

Equity Strategy

3 월 FOMC: 거의 다 왔다, 아마도

Equity Strategy Overview

은행 위기 속에서 미국 중앙은행은 25bp 기준금리 인상을 단행했다. 그러나 금리인상 사이클은 거의 과반에 진입한 것으로 보인다. 은행위기로 가계/기업의 신용여건이 악화될 가능성을 반영한 것이다. 주식시장에 악재는 아니지만, 상승 대열에 참여하는 종목 수는 점차 줄어들 가능성이 있다.

Strategist 허재환_02)368-6176_jaehwan.huh@eugenefn.com

은행위기로 좀더 이른 시점에 금리인상 사이클 막판 국면 진입

2023년 3월 FOMC 회의에서 연준은 기준금리 동결을 논의했으나, 예상대로(?) 25bp 인상했다(4.75~5.0%, 만장일치). 미국 기준금리 수준은 2007년 9월 (5.25%) 이후 최고치다.

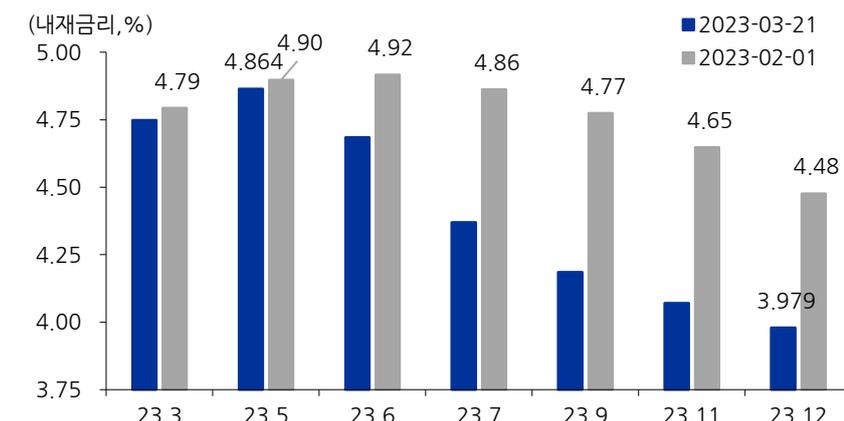
- 금리인상 사이클 막판 가능성:** 그동안 성명서에서 빠지지 않았던 '금리인상을 지속(ongoing increases)하는 것이 적절하다(appropriate)'는 문구가, '약간의 추가 긴축(some additional policy firming)이 적절하다'라는 문구로 교체되었다. 인상 후반임을 시사했다. 3월 점도표에서 기준금리 중간값 전망(5.1%)이 이전과 달라지지 않은 것과 같다.
- 우크라이나 전쟁 문구 삭제, 은행 불안 문구 포함:** 미국 은행 시스템은 건전하고, 견고하나, 신용여건이 악화될 것이고, 그 영향이 불확실하다고 밝혔다. 파월의장은 은행 사태가 한 두번 정도의 금리인상 효과와 유사한 것으로 추정했다.
- 인플레 통제 우선순위:** 1월에 인플레가 다소 완화되었으나, 높다는 표현 가운데 '다소 완화되었다'는 표현이 빠졌다. 파월의장도 보건/서비스 등 과열된 수요가 식어야 한다고 했다. 금리인하는 기본 전망이 아니며, 추가 인상 전망에 대해서도 열거두었다.
- 자신감이 약해진 파월의장:** 파월의장은 '약간(some)', '그렇지도 모른다(may)'는 표현을 자주 사용했다. 향후 경로에 대한 자신감이 결여된 것이다.

연준의 금리인상 사이클은 거의 막판에 진입했다. 주식시장의 전 저점에 대한 신뢰는 유효하다. 그러나 현재 금리는 충분히 제약적인 수준이다. 경기 및 신용여건이 악화될 가능성이 높다. 채권 우위 환경이 예상된다. 주식시장에서는 상승대열을 유지하는 종목 수가 줄어들 것으로 보인다. 가치스타일보다 성장 스타일이 유리할 것으로 보인다.

