



두 가지 고민을 안고 있는 시장

1. 연준의 정책에 대한 부담은 심화 중

- 12월 FOMC 회의록이 발표된 이후 연준의 긴축적인 통화정책에 대한 우려는 보다 심화되고 있는 양상
- 미 연준의 금리 인상이 기존에 비해 빠르게 진행될 수 있다는 컨센서스가 형성되고 있으며 대차대조표 축소 우려도 본격화 되는 중
- 특히 연준 월러 이사는 연준의 자산 규모를 현재 GDP 대비 35% 수준에서 20% 수준까지 낮춰야 한다는 발언을 한 바 있음

2. 예상보다 높았던 4분기 물가 부담

- 통화정책에 대한 우려에 더해 펀더멘털 측면의 불확실성에 대한 우려에서도 자유롭지 못한 상황
- 4분기 중국의 PPI 지표는 기존에 비해 발표치가 예상치를 상회하는 강도가 더욱 강해진 바 있음
- 그리고 한국의 수출 호조는 수입의 급증으로 상쇄되며 12월 무역수지가 적자를 기록하는 모습을 보였음. 결국 비용 요인들이 부각되고 있는 모습

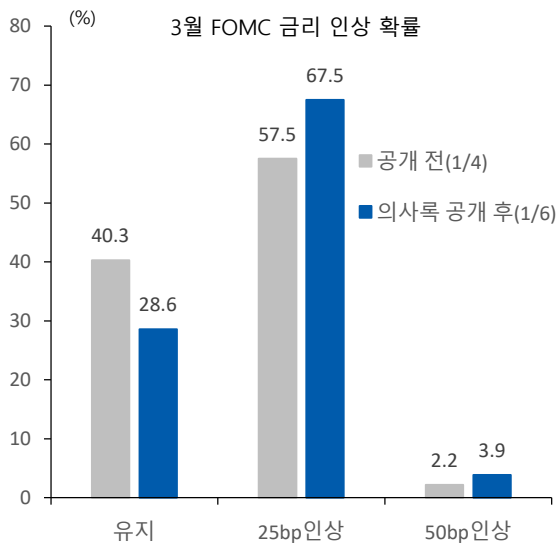
3. 기업들의 실적에 대한 불확실성도 존재

- 이상에서 언급한 바와 같이 예상보다 강한 비용 요인의 부각은 4분기 기업 실적에 대한 불확실성으로 연결될 수 있음
- 주요 기업들의 실적 시즌 결과를 확인 해봐야겠지만, 앞서 언급한 바와 같이 비용 부담이 생각보다 강하게 반영될 경우 이익 전망치의 추가 조정에 대한 우려도 형성될 여지가 있음
- 정책과 실적 모두 불확실성이 높은 만큼 아직 신중함이 요구된다는 판단.

