

2022/7 Market Pulse

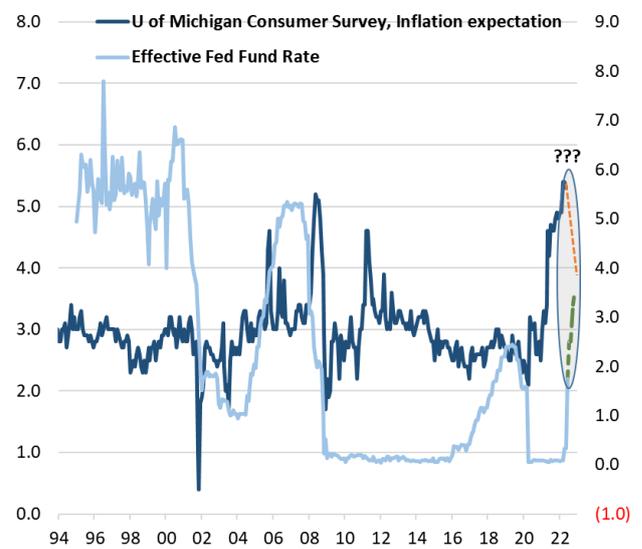
경기침체를 포트폴리오의 기본 시나리오로

미 연준의 조급함

지난 6월 15일 미 연준의 연방공개시장위원회(FOMC)는 매우 이례적인 과정을 거쳐 통화정책 긴축기조를 강화하였다. FOMC는 정례회의 직전 미시간대학 소비자조사 사전집계 결과에 나타난 소비자 기대인플레이션 급등에 주목하며 통화신용정책에 관한 묵언기간(blackout period) 중 월스트리트저널을 통해 전달부터 이미 예고한 0.5% 인상을 넘어서는 0.75% "자이언트 �텝"의 금리인상을 하루 뒤로 예정된 정례회의에서 단행할 것이라고 시장에 알리는 무리수를 뒀다. FOMC의 긴급한 추가금리인상을 불러왔던 미시간대학 소비자조사에 나타난 기대 인플레이션의 급등은 최종결과에서는 약간 하락 수정되었다. FOMC의 이런 행태는 인플레이션 대응에 대한 연준의 조급함을 드러내며 인플레이션 대응과 성장 둔화 사이에서 정책의 우선순위가 당분간 명백히 인플레이션에 두어질 것이라는 시그널을 시장에 보내게 되었다. 실제 6월 FOMC회의록은 이러한 연준의 조급함을 드러내고 있다. 6월 회의록에서 FOMC위원들은 (1) 기대인플레이션이 급등하는 것에 대한 우려, (2) 지속적으로 긴축에 대한 정책의지를 밝힘으로써 금융여건을 더욱 긴축으로 움직이게 하려는 의도, (3) 인플레이션 상황에 따라서는 2.0%~2.5% 중립금리 이상으로 금리인상을 단행할 의지, (4) 인플레이션 대응에 있어 경기둔화를 감수하겠다는 정책의지, 그리고 (5) 중립금리 내지 그 이상으로의 금리인상을 단

시일 내에 실시할 것이라는 정책방향을 표명하고 있다. FOMC는 7월 정례회의를 거치면서 정책금리를 2.25%~2.5% 중립금리 수준까지 인상하고 9월 0.5%에 이어 11월과 12월 0.25%씩 인상하여 적어도 연말까지 3.25~3.5% 수준까지 정책금리를 끌어올릴 것으로 예상된다. 인플레이션 상황에 따라서는 금리인상 폭이 더욱 확대될 수도 있을 것이다. 현재 시장은 연준이 3.5% 수준 이하에서 금리인상을 멈추고 내년 중에는 경기침체로 인해 상당한 금리인하를 단행할 것으로 예상하고 있다.

