



FOMC 금리인상 중단

거시경제 시황: 4조

내용 취합 및 검수 : 4조

미국 연준은 5월 FOMC 회의에서 25bp 금리 인상하며 시장기대에 부합했다. 기자회견 도입부에서 성명서를 발표하기 전에 최근 은행 사태에 대한 코멘트가 있었는데, 미국 은행 시스템은 여전히 건전하며, FOMC의 역할을 적절한 규제/감독을 하는 것이라고 언급했다. 미국 경제는 완만하게 둔화되고 있으나 인플레이션은 여전히 목표치를 크게 상회하며 타이트한 노동시장은 조금 더 균형을 잡을 필요가 있다는 언급 역시 있었다.

FOMC 기자회견 이후 주가 하락, 금리인상 중단 논의에 대한 시장 기대 미충족이 이유이다

시장 반응은 FOMC 기자회견을 마친 이후 하락세로 전환했다. S&P500과 NASDAQ 지수는 기자회견 중 하락 전환하여 각각 전일대비 0.70%, 0.46% 하락했다. 이유는 이번 회의에서 금리 인상 중단을 언급할 것으로 기대했던 것과 다르게, 기자회견 내내 향후 정책 경로에 대해서는 보고 판단하겠다는 스탠스로 일관했기 때문이다.

금리 인상 중단에 대해서는 확신보다 향후 데이터를 보고 판단하겠다는 스탠스로 일관했다

기자회견 중 향후 금리인상 궤적에 대한 질문이 가장 많이 등장했다. 회의 때마다 들어오는 데이터를 종합적으로 확인하여 추가적인 정책이 필요한지 판단해 나갈 것이라고 여지를 남기기도 했다. 현재 수준이 충분히 제약적인 수준에 도달했는지, 궁극적으로 충분한 금리인상이 어느정도 수준인지 확실 하게 이야기하기 어렵다는 입장이었다. 6월 회의에서도 여전히 확신하기는 어려울 것이고 데이터를 계속 확인해야 한다는 입장을 반복했다. 다만 기준금리 인상 관련 문구가 바뀐 점 등 이번 금리 인상이 마지막일 수 있다는 단서들이 확인된 점을 고려할 때, 향후 금리 동결 의견은 유지되고 있고, 금리 하락, 달러 약세는 향후 금리 동결가능성을 반영했다.

이번 금리인상이 마지막일 수 있다는 단서들이 등장했다는 점에 주목한다

다만 FOMC 직후 CME Fed Watch는 6월 25bp 인상 가능성을 좀 더 높게 반영했다. 이번 주가 반응은 금리인상 중단에 대한 확신을 주지 않았다는 점에 기인했으나, 향후 연준 결정과 시장기대는 크게 다르지 않을 가능성에 무게를 뒀다. 그렇다고 할 때, 인상 중단을 언급하지 않은 점은 시장 반응으로 소화되었다는 판단이 있다. 향후 관련 통화정책 노이즈가 지속되며 하방 압력으로 작용할 가능성은 낮다고 본다.

주요 지수

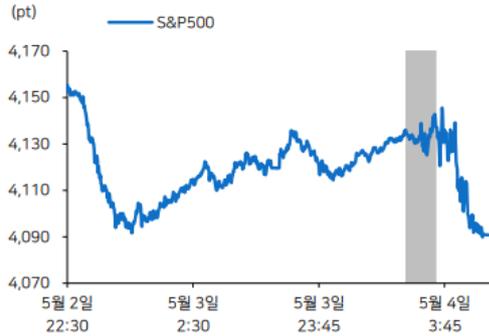
국내증시

KOSPI	2567.55
KOSDAQ	852.04

글로벌 증시

Dow	33,286.58
NASDAQ	55.46
S&P500	4192.63

그림1 장중 S&P500 추이: FOMC 직후 하락



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국채 10년물은 전일대비 9bp 하락



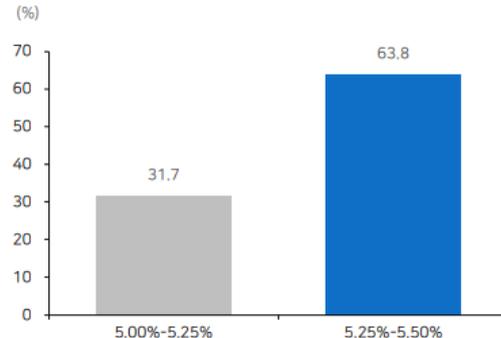
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 달러 인덱스는 전일대비 0.6% 하락



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 FOMC 이후 CME Fed Watch는 인상 가능성 반영 중



자료: CME Group, 메리츠증권 리서치센터

금리인상 중단 이후 주식시장의 평균적인 강세는 인과관계일까 단순 선후관계의 반복일까? 시장에 미치는 정책의 내생적 효과와 외생적 이벤트 영향을 명확하게 구분해야 한다.

