

2024. 08. 28

IBKS Strategy In-Depth Report



# 의심스러운 연착륙 시나리오



Strategy **변준호**

02) 6915-5670 / ymaezono@ibks.com

RA **박은명**

02) 6915-5527 / eunp9622@ibks.com



IBK기업은행 금융그룹

**IBK투자증권**

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신리학 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



## Intro

8월 초 증시 변동성이 급격히 확대되면서 시장의 연착륙 시나리오가 의심을 받기 시작했습니다.

시장 참여자들은 여전히 연착륙 가능성을 높게 보고 있고, 연준이 물가와 경기를 적절히 안정화 시켜 줄 것으로 기대하고 있습니다.

물가 하락, 미국 고용의 완만한 둔화, 극적 호황의 부재, 연준의 금리 인하 등이 연착륙 시나리오를 지지해주고 있지만  
시장이 간과하거나 경시하고 있는 연착륙 시나리오를 뒤흔들 수 있는 다수의 요인들이 공존하고 있음을 주시할 필요가 있습니다.

이제 금리 인하 기대감 종료 후 관심이 경기로 이동하고 있고, 경기가 어떻게 착륙할지 불확실성이 증대될 수 있는 국면입니다. 이에 대해,  
본 보고서는 美 연착륙 시나리오를 위협할 수 있는 10가지 요인을 점검해 보았고 이중 일부가 부정적으로 작용할 가능성이 있다고 예상하고 있습니다.  
실제 과거 미국의 금리 인하 국면을 정리해 보면, 연착륙은 그 사례가 생각보다 적고, 또 현재는 90년대 중 후반 연착륙 국면과 닮아 있지 않습니다.

따라서, 연착륙이 아닐 수 있는 가능성에 대비해야 한다고 판단하며 수익률 극대화보다는 리스크 관리에 포커스를 두는 전략을 권고합니다.  
가장 큰 위협 요인 중 하나는 시장의 지나친 낙관입니다. 이는 증시가 '연착륙'보다 '연착륙이 아닐 가능성'에 좀 더 민감할 가능성을 시사해 줍니다.  
사실, 연착륙일지 경착륙일지는 가봐야 압니다. 그 가는 과정에서 증시는 연착륙일지 경착륙일지 그 '논쟁'을 반영할 수 있다고 생각합니다.  
위험자산보다 안전자산을 선호합니다. 주식 시장 내 수출주와 경기 민감주의 비중을 축소하고 내수주와 경기 방어주의 비중을 확대할 것을 권고합니다.  
감사합니다.



# CONTENTS

- [1] 실제 금리 인하의 시작, 과연 호재인가?
- [2] 美 연착륙이 아닐 수도 있는 10가지 요인 점검
- [3] 과거 美 연착륙 사례와의 비교 및 시사점
- [4] 시장 전망 및 투자 전략



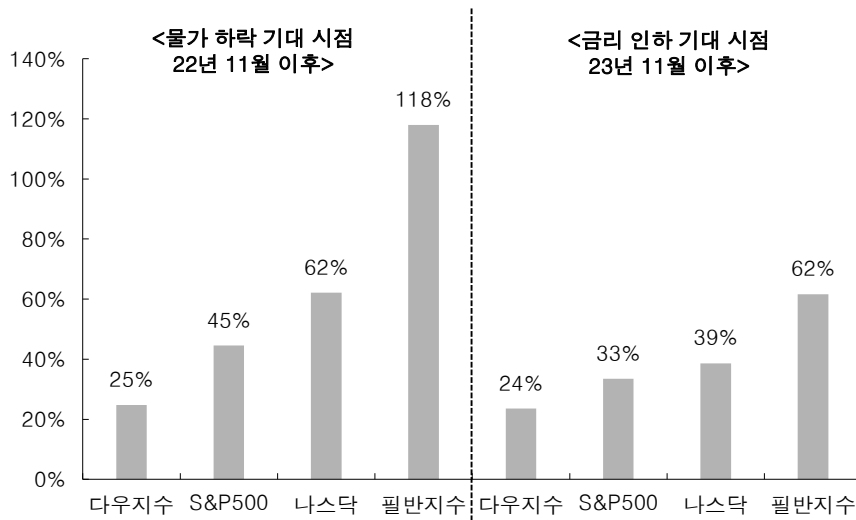
# [1] 실제 금리 인하의 시작, 과연 호재일까?

— 과거 美 첫 금리 인하 시점을 전후로, 방향을 바꿨던 KOSPI —

# 시장은 금리 인하 그 다음을 준비 중: From [Fed] To [Fundamental]

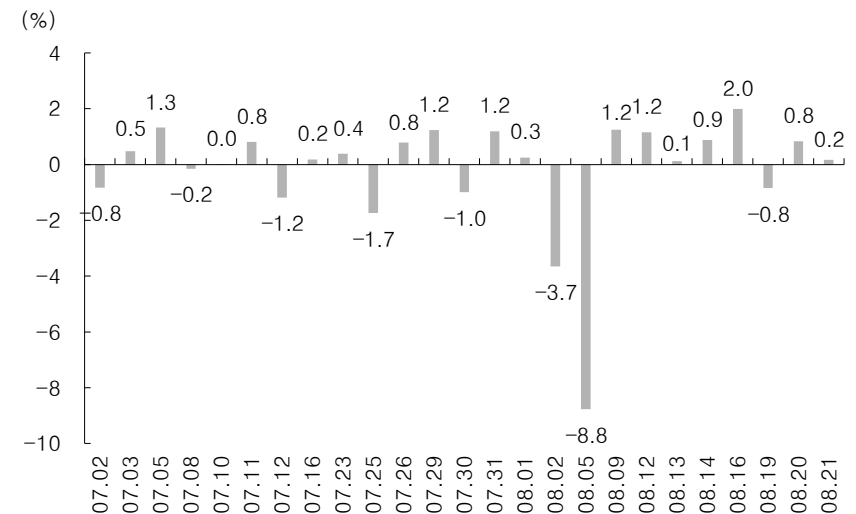
- 24년 9월 FOMC에서 연준의 금리 인하가 기정사실화됨에 따라, 시장은 이제 금리 인하 그 다음을 준비 중
- 금리인하가 장기간 증시 상승으로 선 반영되어 온 호재이기 때문이고, 이제 재료 노출 국면에 진입
- 美 증시는 금리 인하 기대감을 반영하며 큰 폭의 상승세를 보였고, KOSPI도 23년 11월 이후 약 17% 상승
- 이제 투자자들의 관심은 연준에서 펀더멘탈로 이동할 가능성이 높다고 판단됨
- 특히, 미국 경기가 기대대로 연착륙 할 것인지 아니면 다른 시나리오로 전개될지를 가장 크게 고민하게 될 것
- 하지만 7월말~8월초 증시 변동성이 급격히 확대되면서 연착륙에 대한 자신감은 점차 위축되기 시작
- 경험적으로 금리 하락일에 증시가 강했으나, 하반기 이후 미국 금리 하락일에 국내 증시가 급락하는 현상이 증가되고 있음

금리 인하 기대감이 반영되기 시작한 이후 美 증시 상승률



자료: Bloomberg, IBK투자증권, 주: 필반지수는 필라델피아반도체지수를 의미

하반기 이후, 미국 금리 하락일 한국 증시 변동



자료: Bloomberg, IBK투자증권, 주: 금리는 美 국제 10년물 금리를 의미

# 9월 FOMC 금리 인하 유력, 그런데 9월에 시장 금리는 상승한다?!

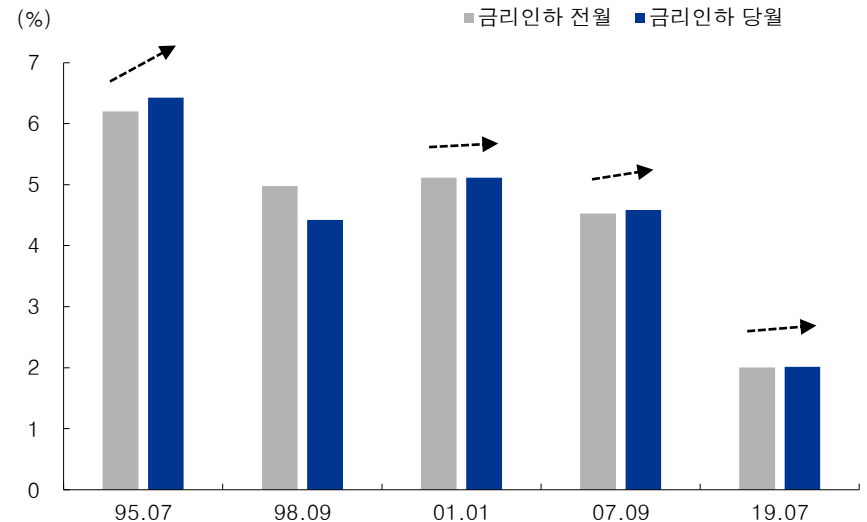
- 9월 FOMC에서 연준은 25bp 금리 인하를 단행할 것으로 전망
- 최근 미국 경제 지표 흐름과 증시 상승 등으로 빅스텝 가능성은 낮다고 판단
- 장기간 기대하고 반영되어 온 시장 대부분이 인지한 재료의 금리 인하이기 때문에 9월 FOMC를 전후로 오히려 채권 시장은 단기 차익 실현 나올 것
- 이는 美 국채 10년물 금리가 빠르게 선 반영하면서 기준 금리와의 과도한 괴리를 보여주고 있기 때문
- 실제 최근의 미국의 첫 금리 인하 사례 5번을 살펴 보면, 첫 금리 인하 단행 월에 금리는 대체로 상승(상승 확률 80%)
- 채권 시장에서의 차익 실현은 주식 시장에서의 차익 실현을 동반 유발할 가능성이 높음

美 기준금리와 국채 10Y Gap 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

과거 미국 첫 금리 인하 월, 美 국채 10Y는 오히려 대체로 상승

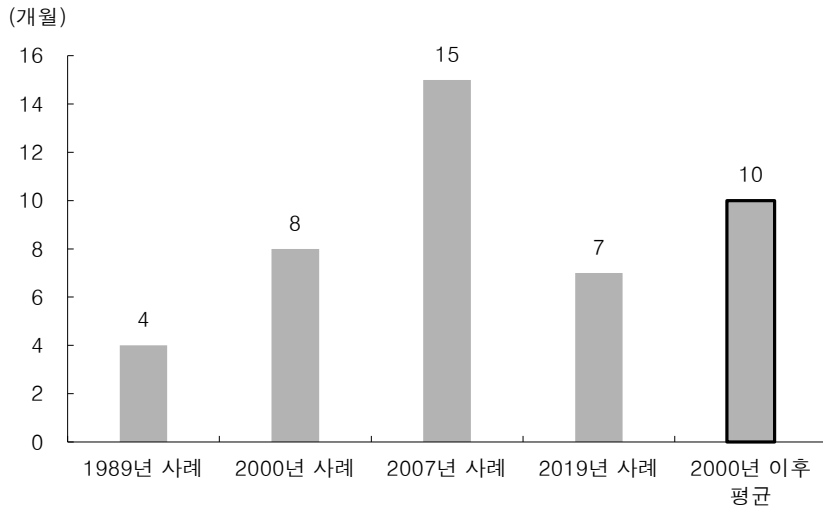


자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 경험적으로 美 증시는 성장률 정점 후 금리 인하를 약 10개월 반영

