



## 우호적이었던 연준, 그럼 언제쯤 조심해야 할까?

### 1. 긍정적 해석이 가능한 12월 FOMC

- 12월 FOMC에서 연준은 주요 거시 지표들의 전망치를 전반적으로 상향 조정. 개선된 경제 전망에도 불구하고 통화정책에 대해서는 완화적 통화정책을 지속해 가겠다는 의지를 재확인 시킴
- 파월 의장이 저금리 하에서 높은 벨류에이션이 정당화될 수 있다는 취지의 언급까지 한 상황인 만큼 단순히 비싸 보인다는 부담이 하락 추세 진입의 동인을 제공할 것으로 보기는 어려움

### 2. 펀더멘탈에 대한 시장의 기대치는 어느정도인가?

- 당장 하락 부담을 가질 필요는 없겠지만, 아직 펀더멘탈의 레벨 제약이 존재한다는 측면에서 보면 언제 시각 변화를 가져갈지에 대한 고민은 필요
- 현재 미국 뿐 아니라 다수의 지역에서 경기에 대한 기대치와 실물 현황 간의 이격이 많이 벌어져 있는 상태
- 증시의 상승 원인은 여러가지로 해석해 볼 수 있지만, 풍부한 유동성에 더해 향후 회복에 대한 기대감이 가장 직접적인 이유들로 볼 수 있음

### 3. 기대하고 있는 정책의 현실화 시점을 주의하자

- 기대지수가 이미 고점 영역에 위치하고 있다는 점에 주목. 금융위기 당시 경기 재건을 위한 재정 계획 도출과 함께 기대지수가 본격 회복 구간을 진행했는데, 지금은 당시에 비해 빠른 기대치 회복이 이미 진행된 것
- 역으로 생각해 보면, 현재 기대 영역에 있는 긴급 대책과 바이든의 재정지출 그리고 중국의 경기부양책 등이 확인되어가는 과정에서 추가적인 기대치의 상승이 이루어지기는 쉽지 않아 보임
- 결국 기대의 영역에 있던 사안들이 현실화되는 시점들에서 증시의 상승 동인들이 소진될 가능성을 염두에 둘 필요

