Strategy

아이러니(Irony). 심리, 해석의 영역으로...

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

- 투자자들의 공포감을 심어주었던 9월을 뒤로 하고, 10월 글로벌 증시의 출발은 모처럼 좋았다. 주요국 증시가 강한 반등세를 기록했는데, 상대적으로 부진했던 신흥국 증시의 반등탄력이 강했다. 달러 강세, 금리 급등세가 진정된 영향이 컸다. KOSPI도 8주 만에 상승반전에 성공, 2,230선을 회복했다(주간 수익률 +3.59%).

- 급반등의 표면적인 이유는 달러화가 장 중 110p를 하회하는 하락세(장 중 고점 114.74p)를 기록했고, 미국을 비롯한 글로벌 채권금리도 하락반전했기 때문이다. 하지만, 이러한 금융시장 변화의 근본적인 원인은 경제지표 부진이 자리한다. 월요일에는 ISM 제조업 지수 쇼크가, 화요일에는 고용(JOLTS) 부진이 미국 금리인상 우려 완화로 이어졌다. 특히, 고용 상황이 악화됨에 따라 연준의 매파적인 스탠스가 진정될 수 있다라는 기대가 유입되었다.

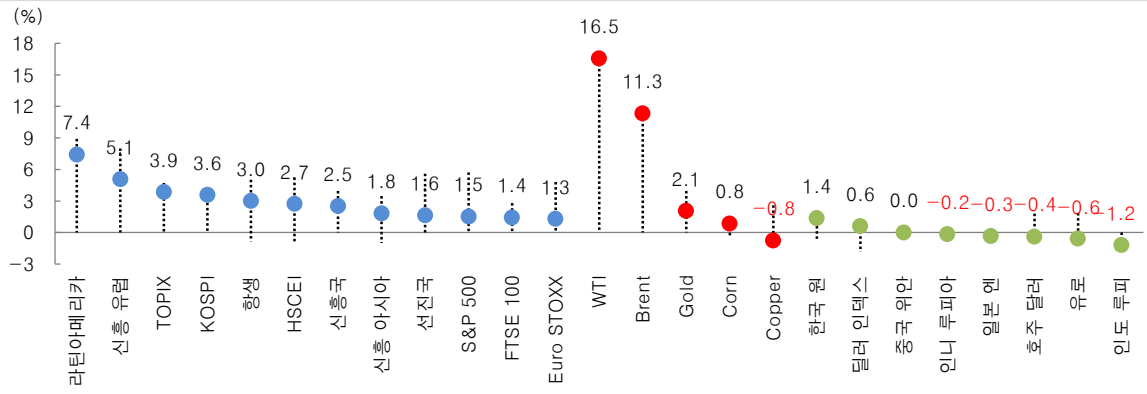
- 반면, 지난 주말 미국 9월 고용지표를 확인한 이후에는 미국 증시가 급락반전했다. 9월 비농업 부문 고용은 26.3만명 증가로 컨센서스(27.5만명)를 하회했지만, 실업률이 3.5%로 시장의 예상치 3.7%을 하회하며 여전히 견조한 고용 상황을 보여주었다. 노동시장의 견고함은 연준이 금리를 올려도 미국 경제가 버틸 수 있다는 주요 근거였던 만큼 고강도 금리인상에 대한 우려가 다시금 커졌다.

- 게다가 반도체, 빅테크 기업들의 급락이 가세했다. AMD의 3분기 매출 전망 하향 조정(PC 수요 감소 이유, 13% 이상 급락)과 미국의 *대중국 반도체 수출 통제 조치가 내려졌기 때문이다.

