

이 글은 KB증권의 이은택 Strategist, 김민규, 하인환 Analyst 님의 KB 월간전략(2월 전략: 지금부터 복기, 경계, 기대할 것에 대해)를 상당 부분 인용하였습니다.

글을 읽으시는 투자자분들은 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자 시기에 대해 최종적으로 결정하시기 바라며, 본 매체에 게시되는 자료는 어떤 상황에서도 독자의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

심심한 Insight: 최대한 쉽게 쓴 금리 인상 사이클, 인플레이, 실업률, 주식시장

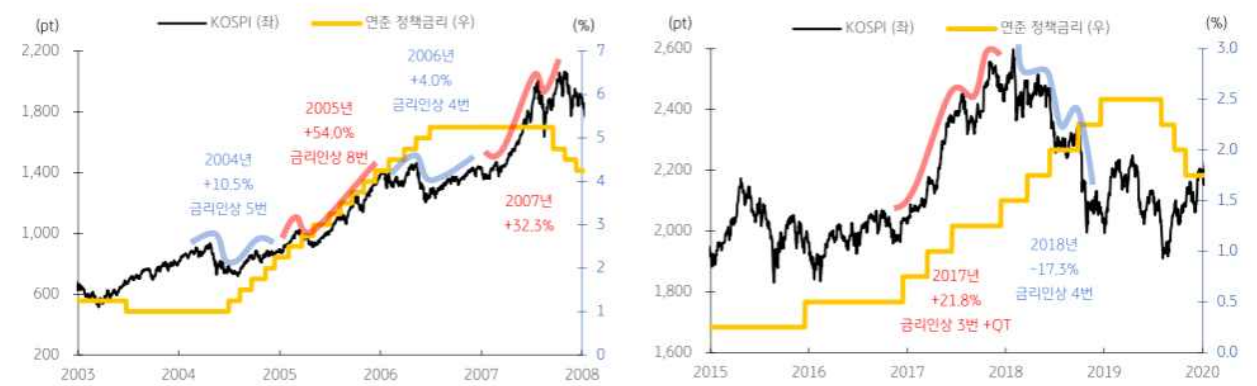
[금리 인상이 주식시장에 미치는 영향]

그림 1. 연준의 추세적 금리인상 사이클과 주식시장 (코스피/S&P 500)



