

2022/6 Market Pulse

경기 연착륙과 경착륙 사이

두가지 축의 다이내믹스

미국 주식시장과 채권시장은 인플레이션 추세와 이에 따른 미 연준의 긴축정책이라는 두가지 축의 다이내믹스가 어떻게 진화하는가에 따라 움직이고 있다. 4월 소비자물가지수(CPI) 상승률이 전달에 이어 지속적으로 높은 수준을 기록하면서 연준은 통화정책에 대한 매파적 입장을 강화하였고, 이어진 주가 하락과 신용스프레드 상승은 5월 중순경까지 미국의 금융여건지수를 긴축으로 상당 폭 움직였다. 반면, 긴축에 따른 경기침체 리스크가 부각되면서 장기금리는 오히려 하락하는 모습을 보였다.

미국의 금융여건지수가 의미있게 긴축으로 움직이면서 주식, 채권시장은 연준 긴축정책에 따른 경기둔화 시나리오를 반영하기 시작하였다. 단기적으로 주식과 채권시장은 다음의 두가지 시나리오를 번갈아 반영하게 될 것으로 보인다. 첫번째 시나리오는 경기침체가 불가피하다는 비관적 시나리오이다. 이런 시나리오가 반영되는 국면에서는 주가는 하락하고 신용스프레드는 상승하게 된다. 하지만 경기전망이 침체로 급격히 기울게 되면서 장기금리는 인플레이션이 상당히 높은 수준에서 유지되고 있더라도 연준의 정책전환을 기대하면서 하락하게 된다. 채권시장 장단기 기간수익률이 서로 다른 방향으로 변화하게 되는 것이다. 두번째는 인플레이션이 하락세로 접어들면서 시장은 일단 연준의 긴축정책이 효과를 발휘하여 경기 연착륙 가능성이

높아졌다고 판단하는 시나리오이다. 두번째 시나리오는 주식, 채권시장에 상당한 호재로 작용하면서 지속가능하지는 않지만 급등세의 베어마켓 랠리를 유도하게 된다. 5월 마지막 주, 근원 개인소비지출(PCE) 가격지수가 전년 대비 4.91% 상승한 것으로 발표되면서 전달의 5.20%에서 하락한 것으로 나타났다. 인플레이션이 정점을 지났다는 컨센서스가 이루어지면서 미국 주식시장은 한때 크게 상승하기도 하였다.

지난 금요일 발표된 5월 미국 비농업부문 취업자수는 이전 3개월 평균보다 하락하는 추세를 보였으나 예상보다는 높은 390,000명으로 집계되었다. 고용시장 과열이 쉽게 누그러지지 않는 것으로 나타나면서 인플레이션에 대한 우려와 이에 따른 연준의 공격적 금리인상 리스크가 투자심리를 악화시키며 주요 미국 주식시장 지수가 하락하였다. 공격적 금리인상에 따른 경기침체 리스크가 다시 부각된 것이다.

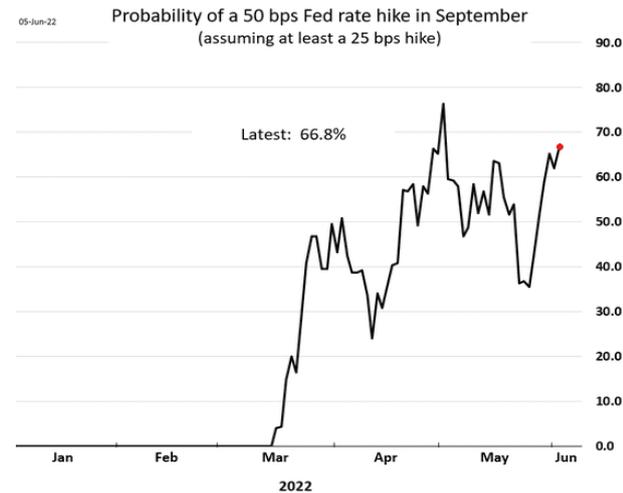
필자는 미국의 고용시장과 주택시장을 고려할 때 인플레이션이 정점을 지나서도 쉽게 하락하지는 않을 것으로 예상하며 따라서 연준이 당분간 긴축강도와 속도에 대한 고삐를 늦추지 못할 것으로 본다. 미국 주식, 채권시장은 기본적으로 고공행진을 지속하는 인플레이션과 연준의 금융여건 긴축이라는 두가지 축의 다이내믹스에서 쉽게 벗어나지 못할 것이다. 경기가 크게 둔화되고 인플레이션이 급락하는 시그널이 나타나지 않는 한 연준은

