

2023/01 Market Pulse

다양해진 시장변수

당장의 안도감과 복잡해진 시장 다이내믹

2022년 금융시장을 주도한 거시경제변수가 연준의 공격적 긴축정책 한가지였다면 2023년 들어 시장변수는 좀 더 다양해지고 시장 다이내믹은 훨씬 복잡해지고 있다. 금융시장은 12월 미국 고용지표가 예상보다 강했음에도 하락세로 돌아선 임금상승률에 주목하며 인플레이션의 빠른 하락과 이에 따른 경기연착륙에 대한 기대감을 높였다. 채권선물시장은 작년 하반기 연준의 최종 정책금리수준을 5%로 반영한 이후 더 이상 거시경제지표에 크게 반응하지 않는 모습이다. 이에 따라 미 달러화는 급격히 약세 전환되며 한국은행을 비롯한 각국 중앙은행에 약간의 금리정책 유연성을 확보해주고 있다. 유럽경제는 유난히 포근한 겨울 덕분에 우려했던 에너지 파동의 위험에서 벗어나며 예상보다 견조한 경제상황을 유지하며 달러 약세에 힘을 싣고 있다. 또한, 예상치 못했던 중국정부의 급격한 리오프닝 정책은 코로나 확산으로 인한 단기적 충격에도 불구하고 2/4분기 이후 급격한 경기회복에 대한 기대감을 높이면서 중국과 홍콩 증시의 급등과 위안화 강세 전환을 이끌고 있다. 올 상반기 금융시장에 영향을 미칠 변수가 다양해지고 있는 것이다.

1/4분기 우리나라 금융시장을 둘러싼 여건은 작년에 비해 상대적으로 긍정적인 방향으로 변화하고 있다. 원자재가격 하락에 따른 헤드라인 인플레이션의 하락, 달러화의 약세전환, 최악을 면한 유럽의 경제상황, 그리고 우리나라

의 최대 수출시장인 중국의 급격한 리오프닝은 모두 우리나라 주식시장에 긍정적인 변화이다. 하지만 이런 긍정적인 변화에는 또한 위험요인들이 자리하고 있다. 첫째, 최근 몇 달 미국의 임금상승률이 하락세로 돌아섰으나 아직 상당히 높은 수준이며 고용시장의 심각한 수급불균형이 해결되지 않아 임금상승률은 쉽게 하락하지 않을 것이다. 미 연준에게는 근원인플레이션을 목표치인 2% 수준으로 떨어뜨려야 하는 가장 힘든 작업이 남아있다. 그러나 지금까지의 금리인상을 통한 금융여건 긴축 효과는 1/4분기 이후 급격히 사라질 것으로 분석된다. 따라서 연준은 금리인상을 현재 예상보다 오래 지속할 수 밖에 없을 것이다. 둘째, 중국의 리오프닝이 본격적으로 경제활동에 영향을 미치게 되는 2/4분기부터 에너지를 비롯한 원자재시장의 수급불균형이 다시 악화되고 가격이 급등할 가능성이 높다. 반도체, 자동차를 비롯한 상품 수출 전망이 쉽게 개선될 기미를 보이지 않고 있는 가운데 원자재가격이 급등하게 되면 우리나라 경상수지에 지대한 영향을 미치게 될 것이다. 또한 미국의 인플레이션 하락세도 주춤하게 될 것이다. 셋째, 우리나라의 헤드라인 인플레이션도 원자재가격 하락과 원화 상승에 힘입어 작년 하반기부터 점진적 하락세로 접어들었다. 하지만 앞에서 언급한대로 연준의 늘어지는 금리인상 사이클과 중국 리오프닝으로 인한 원자재가격 재상승 가능성을 고려할 때 한국은행도 금리인상을 쉽게 멈출 수 없을 것으로 예상된다. 지속되는 국

☞크레스트아시아자산운용

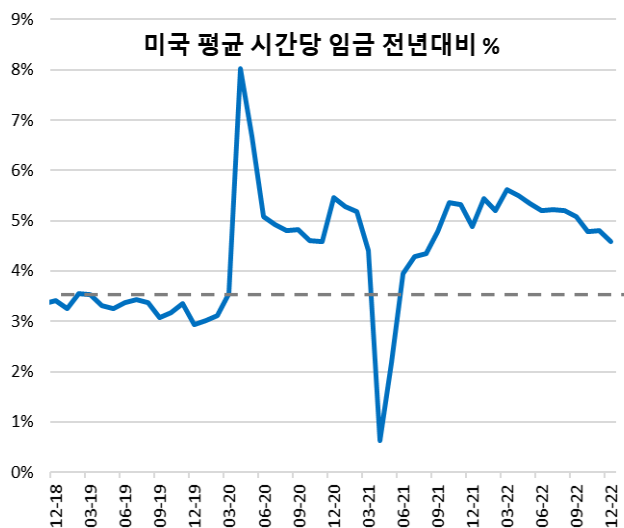
"Market Pulse"에 실린 전망과 투자 의견은 리서치 의견이며 크레스트아시아 자산운용팀의 운용전략과는 일치하지 않을 수도 있습니다.

