

## 2021/11 Market Pulse

### 금리 상승세와 주식 밸류에이션

#### 미국 주식시장은 “리스크 온 (risk-on)” 모드

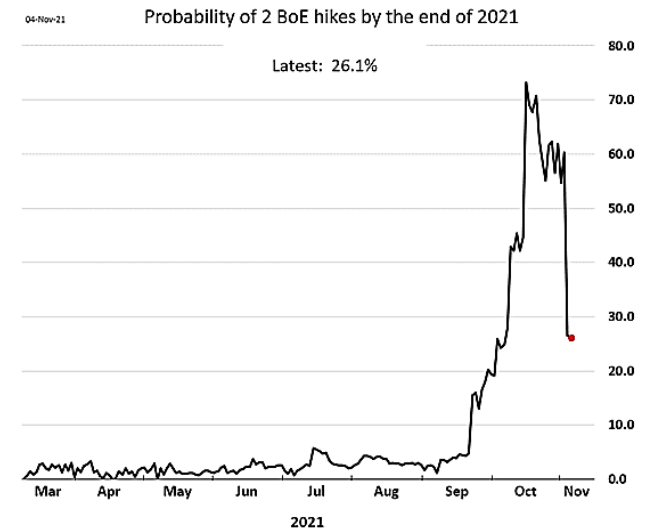
지난 주 미 연준 FOMC 회의 후 발표된 자산 매입규모 축소(“테이퍼링”)에 대해 주식시장은 별다른 반응을 보이지 않았다. 이는 연준이 지난 여름부터 꾸준히 테이퍼링을 착수하는 시기와 규모에 대하여 시장에 시그널을 보냈기 때문으로 이해된다. 실제로 테이퍼링 속도는 현재 진행중인 매월 1,200억 달러 규모의 자산매입 프로그램을 11월 중순부터 매월 150억 달러씩 축소하여 2022년 6월까지 완전 종료하는 것으로 발표되어 기존의 시장 예상을 벗어나지 않았다. 물론 연준은 월별 테이퍼링의 규모가 경기상황에 따라 조정될 수 있다는 여지를 남겨두는 것을 잊지 않았다.

파월 의장은 또한 최근의 높은 물가상승률이 예상보다 좀더 오래 지속될 수는 있으나 공급망 병목에 의한 일시적인 현상이라는 것을 강조하며 인플레이션에 대한 기존 입장을 되풀이 하였다. 또한 테이퍼링 이후 금리인상 가능성에 대하여 경기회복의 제반 여건, 특히 완전고용과 경제활동참여율 회복세가 금리인상의 충분조건을 만족시키기까지는 상당한 인내심을 가지고 금리정책을 결정할 것이라는 점을 강조함으로써 최근 조기 금리인상 가능성으로 급격히 기울고 있는 시장의 기대치를 누그러뜨리려 하였다.

연준이 금리인상에 관하여 인내심을 보이는 이면에는 금리인상이 공급측면에서 초래된 인플레이션을 억제하는데 효율적이지 않다는 고민이 담겨있는 것으로 분석된다. 금리와 통

화량으로 요약되는 중앙은행의 정책도구는 기본적으로 수요를 관리하는데 좀더 즉각적 효과를 나타낸다. 따라서 공급망 병목현상에 의한 인플레이션에 대응하는데 효율적이지 않고 오히려 조기 금리인상은 경기회복세에 악영향을 끼쳐 연준의 또다른 정책목표인 고용증진을 저해하는 결과를 초래할 수 있다. 이런 중앙은행의 정책 딜레마는 지난 주 후반 영란은행이 투자자들의 예상과 달리 고용 시장 회복에 초점을 맞추면서 정책금리를 동결한데에서도 나타나고 있다.