그림 1: 미국 소비자 기대인플레이션 급등



출처: University of Michigan, Federal Reserve Bank, Krest Asia

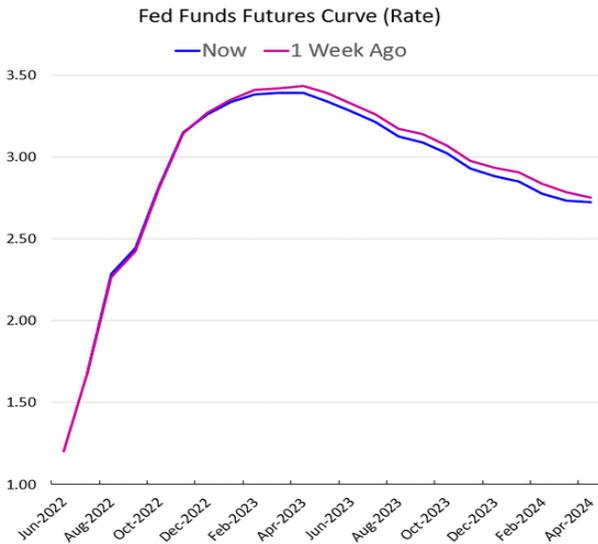
지난 주 후반 미국 비농업부문 신규취업자수가 372,000명으로 발표되면서 고용시장이 약간 둔화되고는 있으나 여전히 과열상태가 지속되고 있음을 나타냈다. 인플레이션의 사전 지표가 되는 시간당 임금상승률도 작년 10월의 6.1% 수준에서는 많이 하락하였으나 지난

☞크레스트아시아자산운용

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

6월에도 4.5%의 높은 수준을 기록함으로써 연준의 2% 인플레이션 목표치에 부응하는 3.5% 정도의 임금상승률보다는 여전히 1%p 이상 높은 수준이다. 현재 연준의 정책 최우선 순위는 인플레이션 억제일 수 밖에 없다. 필자가 여러 번 지적했듯이 인플레이션 압력을 낮추기 위한 연준의 정책수단은 금리를 인상하여 금융여건을 긴축함으로써 수요를 억제하려는, 경우에 따라서는 경기침체까지도 감수할 수 밖에 없는, 성장 억제책이다. 현재 연준은 파월의장이 밝혔듯이 경기침체를 감수하고서라도 인플레이션을 낮춰야 하는 어려운 상황에 처해있다.

그림 2: 선물시장 연준 3.5% 못미쳐 인상 멈출 것으로

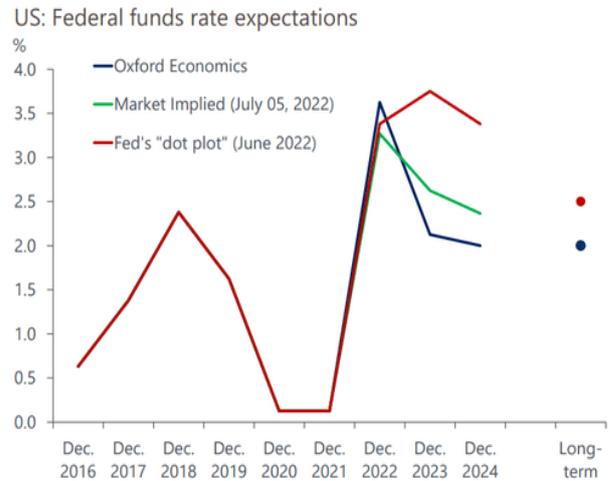


출처: Bloomberg, Daily Shot

현재 시장이 예상하고 있듯이 연준이 정책금리를 3.25% 수준까지 올리면 인플레이션이 충분히 하락할 것인가? 과거 경험에 비추어 Okun's Law를 적용하면 GDP성장률 1%p에 대응한 실업률은 0.5%p로 관찰된다. 골드만삭스 리서치 모델에 의하면 1%p GDP성장률은 매월 비농업부문 신규취업자수 6만~7만명에 해당하며 연 72만~84만명 수준에 해당하는

다. 이는 미국 전체 실업률 0.5%p에 이르는 수준이다. 실업률과 개인소비지출 물가상승률의 관계를 살펴보기 위해 다시 골드만삭스의 Phillips curve 계수 추정치를 이용하면 1%p 실업률은 0.1%p 핵심 개인소비지출(Core PCE) 물가상승률과 0.15~0.2%p 개인소비지출(PCE) 물가상승률에 해당한다. 6월 미국 핵심 개인소비지출 물가상승률은 전년대비 4.7% 상승하였다. 이를 미 연준의 인플레이션 목표인 2% 수준까지 낮추기 위해서는 현재 시장이 예상하고 있는 수준 이상으로 연준이 금리를 올려 성장률을 낮추고 실업률이 오르는 것을 감수해야만 한다는 것을 의미한다. 물론, 앞에서 제시한 숫자들은 정태적 모델에 의한 예시일 뿐이지만 현재 상황에서 경기 연착륙이 얼마나 어려운 과제이며 경기침체가 피할 수 없는 미래임을 예고한다. 연준의 6월 회의록은 인플레이션 억제에 대한 연준의 의지를 맹백히 밝히고 있다. 통화신용정책의 신뢰성이 이슈가 되고 있는 상황에서 연준의 최근 회의록은 비장함마저 드러내고 있다.

