

# Strategy

Strategist 이경민

kyoungmin.lee@daishin.com

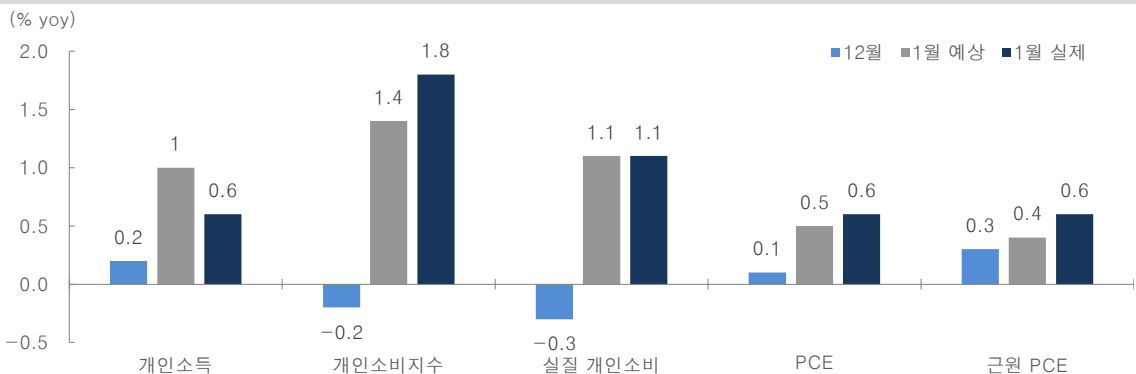
## PCE 쇼크. 통화정책 부담은 얼마나 반영되었나?

지난 주말 1월 소득과 소비, 그리고 PCE 물가지표가 발표되었다. 소득과 소비는 전월대비 개선세를 보였다. 소득은 12월 0.2%(이하 전월대비)에서 0.6%로 반등폭을 확대했지만, 예상치(1.0%)에는 미치지 못했다. 소비는 12월 -0.2%에서 1월 1.6%로 급반등했지만, 실질 소비는 1.1% 반등에 그쳤다. 소득, 소비 개선보다 시장은 PCE 물가에 민감하게 반응했다. 글로벌 금융시장은 2월초 고용서프라이즈 이후 지속되고 있는 추가 긴축 부담에 시달리고 있다.

1월 PCE, Core PCE 물가는 전월대비 0.6% 상승하면서 12월 상승폭보다 크게 확대되었고, 컨센서스를 각각 0.1%p, 0.2%p 상회했다. 문제는 전년대비 변화율이었다. 12월 수치가 PCE는 5.0%에서 5.3%, Core PCE는 4.4%에서 4.6%로 상향조정된 것은 물론, 1월 수치는 12월 수치보다 0.1%p씩 상승폭이 커졌다. 3개월 연속 하락세를 보여왔던 PCE 물가가 상승반전한 것이다. 여전히 견고한 소비지출에 서비스 물가 상승압력 지속, 여기에 재화물가 변동성이 가세한 결과라고 본다. 소비자물가지수(CPI), 생산자물가지수(PPI)에 이어 PCE 물가까지 일제히 인플레이션 재점화를 시사하고 있다.

노랜딩에 대한 안도감, 기대심리가 통화정책에 대한 불안감으로 전환되었다. 양호한 경기상황이 물가 상승압력을 높이고 이로 인해 긴축의 강도가 강화되는 사이클이 재가동되었기 때문이다. 로레타 메스터 클리블랜드 연은 총재는 24일(현지시간) “기준금리를 5% 이상으로 올려야 한다”고 강조하면서 “인플레이션을 목표치인 2%로 끌어내리기 위해서는 기준금리를 5% 이상으로 인상하고, 한 동안 그 수준을 유지해야 한다”고 언급했다. \* 자세한 내용은 2월 20일자 “노랜딩(No Landing)과 PER 13배에 대한 불평함” 참조