그림 1: 시장 예상에 어긋나는 영란은행의 금리동결



출처: Bloomberg, Daily Shot

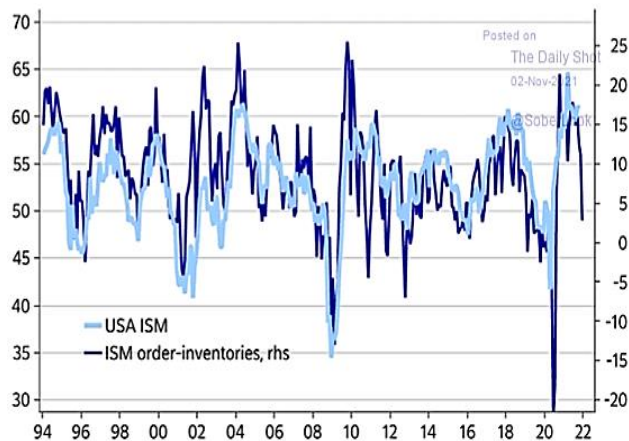
연준의 예상대로 공급망 병목현상이 내년 상반기 중 해소되면 소비자물가지수는 점차 하락하기 시작할 것이다. 연준은 테이퍼링이 완료된 이후에도 고용시장 상황을 점검하면서 금리인상에 인내심을 보일 것으로 예상된다. 미국 국채시장은 이미 내년 중반 테이퍼링

#### ㈜크레스트아시아자산운용

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

완료 후 연말까지 두번의 금리인상을 예상하고 있다. 따라서 현재의 고용시장 회복세를 감안할 때 연준 입장에서는 지금 당장 시장의 금리 예상치를 그 이상으로 끌어올리는 매파적 시그널을 보내야할 필요가 없는 것으로 해석된다.

그림 2: 미국 산업생산 사이클 하락세로 접어들어



출처: ISM, Nordea Markets, Macrobond, Daily Shot

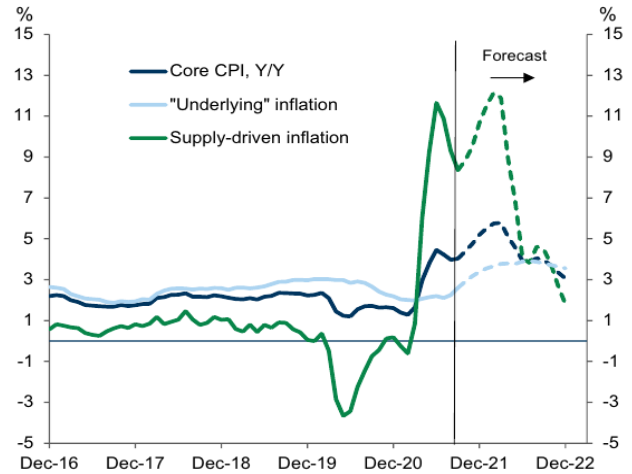
연준의 테이퍼링 발표가 금융시장에 별다른 충격 없이 지나가면서 미국 주식시장은 사상 최고치에 다시 근접하는 리스크 온 모드가 재개되는 분위기이다. 특히 미국 기업들의 70% 이상이 예상치를 뛰어넘는 3/4분기 실적을 발표하였고 주식 밸류에이션에 지대한 영향을 미치는 미국채 10년 이상의 장기물 금리가 최근 급등한 단기물 금리와 달리 안정적 수준을 유지하면서 높은 밸류에이션이 크게 영향 받지 않는 모습이다.

**채권시장은 좀더 불안한 모습**

미국 주식시장은 대체적으로 인플레이션이 공급망 병목에 의한 일시적 현상이라는 연준의 입장에 무게를 두는 모습이다. 골드만삭스 리서치에 의하면 공급망 병목에 의한 인플레이션 효과를 제외할 때 기저인플레이션은

CPI 대비 훨씬 낮은 수준을 기록하고 있으며 주식시장의 인플레이션에 대한 시각과 많은 부분 일치하고 있음을 알 수 있다.