연간전망에 제시한 금리인상 중단 = 변곡점. 금리인상 중단 이후 시장은 어떤 흐름을 보이는가?

연준 금리인상 중단은 매크로 변곡점으로 볼 수 있는 중요 포인트이다. 1960년대 이후 여러 사례에서 물가 정점 이후 주가지수는 바닥을 다지기 시작하고, 0~3개월 이후 기준금리 인상은 멈추었고, 지수는 시장금리 하락과 함께 추가 상승탄력을 이어나간 것이 이유였다. 이번 기준금리 중단 시기는 핵심물가 상승률과 기준금리가 맞닿을 때로 예상됐는데 5월 FOMC에서 기준금리는 5.00%~5.25%가 됐고 4월 Core CPI는 5.5%를 기록했다. 기존의 논리대로라면 곧 금리인상의 마무리 국면에 도달할 전망이다. 시장 역시 CME Fed Watch의 변동성이 시장과 유사하긴 하나 상품시장 가격을 기반으로 한 6월 FOMC에서 동결 확률은 86.9%다.

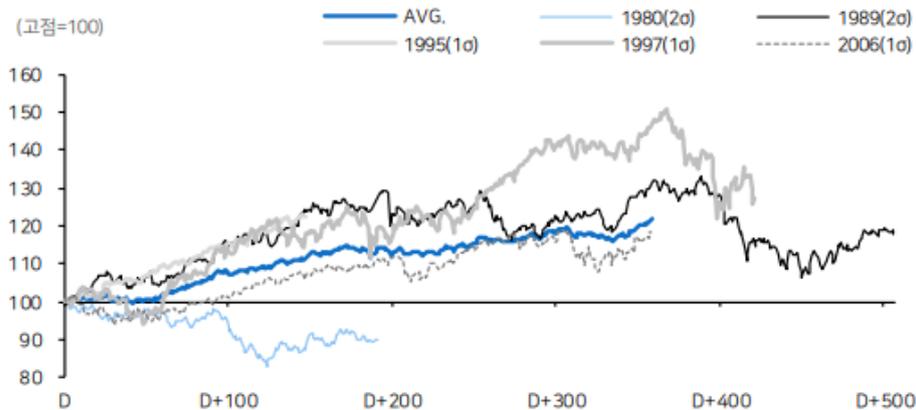
장단기금리차는 업종 선별의 기준도 될 수 있어 당분간 전략적 활용 가치도 높다

경제 체력 대비 강한 긴축 강도에서 설명력 높은 변수는 '장단기금리차'이다. 인상 중단 이후에는 평탄화보다 가팔라질 때 더 주의할 필요가 있다. 중단이 다가온 만큼 하반기를 앞두고 금리인상 중단 그 이후에 대한 그림을 그려 볼 필요가 있다. 금리인상 중단이나 인하 이후 주식시장은 더 낙폭을 키운 사례도 적지 않다. 기준금리 중단 결정과 주식시장 간의 관계가 인과관계에 가까운지 큰 상관성이 없으나 선후 관계가 반복된 것을 인과관계로 오해하는 것인지에 대한 검증이 필요하다.

강한 긴축 수준에도 금리인상 중단 이후 평균적 움직임은 양호했다

자연이자율 대비 +1표준편차 이상의 수준에서도 금리인상 중단 이후 주식시장의 방향성은 양호했다. 아래 (그림 2)는 지금과 유사하다고 볼 수 있는 긴축 수준에서 연준이 금리인상을 중단하기 한 달 전부터 금리인하에 나선 한 달 후 까지 시장의 흐름을 담고있다. 금리인상 중단 전 한달을 기점으로 금리인하 때까지 S&P500 기준 시장은 1년 간 평균 +15.2% 상승했다. 사례별로 보면 5차례 중 1980년을 제외한 1989, 1995, 1997, 2006년 4차례 금리인상 중단 시점부터 주식시장의 흐름은 좋았다.