그림 1. 미국 1월 소득, 소비 증가율과 PCE 물가지표 결과. 소득, 소비 모두 견조했지만, 소득은 예상보다 부진. 문제는 예상치를 큰 폭으로 상회한 PCE 물가지표



자료: 미국 상무부, Bloomberg, 대신증권 Research Center

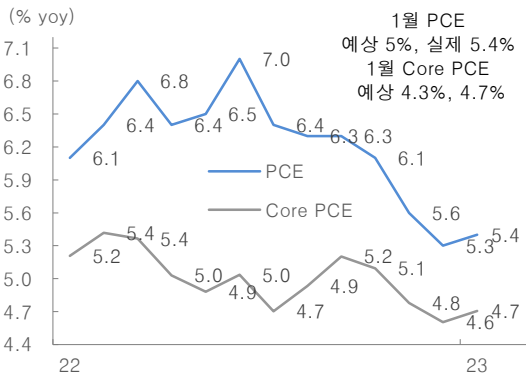
이후 워드 코로나, 리오프닝 정책전환으로 후행적으로 서비스업 경기가 회복국면으로 진입했다. 이 과정에서 재화수요는 꺾였고, 제조업 경기는 둔화국면으로 진입했다. 이러한 시차로 인해 과거 볼 수 없었던 경기국면이 진행 중이라는 판단이다.

실제로 기준금리 컨센서스는 급격한 변화를 보이고 있다. 3월 FOMC에서 25bp 금리인상은 기정 사실화되고, 50bp 금리인상 확률이 30%에 육박하는 것은 물론, 5월 FOMC에서 금리동결 확률도 0%로 사라졌다. 이를 대신해 25bp 금리인상 확률이 급등했는데, 최근 들어서는 50bp 금리인상 확률이 부상하면서 70%를 하회했다. 5월 FOMC에서 50bp 금리인상 확률도 30%에 근접했다. 6월에도 25bp 금리인상 확률은 50%를 넘어섰다. 멀지 않은 시점에 금리동결(21.7%)과 50bp 금리인상(20.5%) 확률 간의 역전이 될 가능성이 높다.

과도했던 금리인하 기대만큼 연이은 경제지표 호조, 물가지표 서프라이즈에 대한 투자자들의 심리 변화도 빠르다고 본다. 그렇다면 투자자들은, 그리고 금융시장은 이러한 변화를 얼마나 반영하고 있을까? 향후 전개될 조정 양상을 가늠하는데 있어 중요한 기준이라고 볼 수 있다.

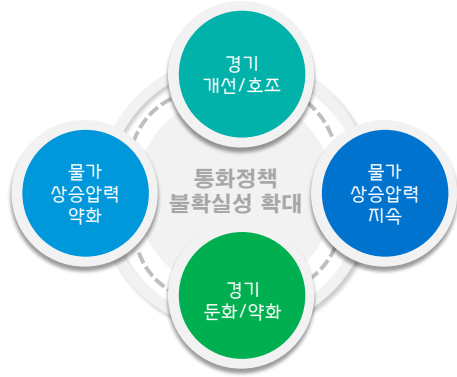
\* 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 2. PCE 물가지수 전년대비 증가율, 4개월 만에 전월대비 상승 반전. 예상을 크게 벗어나...



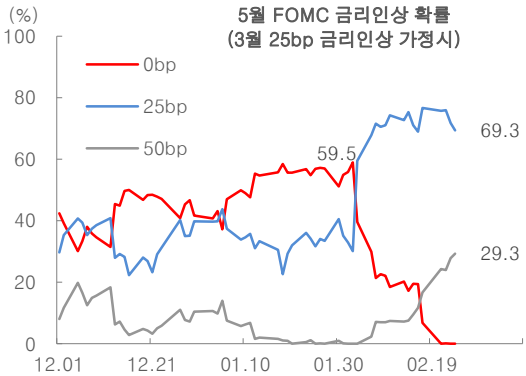
자료: 미국 상무부, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 3. 양호한 경기 영향으로 물가 - 통화정책 간의 악순환 고리 작동



