

Strategy Idea



▲ 글로벌 투자전략 - 선진국

Analyst 황수욱

02. 6454-4896

soowook.hwang@meritz.co.kr

인플레이션과 정책 효과를 소화한 이후

- ✓ 경기 둔화 가운데 장기금리 중심의 하락. Bad is good → Bad is bad 전환 징후 가능성
- ✓ 인플레이션보다 실질금리 상승에 후행적인 경기 부담이 주가에 반영되는 구간 통과 중으로 보임
- ✓ 1분기 초까지 경기소비재, IT, 커뮤니케이션 업종 중심의 추가 하락 경계, 보수적 대응 필요

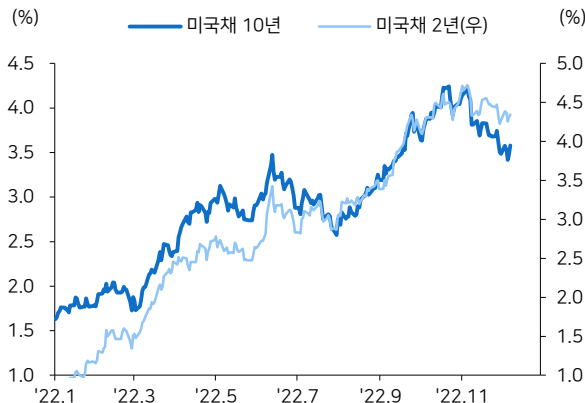
금융시장 위치: 인플레이/정책 소화 이후 경기를 반영하는 방향 전환 과정

'Global Catch Mind 12월호'에서 우리는 12월 미국 주식시장이 펀더멘털 중심으로 추가적인 주가 하락이 나타날 것으로 전망했다. 11월 말까지 이어지던 미국 주식의 상승 추세는 다소 주춤하면서 지난주까지 미국 S&P500은 전월말대비 3.6% 하락했다. 이 가운데 물가와 통화정책 영향은 점차 벌어지는 것으로 보인다.

단기금리보다 가파른 장기금리의
하락은 경기 둔화 반영 징후

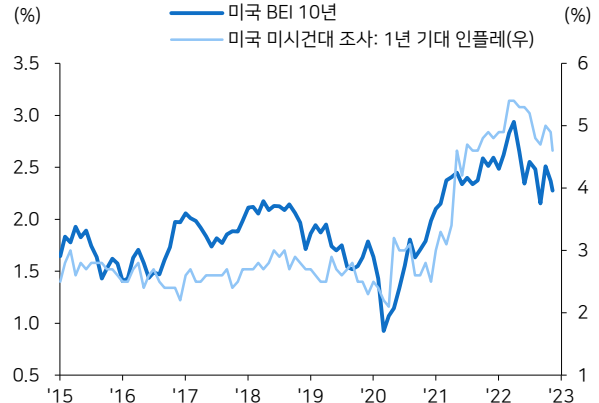
10월 CPI 발표 이후 지난 주말까지 장기채 금리가 단기채 금리보다 가파르게 하락하고 있는 것이 그 징후로 해석된다(10년 -64bp vs 2년 -38bp). 채권시장은 11월 이후 부각된 경기 둔화 우려를 더 반영한 것이다. 지난주 발표된 미국 12월 미시건대 소비자 조사 1년 기대 인플레이션도 다시 꺾였다(4.9%→4.6%). 물가의 추세 하락을 점차 확인하면서 주식시장의 인플레이션에 대한 민감도도 낮아지고 있을 가능성이 높다.

그림1 11월 CPI 발표 이후 장단기 금리 흐름 차별화



자료: Bloomberg, University of Michigan, 메리츠증권 리서치센터

그림2 BEI와 함께 미시건대 1년 인플레이 기대 지표도 하락



자료: Bloomberg, University of Michigan, 메리츠증권 리서치센터

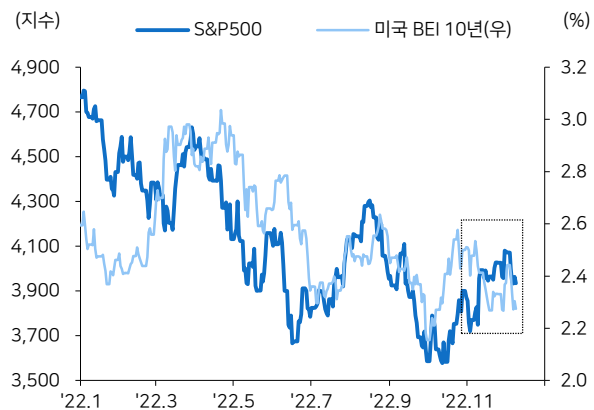
BEI와 주식시장의 동조화가
열어지는 것도 시장이 연준의
인플레이 기대 안정 목표로부터
다소 자유로워짐을 시사