그림2 인상 중단 이후 주가지수: 강한 긴축수준(+1표준편차 이상)에도 전반적으로 우상향



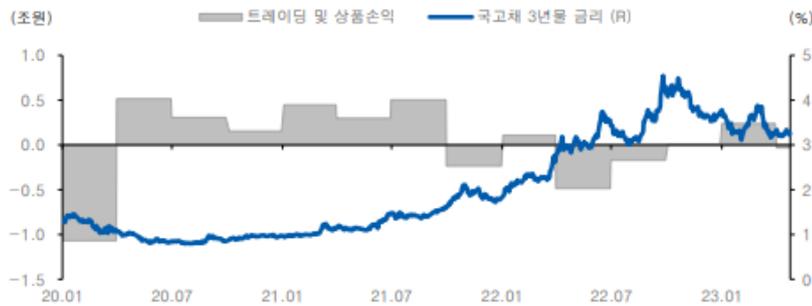
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

금리인상중단 및 글로벌 여파

시장금리 하락의 수혜로 채권평가손실이 회복되고 있다

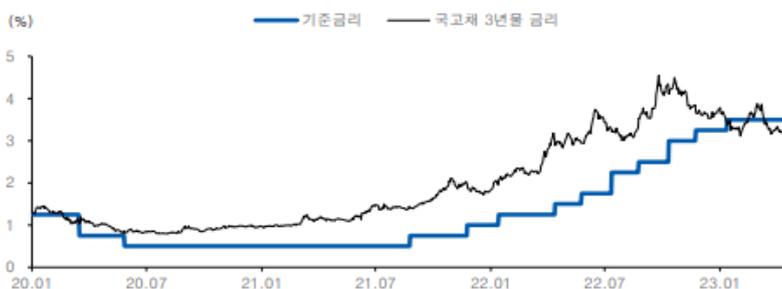
NH투자증권이 컨센서스를 상회하는 호실적을 발표하며 증권업 1분기 실적에 대한 기대감이 상승하였다. 증권업의 실적을 견인한 요인은 크게 1) 시장금리의 하락, 2) PF 손실은 반영되지 않았다는 점을 들 수 있다. 특히 이 중 시장금리 하락은 직접적으로는 채권평가손실 회복, 간접적으로는 예탁금 증가에 기여하고 있다는 점에서 중요하다. 게다가 최근 기준금리가 3.5%에서 유지되고 있고 물가 상승 압력이 둔화됨에 따라 인상이 종료되었다는 의견이 강하기 때문에 추가 인상이 있을지라도 시장에서는 인상 사이클 종료가 임박했다는 기대로 인해 시장금리는 지속적으로 하락할 것으로 예상된다. 이는 트레이딩과 브로커리지 회복도 지속될 수 있음을 의미한다.

[그림 1] 증권업 트레이딩 및 상품손익 vs 국고채 3년물 금리



주: 당사 캐버리지 협산 기준, 1Q23와 2023 트레이딩 및 상품손익은 추정치, 자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 기준금리 vs. 국고채 3년물 금리



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

시장금리 하락으로 투자자예탁금 유입 또한 점차 회복 추세를 보이고 있다

또한 작년 말 발생한 유동성 위기 역시 최근 브로커리지 회복에 기여하고 있다고 판단된다. 은행과 보험업권에서 유동성 확보를 위해 급격히 인상했던 수신 금리를 최근 빠르게 인하하고 있어 이에 대한 반작용으로 투자자예탁금이 유입되고 있기 때문이다. 투자자예탁금은 거래대금과 신용공여의 재원이기 때문에 강한 동행성을 보이는데, 최근의 브로커리지 회복과 일맥상통한다. 또한 장기적으로 시장금리가 지속적으로 하락해 통화정책도 이에 호응하게 된다면 투자자예탁금이 중장기적으로 증가할 수 있는 여건이 조성될 것이라는 점에서 시장금리 하락은 증권업에 긍정적인 흐름이 될 것으로 예상된다.