그림 3: 미국 기저인플레이션 훨씬 낮은 수준 기록 중



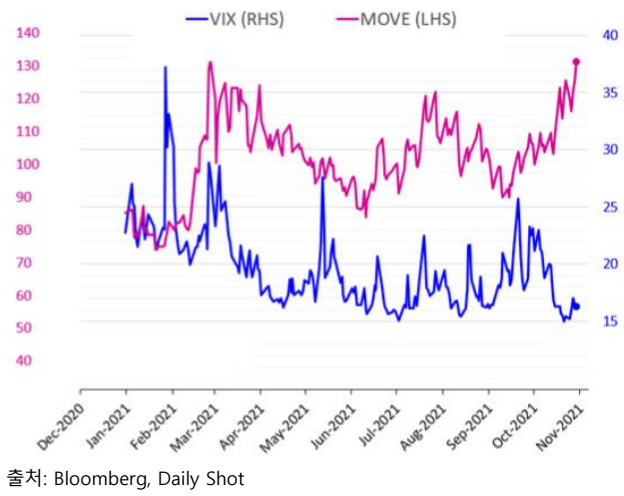
출처: Goldman Sachs Investment Research

하지만 기저인플레이션이 앞으로 지속 상승할 것이라는 점은 내년 미국뿐 아니라 세계 주식시장 전망을 불안하게 한다. 특히, 가파르게 진행중인 주택가격 상승세와 임금상승세는 시차를 두고 내년 기저인플레이션을 밀어 올릴 것이다. 내년 상반기 공급망 병목현상이 해소되면서 근원인플레이션은 하락한다 하더라도 기저인플레이션은 지속 상승하여 근원인플레이션을 상회하게 되면서 현재의 주식시장에 대한 기저인플레이션의 역학관계가 반대로 작용하게 될 수 있는 것이다. 즉, 현재의 주식시장이 기저인플레이션이 낮은 수준에 있다는 점에서 인플레이션에 크게 영향 받지 않고 있다면 이런 역학관계가 내년에는 반대로 역전되면서 주식시장이 크게 불안해질 수 있는 것이다.

미국 주식시장의 변동성이 지속 하락하고 있는 것과 달리 채권시장의 변동성은 급등하여 인플레이션에 대한 불안감을 드러내고 있다.

북반구가 겨울로 접어들면서 기온하락에 의한 코로나 재확산은 어느 정도 불가피할 것으로 보인다. 이미 경제활동 정상화 정책으로 전환한 국가들에서 확진자 증가와 중증환자 증가세가 나타나고 있다. 이로 인해 서비스 소비의 회복세는 재차 주춤할 수 밖에 없고 대신 상품소비세가 다시 증가할 것으로 예상되는 반면 공급망 병목현상으로 인한 재고부족 현상은 단기적으로 해소될 기미를 보이지 않아 연말 쇼핑시즌 물가상승세를 더욱 높일 가능성도 있다. 기저인플레이션의 상승세에 더해 근원인플레이션이 재차 상승하며 채권시장에 영향을 미칠 수 있는 것이다. 채권시장의 불안감은 결국 주식시장 밸류에이션에 영향을 미칠 것이다.

그림 3: 채권시장 변동성 (MOVE) 급등

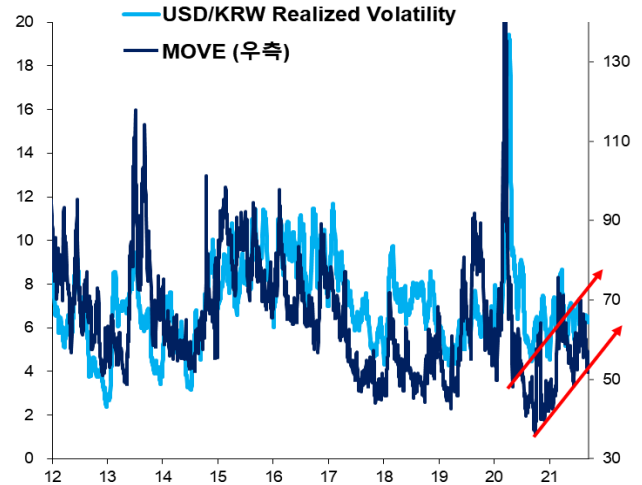


**미 채권시장 변동성확대는 EM에 부정적**

미국 채권시장 변동성 확대는 대체적으로 이머징마켓 환율변동성에 영향을 미치면서 외국인 자본흐름에 좋지 않은 영향을 미치곤 한다. 최근 원화의 변동성 확대도 여기에 영향을 받은 것으로 해석할 수 있다. 환율 변동성 확대는 해외자금의 유입을 억제하는 경향

이 있다. 최근 미국 주식시장의 강세에 비하여 한국을 비롯한 이머징마켓은 상대적으로 약세에서 벗어나지 못하고 있다.