- *중국 반도체 생산기업에 미국산 첨단 반도체 장비 판매 금지. 인공지능(AI) 및 슈퍼컴퓨터에 사용되는 반도체 칩에 대한 수출 제한

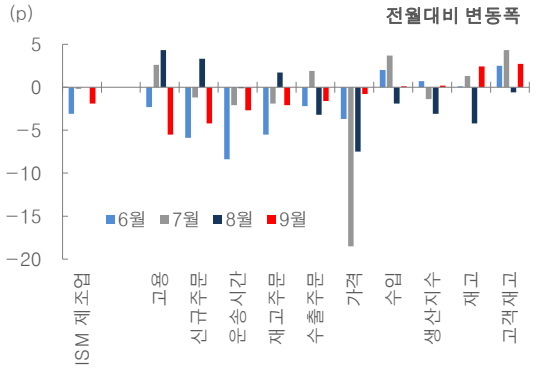
*다음 페이지에서 계속됩니다

그림 1. **급락 이후 급반등... 하지만, 주말 고용지표 호조에 따른 급락 반전으로 선진국 증시 상승폭 크게 축소**



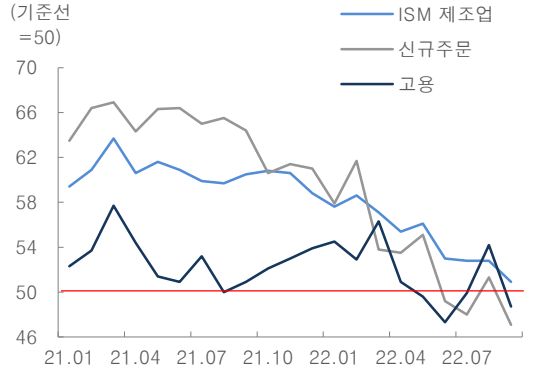
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. 9 월 미국 ISM 제조업 지수 50.9. 고용, 신규 주문 급락 영향



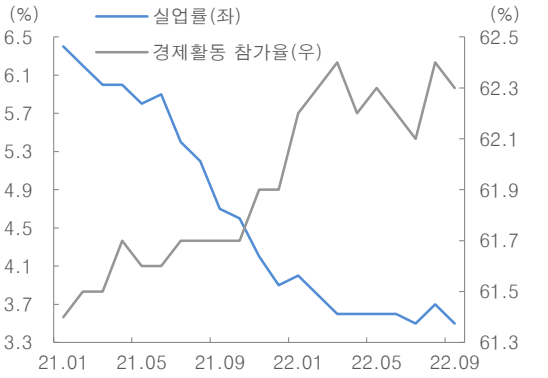
자료: ISM, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 3. 신규주문은 코로나 19 최저치 기록. 고용은 20 년 8 월 이후 최저치 기록



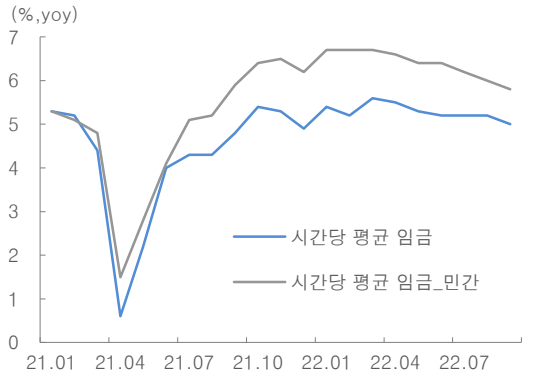
자료: ISM, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 4. 미국 9 월 실업률 3.5%로 한달 만에 하락. 경제활동 참가율도 하락반전