내 금리인상요인은 특히 취약한 부동산시장과 가계부채에 압력을 높일 것이다. 마지막으로 중국을 제외한 국내외 경기는 지속적으로 둔화될 것이며 기업실적의 악화도 피할 수 없을 것이다. 지금 나타나고 있는 잠시의 안도감이 또다른 긴장으로 이어질 가능성이 높아 보인다.

길어질 연준 금리인상과 시장 충격 가능성

지난주 발표된 미국 고용시장 지표들은 한결 같이 고용시장이 아직도 상당한 수급 불균형을 겪고 있음을 가리키고 있다. 다만, 12월 시간당 평균 임금상승률이 예상치인 전달대비 0.4%보다 낮은 0.3%에 그친 것으로 나타나며 임금상승에 의한 인플레이션 압력이 둔화될 것이라는 시장의 기대감을 한껏 높였다. 또한, 11월 임금상승률도 전달대비 0.6%에서 0.4%로 수정 발표되었고 노동시장 참여율이 상승하며 추세적으로 임금상승률이 하락할 것이라는 낙관론이 시장에 팽배하게 되었다.

그림 1: 미국 임금상승률 아직도 대단히 높은 수준



출처: US Federal Reserve Bank

고용의 증가와 임금상승률의 하락은 기본적

으로 긍정적인 거시경제지표임에 틀림없으며 연준에게 정책유연성을 좀 더 확보해줄 수도 있다. 하지만 월간 임금상승률은 기본적으로 대단히 불안정한 지표이고 고용시장 믹스에 따라 평균 임금상승률이 결정되는 한계가 있다. 예를 들어, 코로나 팬데믹으로 인한 경기 침체시 저임금 노동자들이 대거 정리해고되면서 평균임금상승률은 오히려 상승했던 경험도 있다. 최근 고용시장 수급불균형이 저임금 노동시장에서 더욱 심각하다는 측면에서 볼 때 최근의 임금상승률 하락세는 좀더 신중히 해석되어야 한다.

전반적으로 미국의 고용시장 지표들은 임금상승과 인플레이션의 기저요인들은 전혀 해소되고 있지 않음을 나타낸다. 12월 비농업부문 신규취업자수는 233,000명으로 예상치인 203,000명을 크게 초과하였으며 실업률은 다시 3.5% 수준으로 하락하였다. 더욱이 11월 구인자수는 예상치를 400,000명 가까이 초과하며 구인/구직자수 차이를 4,300,000명에서 4,700,000명으로 증가시켰다. 고용시장의 수급상황을 나타내는 구인/구직자수의 차이는 5,900,000명에서 정점을 이루고 점차 하락하였으나 아직도 4,000,000명을 넘고 있는 것이다. 임금상승률이 현재 전년대비 4.6% 상승에서 연말까지 4% 수준으로 그리고 나아가 내년 말까지 연준 인플레이션 목표치인 2%에 부합하는 수준인 3.5%까지 하락하기 위해서는 구인/구직자수의 차이가 올 연말까지 적어도 2,000,000명 수준까지 하락하여야 한다. 현재까지의 지표로 고용시장의 수급불균형이 의미있게 해소되고 있다고 진단하기 어렵다.

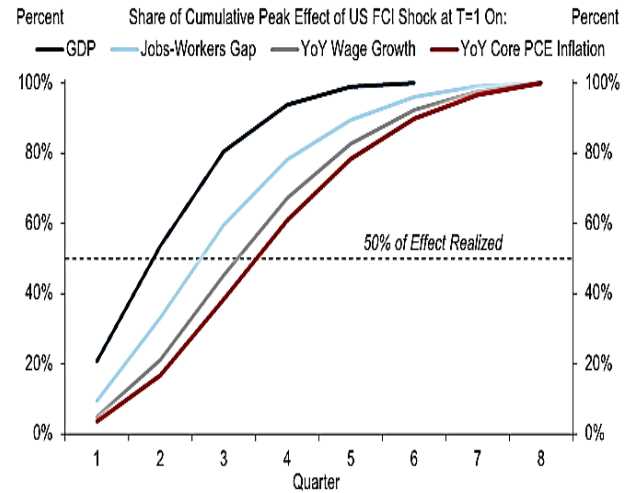
이런 상황에서 연준은 2월 FOMC회의부터 금리인상 폭을 다시 0.25%p로 낮출 것으로 예