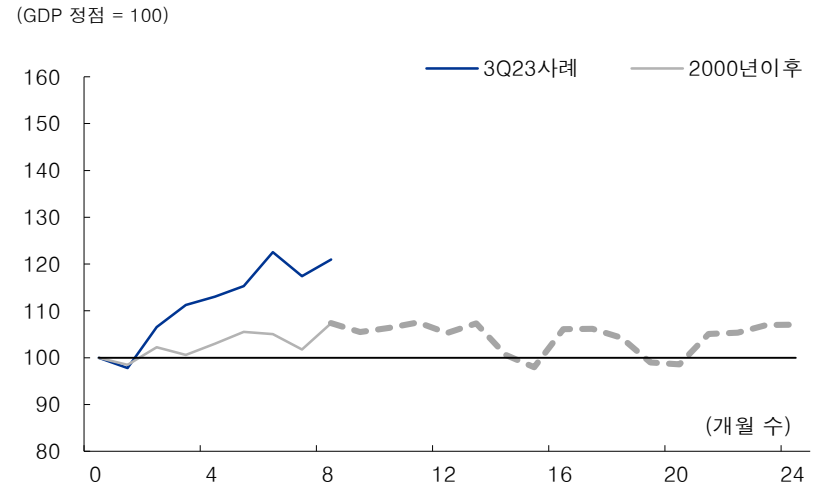
- 미국 금리 인상 종료 후, 인하 시작까지 시작됐던 소요 시간 평균 10개월
- 23년 7월이 마지막 금리 인상이었기 때문에, 24년 9월 인하 시 14개월 만에 단행되는 것
- 이는 금리 인상이 멈추고 인하까지 대략 1년의 기간이 있었다는 것이고 그 약 1년의 기간 증시가 인하 기대감을 반영했다고 볼 수 있음
- 실제 과거의 미국 분기 성장률 정점 이후 S&P500 추이를 보면, 성장률 둔화에도 약 10개월 가량 상승하다가 상승세가 멈췄다는 점을 알 수 있음
- 이를 통해 봤을 때, 7월 이후 미국 증시의 급격한 변동성 확대는 과거와 같은 인하 반영 기대감 끝에 나오는 현상으로 추정해 볼 수 있음

美 기준 금리 인상 종료 후, 인하 시작까지 소요 시간



자료: Bloomberg, IBK투자증권

美 분기 성장률 정점 후, S&P500 2년 평균 추이



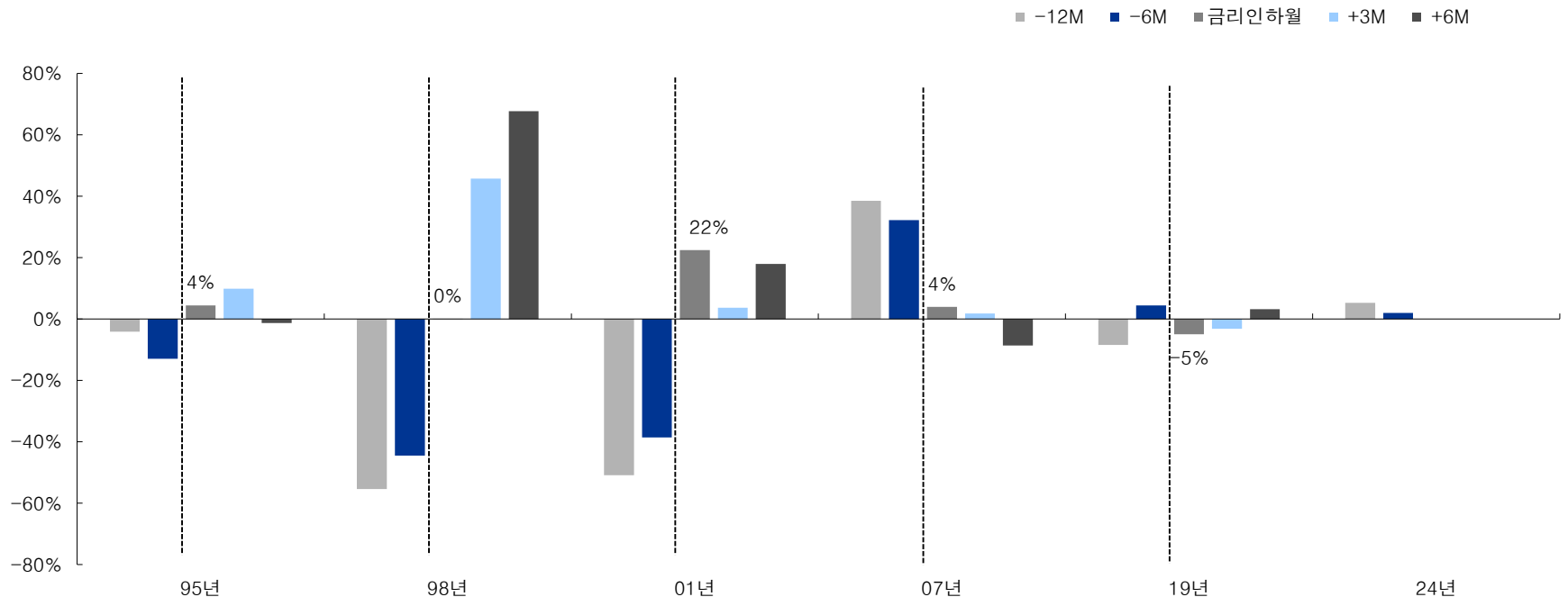
자료: Bloomberg, IBK투자증권



# 과거 美 금리 인하, KOSPI에 호재였나? 중요한 시사점이 있다!

- 과거 미국의 첫 금리 인하 시점을 돌이켜 보면, 금리 인하가 진짜 호재였는지 모호한 측면이 있음
  - 여기서 중요한 시사점은 보통 인하 시점을 기점으로 그 전과 후의 KOSPI 방향성이 바뀌었다는 점임. 이는 전이든 후든 하락 국면이 꼭 있었다는 점
- ⇒ 금리 인하 전 KOSPI가 하락한 경우 금리 인하가 호재로 작용했으나 그렇지 않은 경우는 호재가 아니거나 오히려 악재로 작용
- ⇒ 현재 상황은 금리 인하 전 KOSPI가 다소 상승해 있기 때문에 인하 후 하락 가능성을 배제할 수 없는 상황

과거 미국 첫 금리 인하 시점 전후, KOSPI 등락률 비교(차트 내 수치는 첫 금리 인하 월 KOSPI 등락률)



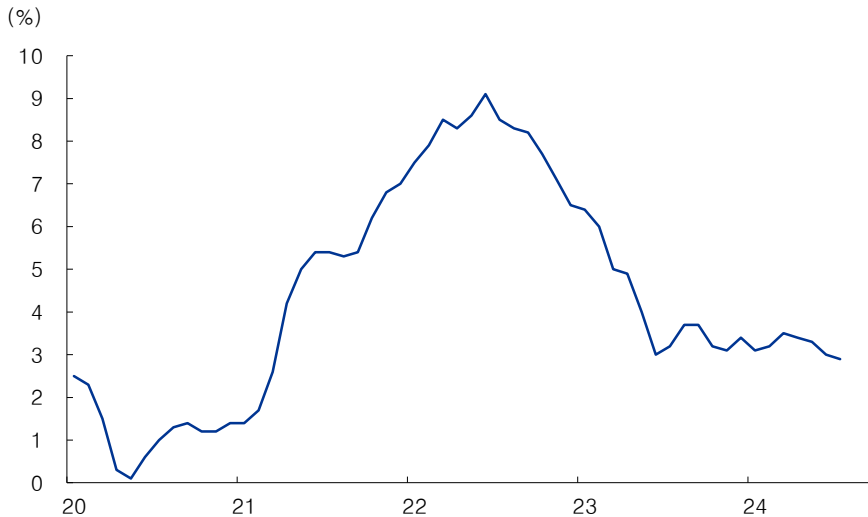
자료: Bloomberg, IBK투자증권  
주: +3M, +6M은 금리 인하 당월을 포함한 기간



# 이번에는 다를 수 있다? 인하 목적이 물가인지 경기인지가 중요

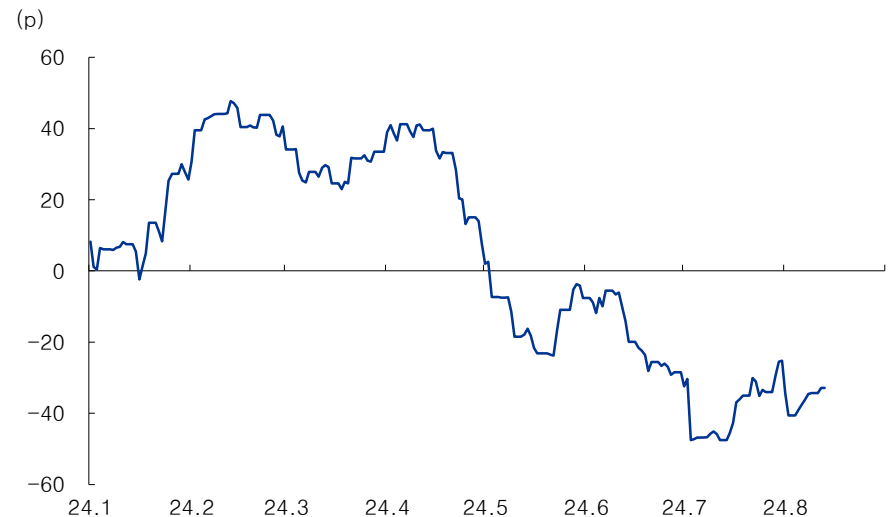
- 앞서 언급한대로 미국의 첫 금리 인하 기점을 전후로 증시가 하락 국면을 나타낸 것은 경기에 대한 걱정 때문
- 과거 금리 인하는 대체로 경기 우려를 동반했음. 그런데 이번에는 물가 하락 때문에 금리를 인하해서 증시가 받는 부정적 영향이 제한될 수도 있음
- 상반기까지만 하더라도 미국의 경기 우려가 매우 제한적이었기 때문에 이번에는 다를 수 있다는 식의 긍정론이 부각되었음
- 하지만, 하반기 들어 미국의 경기 우려가 본격화되고 있어 9월 FOMC에서 경기 우려가 언급될 가능성이 높아진 상황
- 결국 이번에도 경기 우려를 동반한 금리 인하의 형태가 될 가능성이 높아지고 있기 때문에 FOMC를 호재로만 인식하기에는 한계가 있을 수 있음
- 미국의 경제 지표 둔화와 물가 하락이 동반확인되고 있기 때문에 9월 FOMC는 물가와 경기 모두를 위한 인하일 가능성이 높음

미국 CPI YoY 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

미국 Citi Economic Surprise Index 추이

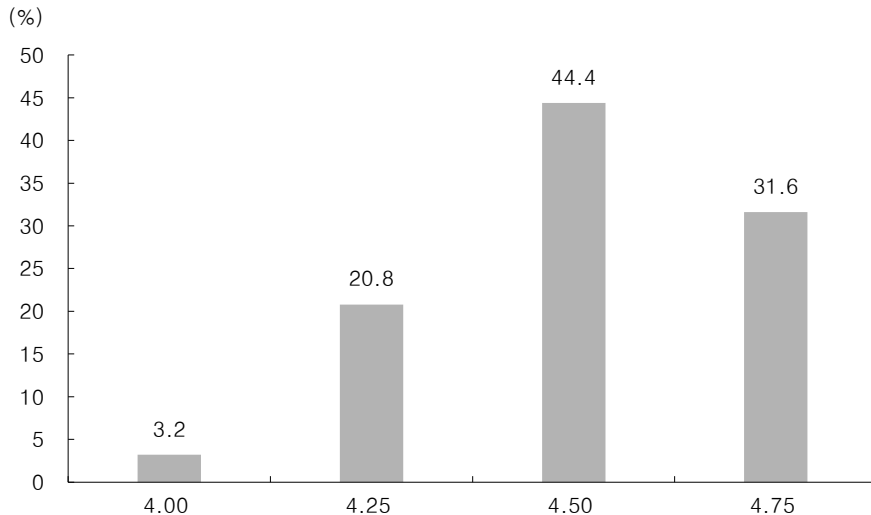


자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 연내 100bp 인하 반영 중인 시장. 실제 그럴 경우 증시 안 좋을 수도...