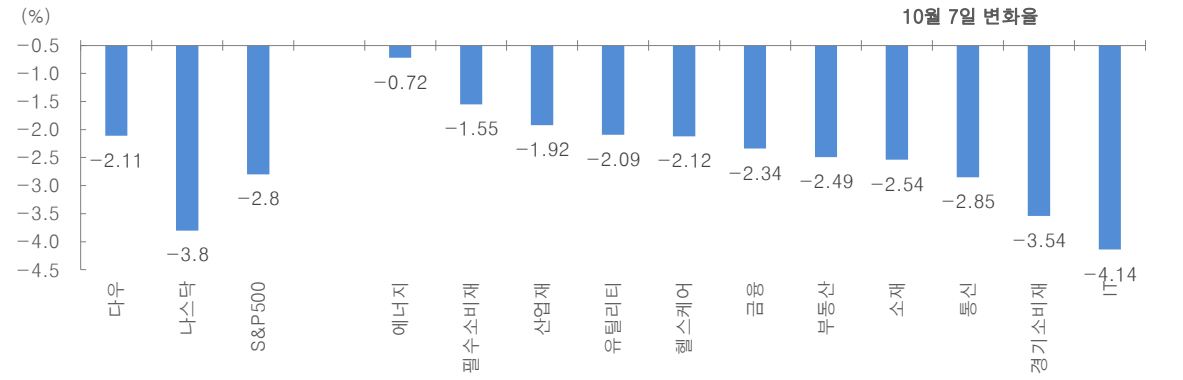
자료: 미국 노동부, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 5. 임금 상승률은 3 월 고점 이후 둔화 지속



자료: 미국 노동부, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 6. 달러 강세, 채권금리 급등세는 진정되었지만, 증시는 약세 분위기에서 벗어나지 못해



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

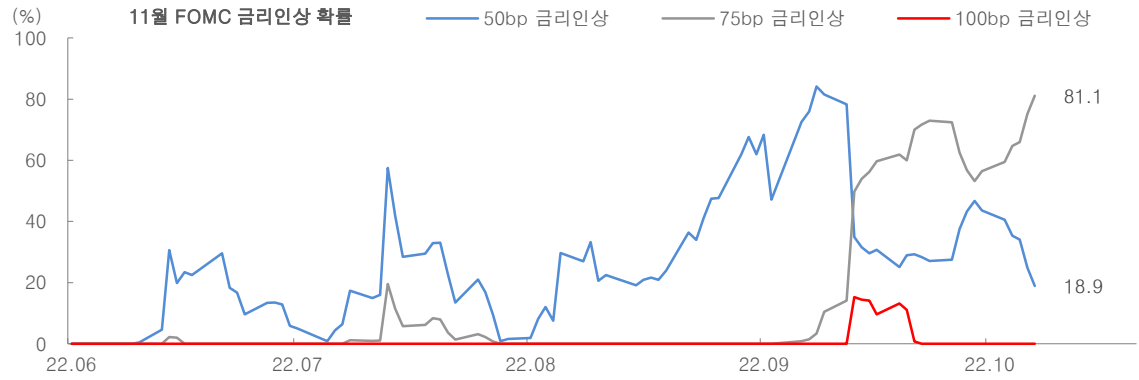
- 통상적으로 경제지표 부진, 고용 악화는 증시 하락의 원인으로, 경제지표 회복, 고용 개선은 증시 상승의 원인으로 지목되기 마련이다. 하지만, Bad News가 증시의 반등 동력, Good News가 오히려 증시 하락의 원인이 되는 아이러니한 상황이 전개 중이다. 그만큼 고강도 금리인상, 긴축에 대한 우려가 견고히 자리하고 있다는 의미이다. 경기침체 우려가 커지고 있고, 확률이 높아지고 있지만, 아직 시장은 통화정책에 몰입되어 있다. 글로벌 금융시장은 아직 1차 충격 변수에 휘둘리는 양상이다. 경기라는 2차 충격 변수가 남아있는 상황임을 감안할 때 긴장의 강도를 더욱 높여가야 할 필요가 있다.

- 실제로 9월말 ~ 10월초 진정되는 듯 했던 금리인상 컨센서스가 지난주 후반 큰 폭의 변화를 보였다. 11월 FOMC에서 75bp 금리인상 확률은 70%대에서 50%대로 내려앉기도 했다. 하지만, 지난주 후반 OPEC+ 회의에서 감산 결정 소식에 유가가 급등한데 이어 주말에 예상보다 강한 고용상황을 확인하면서 75bp 금리인상 확률은 80%를 넘어섰다. 특히, 연내 금리인상 컨센서스도 4.25 ~ 4.5% 금리 도달 확률이 63%를 상회한 것은 물론, 4.5 ~ 4.75% 금리인상 확률이 0%에서 23%로 새롭게 올라왔다.