☞크레스트아시아자산운용

"Market Pulse"에 실린 전망과 투자 의견은 리서치 의견이며 크레스트아시아 자산운용팀의 운용전략과는 일치하지 않을 수도 있습니다.

일단 정책금리를 빠른 속도로 중립금리수준이나 그 이상으로 인상하여 금융여건을 긴축으로 움직이려 할 것이다.

그림 1: 9 월에도 연준 50bp 금리인상 가능성 상승



출처: Bloomberg, Daily Shot

2단계에 걸친 주가 하락

연준의 금리인상과 양적긴축은 금융여건의 변화를 통해 가계 및 기업의 경제활동에 영향을 미치며 4~6분기의 시차를 두고 경제전반에 영향을 끼치게 된다. 연준은 정책금리와 양적긴축을 통해 장기금리, 신용스프레드, 주식시장, 환율 등에 영향을 미침으로써 금융여건을 지속적으로 긴축으로 움직이려 한다. 금융여건이 긴축으로 움직이면서 가계 및 기업의 경제활동이 억제되고 총수요가 감소하며 결과적으로 인플레이션이 하락하게 되는 것이다. 주가의 움직임에 초점을 맞추면 중앙은행 입장에서는 긴축정책을 실시하는 초기 국면에서 주가가 상승하는 것은 중앙은행의 의도에 반하여 금융여건을 완화하는 효과가 있어 금리인상을 더욱 가속해야 하는 상황을 초래한다. 금융위기 이후 나타난 "Fed Put"이 더 이상 유효하지 않은 것이다. 오히려 주가하락이 연준 긴축정책의 실효성을 높여주는

상황인 것이다.

주식은 채권시장과 다르게 기간구조(term structure)가 없어 연준의 금리인상 시행시점에서는 우선 금리인상에 따른 충격으로 밸류에이션 조정이 나타난다. 그 이후에는 경착륙이 확실해질 때까지 연착륙에 대한 희망을 이어가며 베어마켓 랠리가 나타나곤 한다. 물론 경제지표가 발표될 때마다 투자심리는 연착륙과 경착륙 시나리오를 오가며 변동성이 확대되곤 한다. 아직까지 주식시장이 주로 연착륙 시나리오를 반영하며 릴리프 랠리가 나타나는 이유이다.

투자자들이 주목해야하는 것은 연준의 긴축정책 시행과 경제둔화에는 상당한 시차가 있다는 것이다. 따라서 기업의 실적전망은 경기둔화가 본격화되는 시그널이 나타나며 하락하기 시작한다. 지난 3월부터 실시된 연준의 금리인상 효과는 5월이후 인상속도가 빨라졌고 주가하락에 따라 금융여건이 의미있게 긴축되었음에도 4/4분기 이후에나 본격적으로 나타날 것이다. 아직까지 연준의 긴축정책이 경제전반에 나타나기에는 시기적으로 이르며 따라서 기업실적 전망도 상당히 낙관적 수준이다. 이런 주식시장의 낙관론은 경기침체가 나타나기 3-6개월전까지 지속되는 경향이 있다. 이에 반해 기간구조가 있는 채권시장의 경우에는 경기침체가 나타나기 12-18개월전에 경기침체 리스크를 반영하며 장기금리가 하락하여 장단기 금리가 역전되는 상황이 나타나곤 한다. 아직까지 미국 10년물 금리와 3개월 단기물 금리는 역전되지 않고 양의 스프레드를 유지하고 있다. 연준이 적어도 9월까지 3번에 걸쳐 50bp씩 금리를 인상할 가능성이 높고 양적긴축은 이제 막 시작하였음

으로 채권시장을 움직임을 조심스럽게 지켜 봐야할 것이다.