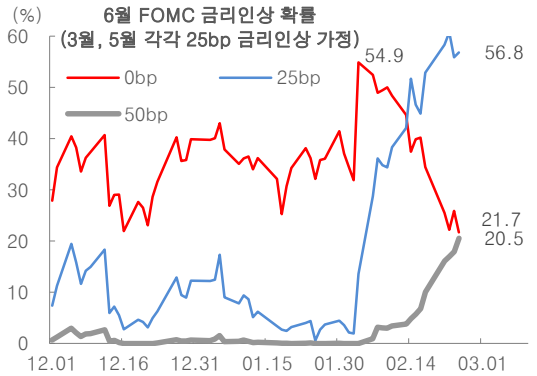
자료: 대신증권 Research Center

그림 4. 5월 FOMC 금리동결 확률 0%, 50bp 금리인상 확률도 30%에 근접



자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

그림 5. 6월 FOMC 에서 금리동결 확률과 50bp 금리인상 확률 역전 가능성

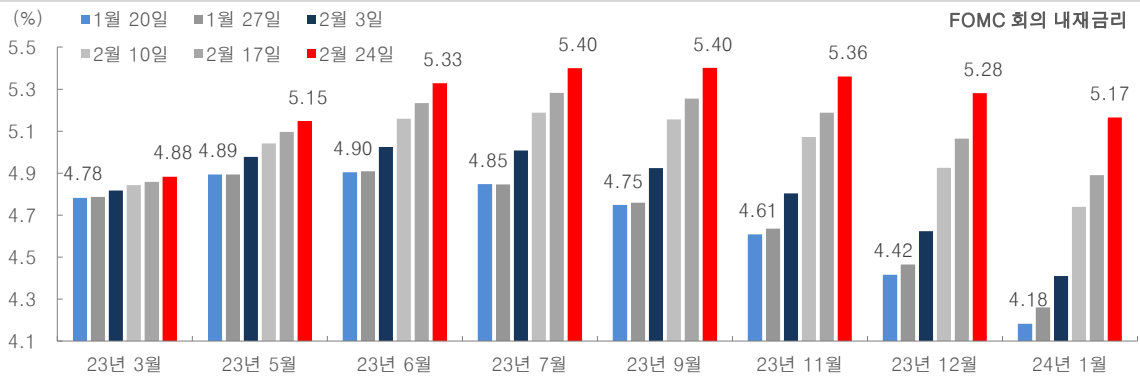


자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

블룸버그 WRP 기준 23년 기준금리 고점은 지난 주말(2월 24일) 5.4%에 도달했다. 2월초 4.9% 수준에서 50bp 레벨업된 수치이다. 금리인상 정점 시점에 대한 투자자들의 생각도 6월에서 7월 또는 9월로 늦어졌다. 주목할 부분은 24년 1월 기준금리 컨센서스이다. 2월초 기준금리 컨센서스는 24년 연말 점도표 수준(4.1%)에서 5.17%로 100bp 이상 급등했다. 23년 연말 점도표(5.1%)마저 상회한 것이다.