그림 3: 시장 내년 연준 금리인하 시작할 것으로 예상



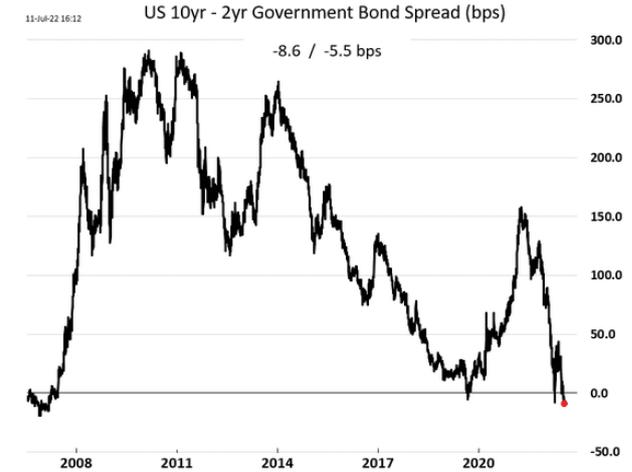
출처: Federal Reserve Board, Oxford Economics, Daily Shot

경기침체를 기본으로 한 포트폴리오 전략

미국 주식시장과 채권시장은 5월 중순 이후 인플레이션 추세와 이에 따른 미 연준의 긴축정책이라는 두가지 축의 다이내믹스가 어떻게 진화하는가에 따라 움직이고 있다. 연준은 지속적으로 통화정책에 대한 매파적 입장을 강화하였고, 이어진 주가 하락과 신용스프레드 상승은 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. 주식과 채권시장은 다음의 두가지 시나리오를 번갈아 반영하고 있는 것으로 분석된다. 현재 시장이 반영하고 있는 첫번째 시나리오는 경기침체가 불가피하다는 비관적 시나리오이다. 이런 시나리오가 반영되는 국면에서는 주가는 하락하고 신용스프레드는 상승하게 된다. 하지만 경기전망이 침체로 기울게 되면서 장기금리는 인플레이션이 상당히 높은 수준에서 유지되고 있더라도 연준의 정책전환을 기대하면서 하락하게 된다. 채권시장 장단기 기간수익률이 서로 다른 방향으로 변화하게 되는 것이다. 인플레이션이 충분히 하락하지 않는 상황에서 경기침체 리스크로 연준이 금리인상을 멈추고 나아가 금리인하를 할 것이라는 예상은 연준의 현재 정책의지를 의심한다는 의미이다. 현재, 시장은 내년 금리인하를 기대하며 연준의 정책의지에 대한 의구심을 나타내고 있다는 것이다. 과연 연준이 경기둔화에 못건뎀 정책전환을 할 것인가?

그림 4: 미 국채 10년물-2년물 장단기 금리 역전



출처: Bloomberg, Daily Shot

두번째 시나리오는 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 베테마켓 랠리를 유도하게 된다. 인플레이션이 정점을 지나 빠른 추세적 하락세에 접어들었다는 컨센서스가 이루어지면 미국 주식시장은 단기간 크게 상승할 수 있다.