- 현재 글로벌 금융시장은 11월까지 4번 연속 자이언트 스텝(75bp 금리인상)을 어느정도 기정사실화한데 이어 연말까지 5번 연속 자이언트 스텝 가능성을 반영하는 중이다. 이 과정에서 미국 달러화는 110p에서 112.8p로 레벨업되었고, 미국 채권금리도 10년물은 3.88%로 올라섰고, 2년물은 4.3%를 상회했다. 미국 3대 증시는 모두 9월말 저점권에 근접했다. 9월 FOMC 이후 글로벌 금융시장을 뒤흔들었던 긴축의 강도와 레벨에 대한 고민이 다시 커진 것이다.

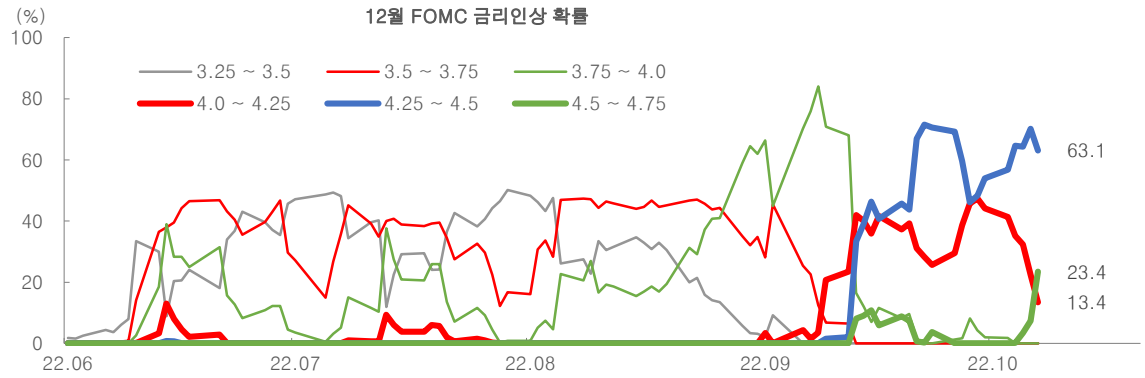
- 중장기 추세가 더 견고해지고, 무게감이 더해지고 있음은 부인할 수 없을 것이다. 다만, Dead Cat Bounce가 이대로 끝난 것인가에 대한 고민은 더 커진다. 금리인상 확률은 전 고점을 넘어섰지만, 달러화, 미국채 금리, 증시는 직전 고점/저점에 근접한 수준이다. 연속 자이언트 스텝에 대한 우려를 일정부분 선반영한 상황이라면 단기 흐름에 대한 해석은 달라질 수 있다. *다음 페이지에서 계속됩니다

그림 7. **11 월 FOMC 에서 75bp 금리인상 확률 80%대로 레벨업**



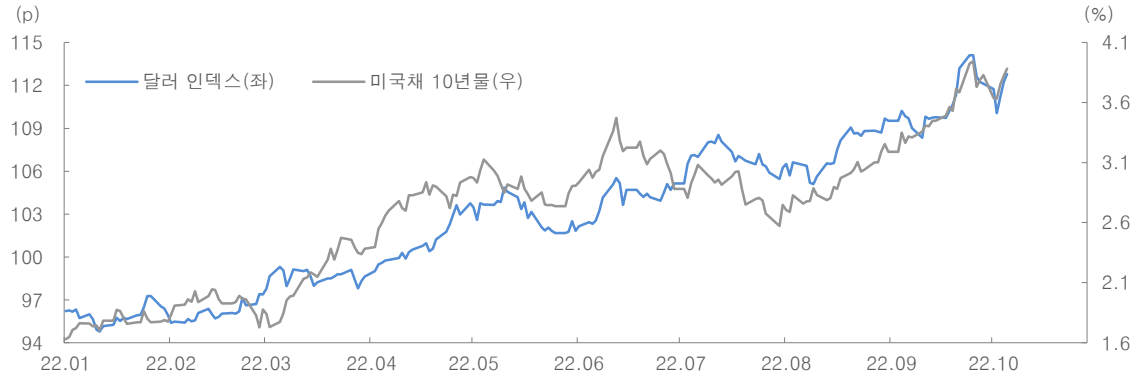
자료: CME, Fed Watch, 대신증권 Research Center