<그림 3>처럼 11월 이전까지 BEI와 S&P500은 비슷하게 움직였다. 이는 증시 입장에서는 불편한데, 연준이 물가 안정을 위한 인플레이 기대 통제 영향에 주가도 함께 하락하면서 동조화되는 모습이 만들어졌기 때문이다. 그런데 10월 CPI 발표 이후 BEI가 안정되는 가운데 주가가 상승했던 것은 연준이 인플레이 기대 통제를 위해 추가적으로 긴축 강도를 상향할 필요가 적어지고, 이에 따른 증시 영향력이 이전보다 약화될 여지가 있음을 시사한다.

경기 펀더멘털 반영하는 실질금리
와 주식시장 관계는 유지 중

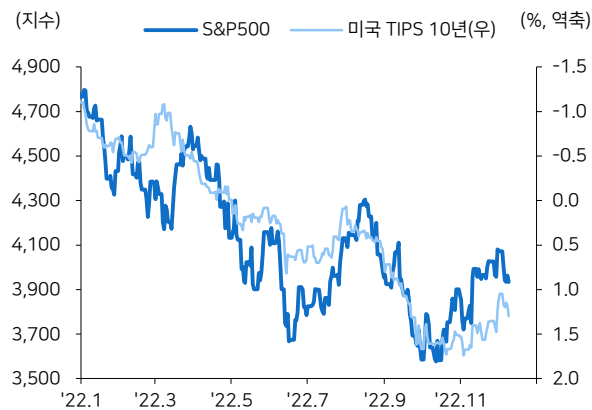
다만 11월 이후 지난주까지도 실질금리와 증시의 관계는 유지된다는 점에서 실질금리 상승에 따른 주가 하방 압력은 염두에 둘 필요가 있다. 12월 2일부터 9일까지 S&P500은 3.4% 하락했는데, 같은 기간 10년 BEI가 7bp 하락하는 동안 TIPS 10년물 금리는 24bp 상승했다. 실질금리가 상승/하락에 따라 주가 수익률도 +/- 었던 것은 월간 수익률 기준으로 올해 4월 이후 반복적으로 나타났다.

그림3 11월 이후 차이: 인플레이 기대와 주가 흐름 차별화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 주가와 실질금리는 이전과 같은 패턴 지속



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 올해 5월 이후 11월 전까지: 실질금리 상승+인플레이 기대 하락 = 주가 하락
vs 실질금리 하락+인플레이 기대 상승=주가 상승

(전월대비)	명목금리 (미국채 10년) (bp)	인플레이 기대 (BEI 10년) (bp)	실질금리 (TIPS 10년) (bp)	S&P500 (%)	NASDAQ (%)
1월	27	-11	39	-5.3	-9.0
2월	5	14	-9	-3.1	-3.4
3월	51	21	31	3.6	3.4
4월	60	11	49	-8.8	-13.3
5월	-9	-29	20	0.0	-2.1
6월	17	-31	47	-8.4	-8.7
7월	-36	21	-57	9.1	12.3
8월	54	-7	61	-4.2	-4.6
9월	64	-33	96	-9.3	-10.5
10월	22	36	-14	8.0	3.9
11월	-44	-14	-30	5.4	4.4
12월	-3	-9	6	-3.6	-4.0

주: 12월은 전월말 대비 12월 9일 기준 변화

자료: 메리츠증권 리서치센터

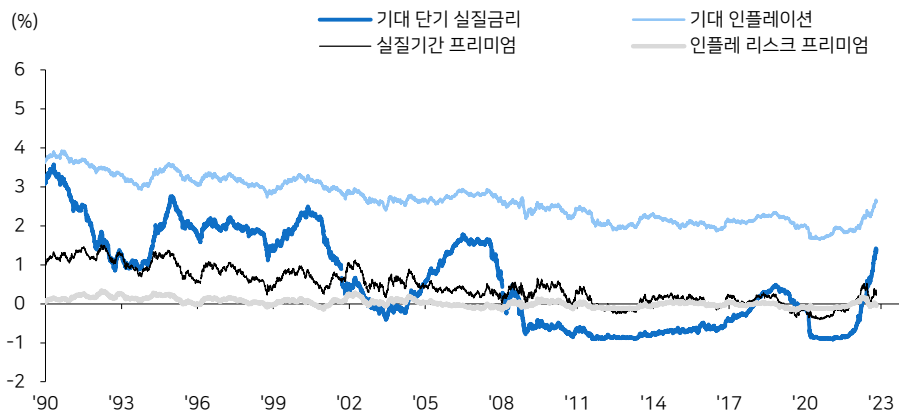
12월 FOMC와 물가지표 소화하며
위와 같은 추세는 조금 더
뚜렷해질 가능성에 무게

