

투자전략

반등을 위한 1차 조건: 세 가지를 보자

분석의 기본 가정

- 장단기 금리 역전 지속은 금융회사와 부동산 등 시스템 부담을 가중
- 중국 리오프닝 효과 소실로 하반기 경제 자생력 재평가 필요할 것

투자전략/자산배분 박소연

T. 02) 2004-9095

park.so-yeon@shinyoung.com

변동성 지수로 보면 투매는 7부 능선까지 진행

주말 미국 증시는 또 한 번 약세를 보였다. 특히 미국채 10년물 금리가 장중 5%를 터치 하면서 코메리카(-8.5%), US뱅크(-5.6%) 등 지방은행주 급락세가 재개됐다. 이번 주에는 미국은 알파벳/마이크로소프트/메타 등 Tech 기업들, 한국의 경우 LG에너지 솔루션/삼성SDI/SK하이닉스 등 이차전지와 반도체 기업 다수가 실적을 발표하는데 예상에 미달할 경우 차익실현 빌미가 될 수 있다. 아직은 경계가 필요하다.

다만 이쯤되면 무엇이 문제였는지, 어떤 조건이 바뀌면 시장이 안정을 찾을 수 있을지 되짚어 볼 필요가 있다. 중간고사는 망쳤다 해도 오답노트를 꼼꼼히 정리하고, 기출유형을 철저히 분석하면 기말고사에는 100점을 받을 수 있는 것처럼 말이다.

금요일 증가 기준 KOSPI는 고점대비 11% 하락했고 코스닥은 19.6% 밀렸다. 미국의 경우 S&P500 지수는 8.3%, 나스닥은 10% 빠졌다. 최근 국채금리 급등 양상으로 보면 추가 급락이 나타난다 해도 전혀 이상하지 않다.

그러나 투자자들의 공포심리를 반영하는 변동성 지수로 비추어 보면 투매는 얼추 6~7부 능선까지 진행된 것으로 보인다. 한국 주식시장 변동성 지수인 VKOSPI가 19.5pt까지 상승했고, 미국 S&P500 변동성 지수인 VIX는 21.7pt까지 올라왔는데 과거 두 변동성 지수의 고점 레벨이 25~35pt 수준이었기 때문이다.

도표 1. 한국 변동성 지수인 VKOSPI



자료: 신영증권 리서치센터

첫째, 미중 정상회담
둘째, 2024년 예산안
셋째, QT 중단과
인플레이션 타겟 상향

11월에 나타날 수 있는 세 가지 변화에 주목

8월 이후 위험자산 급락의 원인은 미국 장기금리 급등이며 구체적 사유는 다음과 같다.

- 1) 이스라엘-하마스 확전 양상 => 유가 상승, 군비 부담, 대만 우려
- 2) 미국 신용등급 강등과 재정적자 부담 => 채권 발행 증가 우려
- 3) 미국 소비경기 예상밖 견조 => 연준 'Higher for Longer' 추가 긴축 의지

그런데 흥미롭게도 11~12월 중 위의 3가지 요인들을 제어할 수 있는 이벤트가 줄줄이 예정되어 있다. 선불리 기대했다가 실망할 수도 있지만, 반대로 예상밖의 극적인 변화가 발생한다면 시장은 의외로 빠른 안정을 보일 수도 있다.

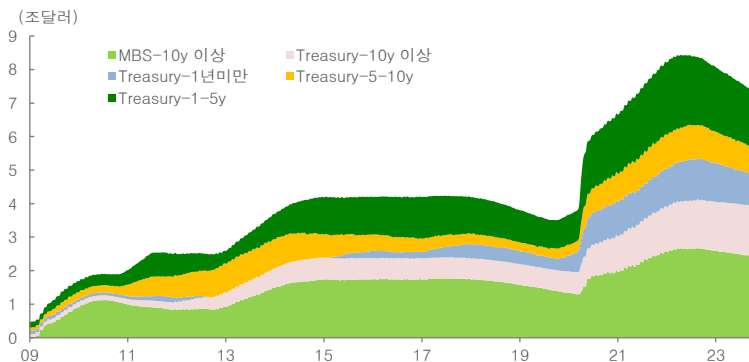
- 1-1) 11/15~17 APEC 정상회의 : 바이든-시진핑 정상회담 여부
- 2-1) 11/17 임시 예산안 만료 : 상하원 2024년 재정적자폭 축소 합의 여부
- 3-1) 11/1, 12/13 FOMC : 양적긴축(QT) 중단, 인플레이션 타겟 상향 여부

첫째, 미국채 금리가 안정화되려면 일단 연방정부 재정적자 부담이 완화돼야 하는데 45일 짜리 임시 예산안이 만료되는 11월 17일이 중요하다. 2024년 예산안이 당초 예상보다 유의미하게 감축된다면 국채 발행 부담은 한결 줄어들 수 있을 것이다.