[그림 3] 투자자예탁금 vs. 국고채 3년물 금리

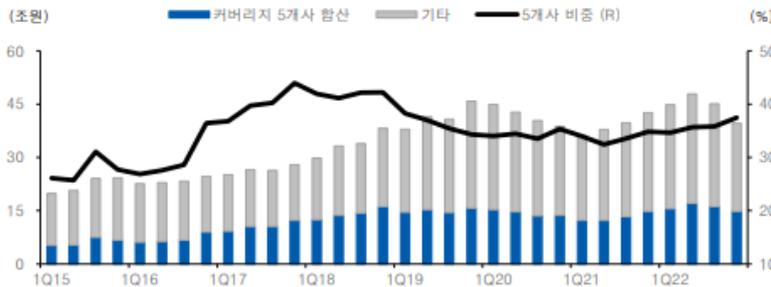


자료: 금융투자협회, FnGuide, 유안타증권 리서치센터

PF에 대한 우려 또한 단기 충격보다는 장기 부진의 관점으로 보인다

유동성 위기로 불거졌던 PF 부실화에 대한 우려도 장기간에 걸쳐 이어지는 양상이다. 부실위험 사업장이 갑자기 우량해진 것은 분명 아니지만 당국의 개입으로 적극적인 만기 연장이 이루어지면서 리스크가 분산되는 효과는 나타나고 있기 때문이다. 문제가 한꺼번에 닥쳤을 때는 유동성 위기가 발생할 가능성이 높지만 개별로는 대응하기가 더 용이하기 때문에 앞으로 PF와 관련된 부실은 단기적인 유동성 충격보다는 장기간에 걸친 손실의 형태로 나타날 전망이다.

[그림 6] 증권업 합산 채무보증 잔액 추이

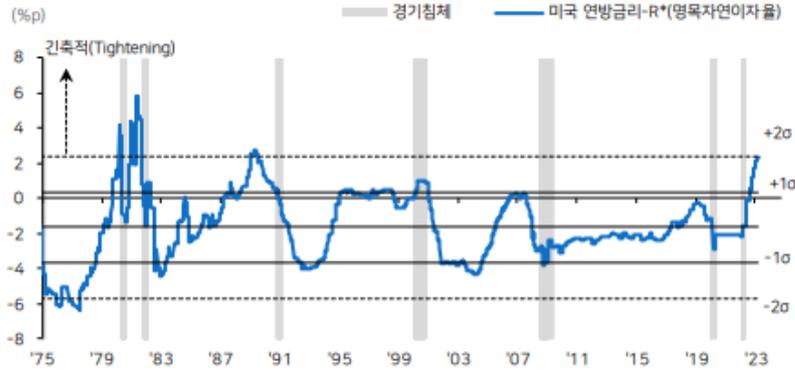


주: 국내 증권사 계, 별도 기준, 자료: 금융통계정보시스템, 유안타증권 리서치센터

그러나 금리 '인상'의 중단이므로 높아진 금리 레벨이 당분간 유지될 가능성이 높다는 것을 고려해야 한다

현지시간 기준 5월 10일, 크레디트 스위스(CS)가 S&P 500지수는 연준의 첫 금리 인하 후 6개월간 주로 하락세를 보였으며 연준이 금리 인하 계획 없이 금리 인상을 중단한 이후에는 급등세를 보이는 경우가 많았다고 주장했다. 특히 이번 금리 인상 중단에 대해 매체에서는 미국 경제가 타격을 입고 경기침체에 진입했을 시 연준의 금리 인하는 경제 안정화와 성장 재개에 도움이 될 수는 있으나, 금리 인하의 원인이 되는 당초의 경제 충격이 예상보다 커서 기업 실적이 내릴 수도 있다는 문제점이 존재한다고 지적이 나오기도 했다. 다만 연준이 금리 인하를 계획하지는 않는다면 인플레이션은 하락 중이지만 경제 성장이 안정적이라는 것을 의미하며, 이는 주식시장에는 호재로 작용할 것이라고 분석된다. 채권시장을 두고 주식시장이 강세를 이어갈 수 있는지 그 이유는 무엇인지에 대한 것도 다음의 과거의 자료를 통해 참고해 볼 수 있다.

그림1 가까워진 인상 중단, 레벨 관점에서 금리 부담은 시장에 어떻게 작용할까?