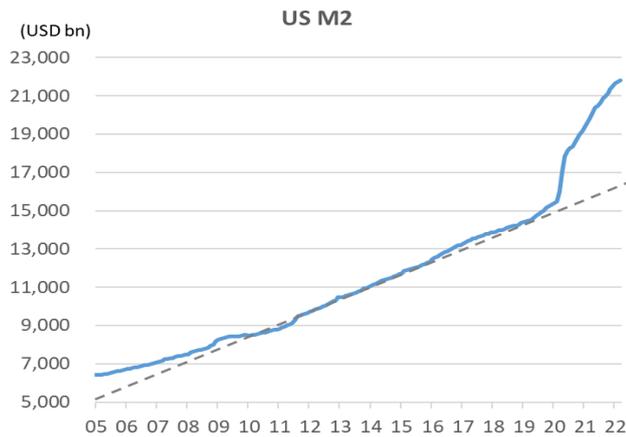
그림 5: 달러강세 연준 정책선회 시그널까지 지속가능



출처: Federal Reserve Board, Krest Asia

필자는 미국의 고용시장과 주택시장을 고려할 때 인플레이션이 정점을 지나서도 쉽게 하락하지는 않을 것으로 예상하며 이에 대응하는 연준의 정책의지도 의심치 않는다. 또한 양적완화와 이로 인한 과잉 유동성의 흡수라는 정책목표도 인플레이션 대응책의 일부로 흔들리지 않을 것이라 확신한다. 이런 상황에서 금융위기 이후 작년말까지 지속된 위험자산의 상승세가 이어지리라 예상하기는 곤란하다.

그림 6: 과잉유동성의 흡수는 연준의 과제



출처: Federal Reserve Board, Krest Asia

그림 7: 미국 유동성 축소 진행 중



* 회색부분은 경기침체기

출처: Federal Reserve Board, Krest Asia

유로존은 경기침체로 진입 중

유로존의 경기전망은 에너지 위기로 인하여 더욱 어둡다. 러시아의 천연가스 공급제한으로 경기침체가 가속화되고 있는 형국이다. 3/4분기와 4/4분기 유로존의 경제성장률은 현재 컨센서스인 0.5%를 훨씬 밑도는 0% 수준을 기록할 것으로 예상된다. 러시아 가스의 수입의존도가 높은 독일과 이탈리아는 경기침체국면에 진입할 것이 확실시되고 유로존 전체도 경기침체 국면에 진입할 가능성이 높다. 하지만 유로존 인플레이션은 9월에도 전년대비 10%대를 보일 것으로 예상되고 2022년과 2023년 전체를 보더라도 8%대와 5%대를 기록할 것으로 예상된다. 유럽중앙은행(ECB)은 경기침체국면에서 금리인상을 단행해야 하는 어려운 상황에 처해있다. 불황국면에 빠져들고 있는 독일의 경우는 경제의 구조적 문제도 해결해야 하는 과제를 안고 있다. 즉, 러시아로부터의 값싼 에너지를 바탕으로 자국의 경상수지 대비 상대적으로 저평가된 유로환율을 이용하여 중국 및 기타유럽국가에 중공업제품을 수출하던 성장모델이 수명을 다했기 때문이다. 이탈리아의 경기침체는 높은 국가부채에 대한 투자자들의 인내심을 다시 시험하게 될 것이다. 최근 이탈리아 국채금리의 독일국채에 대한 스프레드가 늘어나고 있어 유럽중앙은행이 개입할 수 밖에 없는 상황이 발생하였다. 즉 “fragmentation” 리스크를 유럽중앙은행이 계속 관리할 수 있을지 투자자들은 관심있게 지켜볼 것이다.

BA-5의 출현과 멀어지는 중국의 리오프닝

전염력과 면역회피력이 원래 오미크론 변이보다 훨씬 강한 것으로 알려진 BA-5 변이의

출현은 이미 시기를 놓친 중국의 봉쇄조치 해제를 더욱 어렵게 할 것으로 보인다. 중국 정부는 BA-5의 출현에 대응하여 최근 조금씩 완화되기 시작한 봉쇄조치를 다시 강화하거나 대규모 감염사태를 감수하고서라도 서방의 백신을 도입하며 봉쇄조치 해제를 실시하는 두가지 선택 밖에 없다. 중국당국의 위험회피 성향을 감안할 때 첫번째 정책을 선택할 가능성이 여전히 높아 보인다. 경제에 대한 영향 측면에서는 첫번째 정책은 지속적인 경기침체를 두번째 정책 선택은 몇 달에 걸친 경기 급락과 그 이후 급반등이라는 양면을 가지고 있다. 어떤 정책을 선택하던 앞으로 몇달은 중국경기가 다시 침체국면에 빠져들 가능성이 높은 것으로 판단된다.

