

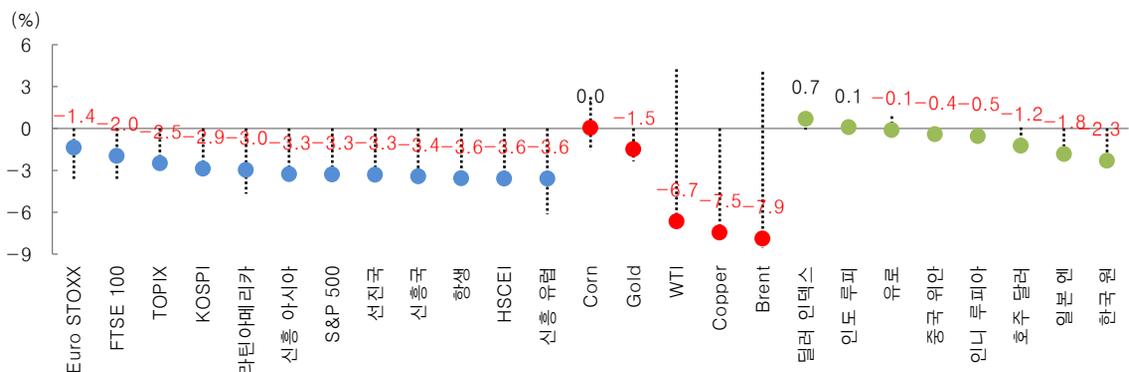
Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

고용 호조에 증시 하락? 국면전환이 빨라지고 있다

- 잭슨홀 미팅 충격에 시달리던 글로벌 증시는 지난주에도 하락세를 이어갔다. 반등에 나설 호재들이 많았다. 미국 제조업 경기와 고용이 견고함을 확인했고, 물가 부담 완화 가능성을 시사하는 지표들을 확인했다. 유가는 급락반전하며 90달러 밑으로 내려앉았다. 8월 중순까지만 해도 반등을 충분히 기대해볼 수 있는 이슈들이었지만, 결과는 정반대였다. 글로벌 증시 대부분 주 중 반등다운 반등도 없이 하락세를 이어갔다.
- 우선, 지난주 증반까지 조정의 이유는 잭슨홀 미팅의 후폭풍이라고도 본다. 주중 9월 FOMC에서 75bp 금리인상 확률은 75%까지 상승했고, 연내 4% 이상 금리인상 확률도 69.8%까지 레벨업되었다. 긴축에 대한 부담이 주 중 시장을 억눌렀다고 생각한다.
- 그러나 지난 주말 증시 흐름은 다소 의아했다. 미국 고용지표가 골디락스 상황을 보여주었다는 평가에도 불구하고 미국 증시는 장 중 +1% 상승을 지키지 못하고 -1%대로 장을 마쳤다. 9월 FOMC에서 50bp 금리인상 확률은 25%에서 43%로 레벨업되었고, 연내 4% 이상 금리인상 확률도 50%를 하회했다. 긴축 우려는 진정되었다고 볼 수 있다. 러시아 천연가스 공급 중단 이슈가 하락반전의 이유라고 볼 수 있지만, 고용 호조 이슈로 인한 상승을 하락으로 되돌렸다는 점만 보더라도 7월 ~ 8월 반등국면이 종료되는 분위기이다.
- 호재에 힘을 못쓰는, 갈 자리에서 가지 못하는 증시는 투자자들에게 경고 시그널을 보내고 있다. 필자는 9월 반등이 있더라도 리스크 관리에 집중할 것을 강조한다. Bear Market Rally의 정점을 향해가고 있거나, 어쩌면 이미 지나갔을 가능성도 높아지고 있다. *자세한 내용은 8월 30일자 "[9월 증시 전망 및 투자전략] Bear Market Rally의 정점, 언제, 어떻게 통과할 것인가" 참조