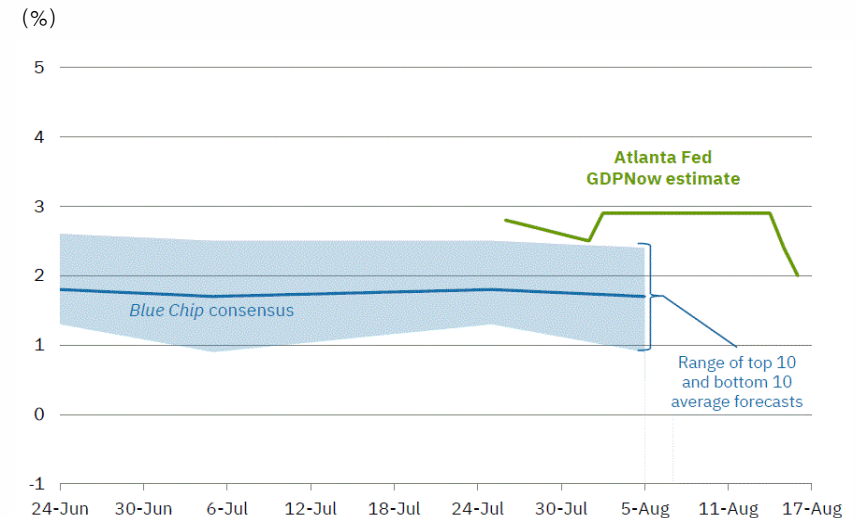
- FedWatch는 올해 이미 100bp의 금리 인하를 가정하고 있음
  - 미국의 물가 하락 속도가 시장의 예상 수준에서 크게 벗어나지 않고 있고 침체 현상도 강하지 않아 연내 100bp 인하가 단행되기는 어려울 수 있음
  - 美 증시도 전 고점 부근에 있어 연준의 금리 인하가 빠르게 진행될 명분이 금융 시장 측면에서도 크지 않은 상황
  - 어떤 시나리오에서도 연내 FOMC가 호재로 인식되기가 어려울 수 있음
- ⇒ (1) 25bp~75bp 인하: 연준 점도표와 스탠스 반영으로 시장의 기대감 축소. 하지만 그만큼 경기가 나쁘지 않다는 반증으로 우려 크지 않을 수 있음
- ⇒ (2) 100bp 인하: 3번의 FOMC 중 반드시 빅스텝 한번이 필요. 실제 100bp 인하 시 물가보다는 경기 때문에 급하게 내린다는 인식 반영될 가능성
- 최근 미국의 3Q GDP Now가 빠르게 하향 조정되고 있음을 주시할 필요

FedWatch에 반영 중인 미국 연말 기준 금리 확률



자료: FedWatch, IBK투자증권  
주: 8월 21일 기준

美 3Q GDP Now 추이

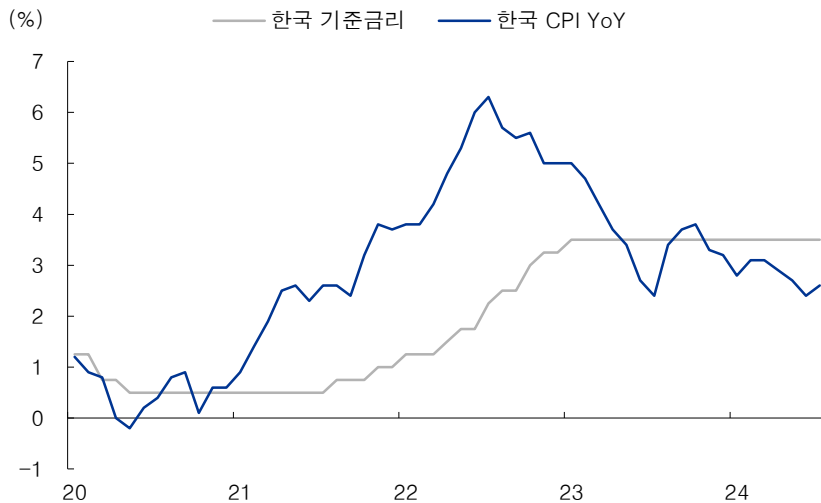


자료: 애틀랜타연방은행, IBK투자증권  
주: 8월 21일 기준

# 금통위, 연준과 보폭 맞춰 10월 인하 예상

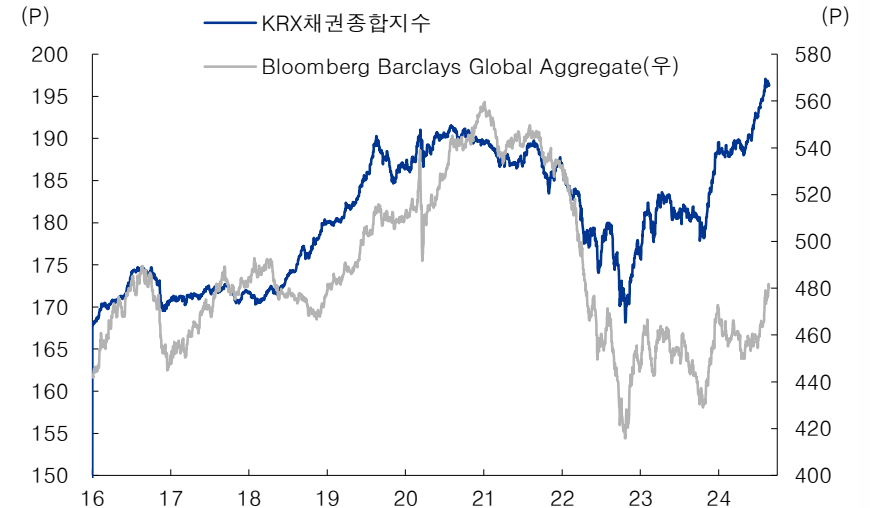
- 연준의 9월 금리 인하 이후, 금통위는 10월 금리 인하를 단행할 것으로 전망
- 비교적 빠른 물가 하락, 내수 부진 등으로 우리나라도 금리 인하 명분이 현저히 발생한 상황
- 단, 수출 회복세, 대출 급증과 부동산 가격 상승 등을 고려할 때 빠르게 금리를 내리기보다는 금리 인하 효과를 보면서 천천히 인하할 것으로 예상
- 또한, 경험적으로 미국과 보폭을 맞춰왔다는 점에서 점진적 금리 인하가 단행될 것으로 보임
- 국내 시중 금리 역시 빠르게 하락하며 금리 인하를 반영한 만큼 가을철 금리 추가 하락 룬은 크지 않을 것으로 예상
- 좀 더 긴 호흡에서는 가격적인 측면에서 금리 인하 기대감이 상당 부분 반영된 국내 채권보다 미국 등 해외 채권에 대한 관심 높아질 전망

한국 기준 금리와 CPI YoY 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

KRX 채권종합지수와 Barclays Global Aggregate 채권지수 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

## [2] 美 연착륙이 아닐 수도 있는 10가지 요인 점검

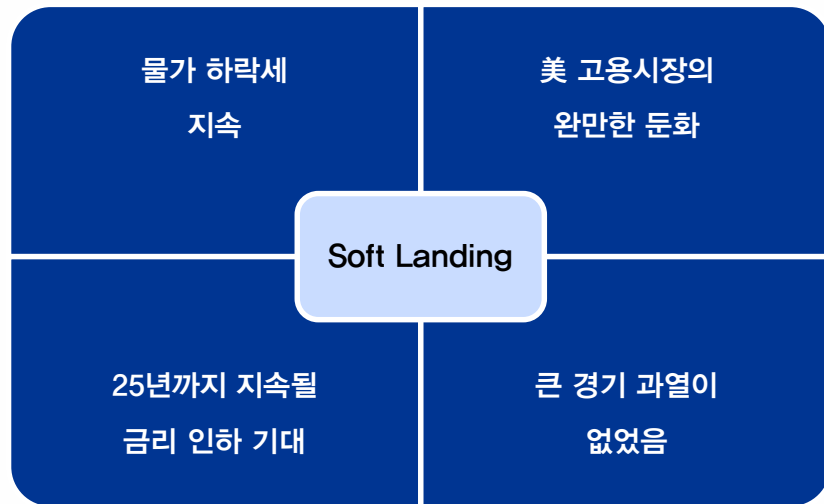
– Market은 연착륙이냐 경착륙이냐 그 ‘논쟁’을 반영할 수 있다 –



# 시장이 예상하는 美 연착륙 시나리오

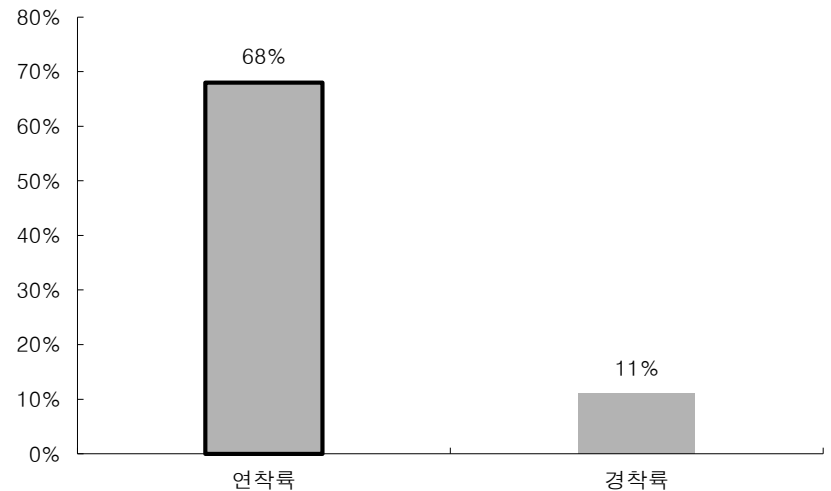
- 시장은 미국 경제의 연착륙을 자신하고 있음
  - 여기에는 물가 하락세 지속, 고용시장의 완만한 둔화, 내년까지 전개될 금리 인하, 큰 경기 과열이 없었다는 점에 기인
  - 지난 7월 BoA 펀드매니저 설문조사에 따르면, 연착륙 기대감은 약 70% 수준을 반영하고 있음
  - 다만, 무착륙을 포함한 강한 경기 연착륙에 대한 자신감은 오히려 증시에 불리하게 작용할 수 있음
- ⇒ 기대감이 과도하게 높을 때, 증시는 작은 부정적 요인에도 악재로 인식할 가능성이 높다는 점을 주시해야 할 시점