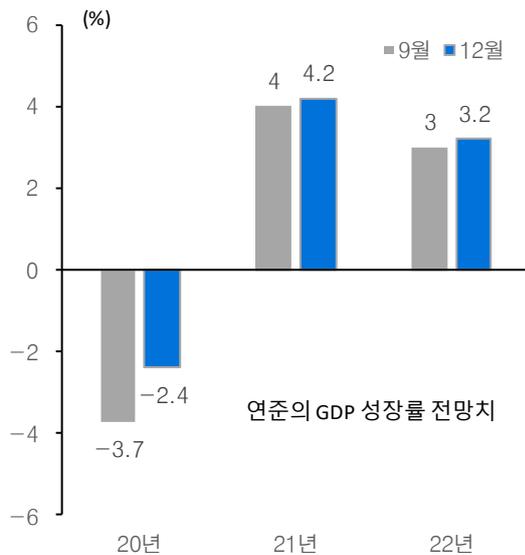


주식시장 투자전략

1. 긍정적 해석이 가능한 12월 FOMC

지난 주 미 연준의 FOMC에서 추가적인 정책 도입과 같은 급진적 변화는 없었지만, 증시에 긍정적 소재로 해석해 볼 수 있을 듯 하다. 우선 연준은 성장률 전망치를 상향 조정했다. GDP 성장률은 22년까지 모두 상향조정했으며, 고용과 인플레이션까지 모두 다 소나마 상향했다. 파월 의장은 기자회견에서 향후 4~5개월 흑독한 상황이 전개될 수 있지만, 연 중반 이후 강한 경제 회복을 기대한다는 평가를 제시했다. 전망치 개선에도 불구하고 완화적 통화정책 스탠스를 재확인시켜 주었다는 점이 보다 관심을 가질 부분이다. 정책금리는 점도표 중위수 기준 23년까지 동결로 제시되었다. 성명서는 지난 회의와 비교할 때, 딱 한 문장이 바뀌었는데 자산 매입 시한 가이드를 기존 '수개월'에서 '완전 고용과 물가 안정 목표에서 상당한 진전이 있을 때'로 대체했다. 개선된 경제 전망에도 불구하고 통화정책 정상화와 관련된 우려를 자극하지 않는 한 수였던 것으로 볼 수 있다. 개선된 경제 전망과 풍부한 유동성 환경의 지속이 확인된 점은 증시에 있어서 분명 긍정적으로 해석해 볼 수 있는 부분이다. 더불어 파월은 기자회견에서 현 금리 상황하에서는 높은 PER 유의미하지 않을 수 있다는 언급까지 하면서 증시 투자자들의 불안감을 경감시켜주는 모습을 보였다. 적어도 당장은 비싸(보인)다는 명제만으로 하락에 대한 확신을 가지기에는 이른 시점으로 보인다.

[차트1] 12월 회의에서 중/단기 시점의 거시지표 전망을 전반적으로 상향하면서도 완화적 통화정책 지속을 재확인



자료: Fed, 유안타증권 리서치센터

[차트2] 글로벌 증시 대비 낮은 한국의 PER. 연준 정책 태도 감한 시 가격 부담이 변곡점의 원인이 되지는 않을 것



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



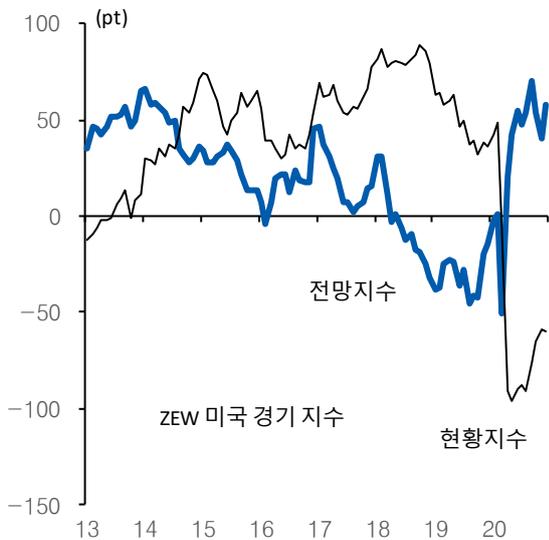
주식시장 투자전략

## 2. 펀더멘털에 대한 시장의 기대치는 어느정도인가?

하우스뷰와 기존 자료들을 통해 매크로나 이익 펀더멘털의 레벨 상 한계가 존재한다는 점을 언급해 왔다. 앞의 내용과 상충된다는 오해 방지 차원에서 부연을 하면, 아직 우호적인 시장 분위기를 향유할 수 있지만, 내년 전체를 놓고 보는 관점에서 펀더멘털 측면의 한계점이 존재한다는 점은 인지할 필요가 있다는 의미이다.