그림 2: 1 단계 - 금리상승에 따른 벨류에이션 축소

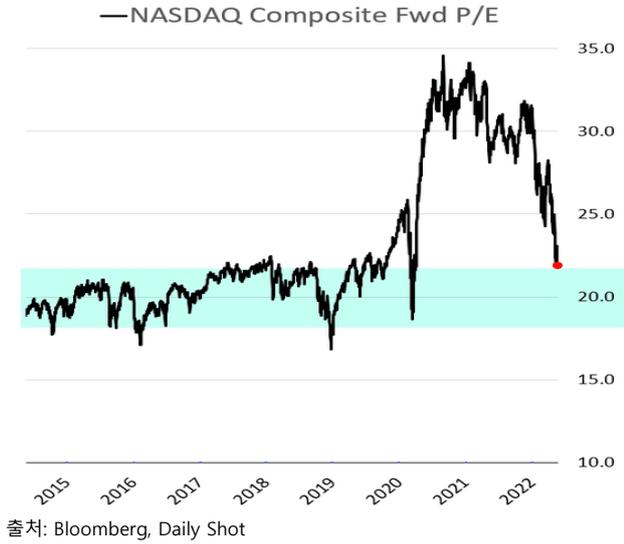
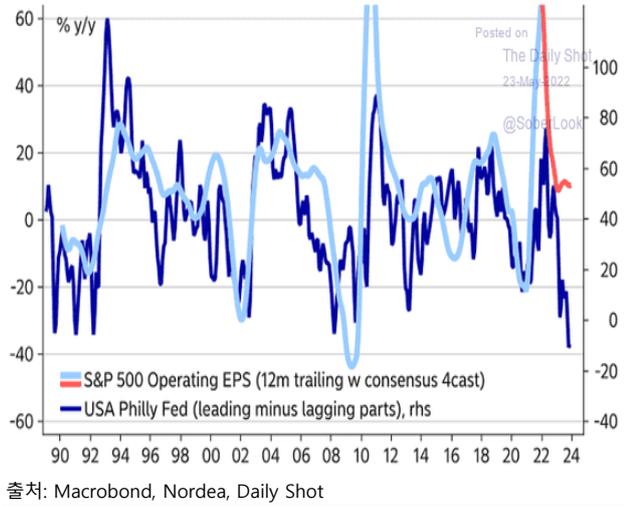


그림 3: 2 단계 - 실적전망 하락에 따른 주가하락

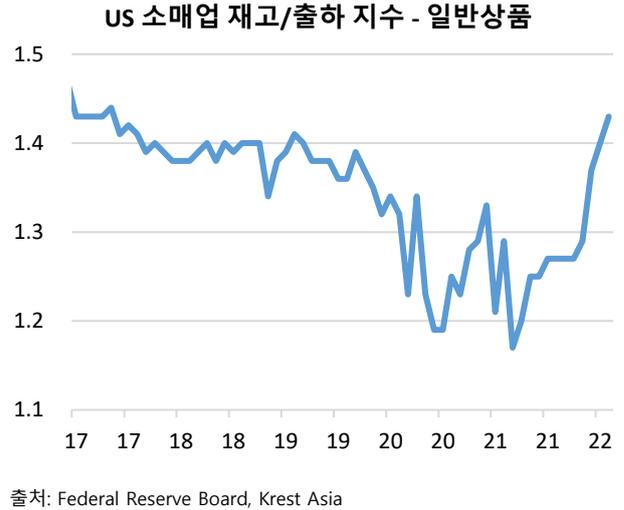


한국 수출전망 악화

최근 미국의 소비관련 지표는 소비의 중심이 상품에서 서비스로 옮겨가고 있음을 보여준다. 5월 비농업부문 취업자수 역시 서비스 부분에서는 큰 폭의 증가세를 이어갔으나 제조업종에서는 취업자수가 이전 3개월 평균 56,000명에서 18,000명으로 증가세가 감소하

였고 소매업종에서는 취업자수가 61,000명 감소한 것으로 나타났다. 미국의 도소매부문 재고투자가 마무리되면서 제조업종의 활황세가 일단 수그러드는 분위기이다.