1. 연준의 정책에 대한 부담은 심화 중

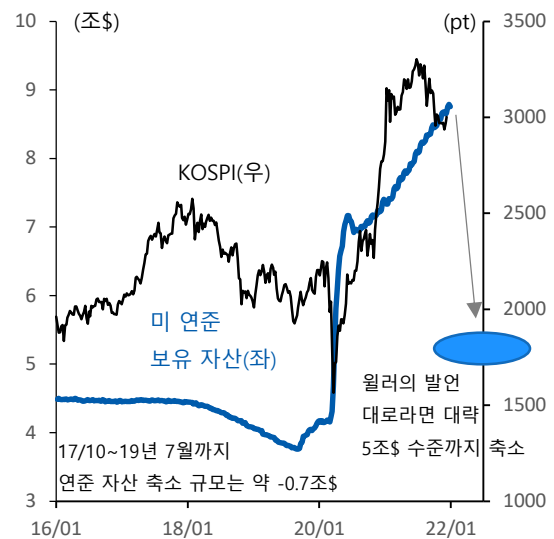
새해가 시작되자마자 증시는 부진한 모습을 보이고 있다. 여기에는 일단 연준의 긴축에 대한 우려가 큰 영향을 미치고 있는 듯 하다. 특히 12월 FOMC 의사록 공개와 함께 연준의 보다 급진적인 통화정책, 즉, 정상화 수준 이상으로 긴축적 통화정책 기조에 대한 우려가 심화되는 모습이다. 의사록에서는 경제, 고용, 인플레이션 등을 감안할 때 예상보다 빠른 금리 인상이 정상화될 수 있다는 내용이 담겨있었으며, 더불어 거의 모든 참석자들이 첫 금리 인상 후 일정 시점에 대차대조표를 축소하는 것이 적절할 수 있다는데 동의했다는 내용도 포함되어 있었다. 이와 관련해 얼마 전 연준의 크리스토퍼 윌러 이사는 한 행사에서 GDP 대비 35% 수준인 연준의 자산을 GDP 대비 20% 가량으로 축소해야 된다는 의견을 밝힌 바 있다. 개인의 의견이긴 하겠지만, 현재 8.76조\$ 수준의 연준 자산 규모를 감안하면 금액 기준으로 거의 4조\$에 가까운 보유 자산 축소가 필요하다고 언급한 것이다. 참고로 과거 17년~19년 당시 보유자산 만기 도래 금지를 통해 축소시켰던 대차대조표 규모는 약 -0.7조\$ 수준이었다. 추산되는 긴축의 규모가 크다고 해서 무조건 겁을 먹자는 의미가 아니라, 적어도 현 시점은 정책의 방향성이 확정된 상태에서 그 강도와 속도에 대한 불확실성이 꽤 큰 폭으로 확대되고 있는 상황이라는 점이다. 적어도 그 경로에 대한 가늠이 가능해지는 시점까지 변동성 유발 요인으로 작용할 가능성은 존재한다.

[차트1] 직전일 FOMC 의사록 공개 이후 연준의 통화정책에 대한 우려는 보다 심화되는 모습



자료: CME Fed watch, 유안타증권 리서치센터

[차트2] 과거에 비해 강한 긴축 스탠스를 우려하게 만드는 연준 관계자들의 발언도 등장



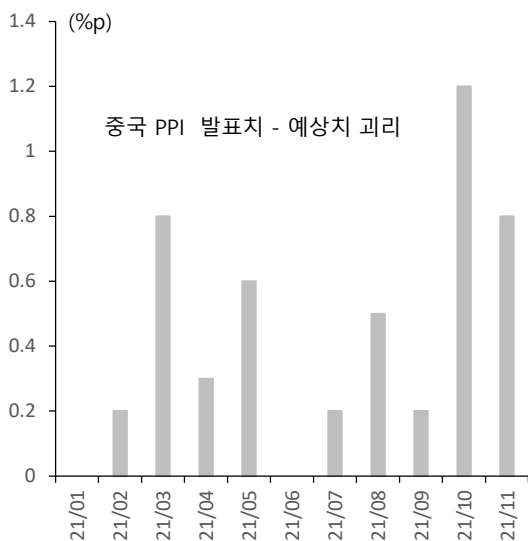
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2. 예상보다 높았던 4분기 물가 부담

표면적으로 통화정책에 대한 불안감이 위험자산 전반에 있어 경계심을 높이는 동인인 것으로 보이고 있다. 문제는 지금 경계의 영역에 있는 사안이 이 뿐만이 아닐 수 있다는 점이다. 최근 시황 자료에서 언급했던 바와 같이 유동성의 축소가 무조건적인 증시의 부진을 의미하는 것은 아니다. 유동성에서 펀더멘털로 관심이 넘어가는 상황에서 전자의 빈자리를 후자의 회복에 대한 기대가 메워줄 수 있다면 증시는 무난한 움직임을 보여줄 가능성도 충분히 생각해 볼 수 있다. 그런데 다음과 같은 몇가지 모습들을 볼 때, 현 시점에서는 이 펀더멘털에 대한 기대와 관련해 조금 조심스러운 접근이 필요하다는 생각도 든다.