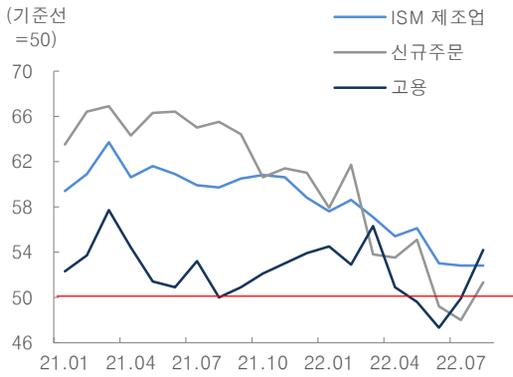
*다음 페이지에서 계속됩니다

그림 1. ISM 제조업 지수, 고용 호조, 유가 하락에도 불구하고 글로벌 증시 하락세 지속



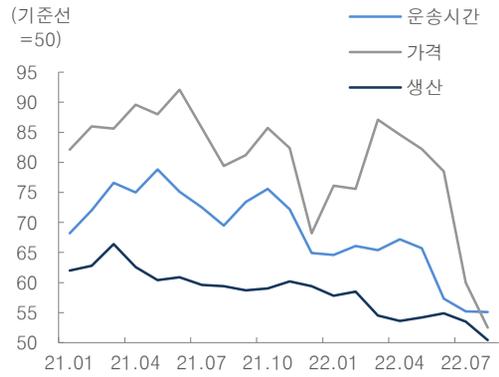
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. 고용 개선, 신규 주문 급반등으로 ISM 제조업 지수 전월과 동일, 예상 상회



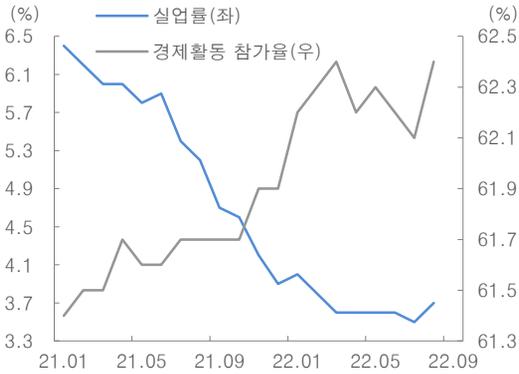
자료: ISM, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 3. 반면, 운송시간, 가격지수 하락으로 병목현상, 물가 부담 완화 시사



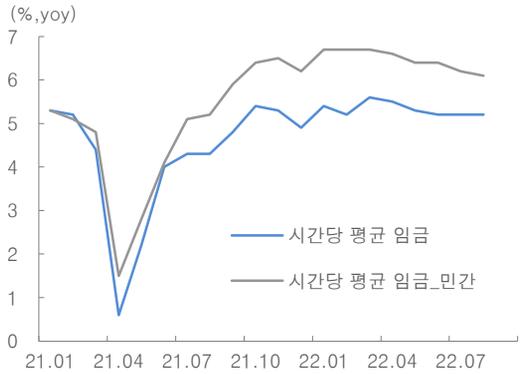
자료: ISM, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 4. 실업률 반등했지만, 경제활동 참가율도 강한 반등세 보이며 여전히 견고한 고용상황 시사



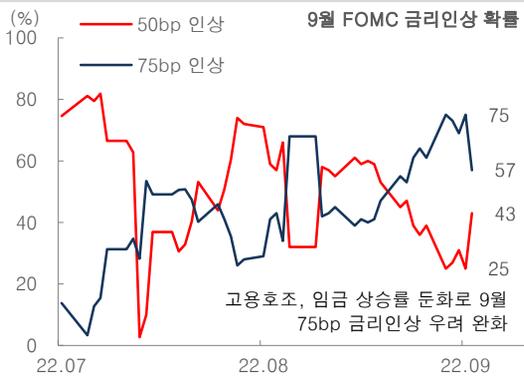
자료: 미국 노동부, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 5. 임금 상승률은 둔화세를 이어가며 물가 안정 기대를 높이고 있어