자료: REFINITIV, KB증권

그림 2. 연준의 추세적 금리인상 사이클과 주식시장 (코스피/S&P 500) - 2003년~2007년과 2015년~2019년

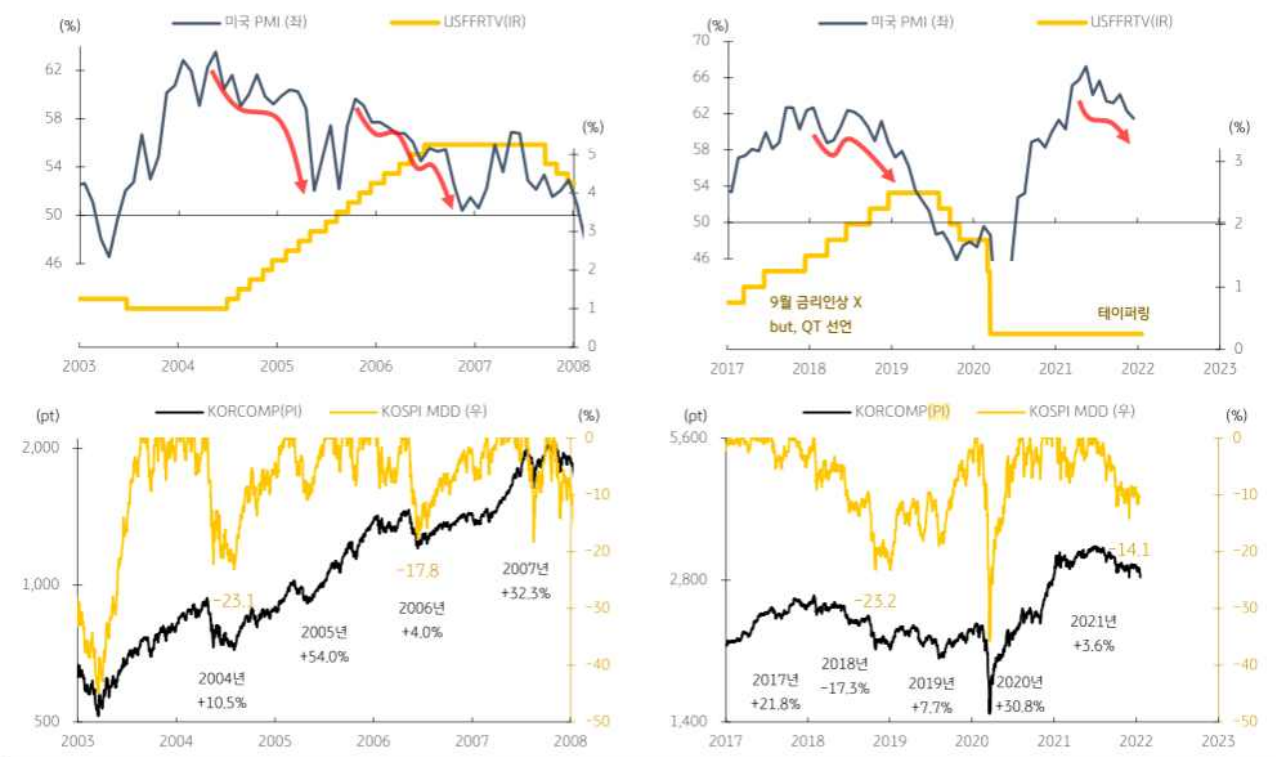


자료: REFINITIV, KB증권

1. 금리 인상이 단행되는 이유는 비정상적의 정상화입니다. 어떤 충격으로 인해서 인하했던 금리를 정상으로 되돌리는 과정이고 이 과정에는 경기가 회복되거나 확장되고 있다는 중앙은행의 인식이 수반됩니다.
2. 금리 인상 자체는 자금의 유동성을 줄이기 때문에 주식시장에 어느정도 부정적인 영향을 주지만, 경기가 회복되거나 확장되는 국면은 주식시장에 긍정적인 영향을 줍니다.
3. 반면, 금리 인상기에 경기가 위축되는 시그널이 포착되면 주식시장은 충격을 받습니다.
4. 이 모든 건 리스크 대비 리턴에 대한 기대가 더 크냐 작냐의 차이에서 와요. 투자자들은 현금, 금, 예·적금, 국채, 부동산, 회사채, 주식 등을 줄 세워 놓고 리스크 대비 리턴을 저울질해 투자에 대한 결심을 내립니다.
5. 기준금리가 올라가면 예·적금 금리가 오르고 국채나 회사채 금리와 차이가 적어지기 때문에 채권은 그 상대적인 매력에 예·적금보다 낮아집니다. 채권과 주식의 방향이 같을 지, 다를 지는 그 상대적인 매력이 결정합니다.
6. 결론은, 모든 자산의 매력은 상대적이라는 것이고, 시장 상황에 따라 판단해야 합니다.

[미국 PMI와 한국의 주식시장]

그림 3. 연준의 추세적 금리인상 사이클과 미국 PMI, 한미 주식시장



- 용어 설명 -

PMI: 구매관리자지수, 기업의 구매 담당자를 대상으로 구매에 대한 여러 항목을 조사한 후 각 항목에 가중치를 곱해서 0 ~ 100 사이의 수치로 나타낸 지수. 일반적으로 50 이상이면 경기 확장, 50 이하이면 수축을 의미

CPI: 미국 소비자물가지수. 미국 가계의 소비여력을 볼 수 있고 인플레이션을 측정하는 중요한 지수로 판단

USFFRTV(IR): 미국 연준의 목표 기준금리

KORCOMP(PI): KOREA SE COMPOSITE INDEX (KOSPI)