## 美 연착륙 시나리오 주요 요인들



자료: IBK투자증권

## 경제 연착륙에 대한 펀드매니저 설문조사

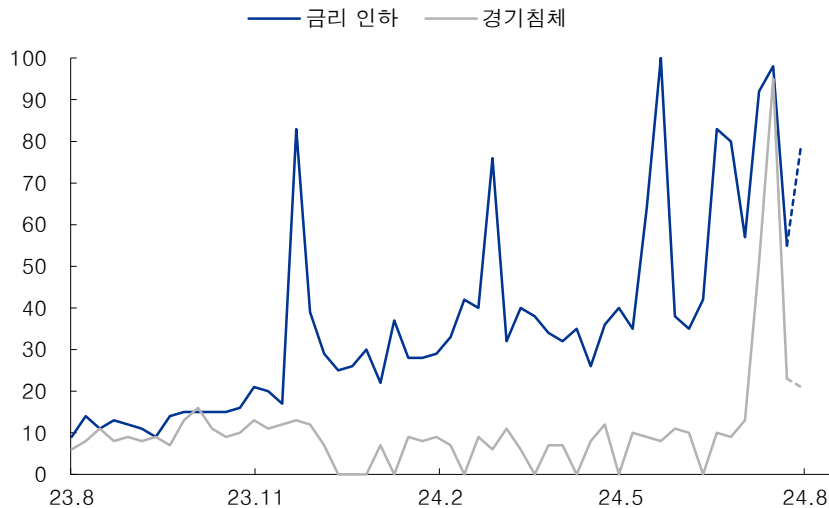


자료: BoA, 한경비즈니스 언론 보도 인용, IBK투자증권  
주: 7월 설문조사 기준

# 하반기 들어 연착륙에 대한 의구심 발생. 왜 시장은 침체 '조짐'에 민감한가?

- 하지만, 하반기 들어 증시 변동성 확대되며 연착륙 의구심 발생
- 구글 트렌드 키워드 검색 결과, 경기침체 수치가 최근 폭등
- 증시가 침체 '조짐'에 민감하게 반응하는 모습
- 보통 증시가 美 경기 침체 우려를 가장 크게 반영하는 구간은 15~50%
- ⇒ 침체가 올지, 어떤 형태로 올지 모른다는 불확실성의 크기가 가장 큰 구간
- 오히려 침체 확률이 50%를 넘어서면 침체 우려가 거의 선 반영된 상황
- 현재 미국 경기 침체 확률은 30%로 증시 변동성이 커질 수 있는 기간

구글 트렌드 키워드 검색 결과: 금리 인하 vs 경기 침체

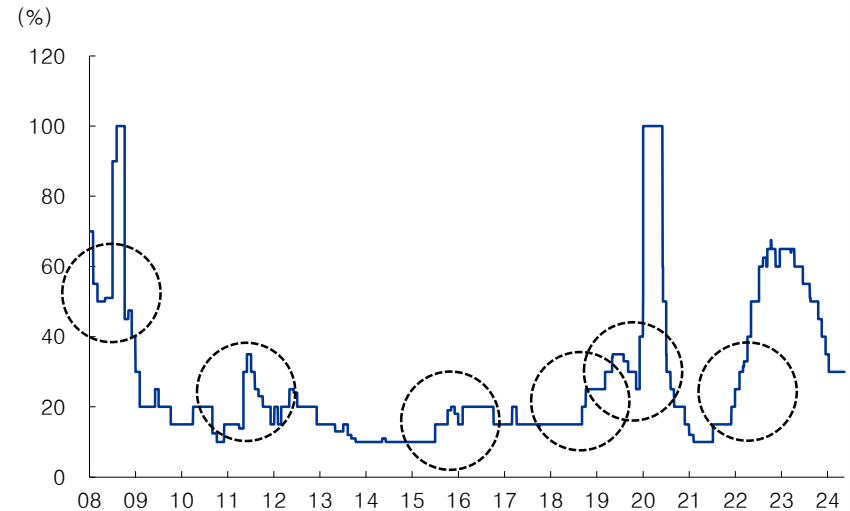


자료: Google, IBK투자증권. 주1: 8월 22일 기준, 주2: 점선은 8월 18일부터 22일까지이며 일부 불완전 데이터 포함  
주3: 100은 검색 빈도가 상대적으로 가장 높은 경우, 0은 낮은 경우를 의미

'미국 경기 침체 확률'별 주식 대응 전략

15% 이하	경기 호조 국면	비중 확대
15~50%	경기 우려 국면	비중 축소
50~70%	경기 침체 국면	중립, 점진적 비중 확대
70~100%	위기, 패닉 국면	강한 비중 확대

미국 경기 침체 확률 추이: 점선 원은 증시 하락기 표시



자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 美 연착륙이 아닐 수도 있는 10가지 요인 Summary

이 10가지 중에서 1~2가지만 발현되더라도 연착륙 시나리오는 흔들릴 수 있다.

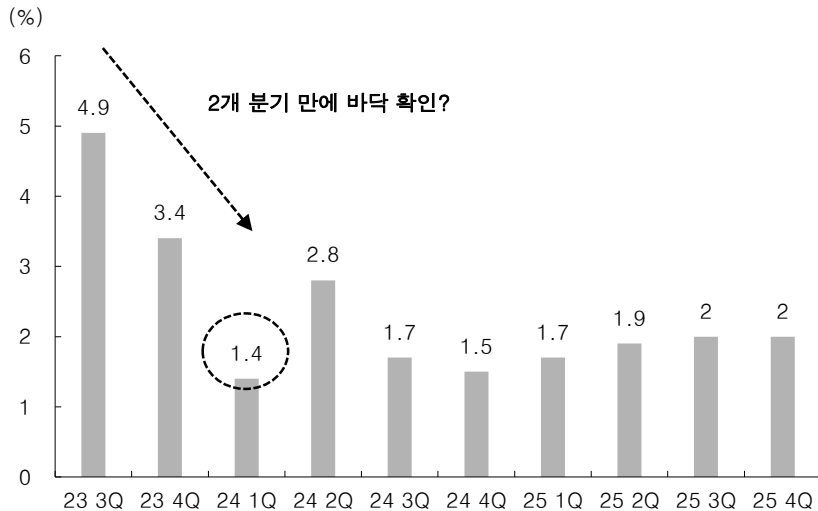
No.	제목	요약
1	과도한 낙관적 경제 전망, 美 바닥 통과?	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 미국 GDP 성장률 컨센서스는 24년 1Q 저점을 형성하고 24년 하반기부터 회복하는 흐름을 예상 중</li> <li>- 그러나, GDP 성장률이 23년 3Q에 정점을 형성한지 2개 분기 만에 저점을 확인했다고 가정하는 것은 과도하게 낙관적인 전망이라고 판단</li> </ul>
2	초기 금리 인하의 부양 효과 제한적	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 미국 경기 회복 전망의 배경에는 금리 인하로 인한 소비 및 투자 여력 확대가 있음</li> <li>- 그러나, 실제로 금리 인하를 단행한 초기에는 경기 부양 효과가 약한 경향</li> <li>- 향후 금리가 내려갈 것이라는 기대로 소비 및 투자가 지연될 수 있음을 염두에 둘 필요</li> </ul>
3	美 긴축 후 2년 차 징크스와 동반된 이벤트	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 금리 인하 1년차에는 경기가 완만하게 둔화하지만 2년차에는 고금리 장기화 영향이 누적되면서 더욱 빠른 경기 하락 혹은 경착륙을 경험한 바 있음</li> <li>- 따라서, 미국의 25년 경제가 상당한 도전을 받을 가능성에 대비할 필요</li> </ul>
4	연준의 정책 실기 가능성	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 지난 22년 미국은 물가 상승이 일시적이라고 언급하며 소극적인 정책 대응을 하면서 인플레이션이 심화된 경험이 있음</li> <li>- 이번에도 연준이 물가 하락에 대한 충분한 데이터를 기다리면서 금리 인하에 소극적으로 대응할 경우 고 금리 장기화로 인해 연착륙 시나리오가 흔들릴 가능성 제기</li> </ul>
5	美 고용시장의 본격적 둔화 가능성	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 7월 미국 ISM 제조업 지수 세부 항목인 고용 지수가 급락</li> <li>- 제조업 고용에 대한 불확실성 확대되면서 고용 시장 우려 부각</li> <li>- 또한, 실업률은 저점 이후 금리 인하 기대감 반영하며 상승세를 보이는 경향이 있으므로 하반기 이후 실업률 상승 가능성을 주시할 필요</li> </ul>
6	주식 등 자산 시장 하락 따른 부정적 효과	<ul style="list-style-type: none"> <li>- S&amp;P500의 밸류에이션 부담이 높은 수준에 도달하면서 조정 가능성 대두</li> <li>- 이에 따라 미국 증시가 하락할 경우, 경기 심리 위축되며 경기 둔화가 더욱 빠르게 진행될 수 있음</li> </ul>
7	엔캐리 트레이드 리스크 지속	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 엔캐리 트레이드가 청산되는 움직임이 포착되었는데 이는 최근 증시 급변동의 원인으로 추정</li> <li>- BOJ의 패파적 기조가 지속된다는 가정 하에 향후 엔화 강세 지속 가능성 높다고 판단</li> <li>- 이에 따라 엔캐리 트레이드 청산 리스크가 추가적으로 부각될 가능성 잔존</li> </ul>
8	트럼프 재선 시, 관세 인상 따른 무역 악화	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 트럼프 대선 후보가 대통령으로 당선될 경우, 미국내 수출기업 경쟁력 강화를 위해 관세 부과를 확대할 가능성이 높음</li> <li>- 관세 인상으로 인해 전세계적으로 무역이 악화되면 수출 주도 국가인 우리나라에 타격이 클 것으로 예상</li> </ul>
9	트럼프 재선에 따른 인플레이션 재발	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 트럼프의 관세 공약이 현실화될 경우, CPI는 대략 0.5~2%p 상승할 것으로 예상</li> <li>- 물가가 상승 압력을 받을 수 있다는 우려를 올해 하반기와 내년에 Pricing할 가능성을 염두에 둘 필요</li> </ul>
10	중동 전쟁 확대에 따른 유가 급등 가능성	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 중동 교전이 격화되면서 확전 우려도 불거지는 상황인 가운데 지정학적 리스크 부각되며 국제 유가가 상승 압력을 받을 수 있음</li> <li>- 경험적으로 WTI가 82달러를 상회할 경우 KOSPI는 하락하는 경향이 있으며 유가 급등으로 인한 물가 상승 및 연착륙 위협에 대해 주시할 필요</li> </ul>