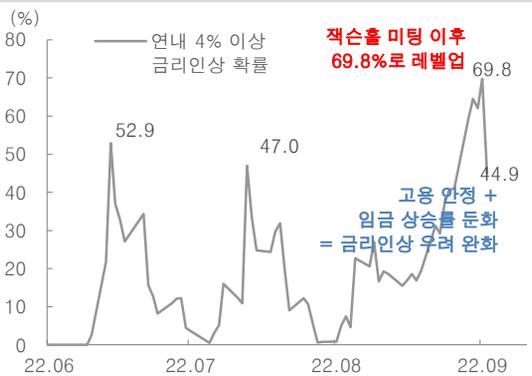
자료: 미국 노동부, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 6. 9월 75bp, 50bp 금리인상 확률 격차 50%p에서 13%p로 큰 폭 축소



자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

그림 7. 연내 4% 이상 금리인상 확률도 69.8%에서 44.9%로 24.9%p 레벨다운

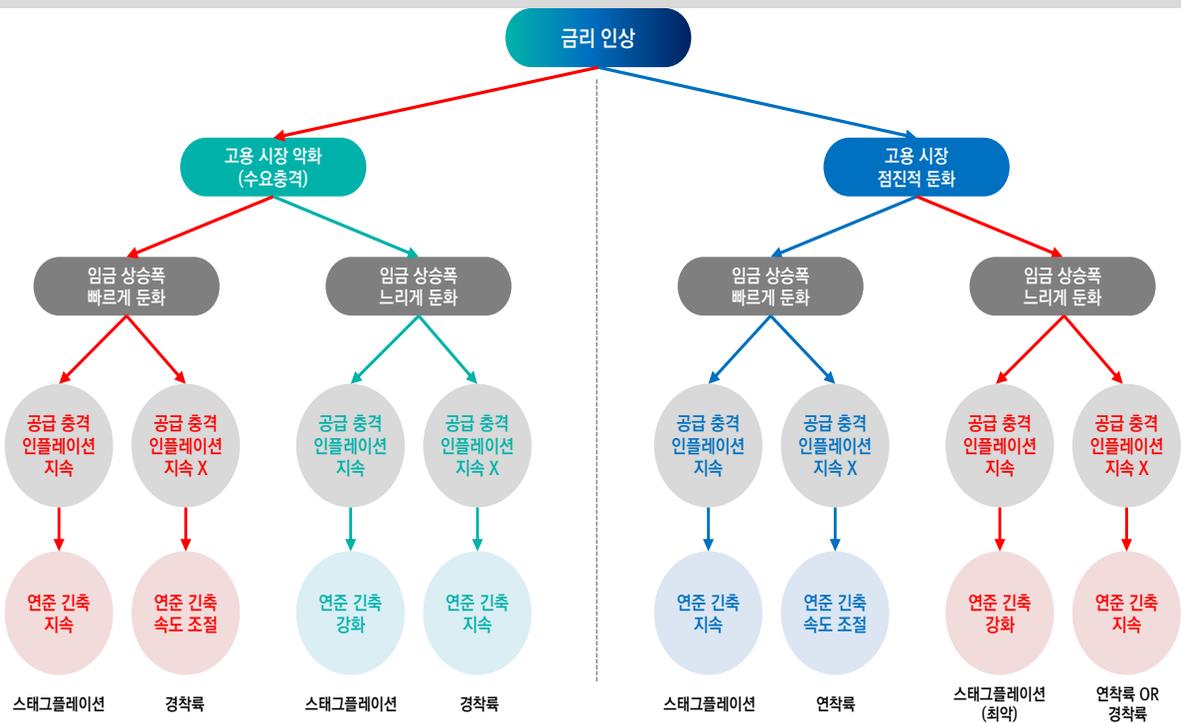


자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

- 지난주 연준 위원 전반의 인플레이션 억제 의지 강화는 자칫하면 스태그플레이션으로 전개 될 가능성이 높아지기 때문이라고 언급한 바 있다. 따라서 시장의 기대를 꺾어서라도 최대한 빠르게 인플레이션 안정이 필요함을 시사할 것으로 보고 있다. 그로 인해 필자가 언급해 왔던 물가-통화정책-경기 간 선순환 고리는 더욱 약해지고, 시간을 두고 악순환의 고리로 전환될 것으로 예상했다.
- 지난주 금융시장 분위기, 증시 흐름은 악순환의 고리로 전환 시점이 빨라질 수 있음을 시사 한다고 본다. 향후 물가가 잡혔다고 인정하기 전까지 투자자들의 통화정책 완화, 금리인하 기대를 꺾으려 할 가능성이 높다는 생각하는데, 이 과정에서 경제지표 부진, 경기 둔화 가속화 및 악화 등 경착륙 시그널이 뚜렷해질 전망이다. 시장은 이에 대한 걱정을 하고 있다고 본다.