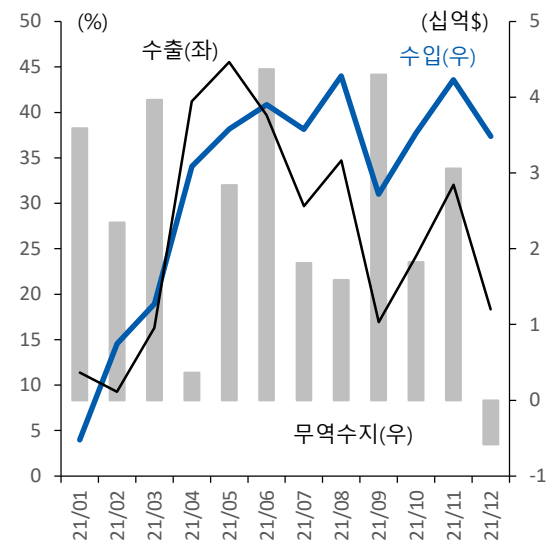
좌측의 그림은 지난 해 중국 PPI의 발표치와 예상치 간의 스프레드이다. 사실 기저효과 등으로 인해 2~3분기까지 인플레이션이 탄력적으로 높아질 것은 어느정도 예상 가능했지만, 어느 정도 안정될 수 있을 것으로 기대했던 4분기 발표치들은 오히려 예상치를 더 크게 상회하는 결과를 보였다. 그리고 우측의 그림은 한국의 무역수지인데 고무적인 수준의 호조가 이어지고 있는 수출에도 불구하고 수입이 보다 크게 증가하면서 12월 무역수지는 적자를 기록했다. 결국 예상보다 강한 비용 요인들의 부담이 매크로 지표들에서 표출되고 있다는 해석이 가능한 모습들이다.

[차트3] 4분기 중 예상치 상회폭이 오히려 확대됐던 중국의 PPI, 예상보다 비용 부담이 컸던 것으로 해석도 가능



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트4] 수출이 고무적인 금액을 기록하고 있지만 수입이 보다 빠르게 증가해 무역수지는 적자를 기록

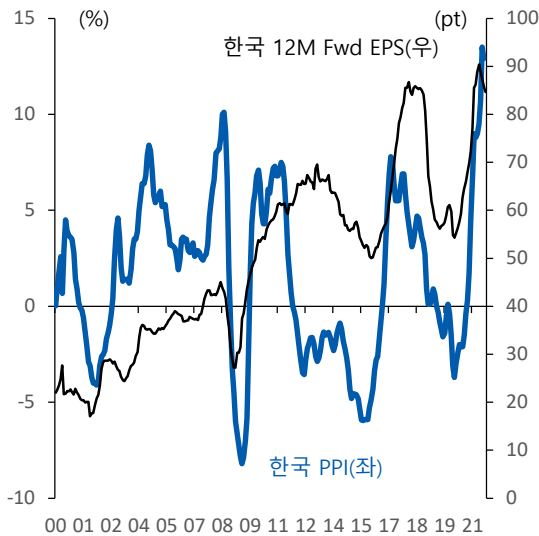


자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

3. 기업들의 실적에 대한 불확실성도 존재

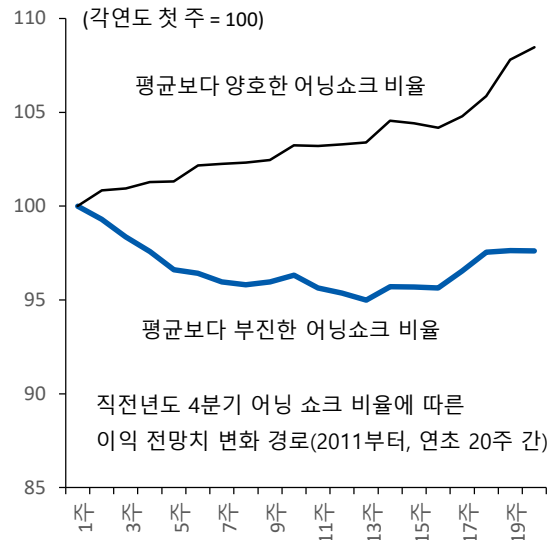
일단 앞서 언급한 바와 같이 높은 인플레이션 요인의 부각은 마진 측면, 즉 기업의 실적 측면에 있어 부담스러운 모습이라고 볼 수 있을 듯하다. 좌측의 그림에서 볼 수 있는 바와 같이 생산자 물가 사이클과 기업의 이익 추정치는 매우 유사한 흐름을 보이고 있다. 이를 단순히 두 지표가 같은 방향성을 형성한다고 보기보다는 인플레이션 부담이 정점에 달하는 과정에서 누적된 비용 부담이 사후적으로 실적의 악화를 초래한다는 관점에서 해석해 볼 여지도 있다. 조금 더 나아가서 앞 페이지에 언급했던 바와 같이 4분기에 중국의 PPI나 한국의 수입 가격 같은 비용 측면의 부담이 예상보다 높게 나타났다는 사실을 기업의 이익이라는 개념으로 연결지어 보면, 결국 기업들의 4분기 실적에 있어 예상보다 강한 비용 측면의 마이너스 요인이 발생할 개연성도 생각해 볼 수 있다. 물론 이는 확정적으로 접근하기보다 금일 삼성전자를 필두로 1~2월 주요 기업들의 실적 발표들을 통해 확인이 필요한 부분이다. 다만 예상치 이상의 비용 요인들에 따른 4분기 실적의 부진이 확인될 경우 좌측 그림에서 볼 수 있는 바와 같이 22년도 실적의 추가적인 하향 조정에 대한 가능성도 염두에 둘 필요는 있을 듯 하다. 이상의 내용들을 고려할 때, 현 시점에서는 통화정책에 대한 불확실성과 함께 펀더멘털 측면의 불확실성이 공존하고 있는 것으로 볼 수 있을 듯 하다.