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

따라서 인상중단에 금리 하락할 경우, 외생적 변수와 내생적 영향을 구분해야 한다

표1 마지막 금리인상 이후 금리인하까지 금융시장 움직임: 조정 차이는 외생적 충격이 유발

기간(강도)	마지막 금리인상 -1M	금리인하 +1M	S&P500(pt)	고점일	고점(pt)	Return(%)	금리인하 이전	금리인하 이후	고점대비 조정 폭	NBER 경기침체	
1980(2σ)	1980-04	1981-12	136.6	122.7	1981-04-01	136.6	-10.1	-9.1	-1.2	-10.1	1981-10
1989(2σ)	1989-02	1991-01	277.7	326.5	1990-07-16	369.0	17.5	10.5	6.3	-11.5	1990-10
1995(1σ)	1995-01	1995-07	459.3	562.1	1995-07-27	565.2	22.4	14.0	7.3	-0.6	
1997(1σ)	1997-02	1998-10	786.2	1,002.6	1998-07-17	1,186.8	27.5	41.5	-9.9	-15.5	
2006(1σ)	2006-05	2007-10	1,305.2	1,546.6	2007-07-19	1,553.1	18.5	12.3	5.5	-0.4	2008-07
Avg.							15.2	13.9	1.6	-7.6	

주: 기준금리는 1993년 이전의 경우 재할인율 사용

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

1989년 사례는 기간 내 고점 대비 -11.5% 조정된 채 금리 인하에 접어들었는데 금리인하에 들어서기 직전 경기침체기에 들어섰기 때문이다. 긴축 강도가 높았던 만큼 1990년엔 인상 중단 이후 21개월 뒤인 1990년 4분기부터 NBER 기준의 경기침체 시기로 접어들었다. 경기침체로 인해 1989년 금리인상 중단 이후 시장의 흐름은 90년 후반 들어 조정이 강했다. 다만 주가 조정의 트리거는 긴축 강도보단 걸프전의 영향이 컸었기 때문에, 상승세를 유지하던 S&P 500 지수는 각각 -11.2%, -12.4% 하락했다. 이는 높은 금리(비용) 수준에 비용 충격인 었어진 더 큰 부담으로 작용했다. 1990년 사례 외에도 1997년 또한 기간 내에서 고점 대비 조정이 발생한 시기이다. 금리인하 시기 이전까지 -15.5%의 조정이 수반되었는데 1990년보다 더 큰 낙폭이다. 그러나 이 경우 또한 러시아 모라토리움과 함께 파산한 LTCM의 외생적 충격 때문이다. 즉, 1990년과 1997년 모두 내생적 효과를 완전히 배제하긴 힘들지라도, 조정을 유발한 이벤트들이 외생적인 요소였다는 것은 틀림없다.

한편 미국 소비자 심리지수 6개월내 최저치로 하락, 인플레 우려로 하락했으나 장 후반 낙폭은 축소했다

미국 5월 소비심리지수는 지난달 발표된 63.5보다 낮은 57.7로 발표되었으며 예상했던 63.0보다도 낮은 수준이다. 현재 상황지수는 68.2에서 64.5로, 기대지수가 60.5에서 53.4로 둔화되었다. 이는 5월 부채 한도 협상 관련 정치 불확실성의 확대로 인해 소비자들이 경제에 대한 우려를 하고 있음을 보여준다. 한편, 1년 기대 인플레이션은 4.6%에서 4.5%로 둔화됐으나 5년 기대 인플레이션은 3.0%에서 3.2%로 높아져 인플레이션 압력이 여전히 높은 수준을 기록하고 있음을 보여준다. 최근 소비자 물가지수 등의 둔화가 지속되며 6월 금리인상 확률이 낮아졌으나, 이날 높은 기대 인플레이션 발표로 15%까지 상향 조정하였다. 이로 인해 미국 국채 금리가 급등하고, 달러화도 여타 환율에 대해 강세를 보이는 등 연준 정책에 대한 우려가 높아졌다. 장 후반 기술주 등 대형주 중심으로 낙폭을 축소하기는 했으나, 장 마감 후 시간 외로 하락하는 등 부담이 지속되었고 결국 높은 인플레 우려로 금리가 급등하자 주가지수는 하락하였다.

2023.05.23

국내증시

1Q23 GDP 0.8% YoY: 2023년 한국 GDP성장률 전망 1.1%로 하향 조정

한국은행에 따르면, 우리나라 1Q GDP는 0.3% QoQ, 0.8% YoY 성장하였다. 민간소비(QoQ 기여도 0.3%pt)와 재고증감(0.2%pt)이 성장에 기여한 가운데, 설비투자(-0.4%pt)와 순수출(-0.1%pt)이 성장을 제약하는 모습이었다. 재고증가가 출하 부진 속에 나타나는 것이기에 긍정적으로 해석하기 어렵다. 향후 반도체 감산 등으로 재고는 조정될 가능성이 크다.