그림 8. 연내 미국 기준금리 4.25 ~ 4.5% 도달 확률 63%. 4.5 ~ 4.75% 확률은 0%에서 23%대로 급등
시장은 네 번 연속 자이언트 스텝(75bp)을 선반영한데 이어 5 번 연속 자이언트 스텝을 반영하는 중



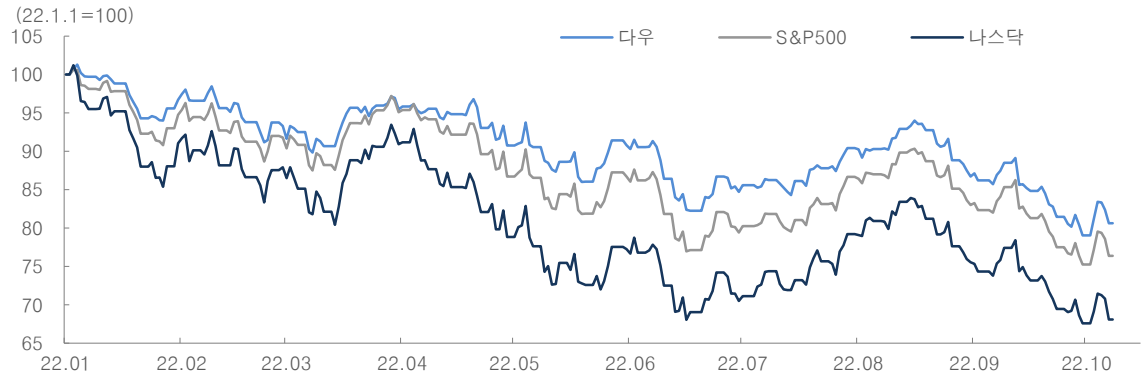
자료: CME, Fed Watch, 대신증권 Research Center

그림 9. 유가 급등에 이은 고용지표 호조의 영향으로 다시 달러 강세, 채권금리 급등세 전개



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 10. 미국 증시는 다시 9 월말 저점으로...



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 이번주 가장 중요한 이슈, 이벤트는 물가지표이다. 12일 PPI, 13일 CPI 물가지표 발표가 대기 중이다. 9월 PPI는 전월대비 -0.1%(8월)대비 반등한 0.2%로 예상되지만, 전년대비 변화율은 8.7%에서 8.4%로 둔화가 예상된다. 9월 CPI도 전월대비 변화율이 8월 0.1%에서 0.2%로 반등하지만, 전년대비 변화율은 8.3%에서 8.1%(Bloomberg 컨센서스)로 추가적인 둔화가 예상된다.

- 문제는 Core PPI와 Core CPI이다. Core PPI 전년대비 변화율은 8월 7.1%에서 7.4%로, Core CPI는 8월 6.3%에서 6.5%로 추가적인 반등을 예상한다. 클리브랜드 연은의 Inflation Now는 9월 Core CPI 전망을 6.64%로 집계하고 있다. Core CPI는 예상치를 소폭 상회하더라도 물가 상승률 정점 통과에 대한 의구심이 커지고, 금리인상에 대한 부담이 가중될 수 밖에 없을 것이다.

