 수익률도 마이너스 반전하면서 단기 가격매력이 다시금 부각될 가능성이 높다. 1 ~ 2주 사이 클로 진행되는 순환매 장세에서 반도체, 소프트웨어, 자동차, 의류, IT하드웨어 업종의 길목 지키기 전략이 단기적으로 유효할 것이다.
- KOSPI가 추가적인 반등시도를 이어가게 되더라도 적극적인 투자는 자제할 필요가 있다. 단기 트레이딩에 있어서도 목표 수익률은 낮게, 투자 시기는 짧게 대응하는 것이 유효할 전망이다. 3분기 반등이 추세반전일 가능성이 낮다고 보기 때문이다. 3분기 기술적 반등은 역금용장세에서 역실적장세로 전환되는 과정에서 채권금리 하락으로 인한 단기 가격/밸류에이션 정상화 국면으로 판단한다.
- 9월부터, KOSPI 2,600선 이상에서는 역실적장세로 전환 가능성을 경계한다. 금융시장의 방향성을 결정짓는 변수가 물가, 통화정책에서 경기 둔화 폭과 강도로 전환될 것이다. 경기 경착륙 과정에서 제조업 경기 악화, 실적 전망 레벨다운으로 인한 KOSPI 2차 하락(Rock Bottom 2,050p)이 예상된다. KOSPI 2,600p 이상에서는 현금비중 확대, 포트폴리오 방어력 강화에 집중할 필요가 있다. KOSPI 2,600선 이상에서는 단기 트레이딩도 최소화하는 가운데 차익실현, 현금비중 확대를 권고한다.
- 9월 KOSPI를 비롯한 글로벌 증시 방향성의 변곡점은 8월 CPI(9월 13일), 9월 FOMC(9월 21일)와 3분기 프리어닝 시즌(9월 중순 이후)이 될 전망이다. 8월 CPI(Inflation Now 예상 8.33%) 이후에는 물가 레벨을 인지하면서 경기/통화정책 경계심리가 커질 것으로 예상된다. 이후 9월 FOMC(9월 21일 ~ 22일)에서는 높은 물가 레벨을 근거로 연준의 매파적 스탠스가 유지, 강화 가능성이 높다. 투자자들의 완화적인 스탠스 기대와의 괴리가 축소되는 시작점이 될 것이다. 확대되어 있음을 확인할 것이다.
- 앞서간 통화정책 완화, 금리인하(23년)기대가 통화정책 부담 & 경기 부담 가중으로 전환될 가능성이 높다. 그리고 3분기 실적은 예상보다 부진하고, 컨센서스 레벨다운의 시작이 될 수 있다. 실적에 대한 눈높이가 여전히 높은 상황에서 환율효과 정점통과, 비용 부담이 지속되는 가운데 그동안 실적 개선을 이끌어왔던 시클리컬 업종의 실적 기대 정점통과(원자재 가격 하락), 경기/수출둔화가 예상된다.

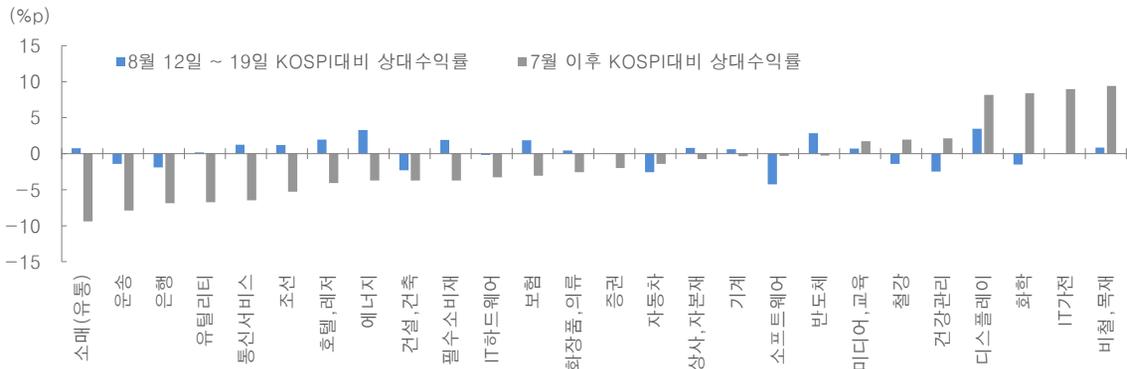
* 자세한 내용은 8월말 발간 예정인 9월 전망을 통해 언급할 예정

**그림 17. KOSPI 2,450 ~ 2,470p 지지력 테스트 이후 2,600 선 회복시도 예상
다만, 기술적 반동의 정점에 가까워지고 있음은 계속 생각해야 할 부분**



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

**그림 18. 실적 대비 저평가 업종 중 7월 이후, 지난주 단기 가격메리트가 높아진 업종
: 반도체, 소프트웨어, 자동차, 의류, IT 하드웨어**



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.