둘째, 11월이나 12월 FOMC에서 양적긴축(QT)을 중단하거나 인플레이션 타겟 상향을 시사한다면 매우 긍정적이다. QT 중단은 채권 매도 압력을 낮출 수 있고, 인플레이션 타겟 상향은 고물가를 용인한다는 의미라 장단기 금리차는 더 확대될 순 있으나 2% 물가 달성을 위한 인위적 긴축을 안한다는 것이니 긍정적이다.

셋째, 미국과 중국의 전술적 화해 여부가 중요하다. 11월 15일 샌프란시스코에서 열리는 APEC 회담에 시진핑 주석이 참석한다면 바이든과의 정상회담이 성사된 것이다. 미국은 반도체 규제와 관세 장벽을 완화하고, 중국은 미국채 매도를 중단하고 중동 사태를 중재하는 역할을 할 수 있다.

도표 2. 미국 연준 보유증권 추이: 2022년부터 시작된 QT



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

금리가 충분히 상승해야
금융시장이 안정화된다:
새로운 균형점을
찾아가는 과정

투자전략: 금리가 충분히 상승해야 하는 이유

물론 그렇다해도 올 초와 같은 급격한 금리 하락은 기대하기 어렵다. 미국 연방은행 총재 중 가장 비둘기적이라고 여겨졌던 애틀란타의 보스틱 총재도 금요일 CNBC 인터뷰에서 '시장이 너무 앞서가선 안된다, 내년 연말은 되어야 인하가 가능하다'고 못박았다. 이는 우리가 V자 반등보다는 다중바닥 형태의 반등을 예상하는 이유다.

그러나 분명히 인지해야 하는 사실이 있다. 이번에는 금리가 하락하는 것이 아니라 “충분히 상승해야” 금융시장이 안정화될 수 있다는 점이다.

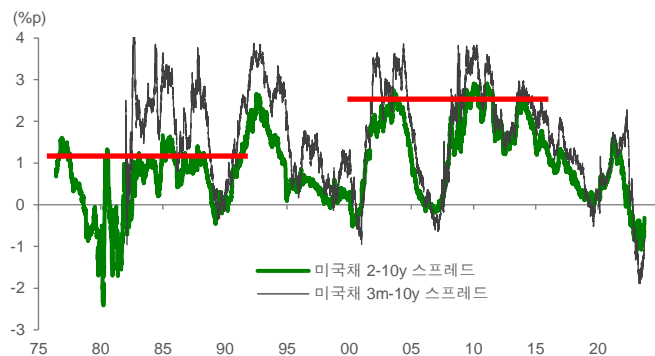
본디 채권금리는 기간 프리미엄(term premium)이 존재하기 때문에 단기물일수록 금리가 낮고, 장기물로 갈수록 금리가 높아지는 것이 정상이다. 그러나 최근에는 단기물 금리가 더 높은 '일드커브 역전', 장단기 금리차 마이너스 상황이 1년 넘게 지속되었다.

예전에는 이럴 때마다 연준이 침체를 예방하기 위해 정책금리를 인하하고 단기물 금리가 내려가면서 장단기 금리차가 정상화(+)됐지만 지금은 다르다. 금리인하는 인플레이션 고착화를 부추길 수 있기 때문이다. 그렇다면 결국 장기금리가 더 올라갈 수밖에 없다.

최근의 변동성 장세는 코로나 팬데믹, 러우 전쟁을 거치며 폭발적으로 늘어난 정부의 재정 부담을 감당할 새로운 금리 레벨을 찾기 위한 진통일지도 모르겠다. 아마도 위험 자산의 본격적 반등은 장단기 커브 역전이 얼추 해소된 다음 나타날 것이다.