자료: IBK투자증권

# 연착륙 위험 시나리오(1): 과도한 낙관적 경제 전망, 美 바닥 통과?

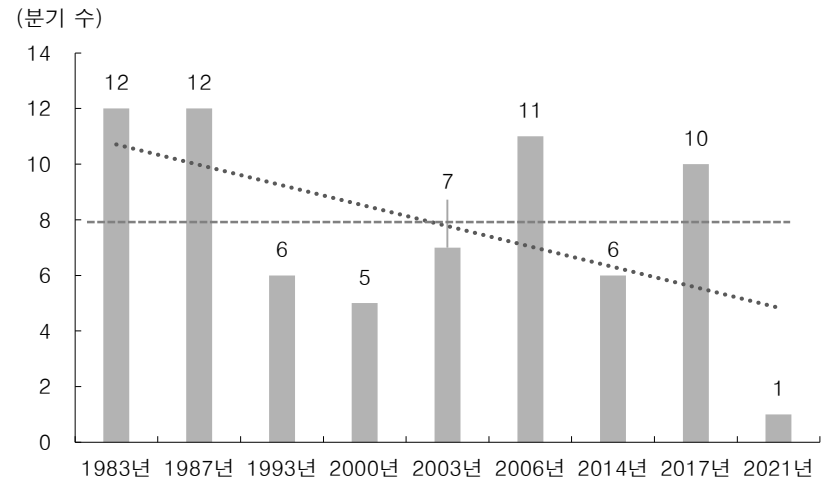
- 미국 컨센서스 성장률은 24년대비 25년 다소 하락할 것으로 보이나, 분기별로 살펴보면 저점을 통과하고 있는 상황으로 추정
- 미국 QoQ 연율화 분기별 컨센서스 성장률은 현재 1분기에 바닥을 찍었다고 보고 있고 늦어도 하반기를 바닥으로 점진적인 회복세를 예상
- 이는 물가 하락, 금리 하락 등에 따른 경기 심리 및 투자 심리 개선 등이 긍정적으로 영향을 미칠 것이란 기대감이 적용되고 있기 때문으로 추정
- 하지만, 경기 주기적 관점에서 봤을 때, 정점 후 2개 분기 만에 바닥을 확인했다고 가정하는 것은 과도하게 낙관적 전망일 가능성이 높다고 판단됨
- 미국 분기 성장률은 평균 8개 분기 하락 기간을 보였고, 하락 국면 축소 추세를 감안하더라도 5개 분기 하락을 가정하는 것이 합리적
- 물론 21년 4Q 정점 당시 1개 분기 급락 후 바로 회복된 사례 있으나 그 때는 성장률 폭락하며 역 성장 경험(21Y4Q 7%  $\Rightarrow$  22Y1Q -2%)
- 최근 미국 고용 시장 및 소비 둔화 트렌드를 볼 때 성장률 하향 조정 가능성이 점차 높아질 전망

23년 3Q 정점 이후, 미국 분기별 성장률 추이 및 전망



자료: Bloomberg, IBK투자증권  
주: 24 3Q 이후 컨센서스 추정치

美 분기 성장률 정점 후, 최저 분기 성장률까지의 하락 분기 수



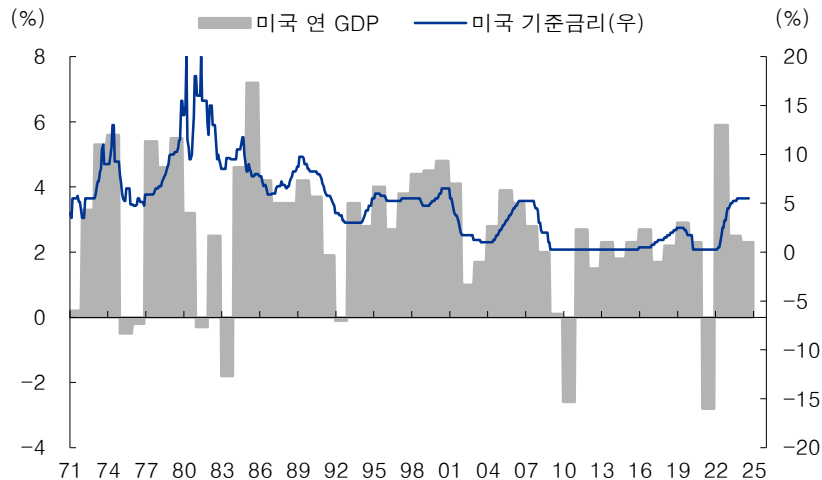
자료: Bloomberg, IBK투자증권



## 연착륙 위험 시나리오(2): 초기 금리 인하의 부양 효과 제한적

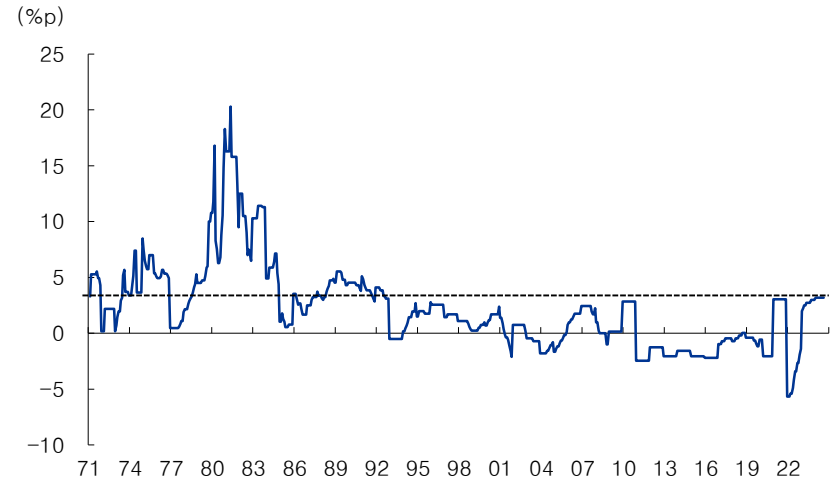
- 앞서 언급한대로 미국 경기가 점진적인 회복세를 예상하고 있는 데는 물가, 금리 하락에 따른 소비 및 투자 여력 확대 등에 기인
- 하지만, 초기 금리 인하 효과가 빠르게 미국 경기를 회복 턴 시킨 사례는 드물고, 대체로 금리 인하와 함께 급격한 경기 하강을 경험한 바 있음
- 그나마 1995년, 1998년 금리 인하 사례에서 빠른 회복 턴과 성장을 급락 부재 등이 발견되나 당시와 현재 상황은 꽤 다르다고 판단
- ⇒ 당시에는 실업률이 하락 추세에 있었고 현재보다 Level이 높았으며 인터넷 슈퍼 사이클이 강하게 작용하고 있었음
- 또한, 현재는 기준 금리가 GDP를 크게 상회하는 국면(3.2%p)으로 금리 부담이 지속적으로 경기를 압박할 수 있는 국면으로 판단됨
- ⇒ 이는 여전히 높은 물가 수준에 기인하며 고 물가에 따른 소비 강화가 쉽지 않은 국면임을 의미
- 결국 금리를 인하해도 현재 금리 Level이 현저히 높고, 또 향후 금리가 더 내려갈 것이란 기대로 인해 미국 가계와 기업의 소비 및 투자는 빠르게 회복 되기보다 더 낮은 저금리 상황을 기다리며 경제 활동이 지연되는 순환적 국면을 염두에 둘 필요가 있음

미국 GDP와 기준 금리 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

미국 기준 금리와 GDP Gap 추이

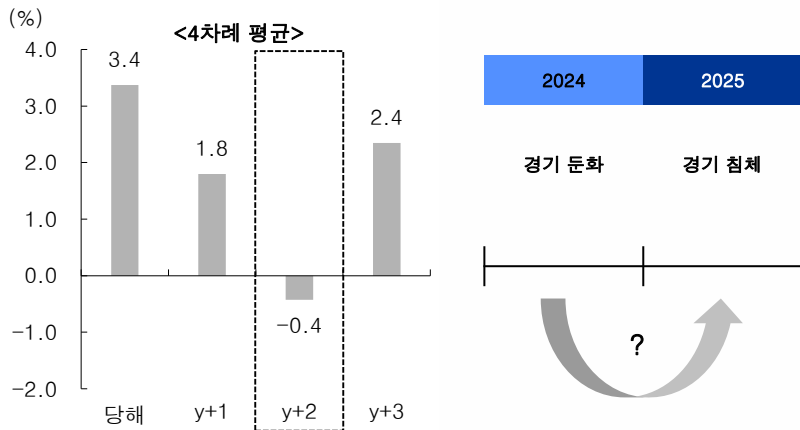


자료: Bloomberg, IBK투자증권  
주: 24년 GDP는 2.3% 컨센서스 추정치 사용

# 연착륙 위험 시나리오(3): 美 긴축 후 2년 차 징크스와 동반된 이벤트

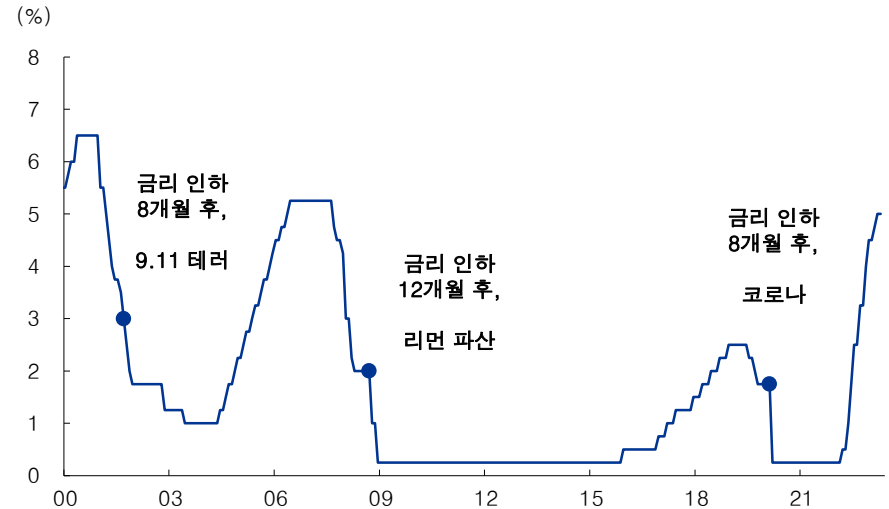
- 연준 긴축 효과가 보통 2년 후에 본격화됐던 징크스 재현 가능성을 염두에 둘 필요
- 긴축 이후 뚜렷한 금리 인하 사이클을 보였던 4번의 사례를 살펴 보면, 연준의 금리 인상 종료 후 2년 차에 미국 경기가 급랭하는 모습을 보인 바 있음
  - ⇒ 보통 금리 인상 종료 후 1년 차 경기 하락기에는 금리 인하 기대감이 금융 시장에 반영되면서 경기가 완만하게 둔화되는 경향을 보임
  - ⇒ 금리 인하 기대감이 반영된 2년 차에는 고금리 장기화 영향의 결과들이 누적되며 좀 더 빠른 경기 하락 혹은 경착륙 국면을 맞이한 바 있음
  - ⇒ 따라서, 앞선 점진적 성장을 회복 가능성과는 반대 방향으로 25년 미국 경제가 상당한 도전을 받을 가능성을 대비할 필요가 있음
- 또한, 최근 3번의 인하 사이클에서 경기를 압박하는 상당한 위험 요인이 금리 인하 시작 후 6~12개월 사이에 발생했다는 점을 간과할 수 없음
  - ⇒ 이를 감안할 때 올해 9월 금리 인하 단행 시, 내년 2~3분기 상당한 경기 압박 요인이 발생할 가능성을 경계할 수 있음