상된다. 연준의 금리인상 속도조절론은 통화정책의 효과는 시차를 두고 나타나기 때문에 작년 공격적인 금리인상을 통해 이미 정책금리를 경기둔화를 유도할 수 있는 긴축수준으로 조정하였으므로 앞으로 경기지표의 전개를 보아가며 금리정책을 펴는 것이 불필요한 경기침체를 피할 수 있다는 위험관리론에 근거한다. 여기서 중요한 것은 금리인상의 효과가 어느 정도의 시차를 두고 나타날 것인가이다.

중앙은행은 단기정책금리를 조정하여 금융시장의 여러가지 변수, 즉 금융여건을 의도한 방향으로 움직이도록 함으로써 경기전반에 영향을 미치고자 한다. 따라서 금리인상의 효과는 두가지 전이과정을 통해 나타난다. 금리인상과 금융여건의 변화, 그리고 금융여건과 경제지표의 변화를 통해 나타나게 된다. 이 두가지 과정이 시차를 두고 나타나고 전이과정의 효과가 일정치 않다는데 중앙은행의 고민이 있다. 작년 미국 금융여건지수의 변화를 보면 금융여건의 긴축은 대부분 연준의 공격적 금리인상에 대한 전망이 반영되는 상반기에 나타났음을 알 수 있다. 하반기에는 금융여건이 연준의 의도와는 반대로 오히려 완화되었다. 골드만삭스는 금융여건 긴축의 GDP 성장률에 대한 효과는 50%정도가 2분기안에 나타나며 금융여건 긴축 효과의 정점은 2~3분기후에 나타나는 것으로 분석한다. 바꾸어 말하면 작년 상반기에 대부분 나타난 금융여건 긴축의 효과는 작년 4/4분기 GDP성장률에 가장 큰 영향을 나타냈을 것이며 2/4분기 이후에는 오히려 작년 하반기 금융여건 완화의 효과가 나타나며 성장률을 밀어 올릴 수 있는 것이다. 상반기 미국의 성장률이 시장

컨센서스보다 높게 나올 가능성이 높아 보인다.

그림 2: 미국 금융여건지수의 경기지표에 대한 영향



출처: Goldman Sachs Investment Research

골드만삭스에 따르면 금융여건의 긴축은 성장을 이외에 다른 경제변수에도 시차를 두고 영향을 주게 되는데 인플레이션과 직접 관련이 있는 구인/구직자수 차이는 2~3분기 정도, 임금상승률에는 3~4분기 정도의 시차를 두고 긴축 효과의 50% 정도가 나타난다. 현실적으로는 금융여건 긴축 효과는 구인/구직자수 차이에는 올 1/4분기에 대부분, 임금상승률에는 2/4분기에 대부분 나타날 것이다. 현재 채권 선물시장은 연준이 5월까지 정책금리를 5.0~5.25%까지 인상한 후 금리인상을 마무리하고 그 수준에서 금리를 유지할 것으로 예상하고 있다. 따라서 시장은 연준이 금융여건 긴축 효과가 거의 사라지는 시점에 금리인상을 멈춘다는 예상을 하고 있는 것이다. 과연 인플레이션이 5월까지 연준의 2% 목표치에 수렴하고 있다는 확신을 줄 수 있는 추세로 하락하는 모습을 보여줄 것인가? 또한 금융여건 긴축의 효과는 급감하고 있는 반면에

너지가격 하락과 임금상승으로 미국 가계의 실질소득은 작년 하반기를 기점으로 오히려 증가하고 있어 수요 측면에서 인플레이션 압력이 급감할 것으로 예상하기 어렵다.