1Q GDP 예상 하회와 대외여건 악화를 반영하여 2023년 GDP성장률 전망을 기존 1.4%에서 1.1%로 낮춘다. 반면, 회복이 뒤로 밀림을 반영하여 내년 전망은 2.0%에서 2.2%로 올린다(24년 수출물량 전망 상향). 한국 경기는 수출에 의존하며, 주력품목이 B2B인 탓에 선진국 투자사이클의 영향을 받는다. 특히 미국 기업투자가 이미 악화된 대출태도의 영향권에 놓인 가운데, 향후 중소형 은행 규제 강화와 자체적인 위험관리로 대출문턱이 더욱 높아질 가능성이 커졌다. 연준 금리인상 중단(6월~)에 시차를 두고 Capex 여건 개선이 나타나게 될 4분기까지는 미국/선진국 투자부진 심화가 불가피하다. 한국 수출도 이에 연동하여 3분기까지는 부진이 이어질 것이며, 설비투자도 이와 맞물릴 것이다. 향후 6개월이 고비이다.

표2 한국 분기별 경제전망 (New)

(% YoY)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E	2024E
GDP	3.0	2.9	3.1	1.3	0.8	0.8	0.7	1.9	4.1	2.6	1.1	2.2
민간소비	4.3	3.9	5.7	3.4	4.5	1.5	0.5	1.0	3.7	4.4	1.9	1.9
정부지출	6.6	3.7	2.3	3.7	3.9	3.2	4.2	4.1	5.6	4.2	3.8	3.1
건설투자	(5.5)	(3.7)	(2.1)	(3.1)	1.1	1.4	0.3	0.2	(1.6)	(3.5)	0.7	(0.5)
설비투자	(6.2)	(6.6)	4.1	7.0	7.0	3.5	(4.4)	(1.2)	9.0	(0.7)	1.1	2.8
수출 (BoP)	18.6	13.8	4.6	(9.0)	(11.7)	(15.0)	(17.0)	(4.5)	25.8	6.2	(12.2)	5.2
수입 (BoP)	27.2	22.1	22.9	1.7	(1.5)	(19.2)	(20.0)	(6.9)	32.0	18.2	(12.1)	2.6
소비자물가	3.8	5.4	5.9	5.2	4.7	2.9	2.6	3.1	2.5	5.1	3.3	2.7
기준금리(기말, %)	1.25	1.75	2.50	3.25	3.50	3.50	3.50	3.25	1.00	3.25	3.25	2.75

자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

건설투자와 민간소비가 대외여건 악화 상쇄해 주기 어려울 것

건설투자와 민간소비 등 순수한 국내수요가 대외환경에서 비롯되는 하방 위험을 상쇄해 주기는 어려워 보인다. 건설투자는 기분양 물량의 착공/건설로 2분기까지는 증가세가 개선되었으나 하반기 이후 흐름이 바뀔 것이고, 민간소비는 1) 실질소득악화, 2) 가계 이자부담 확대, 3) 소비심리 악화(내구재 소비제약)에서 자유로울 수 없다. 코로나19 이후 높아진 순저축률의 정상화(2020~21년 평균 12% vs 2019년 6.9%) 가능성이 소비를 지탱시킬 것이나 서비스 혹은 국외 소비에 집중될 것으로 예상된다. 특히 작년 2~3분기의 높은 기저를 고려한다면, 하반기 민간소비는 전년대비 1%를 밑돌 공산이 크다. 분기별 GDP 궤적은 3분기까지 전년대비 0%대를 시현한 이후 4분기 이후 2% 전후 수준으로 회복하는 그림을 예상한다.