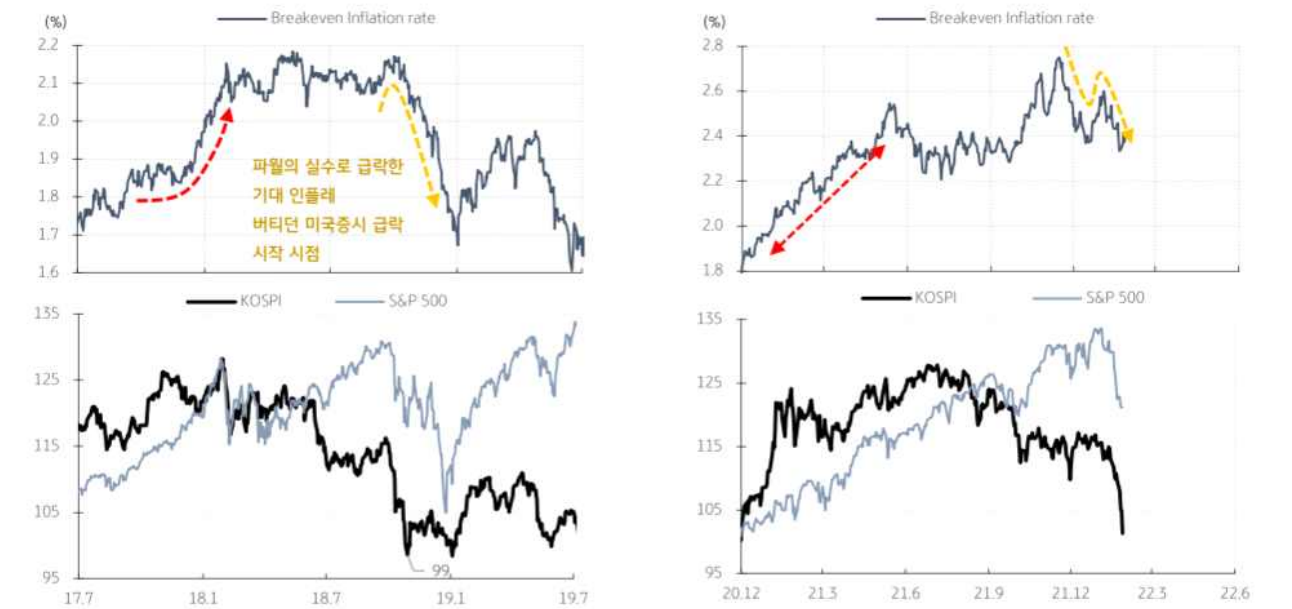
MDD: Maximum Draw Down, 최대낙폭지수, 쉽게 말해 일정기간의 이전 고점 대비 얼마나 떨어졌나

ADP: Automatic Data Processing. 각종 지표 조사/발표 하는 회사 이름. 시총 100조원 넘는 나스닥 상장사

1. 금리 인상기이면서 미국의 PMI가 추세적으로 꺾이는 해(2004, 2006, 2018, 2021)에 한국 증시는 약했습니다.
2. 금리 인상이 한창이 었던 2005년은 PMI가 반등하면서 오히려 강세장이 펼쳐졌습니다.

[기대 인플레이션과 시장]