Equity Strategy Check Point

- 2023년 3월 FOMC회의에서 연준은 금리동결을 논의했으나, 2회 연속 25bp 인상을 단행함 (4.75~5.0%).
- 금리인상의 후반부에 진입했음을 시사함. 금리인상 지속이라는 문구에서 약간의 추가 긴축이라는 문구로 교체함.
- 그러나 파월의장이 모호한 단어를 이전보다 자주 사용함으로써, 은행위기 이후 향후 전망의 불확실성이 높아졌음을 시사함.
- 금리인상 부담이 서서히 사라질 것으로 예상. 주식시장 저점 신뢰는 유효함. 그러나 신용여건이 악화될수록 상승대열을 유지하는 종목 수가 줄어들 것으로 예상. 경기 둔화기에 유리한 우량기업들과 성장주에 대한 관심이 필요함.

Key Chart: 연준의 부인에도, 은행 위기 이후 2023년 연말 금리인하 기대 강화



자료: Refinitiv, 유진투자증권

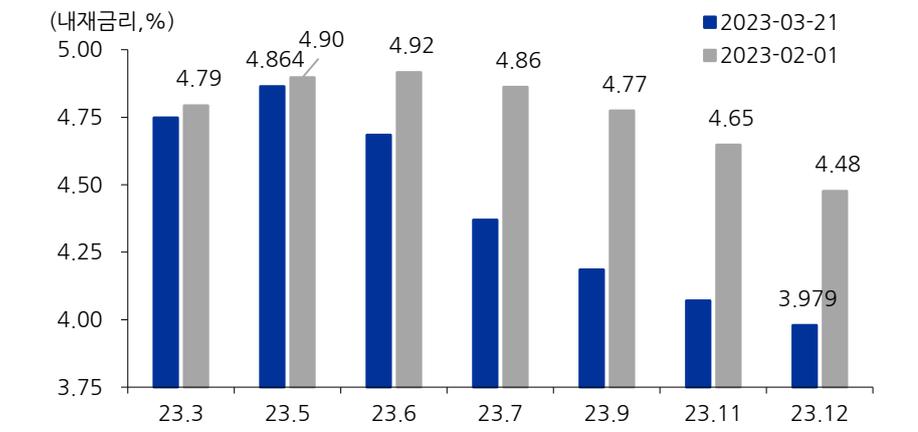
오락가락하는 연준 정책, 추가 긴축은 거의 정점

미국 통화긴축에 대한 부담은 완화될 것으로 보인다. 올해 통화정책에 대한 인식은 너무 급변했다. 2월까지 디스인플레이(Disinflation), 3월에는 무착륙(No Landing), 이제는 은행 위기가 화두다. 사실 경제여건 자체는 급변하지 않는다. 그런데도 지표와 상황에 따라 통화정책에 대한 불안이 상당했다.

하지만 이제 긴축 부담은 수면 아래로 내려갈 가능성이 높다. 상하원 반기 통화정책 보고(3/7~8 일) 이후 한때 6%대에 육박하던 최종금리 기대는 SVB(Silicon Valley Bank) 파산 (3/9 일)이후 크게 낮아졌다(4.9%). 금융시장에서 형성된 2023 년말 미국 기준금리 예상 수준은 3.9~4.0%다(도표1). 오는 2Q 이후 75~100bp 인하 가능성이 반영된 것이다.

미국 재무부 산하 Office of Financial Research 에서 제공하는 금융 스트레스 지수는 지난 3/10 일 이후 기준선인 0 선을 넘어섰다(도표2). 코로나19 당시나 75bp 인상 부담이 컸던 10~11 월보다 낮다. 그러나 연준의 주요 목표 중 하나가 금융안정이다. 현재 금리 수준이 어느 정도 제약적인 수준이라는 인식이 강해졌을 가능성이 높다. 연준 금리인상은 거의 막판에 진입했다.