- 다만, 투자심리가 여전히 극도의 공포구간에 위치해 있고, 11월, 12월 연속적인 자이언트 스텝(75bp 금리인상), 연내 기준금리 4.5 ~ 4.75% 도달에 대한 우려를 상당부분 선반영했을 경우 시장의 해석은 달라질 수 있다고 본다. 즉, 컨센서스를 크게 상회하는 충격이 아니라면 주식시장과 금융시장 반응은 나쁘지 않을 것이라는 의미이다.

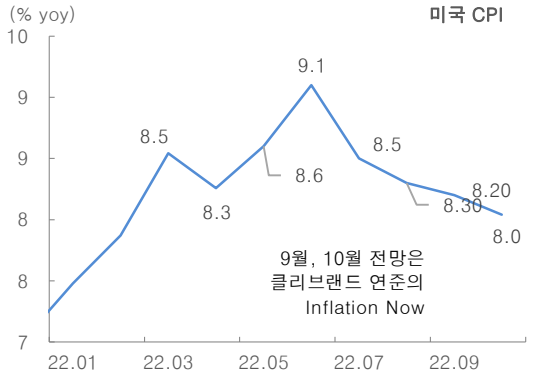
- 한편, 14일 발표되는 소매판매는 8월 0.3%(전월대비)대비 둔화된 0.2%로 예상되는 가운데 자동차를 제외할 경우 8월 -0.3%에서 -0.1%로 2개월 연속 역성장이 예상된다. 또 한 번 Bad News발 반등시도가 전개될 수 있을지 관심있게 바라 볼 필요가 있다.

- 전반적으로 물가 부담과 경기불안이 가중되고 있다. 이로 인해 증시의 하방압력은 커지고 있고, 앞으로 더 커질 전망이다. 다만, 9월 급락 이후 증시는 매크로, 펀더멘털 환경의 변화보다는 경제지표를 어떻게 해석하느냐에 따라 호재가 되기도 악재가 되기도 한다. 따라서 최근 반등을 Dead Cat Bounce라고 하는 것이다.

- 단기 Dead Cat Bounce가 끝났는지, 아니면 등락은 있지만, 좀 더 이어질지 장담하기는 어렵다. 하지만, 최근 상황을 봤을 때 다시 한 번 작은 호재에도 시장이 민감하게 반응할 여지는 남아있다고 본다. 고용지표 발표 이후 미국 증시가 충격을 받은 만큼 물가지표가 예상보다 소폭이라도 낮게 나온다면 이에 대한 반응도 강할 수 있다는 의미이다. 리스크 관리를 철저히 하고, 포트폴리오 측면에서 배당주, 방어주(통신, 음식료 등) 비중을 늘려가는 가운데 단기적인 트레이딩 전략의 여지는 남아있다고 본다.

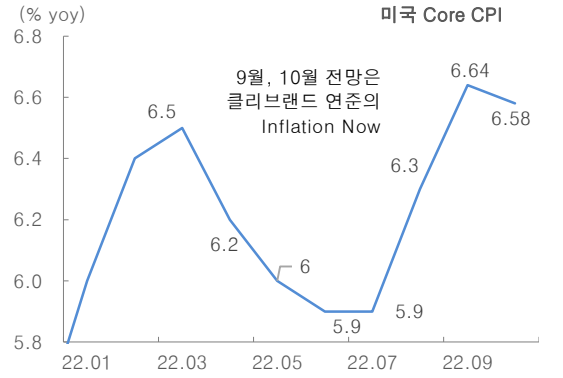
- 지난주 반도체 업종이 급반등을 주도했다면, 실적 시즌과 맞물려 최근 부진했던 자동차 업종이 다음 순환매의 중심에 자리할 것으로 예상한다. 이익모멘텀이 견고한 상황에서 최근까지 3분기, 4분기 실적 전망이 상향조정되고 있기 때문이다. 실적대비 부진한 주가의 저평가 매력이 한 번 부각될 수 있다고 본다. 한편, 전적으로 가격적인 측면에서만 본다면 인터넷 업종이 눈에 띈다. 최근 급락을 통해 극심한 단기 저평가 영역에 진입했다고 볼 수 있기 때문이다.