그림 5. 2018년 vs. 2021년: 미국 국채 10년물 기대 인플레이션과 코스피, S&P 500

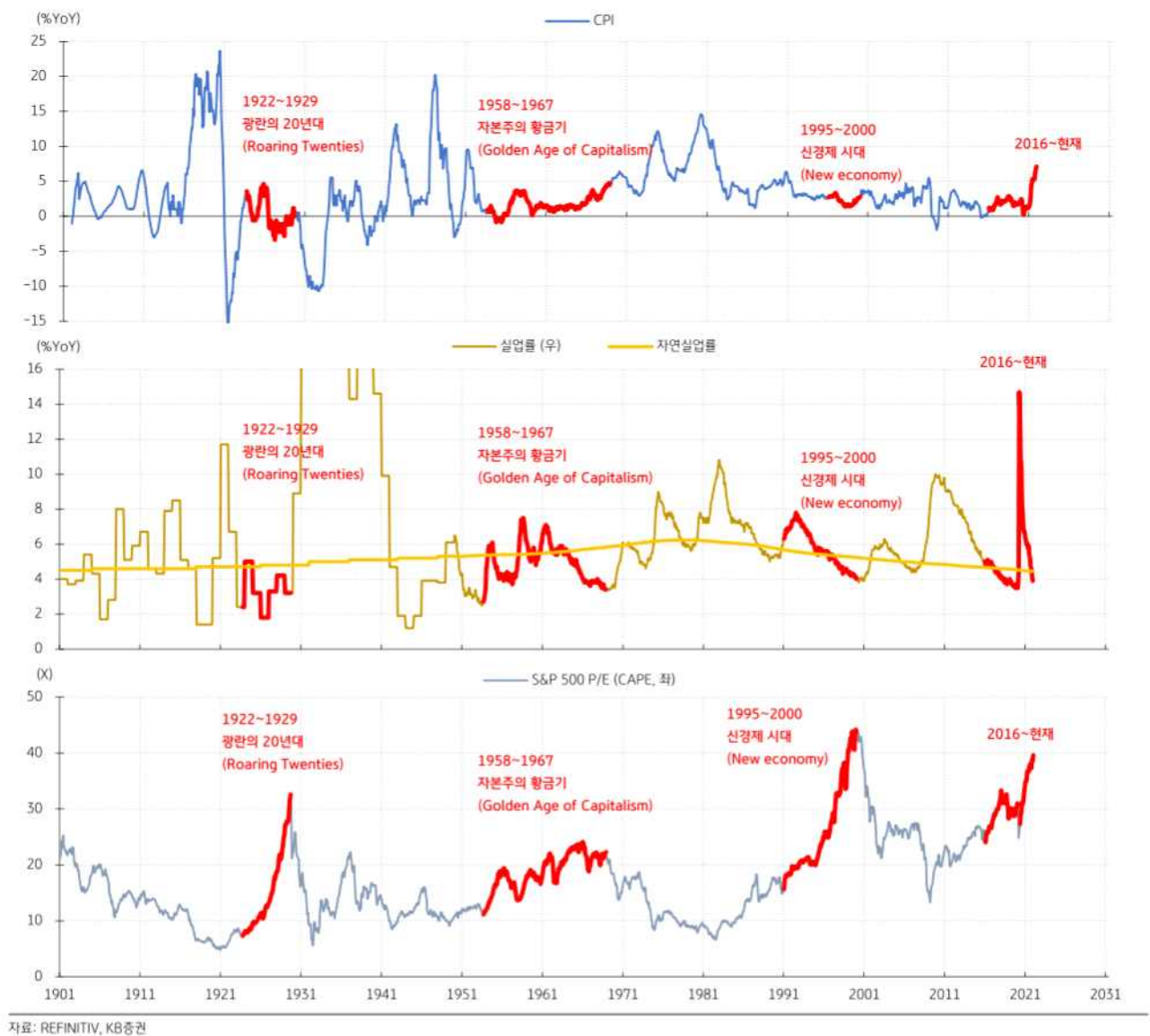


자료: REFINITIV, KB증권

1. **Breakeven Inflation Rate**는 미국의 일반 국채와 TIPS(인플레이션 연동 미국채) 간 수익률 격차입니다.. 인플레이션 전망 선행지표. 쉽게 설명하면 **이게 오르면 물가 오르는 쪽에 베팅한 채권 트레이더가 있다**는 뜻으로 해석할 수 있습니다. 위 차트는 10년물로 계산한 BEI입니다.
2. BEI가 방향성을 가지면 무섭네요. 우리의 코스피가 S&P500보다 BEI에 더 민감한 건 우리나라 산업의 근간이 제조업이기 때문에 인플레이션에 더 예민하기 때문이라고 생각합니다.