美 기준 금리 인상 종료 해 기준, 향후 연도별 성장률 평균 경로



자료: Bloomberg, IBK투자증권.  
주: 미국의 4차례(89년, 01년, 07년, 19년) 뚜렷한 금리 인하 사이클 시기를 분석

美 기준 금리 인하 시작 후, 6~12개월 사이 위험 요인 발생

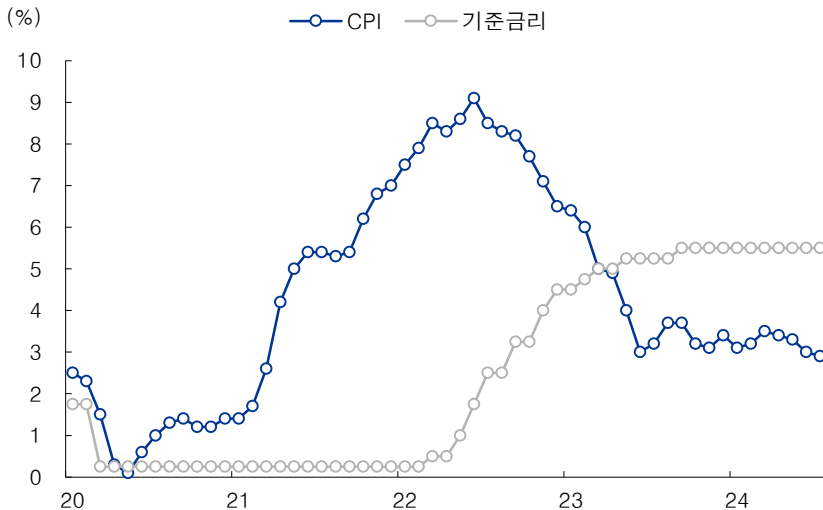


자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 연착륙 위험 시나리오(4): 연준의 정책 실기 가능성

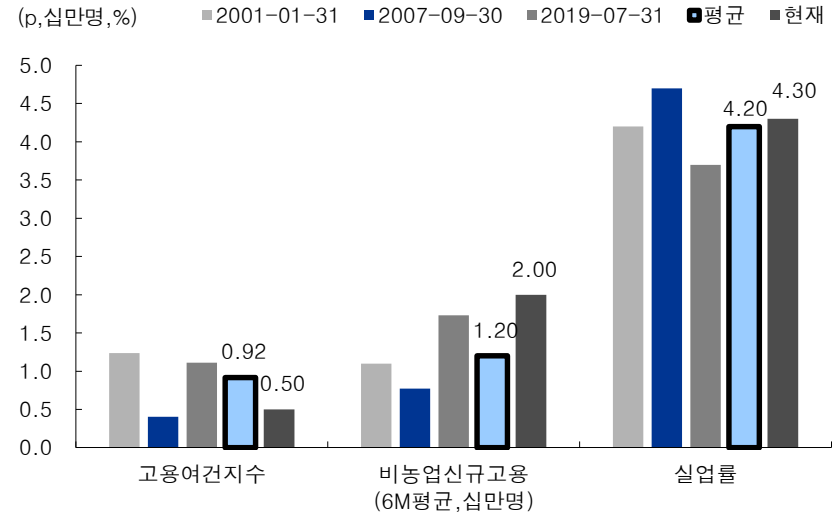
- Fed가 금리 인하에 지나치게 신중할 경우, 금리 인하가 점진적으로 진행되거나 지연되면서 경기 둔화가 심화될 가능성 주시
  - 22년 미국이 물가 상승에 일시적이라고 언급하며 소극적으로 정책 대응에 나섰다가 인플레이션이 심화된 트라우마를 갖고 있음  
(물론 22년 여름 당시에는 바이든의 파월 연준 의장 재 임명 타이밍이 딜레이되면서 정책 대응의 신속성이 떨어진 측면도 있음)
  - 연준이 충분한 물가 하락의 증거를 기다리며 금리 인하에 소극적으로 대응할 경우 고 금리 장기화 될 경우 연착륙 시나리오는 흔들릴 수 있음
  - 과거 연준의 첫 금리 인하 시점 당시 미국 고용 시장과 현재를 비교했을 때, 현재의 고용 시장 상황은 다소 모호함
- ⇒ 실업률, 비농업부문 신규 고용 등의 헤드라인 지표들은 과거와 유사하거나 좋은 상황이나, 질적 지표들이 포함된 고용여건지수로서는 현저히 낮음
- ⇒ 종합적으로 최근 3번의 시점과 美 고용 시장 상황은 크게 다르지 않다고 판단됨. 단, 3번의 금리 인하 사이클에서 경기는 향후 모두 경착륙을 보임

코로나 이후, 물가 상승과 연준의 금리 인상 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

과거 연준 첫 금리 인하 당시, 주요 美 고용 지표 비교



자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 연착륙 위험 시나리오(5): 美 고용시장의 본격적 둔화 가능성

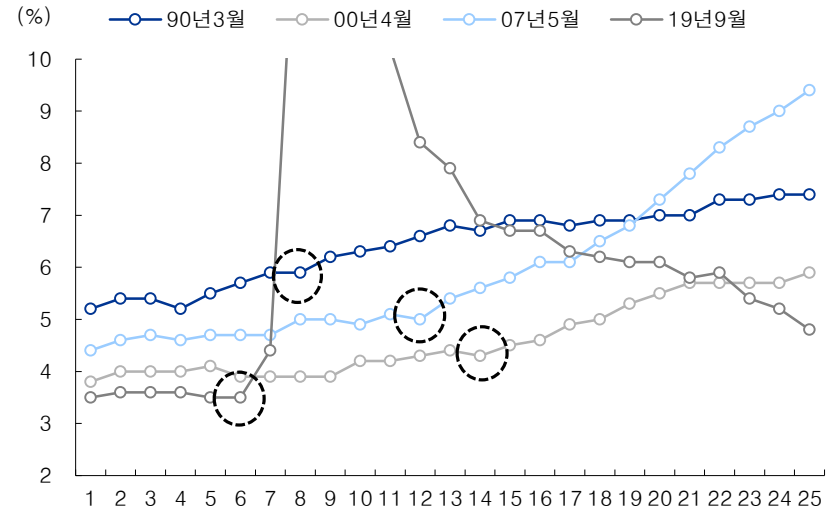
- 최근 침체 우려의 발단이 된 것은 7월 ISM 제조업지수의 고용 항목 수치가 급락했기 때문
  - ⇒ 45p 부근을 연착륙의 저점 영역으로 인식해 왔는데, 7월 수치가 43p를 기록하며 이를 하회
  - ⇒ 이는 제조업 고용 관련 미래 불확실성이 상당히 높아졌다는 점을 시사. 고용 시장의 선행 지표라는 점에서 간과할 수 없는 재료
  - ⇒ 사실 동 항목이 45p를 하회할 경우 2000년 이후 3번의 사례는 모두 경착륙으로 흘러감
- 또한, 과거 금리 인하가 실제화되는 시점 혹은 그 이후로 미국 고용시장이 본격적으로 둔화되기 시작했다는 점을 인지할 필요
  - ⇒ 이는 실업률 저점 후 반등 초기 국면에서 금리 인하 기대감이 실업률 상승을 완만하게 해 주는 효과로 판단
  - ⇒ 저점 후 금리 인하 기대감 반영한 뒤에 본격적으로 실업률이 상승하는 모습을 보였다는 점에서 하반기 이후 실업률 상승 가능성을 주시할 필요

최근 침체 우려의 발단이 된 ISM 제조업지수 고용 항목 급락



자료: Bloomberg, IBK투자증권

과거 美 실업률 저점 후, 평균적 상승 경로



자료: Bloomberg, IBK투자증권



# 연착륙 위험 시나리오(6): 주식 등 자산 시장 하락에 따른 부정적 효과

- 최근 미국 S&P500의 Trailing P/B는 5배를 상회하며 5.04배 기록
  - 현재 P/B는 경험적으로 IT버블 당시, 코로나 이후 부양책에 따른 증시 폭등 상황과 유사
  - 역사적 저항대인 5배에 도달했다는 점은 미국 증시 밸류에이션 부담이 상당히 높아졌음을 시사
  - 또한 S&P500 P/B는 2년 평균 수준(4.3배)대비 16% 할증을 받고 있는데 보통 2년 평균대비 15% 전후 할증 수준이 고점이었음을 인지할 필요
- ⇒ 시간을 두고 할증 프리미엄은 0을 하회. 이는 다시 2년 평균 수준으로 회귀했음을 의미하며 이는 10~20%의 조정 가능성을 암시
- ⇒ 특히, 미국 주식은 채권, 엔화, 금 등 여타 안전자산대비 상대적으로 고 평가되어 있음 하방 압력 주시해야 함
- 미국 증시가 하락할 경우, 경기 심리 위축되며 경기 둔화 양상은 더욱 가파르게 진행될 수 있음을 인지할 필요

S&P500 Trailing P/B 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

S&P500 Trailing P/B, 2년평균대비 현재 수준 추이

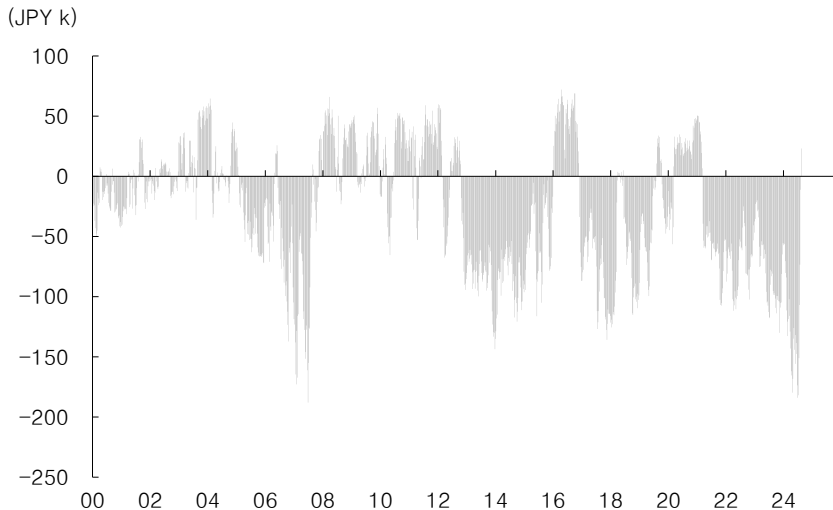


자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 연착륙 위험 시나리오(7): 엔캐리 트레이드 리스크 지속