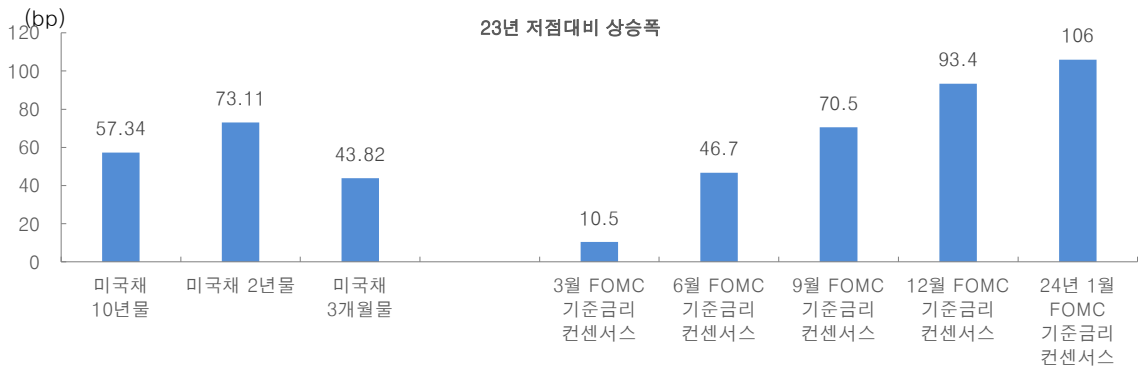
기준금리에 대한 컨센서스만 보면 점도표를 상회하면서 추가 금리인상 가능성을 빠르게 반영했다고 본다. 여기서 문제는 금융시장이다. 통화정책 변화에 가장 민감한 채권금리 변화를 보면, 연초 저점대비 40 ~ 70bp 상승했다. 반면, 6월 이후 기준금리 컨센서스는 46 ~ 106bp까지 상승했다. 통화정책에 대한 불안감이 금융시장으로 유입되는데 까지 시차가 존재한다고 본다.

**그림 6. 23년 기준금리 컨센서스 고점 4.9%에서 5.4%로, 24년 1월 컨센서스도 4.16%에서 5.17%로 레벨업  
미국, 글로벌 금융시장은 충분히 반영하고 있을까?**



자료: Bloomberg WRP, 대신증권 Research Center

**그림 7. 통화정책 컨센서스 변화에 가장 민감했던 미국 채권금리. 2월초 이후 급등세를 이어가고 있지만, 기준금리 컨센서스 변동폭에는 미치지 못해...**

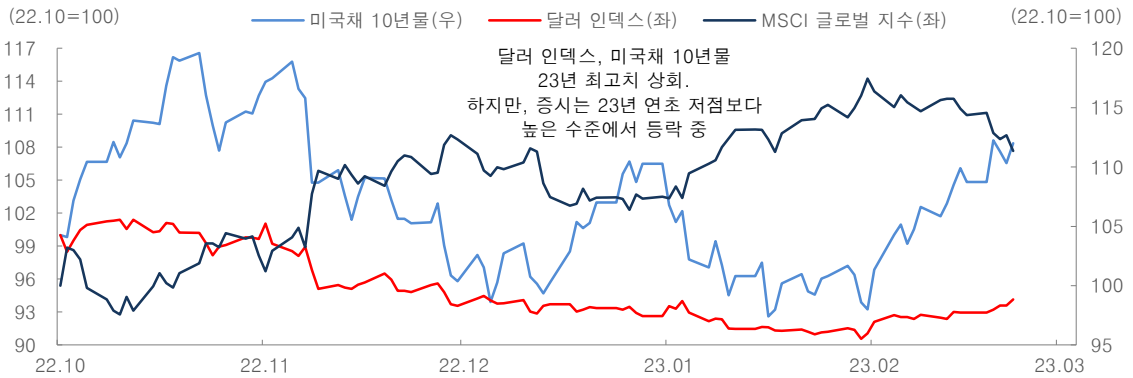


자료: Bloomberg WRP, 대신증권 Research Center

채권금리보다 통화정책 스탠스 변화에 더딘 것이 주식시장이다. 주식시장은 여전히 23년 연초 저점을 상회하면서 여타 금융시장보다 견조한 흐름을 이어가고 있다. 미국채 10년물은 22년 11월 9일 이후 처음으로 3.9%를 넘어섰고, 달러 인덱스도 22년 12월 6일 이후 최고치를 기록 중이다. 모두 23년 상단을 넘어섰다.