1970년대 후반 연준의장 볼커의 등장으로 대대적인 긴축이 이루어졌을 때 2-10년 스프레드는 +100bp까지 확대된 후 멈췄다. 결국 경기침체가 발생할 때까지 금리를 올렸던 것이다. 지금은 여러가지 상황이 다르지만, 어쨌거나 10년물 금리 수준에 대해 시장이 만족해야 균형이 맞춰질 것이다. -100bp까지 확대됐던 2-10년물 금리 역전폭은 최근 -17bp까지 좁혀졌다. 11월 중 1차 변곡점을 기대해 본다.

도표 3. 미국 장단기 금리차: 2-10yr, 3m-10yr 스프레드



자료:FRED, 신영증권 리서치센터

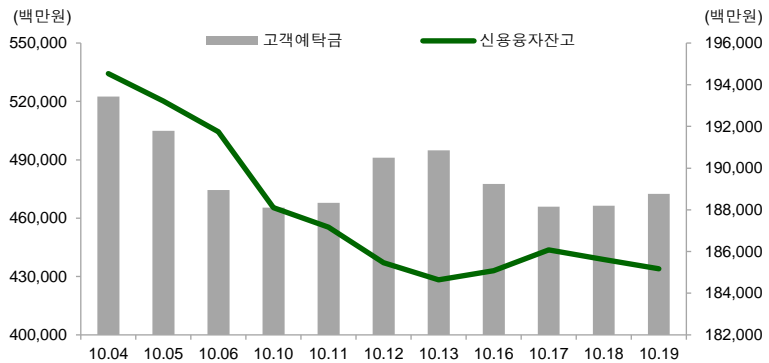
Appendix 1. 지난 주 국내외 금융시장 리뷰

KOSPI 2,400선 하회,
미 국채 금리 상승세 지속

KOSPI는 2,400선을 하회하며 전저점 이탈. 국고 3년물 금리는 15bp 상승한 4.04%. 원/달러 환율 1.5원 하락한 1,353.5원 기록. 기준금리 동결에도 불구하고 매파적 동결로 해석되며 위험자산 회피심리 강화. 업종별로는 테슬라 3분기 실적 예상치 하회 소식에 2차전지 업종 약세. 개별 종목별로는 카카오(-9.61%), 경영권 분쟁 과정에서 발생한 사법 리스크 재부각되며 52주 신저 경신. 유한양행(-17.61%), 오스코텍(-19.37%) 폐암 신약 렉라자의 병용임상 결과 지표가 예상치를 하회하며 약세.

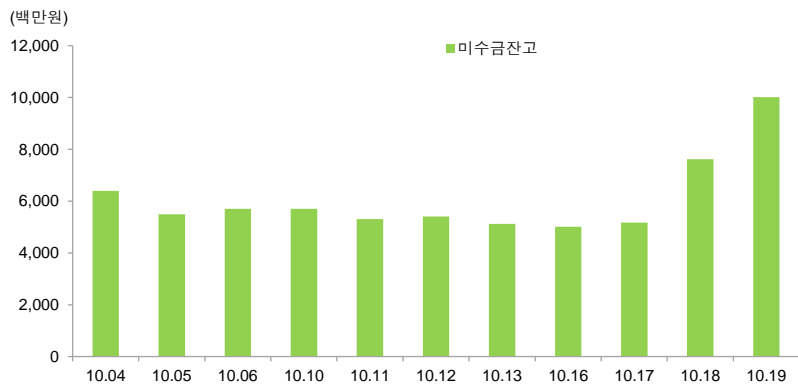
채권 금리 상승세 장기화와 3분기 주요 기업 실적 발표 속 뉴욕 3대 지수 약세. 9월 소매판매 지표 예상치 상회, 파월 의장의 매파적 금리 정책 발언 속 증장기 구간을 중심으로 미 국채 금리 상승세 지속. 장중 미국채 10년물 5% 상회하며 역사적 고점 달성. 지정학적 리스크 및 채권시장 불안감 속 안전자산 선호 심리 강화되며 금 가격 상승.

도표 4. 고객예탁금 및 신용용자 잔고 추이



자료 : Wisefn, 신영증권 리서치센터

도표 5. 미수금잔고 추이



자료 : Wisefn, 신영증권 리서치센터

Appendix 2. 주간 글로벌 기업실적 추정치 변동

한국시장 전체 EPS
하향 조정 국면 진입,
미국시장 에너지 제외
전업종 모멘텀 약화 지속

한국시장 전체 12MF EPS 모멘텀 약세 진입. 업종별로 에너지, 철강, 운송, 호텔/레저, 반도체 EPS 추정치 하향으로 반전. 조선, 미디어/교육, 헬스케어는 모멘텀 강화 지속. 미국 시장 전체 EPS도 하향 조정 국면 진입. 에너지를 제외한 전 업종에서 지속적으로 모멘텀 약화 진행 중.