- 최근 증시 급변동의 원인 중 하나로 엔캐리 트레이드 청산 리스크가 부각
- 미국은 금리를 인하하고 일본은 금리를 인상하면서 뚜렷한 엔화 강세가 나타나며 엔화 자금으로 투자된 글로벌 자산들의 가격 하락 위험 높아진 상황
- 과도했던 엔화의 투기적 순매수 포지션이 다소 정상화되었으나 이를 근거로 엔캐리 트레이드가 종료됐다고 보기는 이를 수 있음
- 정확한 엔캐리 트레이드 자금 흐름의 파악이 어렵고 여전히 엔화가 과거 대비 상당히 저 평가되어 있기 때문
- 또한 연준과 달리 일본은 뒤늦게 물가가 상승하면서 BOJ의 매파적 성향이 당분간 지속될 것으로 예상됨
- 한편, 엔화가 안전자산으로 인식되면서 외환 시장 측면에서 자산 배분 상 추가 강세를 보일 가능성도 배제할 수 없음
- 과거 엔/달러 환율이 크게 하락할 때 VIX가 급등하며 금융시장의 변동성이 확대됐다는 점을 주시할 필요

엔화 투기적 순매수 포지션 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

2006년 이후, 엔/달러 환율 및 VIX 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 연착륙 위험 시나리오(8): 트럼프 재선 시, 관세 인상에 따른 무역 악화

- 트럼프 전 대통령은 달러 약세를 유도해 수출기업 경쟁력을 회복하고 미국 제조업을 부양하겠다고 공언
- 그러나, 관세부과는 교역 상대국의 수출 경쟁력 악화 및 달러 유동성 감소로 이어져 달러화 강세 기조는 상당기간 지속될 것으로 전망
- American Action Forum 시나리오 분석에 따르면, 트럼프 관세 인상은 교역 및 GDP에 부정적일 것으로 전망
- 10% 관세 시행 시, 미국의 수출입은 약 10% 감소하는 것으로 나타났고 무역 보복이 동반될 경우 수출입은 약 20%까지 감소 확대
- 또한 미국의 GDP는 0.16%p 감소할 것으로 추정되고 무역 보복이 동반될 경우 0.31%p 감소
- 여기에 60% 대중 관세 혹은 상호 무역 보복 확대 시 리스크는 더 확대될 전망
- 특히, 우리나라는 수출 주도형 국가인데다 대미 수출 비중도 과거 대비 증가한 상황이어서 관세 인상이 더욱 부담으로 작용할 수 있음

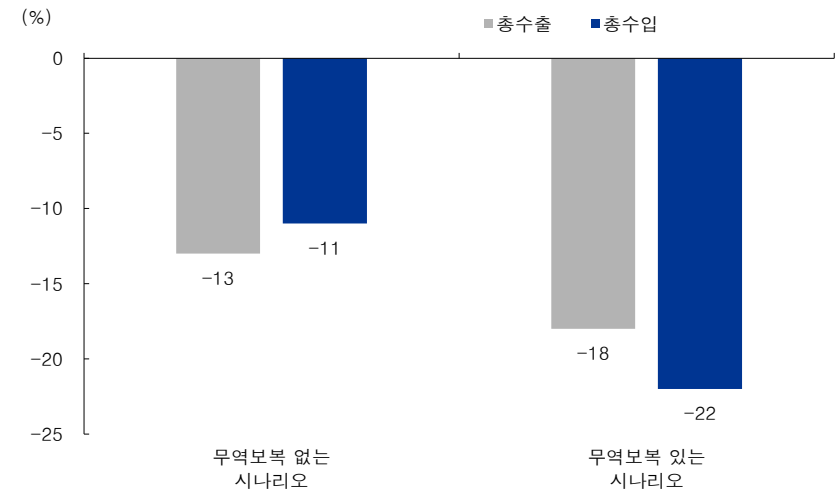
## 트럼프의 관세 인상안 등 공약 정리

### 트럼프 前대통령의 통상 분야 공약

공약	내용
무역 · 경제	보편적 관세 도입 • 모든 수입상품에 약 10%의 관세를 부과
	트럼프 상호 무역법 제정 • 상대국이 미국 상품에 부과하는 관세와 동일한 관세율을 상대국 수입상품에 부과
	바이든 정책 폐지 · 완화 • ▲그린 뉴딜 폐기, ▲바이든 정부의 기업 평균 연비규제(CAFE) 종료, ▲캐나다 · 멕시코에 USMCA 하 자동차 부품 관련 조항 준수 요구, ▲불필요한 연방 자동차 규제 파악 · 철폐 등
	대중국 정책 • 중국에 대한 의존도 종식 및 대중국 견제 강화 • ▲'최혜국 대우'지위 박탈, ▲중국산 생필품 수입중단 위한 4개년 계획 도입, ▲대중국 투자 규제 및 중국 아웃소싱 기업에 대한 연방 계약 금지

자료: 『공화당과 트럼프의 통상분야 공약 주요 내용과 시사점』, IBK투자증권

## 관세 인상에 따른 美 무역 경제 영향

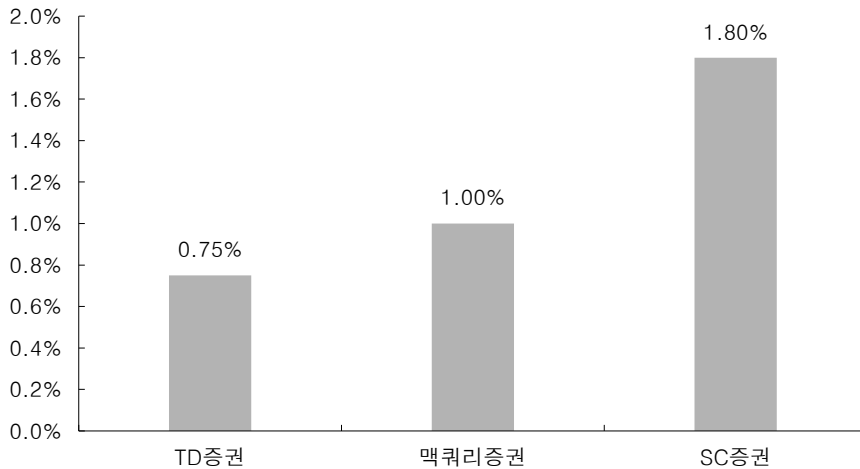


자료: American Action Forum, IBK투자증권

# 연착륙 위험 시나리오(9): 트럼프 재선에 따른 인플레이션 재발

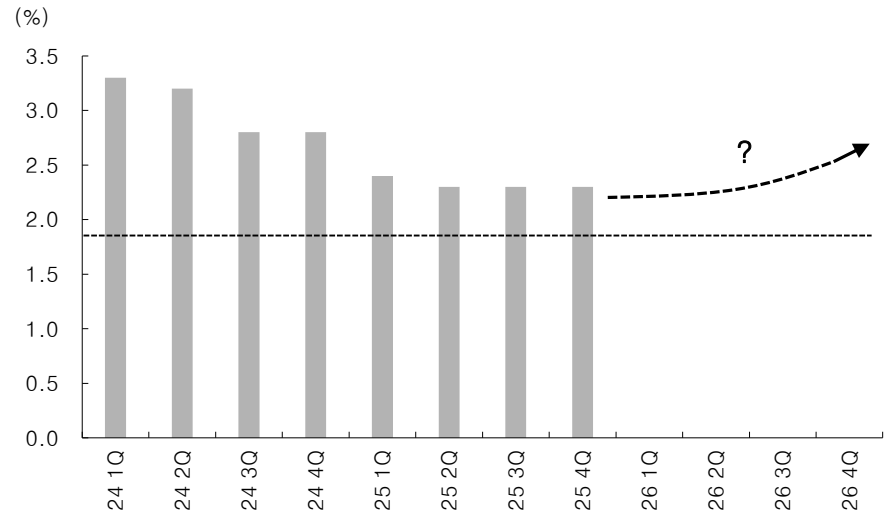
- 트럼프의 관세 공약이 현실화 될 경우, CPI는 대략 0.5~2%p 상승할 것으로 추정되고 있음
  - ⇒ 글로벌 무역 구조에 균열이 생기면서 공급망 차질이 재차 부각될 것으로 보임
  - ⇒ 또한, 기업들의 비용 증가를 소비자에게 전가시킬 위험성이 있음
- 현재 미국 CPI는 내년까지도 2%에 도달하지 못할 것으로 예상되고 있음
- 트럼프 정책이 취임과 동시에 시작될 경우, 그 영향은 26년에 반영될 수 있기 때문에 미국 물가가 2% 이하로 못 내려갈 가능성도 있음
- 그와 같은 우려를 오히려 하반기와 내년에 Pricing 할 가능성을 염두에 둘 필요가 있음

트럼프의 관세 공약 현실화 따른 CPI 상승 압력 추정



자료: TD증권, 맥쿼리증권, SC증권, 한국경제TV보도 인용, IBK투자증권

미국 CPI 전망: 트럼프 당선 시 2% 이하로 못 간다?



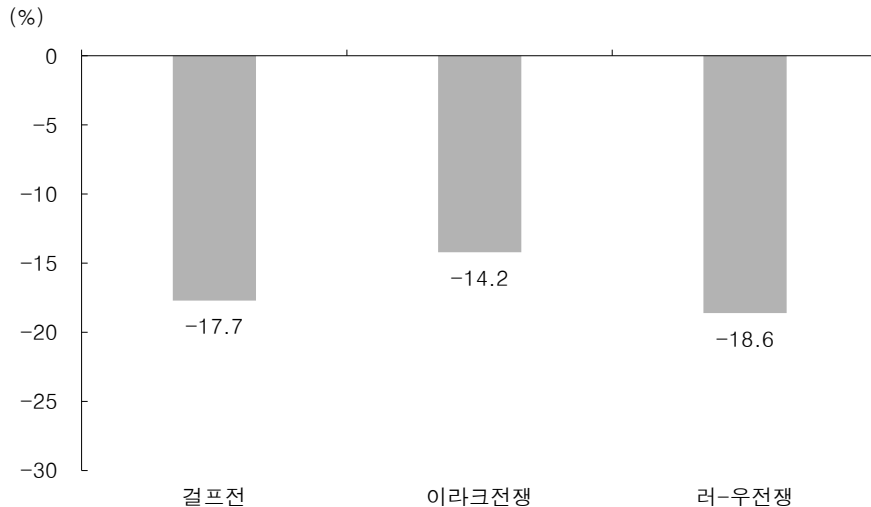
자료: Bloomberg, IBK투자증권



# 연착륙 위험 시나리오(10): 중동 전쟁 확대에 따른 유가 급등 가능성

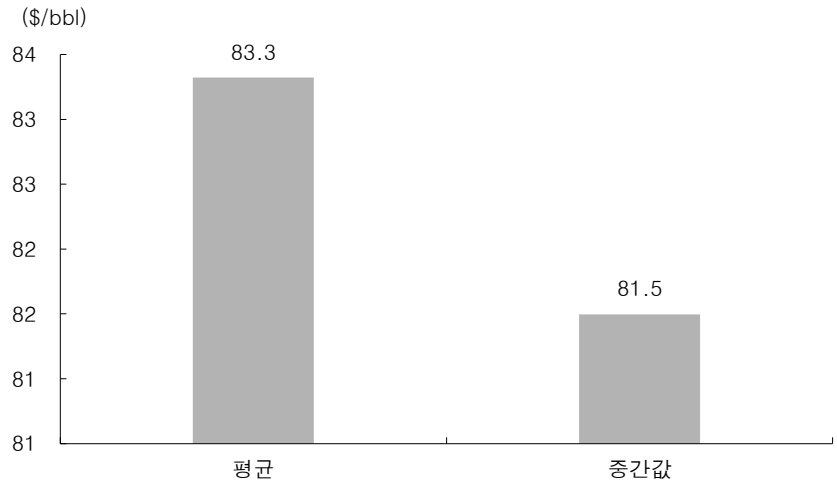
- 최근 중동 리스크 확대되며, 1948~1979년 4차례의 중동 전쟁 이후 제5차 중동 전쟁 우려가 높아지고 있음
- 미국의 중재 역할과 유럽의 중재 협력 등이 확전을 막을 가능성 있으나, 협상 결렬과 확전 가능성을 배제할 수 없는 상황
- 이란의 이스라엘 본토 공격이 처음으로 이뤄지는 등 전례 없는 국면이 전개되고 있고 이란의 하니아 암살 보복 가능성 등은 확전 위험 요인
- 단순한 중동 교전은 금융시장에 미치는 영향이 제한되겠지만, 유가 등 원자재 가격이 급등할 경우 스태그플레이션이 자극될 수 있음
- 과거 전쟁 국면들을 보면, 전쟁 초반 2~4개월 급락 후 회복되는 양상을 보여 줌
- 주요 전쟁 국면에서의 KOSPI 하락 기간은 1~7개월 정도가 소요됐고 단기 최대 하락률은 -14% ~ -19%로 나타남
- 경험적으로 WTI가 82달러를 상회할 때 코스피는 하락 압력을 받음. 이는 YoY (+) 전환의 물가 우려 레벨이기 때문. 80달러 돌파 시 위험 요인될 것