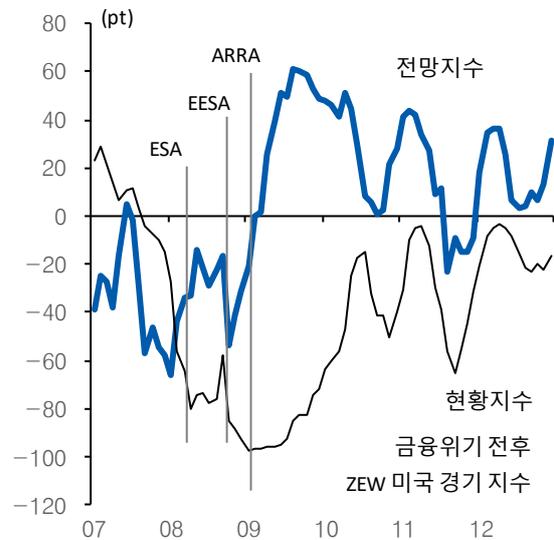
그렇다면 펀더멘털 레벨에 대한 한계가 인식되는 시점이 언제쯤 일 것인지를 생각해 볼 필요가 있다. 특정 시점이나 지수 레벨을 정확히 지목하는 것은 어렵겠지만 다음과 같은 논리를 생각해 보자. 올해 악조건 속에서도 증시가 반등을 했고, 양호한 퍼포먼스를 이어가고 있는 가장 직관적이고 직접적인 이유라고 한다면, 결국 연준의 정책으로 대변되는 유동성 환경과 향후 방향성의 회복에 대한 기대감 두가지를 꼽을 수 있다. 지난 주 증시만 봐도 직전 주 미국 고용지표의 적지 않은 쇼크에도 긍정적인 퍼포먼스를 보였다. 정책과 유동성에 대한 기대가 중요 동인이라는 해석을 뒷받침해 준다. 일단 앞서 언급한 바와 같이 전자는 현재 걱정이 크지 않다면, 판단할 부분은 추상적 영역에 속하는 기대감이 현재 어느 수준에 위치한 것인지가 된다. 독일 연구 기관 ZEW는 매월 주요 지역의 경제 기대(전망)지수와 현황 지수를 발표하는데 이를 살펴 보자. 미국의 현상 지표는 바닥에 위치하고 있지만, 전망 지수는 최고치 수준에서 고공행진 중이다.

**[차트3]** ZEW의 미국 경기 지수, 현황은 바닥 영역에 있지만, 전망 지수는 경험적 고점 부근에 위치



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

**[차트4]** 글로벌 금융위기 당시, 바닥권에서 등락을 거듭하던 전망 지수는 ARRA 도입 이후 본격적인 회복 구간 진입



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



### 3. 기대하고 있는 정책의 현실화 시점을 주의하자

케이스 스터디 차원에서 과거 금융위기 당시 미국 정책 대응과 전망지수의 회복 과정을 보자. 금융위기 당시 08년 3월의 ESA와 10월 EESA 등을 통해 경기 및 시스템 리스크의 하방을 안정시켜 놓고, 09년 2월 ARRA를 통해 회복 가속화를 이끄는 모습을 보였다. 당시 전망지수는 2단계까지 바닥권, 이후 3단계 정책 확정 함께 본격적인 회복세를 보이며 고점을 향했다. 현재 논의되고 있는 긴급 대책은 2단계 성격의 정책이고 성장 경로를 끌어 올리기 위한 3단계 정책은 아직 논의 전이다. 그럼에도 기대 심리는 이미 최고 수준에 올라있다. 미루어보면 현재 긴급 대책 합의가 성사되고 바이든 행정부 출범 이후 본격적 부양책이 확정되는 과정에서 기대 지수는 고공행진을 이어갈 가능성을 부인하긴 힘들다. 그러나 기대치의 높이가 더 상향될 수 있을지에 대해서는 의구심이 생긴다. 현재 기대의 영역에 있는 사안들이 확정되면, 기대 지표 측면에서는 변곡점이 형성될 개연성이 높다는 추론이 보다 합리적이다. 기대치의 상단이 높아지지 못한다면, 기대와 현상 간의 이격은 좁혀지게 될 것이고 실물 회복의 가속화가 수반되는 상황이 아니라면 증시의 상승 탄력을 제한하는 요인으로 작용할 수 있다. 정리하자면, 정책에 대한 기대감이 상당히 앞서 나간 부분이 존재하는 만큼 연초 미국의 재정정책이나 중국의 양회 등을 통해 기대가 현실로 바뀌는 시점들은 주의해 볼 필요가 있다는 판단이다.

**[차트5]** 과거 성장 경로 회복을 유도하는 정책 출현과 함께 본격적으로 기대지수가 상승하는 모습을 보였으나, 지금은 사전적으로 기대치가 앞서 있는 모습. 정책에 대한 기대감이 클라이막스를 지나면, 그 시점이 조정을 우려해야 하는 시점이 수 있음



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