도표 6. 한국 주간 업종별 12MF EPS 추정치 변동

(단위 : %, 1m % chg. 기준)

	09.15	09.22	09.27	10.06	10.13	10.20
WI26	2.4	2.3	2.2	1.9	0.1	-0.6
에너지	5.9	4.7	4.5	2.7	-2.4	-4.1
화학	2.1	2.8	4.2	4.7	3.8	1.6
비철목재	0.7	1.8	1.5	1.6	1.3	-0.3
철강	0.2	-2.0	-2.0	-1.0	-3.2	-4.0
건설/건자재	1.1	-1.2	-0.4	-0.7	-0.9	1.0
기계	0.9	0.6	0.3	0.2	1.9	1.4
조선	2.8	2.5	5.2	7.0	6.3	6.3
상사	-2.1	-2.3	-1.5	0.2	2.2	-1.2
운송	-2.1	-2.0	-4.2	-4.9	-2.5	-2.7
자동차	0.4	0.7	0.6	0.6	1.3	1.2
화장품/의류	0.1	0.8	0.9	0.7	0.3	-0.1
호텔/레저	0.4	-0.3	-0.5	0.2	-0.3	-10.2
미디어/교육	2.4	2.7	3.1	3.6	3.6	2.6
유통	-0.7	2.3	1.8	1.5	0.9	-0.3
음식료/담배	1.1	1.0	1.0	0.5	0.0	0.2
헬스케어	-2.6	1.1	2.5	2.8	2.7	2.1
은행	0.3	0.3	0.2	0.1	-0.1	-0.2
증권	1.6	-0.1	0.0	0.4	-0.1	1.0
보험	-2.8	1.6	1.6	1.9	0.3	-0.1
소프트웨어	2.1	1.6	1.5	1.8	0.4	-1.5
IT 하드웨어	-1.5	-0.1	-0.3	-0.7	0.7	-1.4
반도체	9.0	7.9	6.8	4.7	-4.3	-2.6
IT 가전	1.6	1.6	1.6	1.5	0.9	0.5
디스플레이	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전
통신서비스	1.3	1.5	0.9	0.7	-0.0	-1.3
유틸리티	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전

주: Wisefn WI26 업종 분류, 12MF EPS 1개월 추정치 변동 기준

자료: Wisefn, 신영증권 리서치센터

도표 7. 미국 주간 업종별 12MF EPS 추정치 변동

(단위 : %, 1m % chg. 기준)

	08.09	08.16	08.23	08.30	09.06	09.13	09.20	09.27	10.04	10.11	10.18
US comp.	0.28	0.75	0.87	1.16	0.88	0.69	0.56	0.11	0.05	-0.09	-0.13
Energy	-2.66	-1.99	0.61	1.81	1.68	2.43	2.00	2.23	2.88	3.08	3.26
Materials	-1.99	-1.92	-1.28	-0.91	-1.11	-0.23	-0.20	-0.38	-0.50	-0.52	-0.63
Industrials	0.99	1.12	0.99	1.16	0.06	-0.06	-0.08	-0.07	-0.08	-0.27	0.00
Con.D	2.74	6.08	6.38	5.07	3.92	0.39	0.07	0.09	-0.14	-0.42	-0.75
Con.S	0.41	0.27	0.06	-0.25	-0.67	-0.84	-0.73	-0.60	-0.39	-0.51	-0.71
Healthcare	-1.98	-0.98	-0.77	-0.37	-0.36	-0.41	-0.46	-0.44	-0.07	-0.29	-0.37
Financials	-0.08	0.45	0.04	0.16	0.11	0.00	-0.03	-0.16	-0.27	-0.58	-0.72
IT	0.24	-0.03	-0.08	2.16	2.77	3.04	2.67	0.56	-0.04	-0.16	-0.14
Comm.	4.76	4.62	4.13	1.33	-0.28	-0.19	-0.07	-0.09	-0.11	-0.17	-0.22
Utilities	0.17	0.46	0.45	0.73	0.57	0.25	0.15	-0.12	-0.14	-0.09	0.10
Real Estates	1.62	-0.50	-0.23	0.59	0.08	0.46	-0.30	-0.83	-1.28	-0.94	-1.12