주식시장은 기업실적전망 하향조정에 주목

투자자들이 주목해야하는 것은 연준의 긴축 정책시행과 경제둔화에는 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 실물경제에 대한 영향은 빨라도 3/4분기 이후에나 본격적으로 나타날 것이다. 따라서 이제 막 시작된 2/4분기 기업실적 발표에서 경기둔화의 시그널을 찾기는 쉽지 않을 것이다. 아직까지 하반기 및 내년 실적전망은 상당히 낙관적 수준이다. 이런 주식시장의 낙관론은 경기침체가 나타나기 3-6개월전까지 지속되는 경향이 있다. 이제부터는 실적전망이 본격적으로 하향조정되며 주가에 하방압력으로 작용할 것으로 예상된다.

그림 8: 금리상승에 따른 밸류에이션 축소 일단 마무리

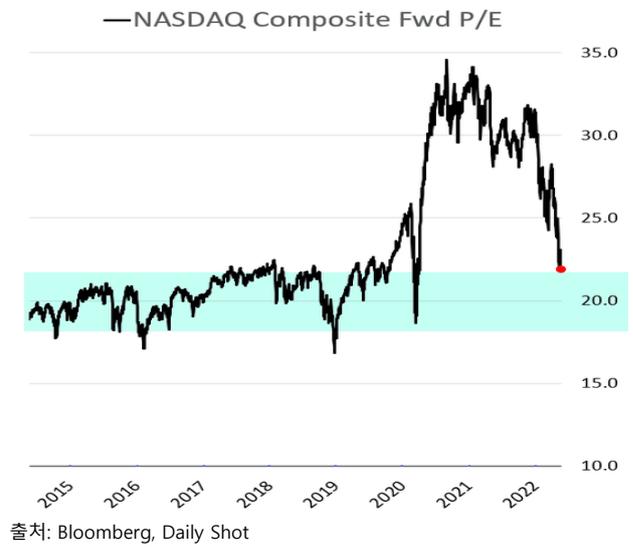
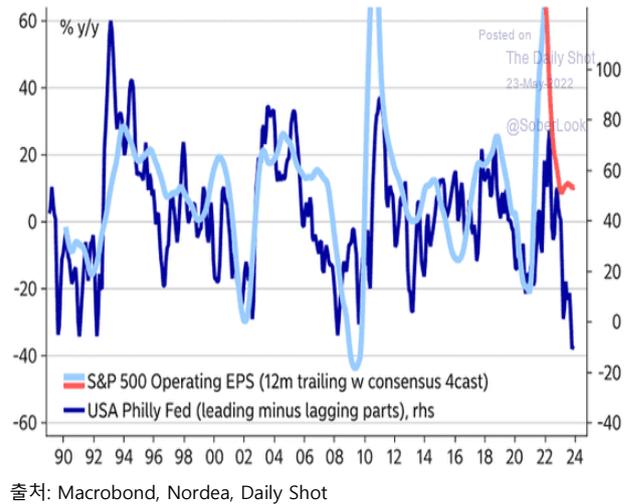
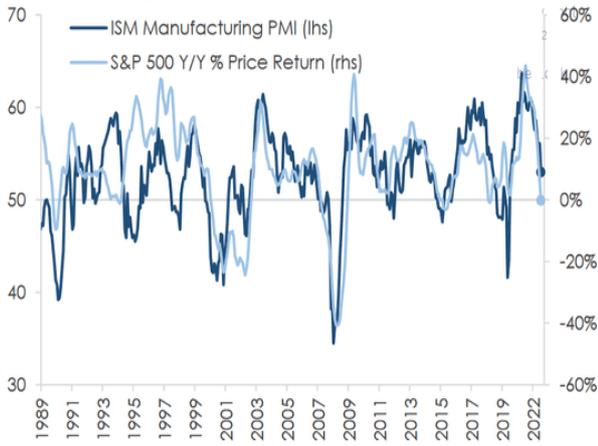


그림 9: 실적전망 하락에 따른 주가하락국면 진입



투자자의 관점에서는 경기불황에 대비한 포트폴리오로 지속적으로 옮겨가는 것이 변동성관리에 도움이 될 것이다. 주가의 지속 가능한 상승반전에는 결국 기업구매관리자지수 (PMI)가 바닥을 치고 반등하는 것이 필요하다. 현재 기업 경기전망은 하강 중이다.

그림 10: 현재 기업 경기전망 하강 중



출처: market Desk, ISM, Daily Shot

임 태 섭
수석전략가/경영학박사

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 증권에 대한 매수/매도에 관한 제안이나 권유가 아니며 그렇게 해석되어서도 안됩니다. 본 자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락없이 복사, 대여, 배포될 수 없습니다.