- 즉, 당분간 긴축과 경기부진이라는 두가지 부담을 함께 가져가야 하는 상황이라고 볼 수 있다. 점차 무게감은 경기로 이동을 할 수 밖에 없겠지만, 어떤 상황이 전개되던 시장은 불안정한 딜레마, 사면초가라는 투자환경에 놓일 수 밖에 없다고 생각한다. 물가가 빨리 잡혀야 다음 숙제인 경기에 통화정책을 집중할 수 있는데, 아직 물가 안정의 시그널은 약하다.

* 자세한 내용은 8월 29일자 "강경해진 파월 Vs. 여전한 시장의 기대" 참조

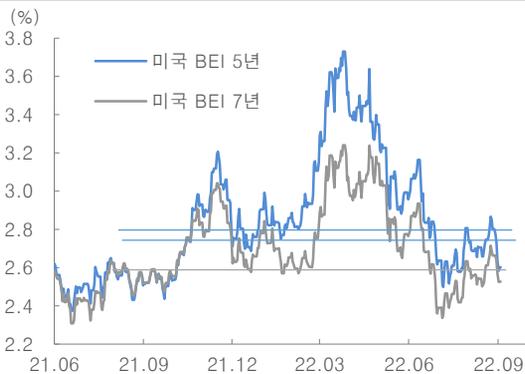
그림 8. 연착륙 또는 스태그플레이션 경우의 수에서 이제는 경착륙 또는 스태그플레이션 경우의 수로 이동 연준이 물가 안정에 최우선을 두고 있음을 천명한 만큼 경기 둔화/악화 가능성도 커진 상황



자료: 대신증권 Research Center

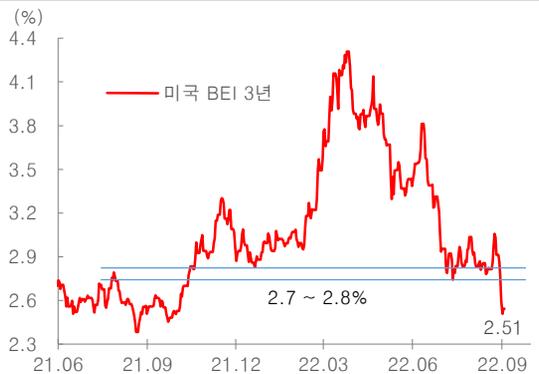
- 실제로 잭스홀 미팅에서 파월 연준의장 연설 이후 기대인플레이션이 큰 폭 하락했다. BEI 5년물, 7년물에 이어 3년물까지 중요 지지선, 연중 저점을 하향이탈했다. 파월 연준의장의 연설문 문구 중 하나였던 “인플레이션 안정의 매우 중요 변수인 미래 인플레이션에 대한 대중의 기대”가 크게 약해진 것이자, 한편으로는 경기/수요에 대한 기대까지 약해지고 있음을 시사한다.
- 이 경우 기존의 물가 - 통화정책 - 경기 간 악순환의 고리(그림 11, 파란색 화살표)가 재개되는 것은 물론, 경기 둔화/약화가 더 뚜렷해질수록 물가와 경기, 통화정책과 경기 간의 상호작용(그림 11, 빨간색 화살표)도 함께 작동할 가능성이 높아진다. 원자재, 물가가 올라도 내려도, 금리인상 속도가 빨라져도, 더디어져도 글로벌 증시는 불안정한 흐름을 이어갈 전망이다.