채권, 달러 등 여타 금융시장 대비 주식시장의 충격강도는 제한적이다. 그 이유는 노랜딩에 대한 기대 때문이라고 본다. 노랜딩 기대가 달러, 채권금리 상승에 일부 영향을 준 반면, 주식시장에는 하방경직성 강화, 견조한 등락에 힘을 실어주었다고 본다. 만약 노랜딩에 대한 기대까지 흔들린다면 어떻게 될까? 당분간 증시는 채권, 달러 등락과 낮은 상관관계 속에서 Bad Is Bad, Good Is Bad 국면이 전개될 것으로 예상된다. 이 과정에서 달러인덱스는 108p, 미국채 10년물은 4.2%, 미국채 2년물은 2% 돌파시도에 나설 가능성이 높다.

**그림 8. 금리인상에 대한 우려가 빠르게 유입되면서 채권금리, 달러 인덱스 연중 고점을 상회. 미국채 10년물은 22년 11월 9일 이후, 달러화는 22년 12월 6일 이후 최고치 기록. 반면, 증시는 올해 저점 상회**



자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

**그림 9. 달러 인덱스 108p 전후까지 추가 상승 가능**



자료: 대신증권 Research Center

**그림 10. 미국채 10년물 4.2%, 2년물 5% 돌파시도**



자료: 대신증권 Research Center

더욱 불안정해지는 매크로 환경 속에 추가 긴축에 대한 부담이 가중되면서 KOSPI 시장에서 외국인 투자자들은 9주만에 순매도 전환했다(주간 누적 순매수 기준). 2022년 7월 이후 외국인 투자자들은 17조원 이상 순매수하면서 독특한 매매패턴을 반복 중이다. 2개월 대량 순매수, 1개월 일부 차익실현이 눈에 띄는 특징이다. 달러, 채권금리 반등에 이어 원/달러 환율의 1,320원선에서 1,360 ~ 1,370원선 반등시도가 예상된다. 외국인의 매도가 단기간에 수그러들기는 어렵다는 판단이다. 1개월 정도 시간 동안에는 외국인 차익 매물 출회를 경계해야 한다.

지난주 언급한 KOSPI 12개월 선행 PER 13배 돌파과정을 감안할 때 당분간 KOSPI는 밸류에이션 부담을 완화하고, 이 과정에서 외국인 차익매물을 소화해 나갈 전망이다. 빠르게 금리인상 우려를 반영함에 따라 3월 FOMC 회의 이후 심리적 공포가 진정될 것으로 보고 있지만, 당분간은 통화정책 이슈가 금융시장에 반영되는 속도/정도의 차이로 인한 여진을 경계한다.

이번주는 월말 월초를 맞아 다양한 경제지표들이 발표될 예정이다. 전반적으로 부진할 것으로 예상되는 가운데 미국 제조업 지표를 주목한다. 실물지표 부진에도 불구하고 ISM 제조업 지수는 반등이 예상된다. 다만, 물가, 고용 등의 지표 반등이 ISM 제조업 지수 반등을 이끌고, 신규주문지수가 부진하다면 제조업 경기 악화는 지속될 것이다. 중국 PMI도 중요한 변수이다. 1개월여만에 중국 경제지표가 집계되는 것으로 기대치를 충족하는지 여부가 관건이다. 호재만을 반영해 왔던 중시가 경제지표 결과에 따른 해석이 어떻게 달라질지 지켜봐야 한다.

그림 11. 22년 7월 이후 외국인 매매패턴. 2개월 순매수, 1개월 순매도(차익실현).

22년 2월 빗겨주에 외국인은 KOSPI 시장에서 9주만에 순매도 전환. 변화의 시작?



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 12. 원/달러 환율 1차적으로 1,320원 돌파시도 가능. 안착시 1,360원 ~ 70원대까지 추가 반등여력 확대



자료: 대신증권 Research Center

그림 13. 주요 경제지표 일정. 중국 경제지표 반등 가능성. 기대를 충족할 수 있을까?