도표1. 3월 SVB 등 은행 위기 이후 2023년 연말 금리인하 기대 강화



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표2. 2월 중순 이후 금융 스트레스 상승



자료: Office of Financial Research, 유진투자증권

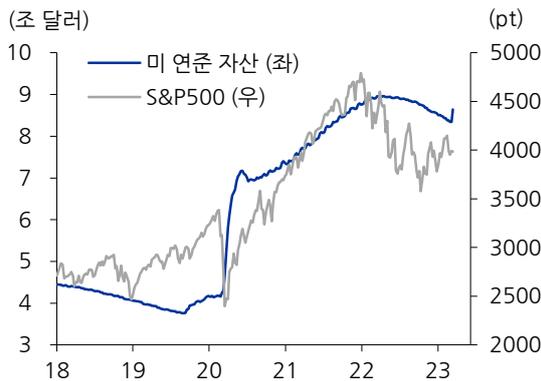
QT는 사실상 중단, 그러나 이제 신용위험을 경계할 때

금리인상에 대한 우려와 함께 연준의 QT(자산 축소) 역시 사실상 중단되었다.

미국 연준 자산이 2022/6월 이후 거의 9개월 만에 처음으로 증가했다(도표3). 경험적으로 미국 연준 자산이 줄어드는 국면에서 S&P500은 부진했다. 약재가 줄어드는 것이다. 실리콘밸리은행 파산 이후 한 주 동안 연준 자산은 2,970억 달러 이상 증가했다(도표4). 2022/4월 이후 연준 자산은 6,258억 달러 감소했다. 단 한 주 만에 1년 자산 축소의 절반 정도를 만회한 것이다. 그만큼 연준이 은행위기에 신속했음을 알 수 있다. 시스템 붕괴 여지는 희박하다.

관건은 향후 신용과 경기 둔화 가능성이다. 미국 연준에서 조사하는 Senior Loan Officer Survey에 따르면 미국 금융기관들은 가계와 기업 대출 기준을 강화하고 있다(도표5). 2022년부터는 가계보다 기업 대출 기준이 더 강화되었다. 대출 기준은 2008년 글로벌 금융위기 이후 최고다. 향후 대출 증가율은 둔화되고, 기업들의 자금조달이 어려워질 가능성을 시사한다.

도표3. 22/6월 이후 처음으로 미국 연준 자산 증가



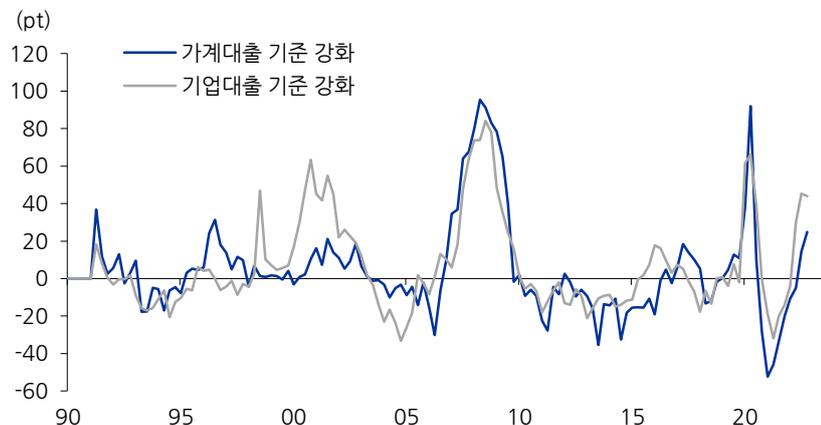
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표4. SVB 사태 이후 2,970억 달러 이상 증가