11월 물가지표 발표와 12월 FOMC를 거치면서 이 경로는 뚜렷해질 것으로 예상된다. 지금은 BEI와 연관되어 정책 기대 효과가 증시에 작용했던 영향력은 물가지표의 추세 하락이 확인되고 연준의 정책 경로가 명확해지면서 약화되는 구간을 통과 중이라는 것이다. 반면 그동안 높아진 금리 부담이 실물경제에 후행적으로 작용할 부담은 아직 남아있는 것으로 보인다.

실질금리의 상승 여지 고려할 때
추가 추가 하방 고려 필요

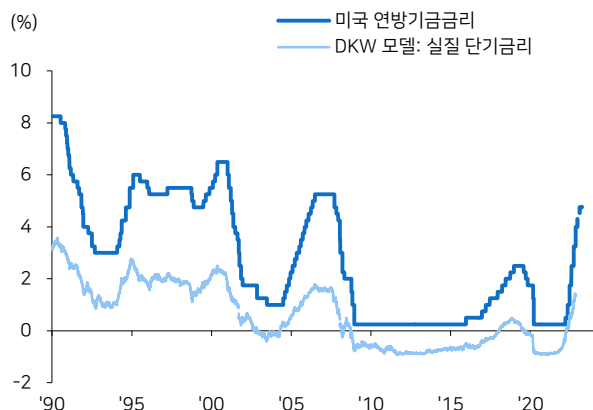
New York Fed의 DKW Model은 미국 장기 명목금리를 4가지 요소로 구분하여 분석한다. 이중 1) 실질 기간프리미엄과 2) 실질 단기금리는 실질금리의 구성 요소다. 실질 기간프리미엄은 기대 인플레이션 이외 수급 등 다양한 요인을 반영하는데, 재정지출 감소와 QT가 동시에 작용하며 방향성이 뚜렷하지 않을 수 있다. 실질 단기금리는 경제전망 및 정책금리 기대를 반영한다. <그림 6>처럼 정책 금리에 연동되어 움직이는 모습으로 볼 때, 내년 초까지 추가 금리 인상을 고려해야 한다. 즉 실질 단기금리를 중심으로 실질금리의 추가 상승 여지가 남아있다.

그림5 명목금리 구성요소 분석-DKW Model: 명목 장기금리 구성요소 4가지



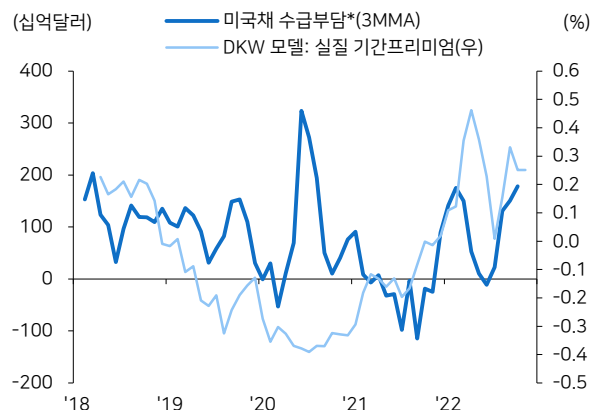
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림6 실질 단기금리 결정 요인: 금리인상 효과 남아있음



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림7 수급 등 인플레이 기대 요인 반영: QT 부담



주: *미국채 월간 증분-연준 월간 매수금액

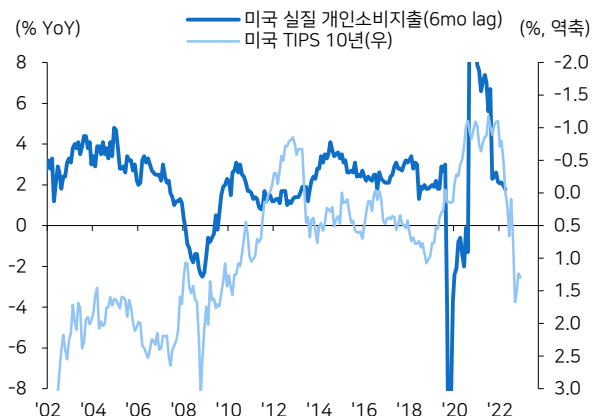
자료: Federal Reserve, US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