일자, 시간	국가	이벤트	기간	이전치	서베이(중간)	전월대비 서베이
02/27/2023 22:30	미국	내구재 주문	Jan P	5.60%	-4.00%	마이너스 반전
02/27/2023 22:30	미국	운송제외 내구재	Jan P	-0.20%	0.20%	플러스 반전
02/27/2023 22:30	미국	자본재 수주 비방위산업(항공기제외)	Jan P	-0.10%	-0.10%	마이너스 지속
02/27/2023 22:30	미국	자본재 출하 비방위산업(항공기제외)	Jan P	-0.60%	0.00%	개선
02/28/2023 00:30	미국	델러스 연준 제조업 활동	Feb	-8.4	-9.3	하락
02/28/2023 22:30	미국	도매 재고 전월비	Jan P	0.10%	0.10%	동일
02/28/2023 22:30	미국	소매재고 전월대비	Jan	0.50%	0.20%	상승폭 둔화
02/28/2023 23:00	미국	FHFA 주택가격지수 MoM	Dec	-0.10%	-0.20%	마이너스 확대
02/28/2023 23:00	미국	S&P 코어로직 CS 20 개 도시 전월비 SA	Dec	-0.54%	-0.40%	마이너스 축소
02/28/2023 23:00	미국	S&P 코어로직 CS 20 개도시 전년대비 NSA	Dec	6.77%	4.70%	둔화
02/28/2023 23:45	미국	MNI 시카고 PMI	Feb	44.3	45.3	반등
03/01/2023 00:00	미국	리치몬드 연방 제조업지수	Feb	-11	-5	마이너스 축소
03/01/2023 00:00	미국	컨퍼런스보드 소비자대지수	Feb	107.1	108.5	개선
03/01/2023 09:00	한국	수출 YoY	Feb	-16.60%	-7.60%	마이너스 축소
03/01/2023 09:00	한국	수입 YoY	Feb	-2.60%	4.60%	플러스 반전
03/01/2023 10:30	중국	제조업 PMI	Feb	50.1	50.7	개선
03/01/2023 10:30	중국	비제조업 PMI	Feb	54.4	55	개선
03/01/2023 10:45	중국	차이신 중국 PMI 제조업	Feb	49.2	51.3	개선
03/01/2023 03/02	미국	워즈 총 자동차 판매	Feb	15.74(백만)	14.85(백만)	감소
03/02/2023 00:00	미국	건설지출 전월대비	Jan	-0.40%	0.20%	플러스 반전
03/02/2023 00:00	미국	ISM 제조업지수	Feb	47.4	48	개선
03/02/2023 00:00	미국	ISM 구매물가지수	Feb	44.5	46.5	개선
03/02/2023 08:00	한국	광공업생산 조정 MoM	Jan	-2.90%	-1.10%	마이너스 축소
03/02/2023 08:00	한국	광공업생산 YoY	Jan	-7.30%	-9.90%	마이너스 확대
03/02/2023 22:30	미국	비농업부문 노동생산성	4Q F	3.00%	2.50%	둔화
03/02/2023 22:30	미국	단위노동비용지수	4Q F	1.10%	1.60%	상승폭 확대
03/02/2023 22:30	미국	신규 실업수당 청구건수	24-Feb	192000	197000	증가
03/02/2023 22:30	미국	실업보험연속수급신청자수	18-Feb	1654000	1670000	증가
03/03/2023 10:45	중국	차이신 중국 PMI 서비스업	Feb	52.9	54.8	개선
03/04/2023 00:00	미국	ISM 서비스 지수	Feb	55.2	54.5	둔화

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

주: 전월대비 서베이는 둔화, 개선 여부를 가늠. 빨간색은 증시에 긍정적, 파란색은 증시에 부정적 영향을 줄 수 있을지에 따라 구분

### Compliance Notice

---

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해 관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 이경민)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

---