[버블 붕괴의 조건]

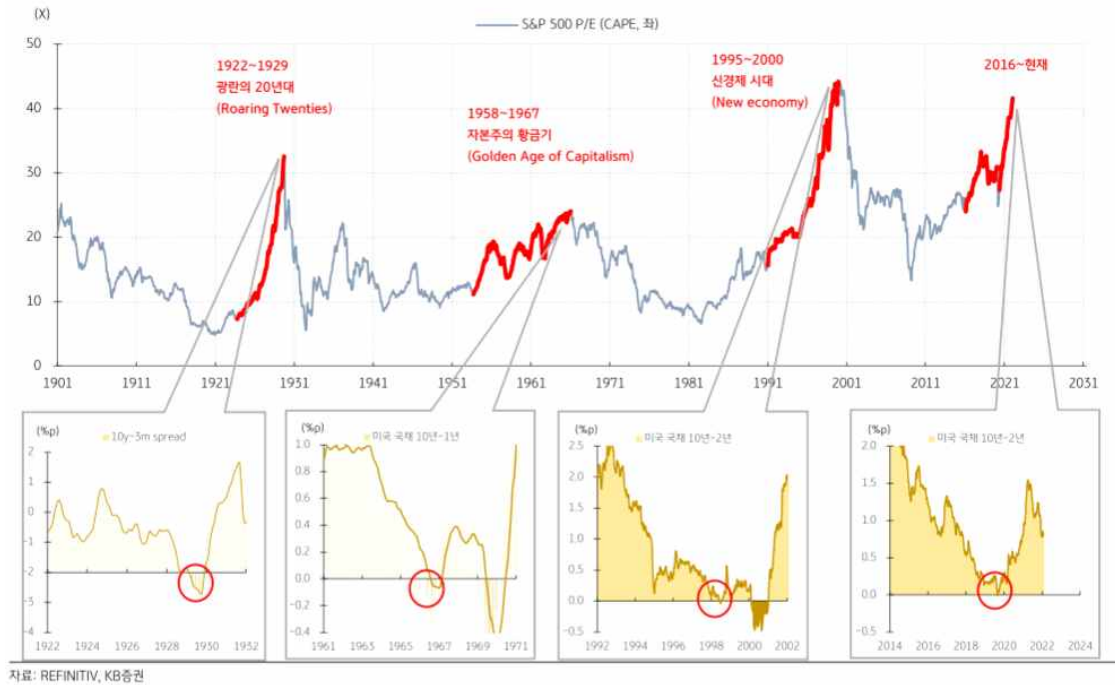
그림 6. 미국 물가, 실업률, 그리고 S&P 500의 12Mfwd P/E



1. 실업률과 인플레이션은 보통 Trade-off 관계이지만, 낮은 실업률 + 낮은 인플레이션 조합이 나타나면 투자자의 위험 선호도 상승으로 이어져 버블이 발생했습니다.
2. CAPE는 경기조정주가수익비율(CAPE, Cyclically-Adjusted Price Earnings Ratio)로 주가가 지난 10년 평균 주당순이익의 몇 배인지를 보여주는 지표입니다. $S\&P500\ CAPE = S\&P500\ 실질가격 / S\&P500\ 실질\ EPS의\ 과거\ 10년\ 평균$
3. 선을 그어 보면 버블은 실업률과 물가 중 하나가 튀었을 때 붕괴했습니다. 지난 1년을 돌이켜보면 파월 의장은 인플레이션은 일시적일 것이라고 언급하면서 실업률과 고용율을 더 강조했었는데 왜 그랬을지 이해가 되는 부분입니다.
4. 앞으로의 시장이 더욱 예측하기 어려울 거라고 예상되는 부분이 여기에 있습니다. 실업률과 인플레이션은 Trade-off 관계인데 고용을 유지하면서 인플레이션을 어떻게 누를 수 있을까요? 그리고 경기를 우리는 뭘 보고 예측해야 할까요?