실질금리 상승과 실물경기 관계

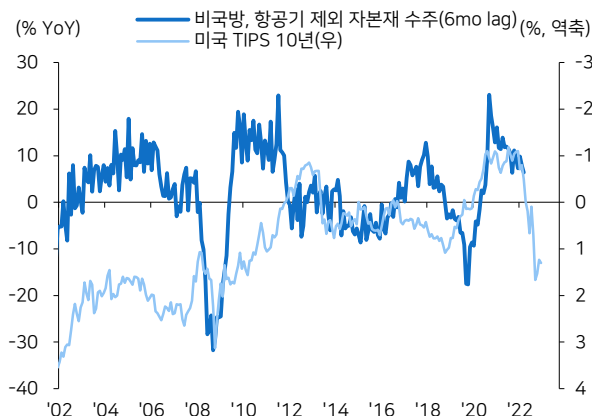
실질금리의 상승은 이론적으로 민간소비와 민간투자를 둔화시킨다. 미국 10월 실질 개인소비지출은 전년대비 1.8% 증가하며 9월(2.0%)보다 증가율이 둔화되고 있고, 민간 투자의 proxy로 보는 10월 비국방/항공기 제외 자본재 수주 금액은 전년대비 6.4% 증가하며 이 또한 9월(7.9%)보다 증가세가 둔화되었다. 이러한 추세는 실질금리 상승에 후행하여 연장될 개연성이 높다.

**높아진 4분기 경기부담이
확인되는 내년 1분기까지 경제**

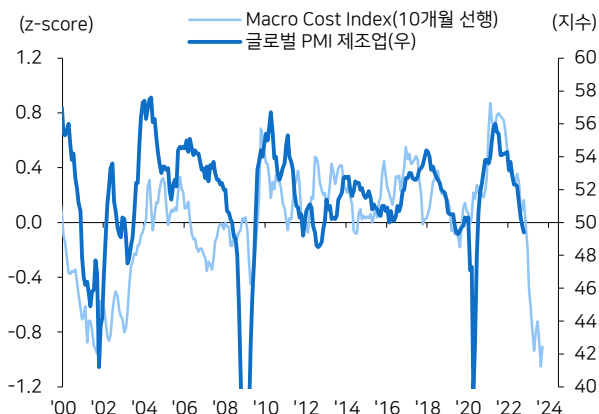
이미 높아진 금리 수준과 향후 추가인상까지, 누적된 거시경제 비용이 실물경제에 줄 부담은 아직 남아있다(그림 10, 11). 올해 4분기 이러한 거시경제 비용 부담이 정점에 이를 것으로 보인다(The Bond Monthly 12월호 참고). 통화정책과 인플레이션 변동성에 따른 벨류에이션 영향력이 약화되고 있다면, 이후 주가 흐름은 이러한 매크로 상황을 반영하는 실적에 민감할 가능성에 무게를 둔다. 4분기 실적이 확인되는 내년 1분기 초까지 펀더멘털을 더 반영할 수 있는 흐름을 경계해야 한다.

그림8 개인소비지출과 실질금리

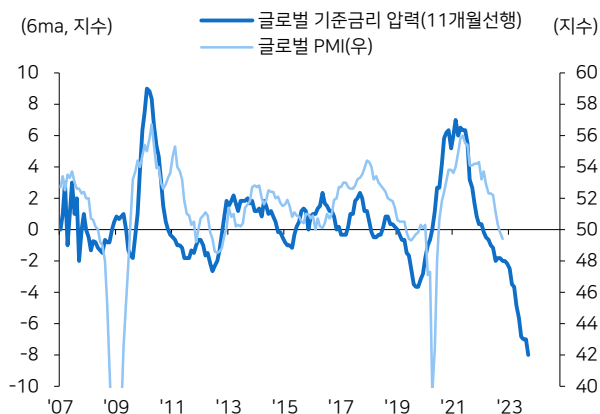
자료: US BEA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 비국방/항공 제외 자본재 수주와 실질금리

자료: US Census Bureau, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 높아진 macro cost(금리, 달러, 유가)의 후행 효과