그림 4: 미국 소매업 재고투자 사이클 마무리



미국의 소비패턴이 변하면서 아시아 상품수출국들 수출경기 전망도 점차 악화되는 모습을 보이고 있다. 수출경기의 악화는 시차를 두고 기업실적전망을 낮추게 될 것으로 예상된다.

그림 5: 중국 수출전망 하락

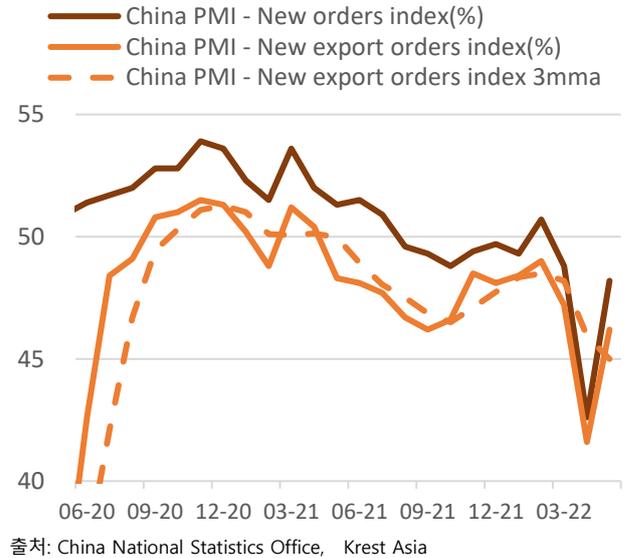


그림 6: 한국 수출경기 전망 하락하기 시작

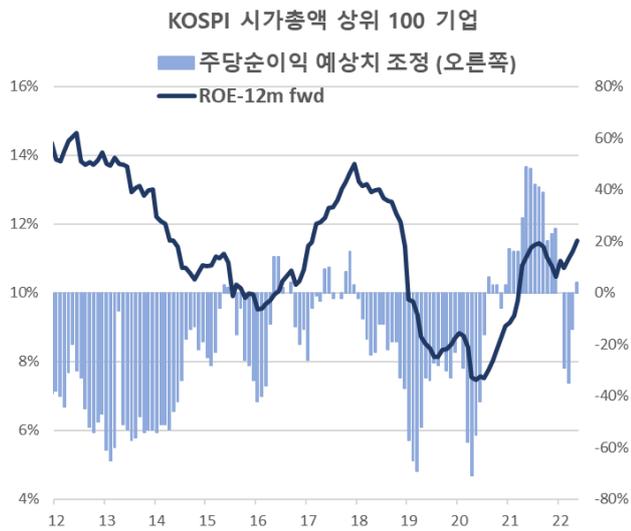


출처: 한국은행, Krest Asia

을 것이다. 주가 하방리스크에 대한 지속적 헤지가 필요하다.

임 태 섭
수석전략가/경영학박사

그림 7: 한국 기업실적 전망 하향조정 이미 시작



출처: Quantiwise, Krest Asia

중국이 봉쇄조치를 점차 해제할 것으로 예상됨에 따라 이머징마켓 안에서는 원자재수출국과 상품수출국의 수출전망이 엇갈릴 것으로 보인다. 우리나라의 수출전망은 중국경제의 봉쇄해제에 어느 정도 긍정적인 영향을 받겠지만 미국 상품소비의 약세와 맞물린 추세적 하락세에서 벗어나지 못할 것으로 보인다. KOSPI는 미국금리의 빠른 상승세와 달러유동성 축소라는 큰 틀 안에서 미국 상품소비의 조기둔화라는 수출약재에 크게 영향 받

Disclaimer:

본 자료에 수록된 내용은 리서치 의견이며 (주)크레스트아시아자산운용의 운용전략과 일치하지 않을 수도 있습니다. 본 자료의 견해는 자본시장의 상황에 따라 언제라도 변경될 수 있습니다. 본 자료는 당사 고객들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료는 어떠한 증권/채권의 매수/매도에 관한 제안이나 권유가 아니며 그렇게 해석되어서도 안됩니다. 본 자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락없이 복사, 대여, 배포될 수 없습니다.