[또 다시 강조하는 미 국채 장단기 스프레드]

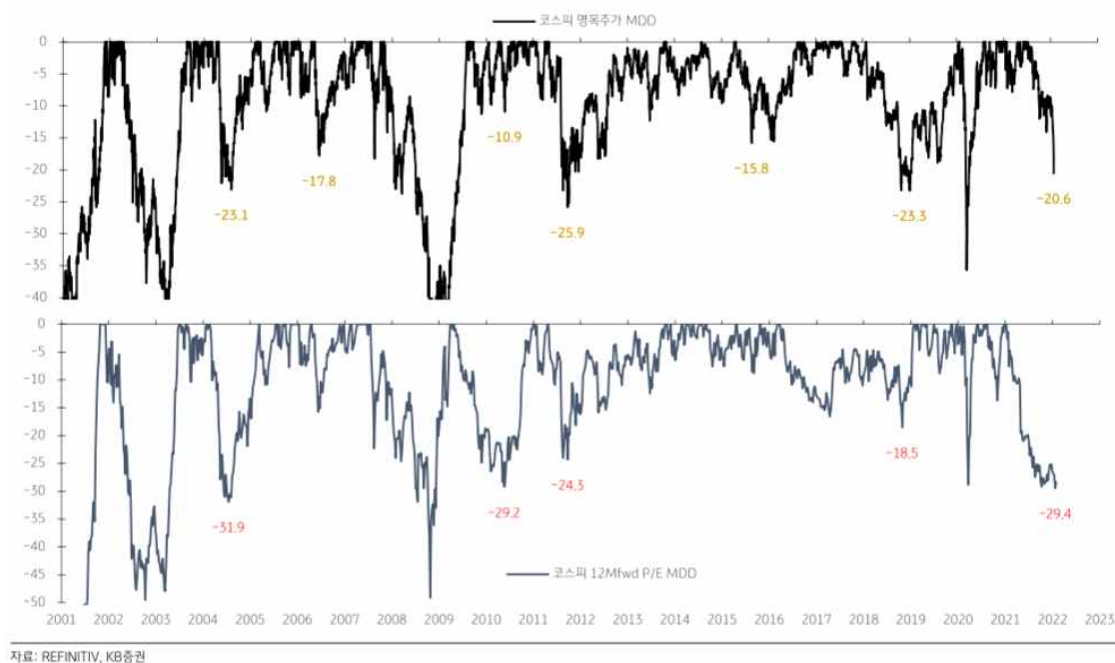
그림 7. S&P 500 P/E (CAPE)와 미국 국채 장단기 스프레드



1. 시장이 인플레이 때문에 연준이 계속 긴축을 할 것이고, 경기가 위축될 것이라고 예측한다면 단기금리는 급등(단기 채권 매도) 장기금리는 하락(장기 채권 매수)하거나 횡보할 가능성이 높습니다.
2. 이는 곧 장단기 스프레드의 축소 또는 역전 현상으로 관측될 거고 제가 계속해서 장단기 스프레드가 양(+)의 영역에 있다면 여전히 기회가 있을 거라고 생각하는 근거입니다.

[과거 사례와 코스피 명목 주가, 선행 P/E로 하단 계산]

그림 8. '경기 둔화 + 연준 긴축'에서의 코스피 명목 주가와 12개월 선행 P/E의 하락폭 (MDD)



1. 연준 긴축은 정해진 길이고, 경기 둔화가 기정 사실화 된다면...
2. 명목주가 기준 -23 ~ -25% 수준의 하락이 가장 빈번했었고 이번 하락도 그 정도라고 계산한다면 2,500pt.
3. 선행 P/E 하락폭으로 보면 -30% 정도에서 바닥이 나왔었고 이 기준으로 12Mfwd P/E 10배를 계산하면 2,640pt.