[차트5] 인플레이션 지표가 고점을 형성하는 과정까지 누적된 비용 부담은 결국 실적에 부담을 주는 것으로 해석 가능



자료: Datastream, 유안타증권 리서치센터

[차트6] 만약 4분기 실적이 기대치를 크게 하회하는 경우, 22년도 실적 전망치가 추가 하향될 가능성도 발생



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

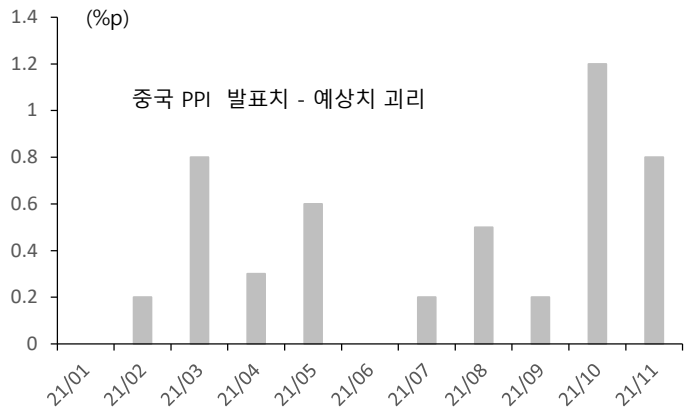
Key Chart

과거에 비해 강한 긴축 스탠스를 우려하게 만드는 연준 관계자들의 발언도 등장.



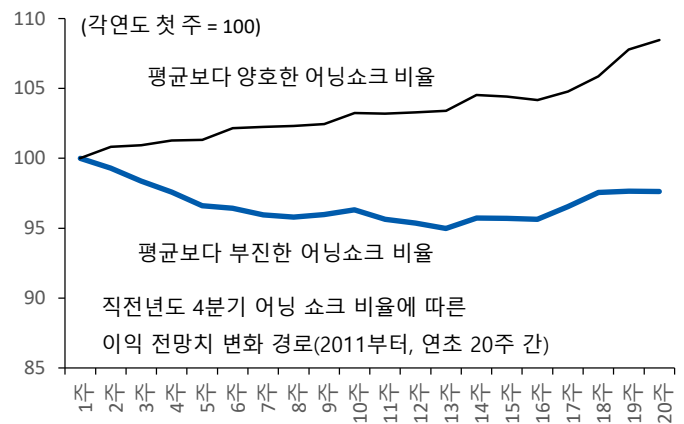
자료: 유안타증권 리서치센터

4분기 중 예상치 상회폭이 오히려 확대됐던 중국의 PPI, 예상보다 비용 부담이 컸던 것으로 해석도 가능.



자료: 유안타증권 리서치센터

만약 4분기 실적이 기대치를 크게 하회하는 경우, 22년도 실적 전망치가 추가 하향될 가능성도 발생.



자료: 유안타증권 리서치센터