그림 9. 22년 6월 5년, 7년 BEI(기대인플레이션)가 연중 저점을 하향이탈한데 이어...



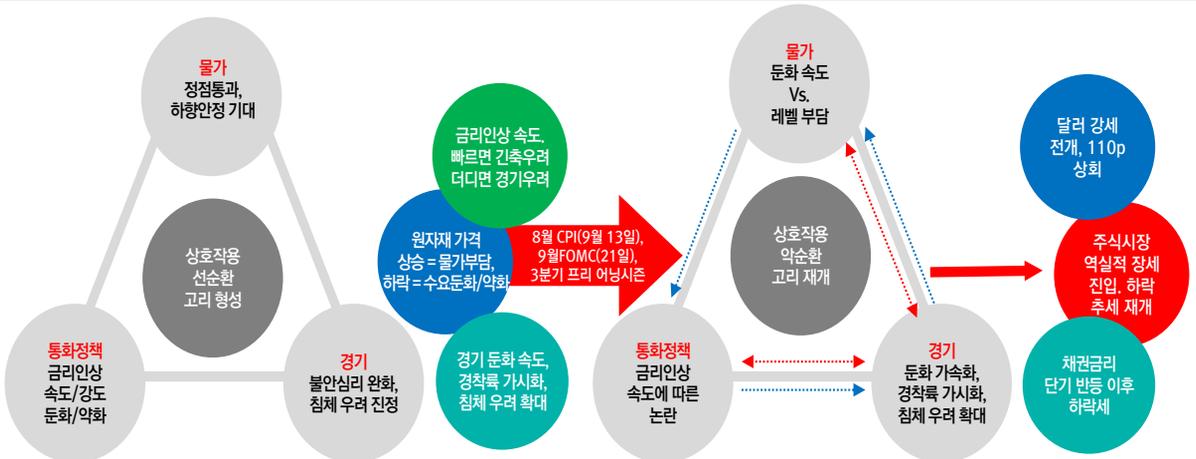
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 10. 지난주 3년 BEI까지 연중 저점 하향이탈. 경기에 대한 불안심리 커질 것



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

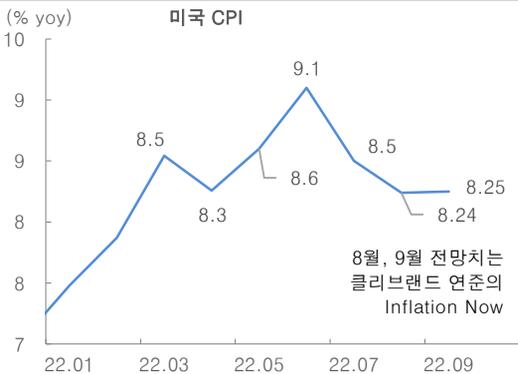
그림 11. 물가 - 통화정책 - 경기 간의 악순환의 고리 재개와 함께 경기 불확실성 부상으로 인한 물가 - 경기, 통화정책 - 경기 간 상호작용도 감안할 시점. 전형적인 위험자산 약세, 안전자산 강세 국면 진입 가능성