결국 연준의 정책방향은 현재 시장의 예상과 많이 다를 것으로 분석된다. 우선, 금리선물 시장이 예상하고 있는 연준의 올 하반기 금리인하는 불가능한 것으로 판명날 것이다. 또한, 연준은 5월 이후에도 0.25%p씩 금리인상을 지속할 수 밖에 없어 최종 정책금리수준은 현재 예상하고 있는 5.25%를 넘어서 5.5%~6.0%에 이를 것이다. 시장은 연준의 인플레이션 억제에 대한 의지를 지속적으로 의심하며 실업률의 상승이 연준의 정책전환을 유도할 것으로 기대한다. 하지만 현재 미국 금융시장에는 2008년 금융위기를 촉발한 주택시장버블과 같은 심각한 불균형이 존재하지 않는다는 점에서 연준은 인플레이션을 억제하기 위해 일시적으로 경기침체까지도 유도하는 것을 주저하지 않을 것이다. 연준의 입장에서는 일단 인플레이션 억제에 확신이 서면 연준이 유도한 경기침체는 연준의 정책전환으로 비교적 손쉽게 벗어날 수 있을 것으로 판단하기 때문이다. 따라서 2/4분기 금융시장은 연준의 긴축의지를 재평가하게 되면서 변동성 확대를 경험하게 될 것이다. 또한 한번의 금리충격이 있을 가능성이 적지 않다.

최악의 시나리오를 벗어난 유럽

유럽경제는 아직 끝나지 않았지만 유난히 포근한 겨울에 힘입어 최악의 경기침체는 면한 것으로 보인다. 원유가격이 작년 하반기부터 하락한데다 온화한 날씨로 인한 천연가스 수요감소와 가격하락으로 헤드라인 인플레이션

이 예상치를 밑돌고 있다. 하지만 근원인플레이션은 고용시장 수급불균형과 임금상승으로 예상치를 초과하고 있다. 이에 유럽중앙은행은 올 여름까지 정책금리를 3% 이상 당초 예상을 훨씬 웃도는 수준으로 인상할 것으로 보인다. 금융시장도 유럽중앙은행이 2월과 3월 0.5%p씩 정책금리를 인상하고 5월 0.25%p 인상할 것으로 금리전망을 상향조정하였다. 유럽중앙은행이 급격한 경기침체의 우려에서 벗어나 예상보다 공세적 금리인상에 나서며 미 달러의 약세를 부추인 측면이 있다.

정책전환을 시도하는 일본은행

작년 상반기를 기점으로 긴축으로 돌아선 다른 선진경제권 중앙은행들과 달리 채권수익률곡선 조정을 통해 양적완화정책을 고수하고 있는 일본은행이 12월 통화정책위원회에서 10년물 국채금리의 변동 폭을 $\pm 0.25\%$ 에서 $\pm 0.5\%$ 으로 확대하며 정책전환의 첫번째 작업에 착수하였다. 현재로서는 일본은행이 더 이상 급격한 정책전환을 시도할 것으로 예상되지는 않으나 채권시장은 일본은행의 정책의지를 지속적으로 시험할 것이다. 이미 10년물 일본 국채금리가 확대된 금리변동폭의 상한선인 0.5%수준에서 지속적으로 형성되고 있어 일본은행의 개입을 불가피하게 하고 있다. 또한 채권시장은 헤드라인 인플레이션의 상승에 따라 일본은행이 단기 정책금리를 올해 안에 0.5%p 인상할 것으로 기대하고 있다.

일본은행의 국채금리 변동 폭 확대에서 우리가 주목해야 할 것은 일본 투자자들이 대내외 금리차 축소와 엔화강세를 기대하며 해외채권을 대거 매도할 것인 가이다. 2022년 일

본 투자자들은 이미 매달 2조엔에 이르는 미국 및 유럽 채권을 매도한 것으로 분석된다. 따라서 일본은행이 예상을 벗어나는 정책 전환을 시도한다면 엔화의 급격한 강세도 배제할 수 없다.

중국의 리오프닝과 인플레이션

중국의 리오프닝은 예상보다 훨씬 빨리 진행되고 있다. 중국정부는 제로코로나 정책을 포기하면서 급격한 감염확산을 통해 집단면역을 되도록 빠른 시일내 확보하고 경제활동을 정상화하는 쪽으로 정책목표를 잡은 것으로 보인다. 중국정부의 급격한 정책전환은 단기적으로 경제에 충격을 주겠지만 2/4분기부터는 경기부양과 함께 경제회복이 가속화될 것으로 기대된다.

중국 리오프닝의 기대감을 반영하며 중국과 홍콩 증시는 이미 단기간에 20%이상 급등하였고 KOSPI에서도 중국 소비관련 주식들이 상당 폭 상승하였다. 중국관련 주식들은 이미 많이 상승하여 더 이상의 상승은 실제 경기회복이 진행되기까지 제한적일 것으로 분석된다. 하지만 주식에 비해 원자재시장은 아직까지 상대적으로 크게 반응하지 않았다. 이는 기대감에 의해 주도되는 주식시장과는 달리 원자재시장은 실물시장이기 때문에 현재의 수급에 의해 가격이 결정된다는 특징에 기인한 것으로 분석된다. 따라서, 중국경제가 본격적인 회복세로 접어들면 이미 경기회복의 기대감을 크게 반영하고 있는 주식시장보다는 원자재시장의 상승요인이 클 것이다. 투자 포트폴리오 측면에서는 중국 경기회복의 원자재시장에 대한 레버리지 효과를 고려할 때이다.