그림 4: 원화 변동성 확대



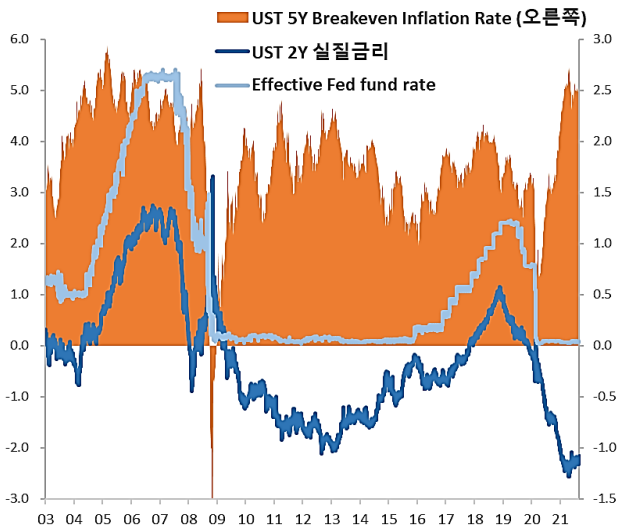
단기적으로는 소비자물가지수(CPI)가 기저효과에 의해 하락세를 보일 수 있다. 연준의 금리인상에 대한 유보적 입장과 더불어 소비자물가지수가 하락세로 접어들면 시장금리는 상승세를 멈추고 일시적으로 약보합세를 보일 수 있다. 금리의 하향안정세는 예상을 뛰어넘는 기업실적에 힘입은 미국 주식시장의 최근 강세를 지속적으로 뒷받침할 것이다. 또한, 금리안정세에 따른 금융여건지수의 일시적 완화는 KOSPI의 반등으로 이어질 수도 있다. 하지만 미국 기저인플레이션의 점진적 상승세는 주식시장의 낙관적 시각이 지속되지 못할 것임을 암시한다.

**금리인상 시작되면 한동안 지속될 듯**

미국의 절대금리수준이 낮고 금융여건지수가 사상최고수준으로 완화되어 있기 때문에 일단 미 연준이 금리인상 사이클을 시작하면 금융여건지수가 충분히 긴축으로 돌아서기까

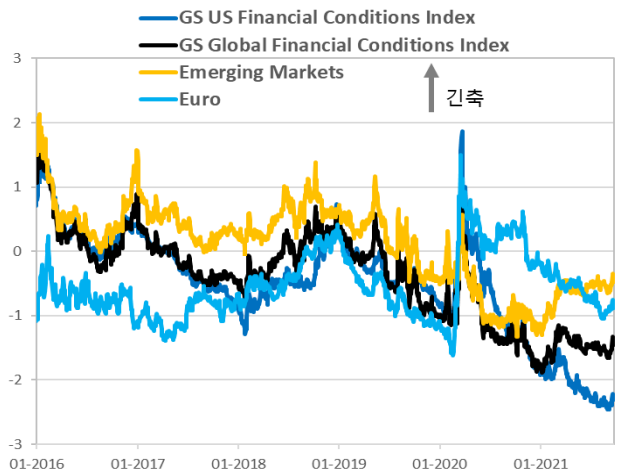
지 상당기간 지속적으로 금리를 인상할 가능성이 높다. 여기에 채권시장의 불안감이 있으며 금리변동성은 높은 수준에 머물 수 밖에 없다. 이번 금리인상 사이클은 금융위기전 2004년-2007년 미 연준 금리인상 사이클과 유사한 모습을 보일 것이다. 2004년-2007년 사이클에서는 중국경제의 급격한 성장세가 미국의 금리인상에도 불구하고 우리나라를 비롯한 이머징마켓의 상대적 강세를 이끌었다면 이번 사이클에는 중국경제가 이미 하강세로 접어들었다는 점이 KOSPI 전망을 더욱 불안하게 한다. 내년 상반기 금리인상 사이클이 다가오면 전세계 주식시장의 밸류에이션은 상당 폭 조정 받을 수 밖에 없을 것이다.

그림 5: 시장의 기대 금리수준 상향조정되어야



출처: FRB, Krest Asia

그림 6: 세계금융여건지수 사상최고수준으로 완화



출처: Goldman Sachs Global Investment Research, Krest Asia

**임 태 섭**  
수석전략가/경영학박사

**Disclaimer:**

본 자료에 수록된 내용은 리서치 의견이며 (주)크레스트아시아자산운용의 운용전략과 반드시 일치하지 않을 수도 있습니다. 본 자료의 견해는 자본시장의 상황에 따라 언제든지 변경될 수 있습니다. 본 자료는 당사 고객들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료는 어떠한 증권이나 증권발행자에 대한 제안이나 권유가 아니며 그렇게 해석되어서도 안 됩니다. 본 자료에 언급된 특정 증권이나 증권발행자는 실례를 들기 위함이며 특정 증권이나 발행자에 대한 매수/매도에 관한 추천을 하기 위함이 아니며 그렇게 해석되어서도 안 됩니다. 본 자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락없이 복사, 대여, 배포될 수 없습니다.

---