주: Macro cost는 금리, 유가, 달러를 정규화하여 지수로 산정
자료: Bloomberg, S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

그림11 기준금리 압력이 가저을 후행 효과

주: 기준금리 압력: 직전 통화정책 의사결정 인하 +1 vs -1 인상으로 diffusion index 산출
자료: IMF, S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

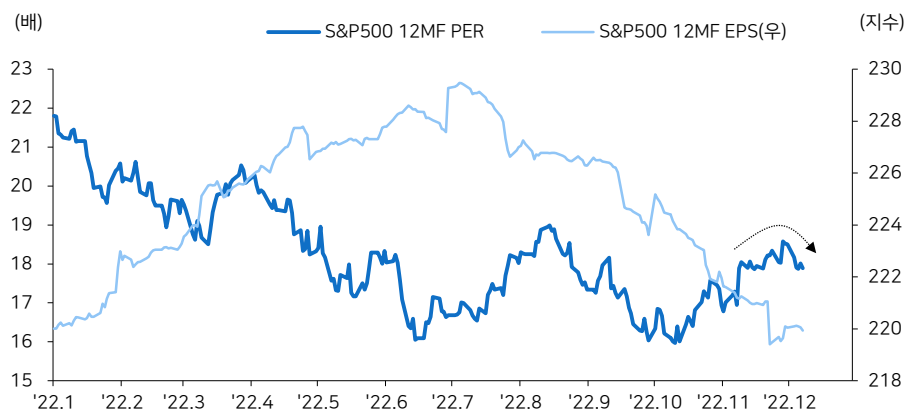
경기 민감 업종 중심 하락 지속. 보수적 대응 유지 필요

BEI와 연동되어 움직이던 증시 흐름이 지난달 CPI 발표 이후 바뀌었다는 점은 향후 인플레이 기대와 통화정책에 따라 등락을 반복했던 벨류에이션 흐름이 이전과 달라질 가능성을 시사한다. 이후에는 펀더멘털의 영향력이 커질 수 있다. 정책 기대를 반영하는 단기금리보다 경기를 반영하는 장기금리 하락폭이 큰 것은 이미 채권 시장에서 먼저 정책 불확실성보다는 경기를 반영하기 시작한 징후로 보인다.

내년 1분기 초까지 보수적 대응
유효하다는 의견 유지

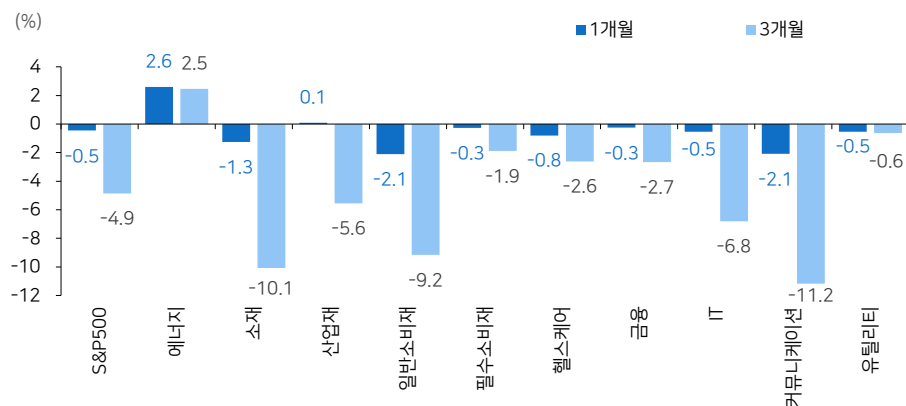
업종별 주가 흐름도 이미 펀더멘털에 따라 차별화되고 있다. 12월 9일 기준 최근 1개월 S&P500 업종별 수익률을 비교하면(S&P500 1개월 수익률 -1.5%), 유틸리티(+3.6%), 헬스케어(+3.5%), 필수소비재(+3.0%) 업종이 시장을 아웃퍼폼하고 있으며, 일반소비재(-4.5%), IT(-2.0%)이 언더퍼폼하고 있다. 유가 영향을 받는 에너지(-12.1%)를 제외하면 대부분 업종이 EPS 추정치 변화를 반영하고 있다. 내년 1분기 초까지 보수적 대응이 유효하다는 의견을 유지한다.

그림12 S&P500 12MF EPS 추정치와 PER



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 업종별 2023년 EPS 추정치 최근 1개월/3개월 변화율



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.