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표5. 미국 가계와 기업 대출 기준 강화



자료: Refinitiv, 유진투자증권

저점 신뢰는 유효, 그러나 낮은 주가 변동성 낮아

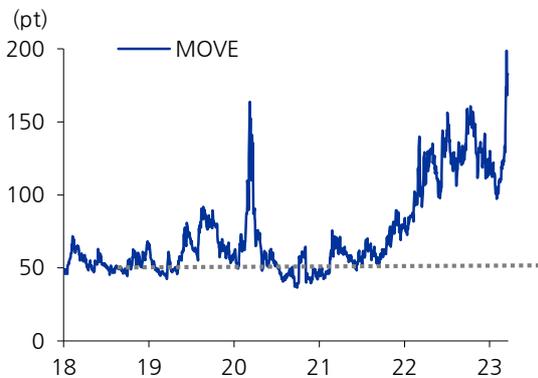
연준 금리인상 부담과 금융시스템 붕괴 우려는 한시름 놓아도 될 듯 하다. 그러나 주식시장이 안정적인 상승 국면으로 진입할 것으로 기대하기는 이르다. 주식시장의 안도 심리에도, 호재를 강하게 반영하지는 않을 가능성이 높다.

예를 들어, 미국 금리 변동성을 의미하는 MOVE 지수는 2020 년 코로나 19 당시를 상회했다(도표 6). 금리를 둘러싼 불안감이 상당히 높았다. 달러 변동성도 채권만큼은 아니지만 꽤 높았다(도표 8).

반면 주식시장 변동성은 최근 은행 파산과 위기 우려에도 안정적이었다. S&P500 변동성을 의미하는 VIX 지수는 21pt 수준이다(3/22 일). 코로나19 이전에는 10pt 정도가 바닥이었고, 40 정도가 고점이었다. 코로나19 이후에는 20이하에서 바닥, 30 수준이 정점이었다. 미국 주식시장 변동성은 위기 우려에 비해서는 낮다. 악재에 좀더 예민할 가능성이 남아 있다.

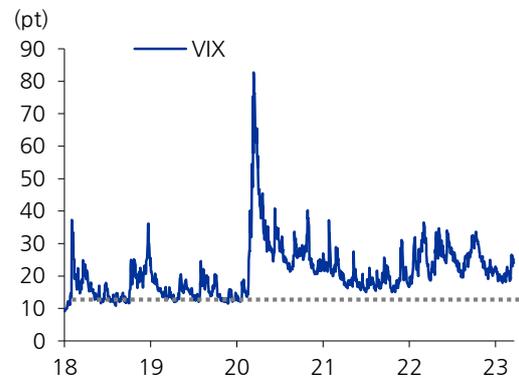
국내 주식시장 변동성도 마찬가지다. KOSPI가 2,400 선을 오래 하회하지는 않았다. 그러나 주가 변동성이 바닥을 확신할 만큼 높지 않다(도표 9). 안도심리가 강하다는 반증이다. 연준 정책 정책이 거의 마무리되어가고 있다. 하지만 모든 종목들이 폭넓게 상승하기는 어려워 보인다.

도표 6. 미국 채권금리 변동성 급등



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 7. 미국 주가 변동성은 상대적으로 안정



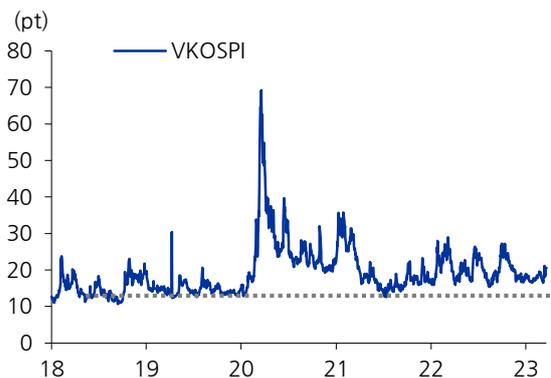
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 8. 미국 달러 변동성 높아



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 9. 국내 증시 변동성, 의외로 높아지지 않아



자료: Refinitiv, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	1%

(2022.12.31 기준)