그림 11. 유가 하락의 영향으로 CPI 는 8.2%로 둔화 예상. Bloomberg 컨센서스는 8.1%



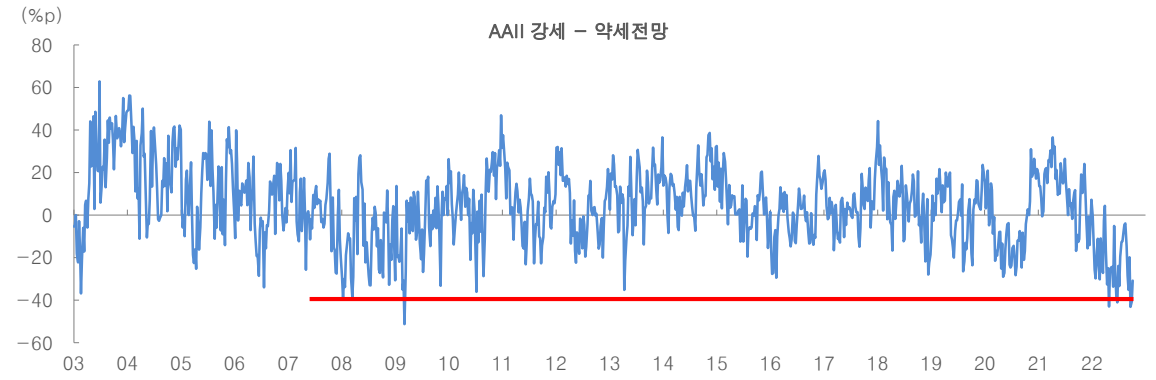
자료: 미국 노동부, 클리브랜드 연은, 대신증권 Research Center

그림 12. 9 월 Core CPI, 3 월 고점을 상회할 가능성. Bloomberg 컨센서스는 6.5%



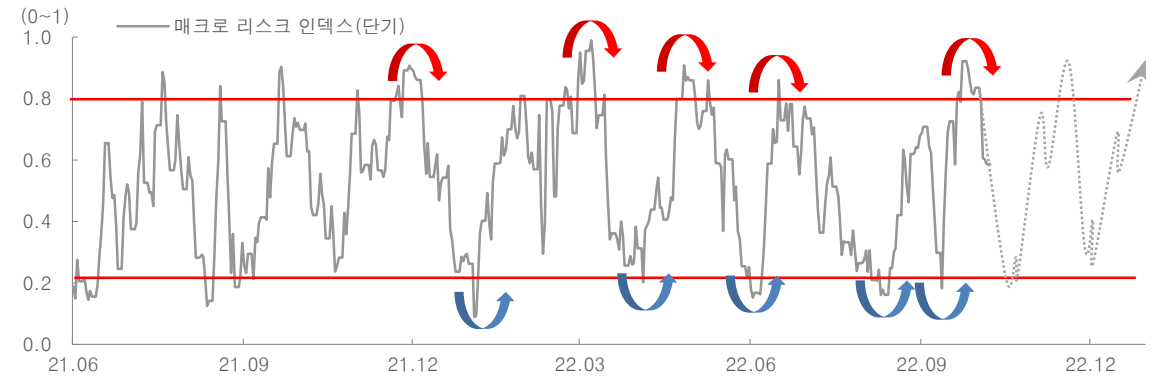
자료: 미국 노동부, 클리브랜드 연은, 대신증권 Research Center

그림 13. AAII 강세 - 약세전망은 -43.2%p → -40.8%p → -30.9%p 로 회복 중 하지만, 여전히 역사적 최저수준에서 극도의 공포심리가 팽배한 현재 금융시장 분위기를 보여주고 있음



자료: AAII, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 14. 단기 매크로 리스크 인덱스는 0.922(22 년 3 월 이후 최고치)에서 하락 반전, 하락세 진행 중



자료: CITI, 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.