주: GICS Level 1 업종 분류, 12MF EPS 1개월 추정치 변동 기준

자료: IBES, 신영증권 리서치센터

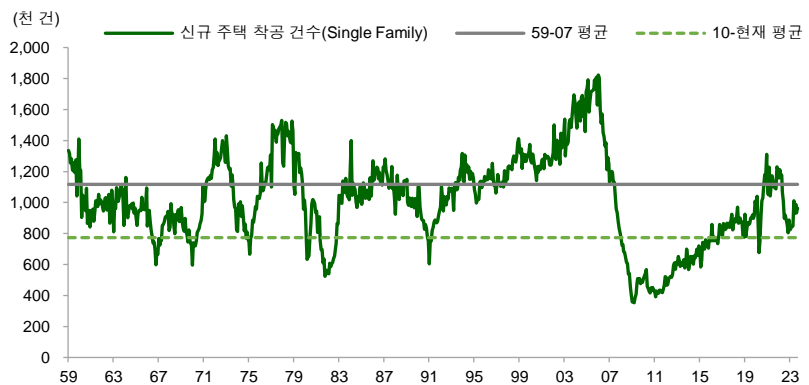
Appendix 3. 금주 이슈 - 미국 주택 시장

미국 주택 시장의 근본적인 해결을 위해서는 물량 공급 증가가 필수적

팬데믹, 미-중 디커플링, 우크라이나 사태, 정치적 불안요인에도 불구하고 미국 경제는 모두의 예상보다 견조했음. 특히 견조한 고용시장, 양호한 GDP 등 경제 지표 측면에서 다른 국가 대비 나은 상황이었으나 '주택 시장'은 유일한 예외. 미국 주택시장의 근본적인 문제는 수요에 비해 주택 공급이 너무 적다는 것. 2008년 금융위기 이후 주택 착공 건수가 급락한 이후 미국 신규 주택 착공 건수가 좀처럼 회복되지 않고 있음. 그렇기 때문에 미국 주택 시장의 문제는 공급망 측면에서 바라봐야 함.

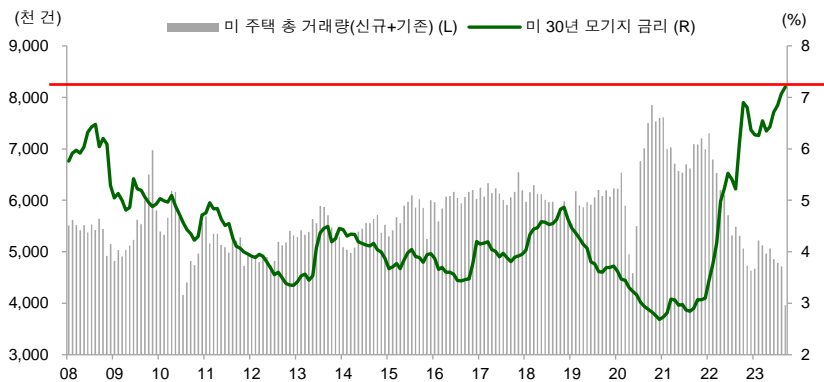
물론 주택 시장의 경우, 공급 이외에 금리 추이도 고려해야 함. 공급 부족과 더불어 고금리 환경이 지속되는 한 주택 시장 문제는 빠르게 해결되기는 어려울 것. 현재 미국의 30년 고정 모기지 금리는 약 8%로 2021년 3% 미만에서 상승한 수치. 한편, 주택 판매가격의 중앙치(median price)는 2020년 322,000달러에서 현재 416,000달러로 29% 상승함. 그렇기에 현재 매크로 환경에서 미국인에게 이사는 매력적인 선택지가 아님. 그럼에도 불구하고, 장기적인 미국 주택 경기의 회복을 위해서는 주택 공급 증가가 선행되어야 함

도표 8. 미 신규 주택(Single Family) 착공 건수 추이(1959.01~현재)



자료: U.S. Census Bureau, 신영증권 리서치센터

도표 9. 미 주택 거래량 및 30년 모기지 금리 추이(2008~현재)



자료: FRED, 신영증권 리서치센터

Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.