자료: 대신증권 Research Center

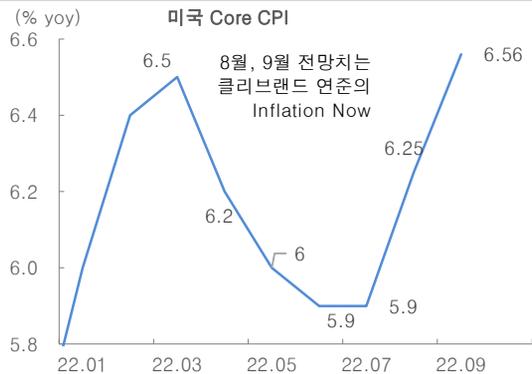
- 이번주 주요 경제지표 발표 일정이 소강상태로 진입하는 가운데 저가매수 유입, 반등시도에 나설 가능성은 유효하다. 이는 리스크 관리 강도를 높일 기회로 본다. KOSPI는 추석 연휴를 앞두고 퀴드러플 워칭데이가 있고, 이후에는 13일 8월 CPI, 21일 9월 FOMC를 앞두고 있기 때문이다. 긴 연휴를 앞두고 불안정한 투자환경은 차익실현 심리를 자극할 가능성이 높다.
- 8월 CPI(9월 13일)는 다양한 해석이 가능할 것이다. 현재 컨센서스 기준 CPI는 추가적으로 둔화되지만, Core CPI는 상승반전할 것으로 예상된다. 이 경우 유가, 원자재 가격 하락에 의한 일시적인 물가 둔화라고 볼 수 있다. 연준의 물가 통제 의지가 약해지기는 어렵다고 본다. 한편, 예상보다 큰 폭의 물가 하락, Core CPI까지 예상보다 낮은 수준을 보여준다면 시장은 환호할까? 앞서 언급한 그림 11의 악순환의 고리(파란 화살표)와 상호작용(빨간 화살표)을 생각해 보면 단기 안도감을 높일 수는 있지만, 오히려 경기/수요 둔화, 주택시장 급랭에 대한 우려가 커질 수 있다. 글로벌 금융시장 분위기를 근본적으로 바꾸기는 어렵다는 생각이다.
- 이러한 상황 속에 맞는 9월 FOMC에서 연준 위원들은 기정사실화되어 있는 2023년 금리인하에 대한 기대를 꺾으려 할 것으로 예상된다. 2023년 금리인상 컨센서스는 이제야 연준의 점도표 수준(3.8%)에 도달했다. 하지만, 2023년 하반기 한 번 이상의 금리인하 기대는 여전하다. 필자도 2023년 통화정책이 완화적으로 전환될 것으로 예상하지만, 최근 연준의 스탠스와 높은 물가레벨을 감안할 때 9월 FOMC에서는 일단, 시장의 기대를 꺾어 놓으려고 할 전망이다. 9월 FOMC에서 관건은 23년 점도표 상향조정 여부와 그 폭, 금리인하를 시사하는 연준 위원이 존재하는지 여부라고 볼 수 있다.
- 이처럼 연준이 물가와 사투를 벌이는 과정에서 경기 불확실성은 커지고 있다. 특히, 연준의 경기침체를 감수하더라도 일단 물가를 잡겠다는 의지를 강화해나가고 있다. 글로벌 GDP 성장을 하향조정세가 지속될 가능성이 높다. 글로벌 증시 방향성도 우하향할 전망이다.

그림 12. 미국 CPI 정점 통과는 맞지만... 둔화 속도, 레벨에 대한 고민은 커질 것



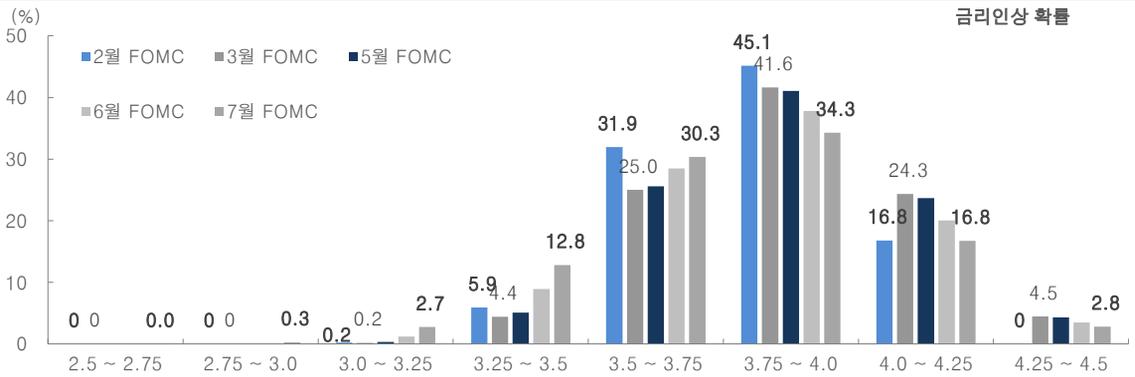
자료: 미국 노동부, 클리브랜드 연은, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 13. Core CPI는 다시 고점을 경신할 수 있다는 경계심리 확대 가능