하반기 중 정부 세입추경 및 4분기 한국은행 금리인하 개시 예상

GDP가 회복되는 과정 중에 정부의 세입추경 및 한국은행의 금리인하 정책이 들어올 것으로 예상된다. 3분기 전후 세수결손을 보전하기 위한 정부의 세입 추경 가능성이 커졌고, 한국은행도 4분기 금리인하를 개시할 것으로 전망한다. 통화정책의 우선순위에서 물가에 대한 고려가 후퇴하는 시점은 디스인플레이션이 가시화되는 3분기 이후일 것이다. 우리는 전기/가스 요금 인상에도 불구하고, 여타 근원물가 항목의 안정화에 힘입어 국내 CPI 상승률은 1분기 4.7%에서 2~3분기 2.9%와 2.6%로 하향 안정화될 것으로 예상하고 있다.

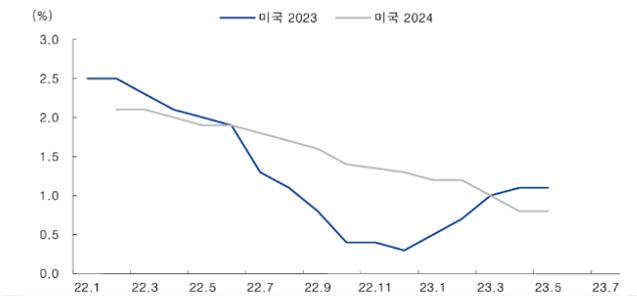
팬데믹 국면의 왜곡과 대외여건 변화를 충분히 반영하지 못한 것은 아닐까?

➔ 올해 성장률은 지금 형성된 우려보다는 나을 것으로 예상

소규모 개방경제라는 특징을 갖는 우리경제는 수출의존도가 매우 높고 대외 여건 변화에 매우 민감한 경향을 보인다. 크게 보면 우리나라의 경제성장률 흐름과 미국과 중국의 경제 성장률 흐름은 대체로 비슷하다.

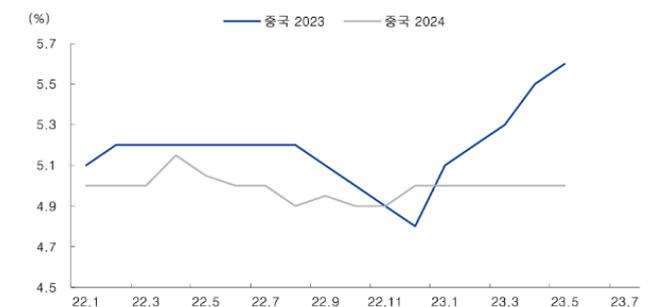
현재의 경제 전망은 우리나라 성장 경로에 가장 큰 영향을 이 두나라의 경제전망 변화를 우리나라 성장률 전망치에 충분히 반영되지 못한 것으로 보인다. 물론 두 나라에 대한 전망 컨센서스가 실제 경제성장경로 이어질지는 단정할 수 없다. 하지만 우려에도 불구하고 기대보다 꾸준히 강한 모습을 보여주는 미국 경제지표나 리오프닝이나 경기부양효과가 조금씩 실물지표로 확인되기 시작하는 최근 중국의 모습을 보면 가능성은 높아지는 모습이다. 이 흐름을 토대로 보면, 올해 우리나라의 경기 흐름은 지금 표면적으로 보이는 것보다는 나쁘지 않을 가능성이 높아 보인다. 올해 미국경제 성장률 기대치가 0.4%에서 1.0%로 상향 조정되었고 추가 상향 조정 움직임이 있음에도 불구하고 우리나라 올해 성장 전망치는 여전히 미국 성장률을 0.4%에 두고 바라보고 있는 것은 아닌지 고민해보아야 할 때이다. 또한 중국 경제 효과에 대한 여러가지 부정적인 시각들은 아직 경기 변화가 본격화되지 않은 지표들을 기반으로 보고 있는 것은 아닌지 경계해야 한다. 중국 경기의 본격적인 변화가 이번 2분기부터 본격화된다면 수출 지표를 필두로 한 우리나라 경제지표들의 변화 역시 이번 2분기 이후 본격화될 가능성이 높다. 따라서 지금까지 발표된 지표를 보고 성급한 예단을 하지 말고 5월 이후 발표되는 지표를 보면서 기대와 현실을 맞춰보는 것이 바람직하다.

그림 3. 올해 미국경제 성장률은 지속적으로 상향 조정 반면 내년 성장 전망은 하향 조정



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 4. 아직 중국경제에 대한 기대와 실망이 반복되고 있지만 올해 성장률 전망치는 매우 가파르게 상향 조정 중



자료: Bloomberg, IBK투자증권