중국경제의 본격적 회복국면으로 촉발될 원자재가격 재상승은 선진경제권 인플레이션 전망을 또 다시 복잡하게 할 것이다. 현재 인플레이션의 하락세를 주도하고 있는 에너지가격과 상품가격의 하락세가 미미해지거나 상승 전환되면서 헤드라인 인플레이션의 하락세가 둔화될 가능성이 높으며 소비자들의 기대인플레이션이 다시 상승할 수 있다. 근원인플레이션을 2%로 추세적으로 하락시켜야 하는 연준으로서 금리인상 사이클을 더욱 오래 끌고 갈 수 밖에 없는 입장에 처할 것 같다. 시장의 금리전망이 급격히 상향조정되고 시장 변동성이 다시 확대되는 상황이 일어날 수 있다.

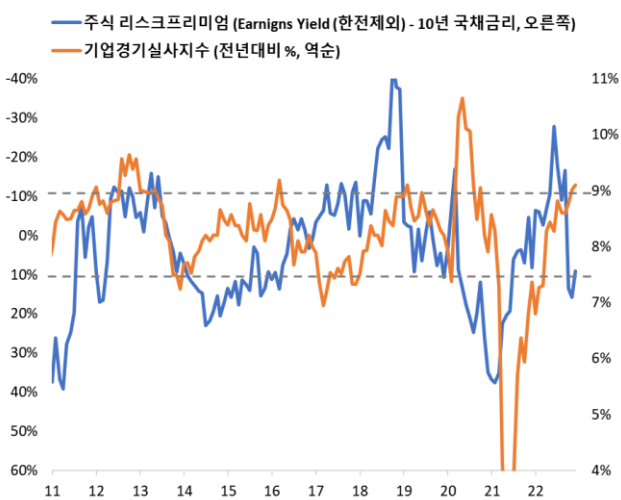
주식 리스크프리미엄 너무 낮아 충격에 민감

2022년 주요 중앙은행들이 일제히 금리인상에 나서면서 전세계 주식, 채권을 포함한 대부분의 자산가격이 하락하고 가치평가도 하향 조정되었다. 그러나 가격하락과는 반대로 주식 리스크프리미엄을 비롯한 대부분 자산의 리스크프리미엄은 오히려 하락하였다. 특히, 현재 주식 리스크프리미엄은 상당히 높아진 경기침체 가능성과 이에 따른 기업실적의 하락추세에도 불구하고 지나치게 낮은 수준으로 판단된다. 실제, KOSPI 주요 기업들이 예상을 크게 하회하는 4/4분기 실적을 발표했음에도 투자자들은 이를 실적 반등의 시점으로 여기며 주가는 오히려 상승하는 양상을 보이고 있다.

주식 리스크프리미엄은 기본적으로 경기사이클에 영향을 받는다. 경기회복국면에서는 금리인하와 더불어 기업 실적전망이 상향조정되면서 하락하는 추세를 보이고 반대로 경기

둔화국면에서는 상승하는 추세를 보인다. 현재 경기전망은 더욱 흐려지고 기업실적은 지속적으로 하향조정되고 있는 국면이다. 실제, 우리기업의 수출과 밀접한 연관을 보이는 미국 ISM 제조업 PMI가 지속 하락하는 추세이고 우리나라의 기업경기실사지수도 하락국면에서 벗어나고 있지 못하다. 그러나 주식 리스크프리미엄은 하락하여 과거 변동 폭의 하단에 위치해 있다. 경기전망에 대한 불확실성이 커지는 국면에서 지나치게 낮은 주식 리스크프리미엄은 작은 충격에도 주식시장이 또 다시 크게 요동칠 수 있음을 의미한다. 연준의 금리인상이 시장의 예상보다 더 오래 더 높은 수준으로 진행될 수 있으며 경기둔화도 더욱 심화될 가능성을 고려할 때 현재 주식 리스크프리미엄은 지나치게 낮은 수준이다. 최근의 주식시장 반등에 조심스럽게 접근하는 이유이기도 하다.

그림 3: KOSPI 주식 리스크프리미엄 지나치게 낮아



출처: Quantwise, 크레스트아시아

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.