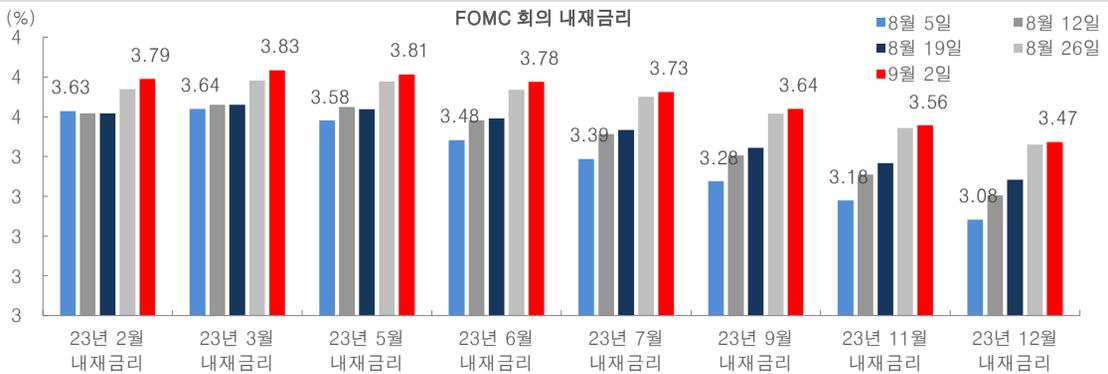
자료: 미국 노동부, 클리브랜드 연은, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 14. 2023년 3.75 ~ 4%까지 금리인상 이후 통화정책 완화, 금리인하 기대 여전히 유효



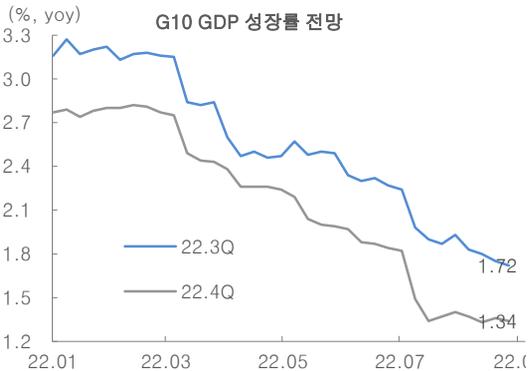
자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

그림 15. 연준 23년 점도표 수준(3.8%)으로 정상화된 금리인상 전망. 하반기 중 1회 + α 금리인하 기대 중



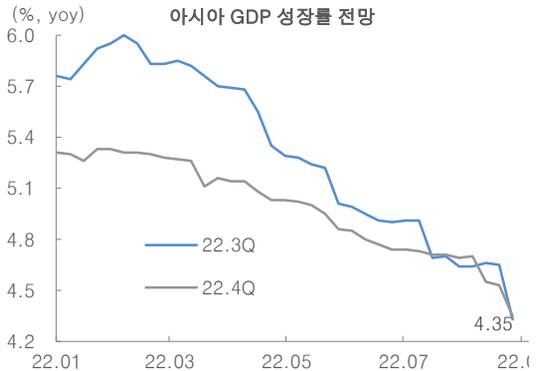
자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

그림 16. G10 하반기 GDP 성장률 1%대로 레벨다운 앞으로 좋아질 수 있을까?



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 17. 아시아 GDP 성장률 전망은 4% 초반으로 크게 하향조정. 중국 경기불안 확대



자료: Bloomberg, 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.