주요 전쟁 국면에서의 KOSPI 단기 최대 하락률



자료: Bloomberg, IBK투자증권

유가 상승 국면에서 KOSPI 하락 전환할 때 WTI 레벨



자료: Bloomberg, IBK투자증권

### [3] 과거 美 연착륙 사례와의 비교 및 시사점

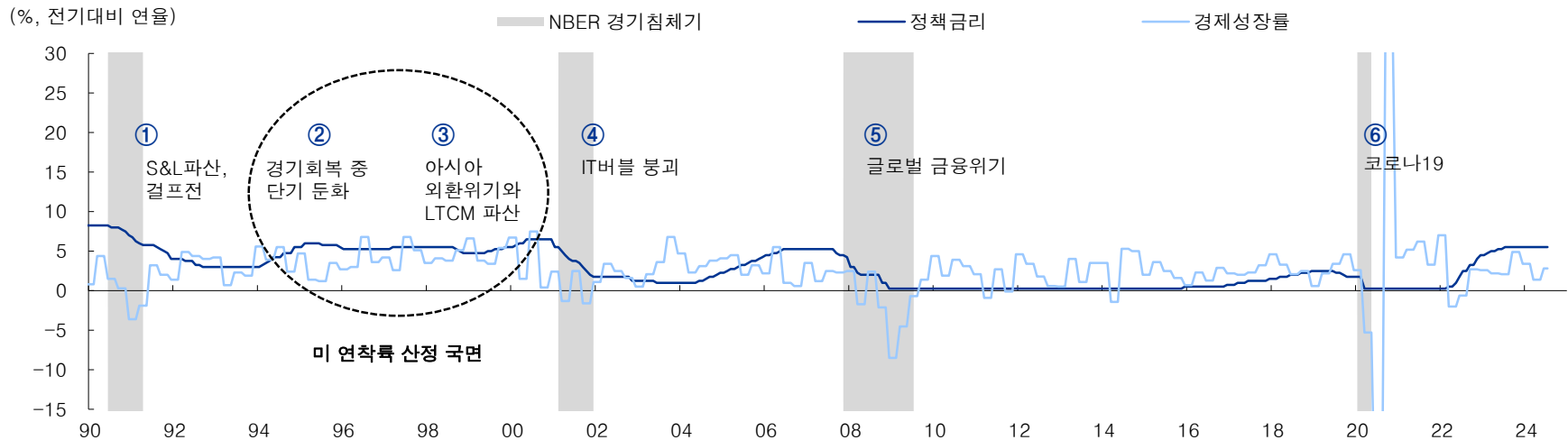
– 90년대 중, 후반과 닮아 있는가? 6가지 차이점 분석 –

# 미국 경기와 기준 금리 장기 추이

• 오일 쇼크와 플라자 합의의 급격한 경제사를 통과한 후 미국의 금리 인하 사이클은 총 6회였고 그 당시 상황의 요약은 다음과 같음

- ① 90년: 걸프전에 따른 유가 폭등으로 고금리 유가 상승 리스를 반영하며 침체
- ② 95년: 뚜렷한 경기 회복세로 급격한 금리 상승 후 정책 톤 다운. 미국은 연착륙했지만 아시아는 외환위기 도래
- ③ 98년: 아시아 외환위기, LTCM 파산 등으로 경기 둔화 우려 되자 금리 인하했고 아시아 V자 회복과 인터넷 사이클로 연착륙 성공
- ④ 01년: IT버블 붕괴에 따른 주가 폭락으로 경착륙
- ⑤ 08년: 서브프라임 사태와 리먼 파산 등으로 글로벌 금융위기 발생하며 경착륙
- ⑥ 19년: 보험성 금리 인하로 연착륙하는듯 했으나 코로나 발생하며 단기 경착륙

## 1990년 이후 미국 경제성장률과 기준 금리 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 95년, 98년 연착륙 국면 당시와 현재 경제 지표 비교

- 95, 98년 연착륙 국면은 서로 상이하기도 하고 현재 국면과 또 상이한 측면도 있음
- 95년은 상대적으로 경기가 부진했던 상황이었고 98년은 상대적으로 경기가 좋았던 상황이었음
- 현재는 당시와 기준 금리 수준, ISM제조업지수 등의 상황이 유사하나 당시보다 소비 심리와 경기 침체 확률은 높은 상황
- 단순 수치 비교를 넘어 당시 주요 지표들의 국면적 특징과 현재를 비교해 보면 여러 차이점들을 발견할 수 있어 그에 대해 간략히 분석해 보기로 함

95년, 98년 첫 금리 인하 단행 직전 월과 현재 경제 지표 비교

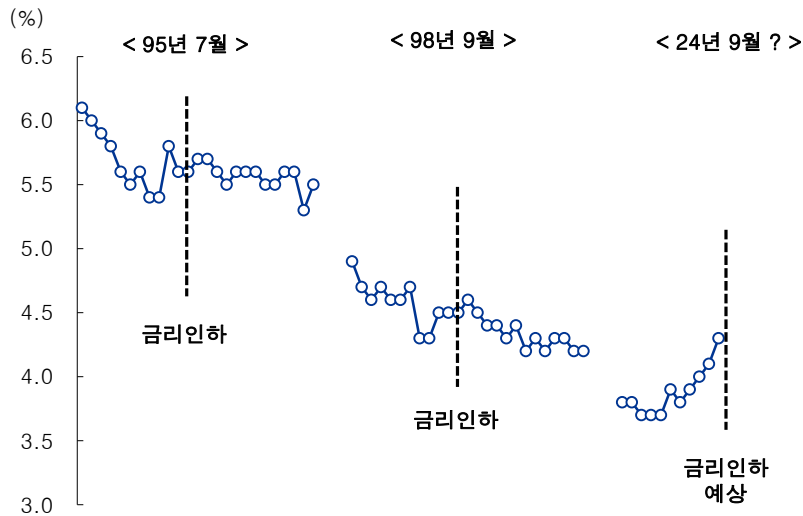
시기	GDP	물가		고용			금리		환율	경기							변동성
	GDP (QoQ%)	CPI (YoY%)	PCE (YoY%)	실업률 (%)	비농업 고용자수 (만 명)	캔자스 시티 미국 고용여건 지수	기준금리 (%)	국채 10년물 금 리 (%)	달러 인덱스	ISM 제조업 지수	ISM 신규수주	ISM 고용	NFIB 소기업 낙관지수	미시간대 소비자 신뢰지수	컨퍼런스 보드 소비자 신뢰지수	블룸버그 12개월 경기침체 확률	VIX
95년 6월	1.4	3.1	2.2	5.7	12.6	0.3	6.0	6.2	81.6	45.9	43.5	46.5	99.6	92.7	94.6	32.0	11.4
98년 8월	3.9	1.6	0.9	4.4	30.4	1.0	5.5	5.0	100.2	49.3	50.9	46.7	101.9	104.4	133.1	41.1	44.3
24년 8월 (현재)	2.8	2.9	2.5	4.3	11.4	0.5	5.5	3.8	100.7	46.8	47.4	43.4	93.7	67.8	100.3	51.5	15.9

자료: Bloomberg, IBK투자증권, 주: 경제지표 기준월은 금리 인하가 단행되기 직전 월로 분석, 올해 9월에 금리 인하를 가정했을 때 한달 전인 24년 8월(현재) 경제지표를 분석, 주: 현재 수치는 8월 26일 종가 기준

# 95, 98년 美 연착륙 금리 인하 시작점과 비교 및 시사점(1): 고용 시장

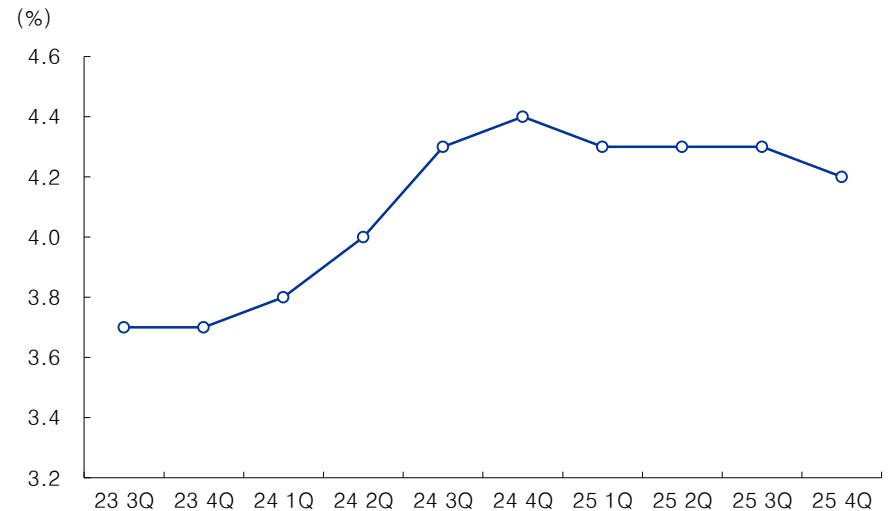
- 95, 98년 금리 인하 따른 연착륙 당시와의 고용 시장을 비교해 볼 때 큰 차이점이 있음
- 90년대 당시는 미국 실업률이 하강 국면에서 금리 인하를 단행했다는 점임
- 즉, 경기 및 고용 시장이 호전되고 있는 상황에서 단행된 금리 인하이고, 기준 금리 레벨이 인하 당시 5.7%, 4.6%로 현재보다 높았음
- 이는 금리 인하를 통해 완전 고용까지 추가적인 고용시장의 개선 례이 있었음을 시사
- 하지만, 현재 시점은 미국 고용이 충분한 호황을 보인 후 매우 낮은 실업률에서 반등 양상을 보이기 시작해 재 하락 불확실성 높은 상황
- 95, 98년에는 금리 인하 통해 실업률이 재 하락하는 긍정적 흐름이었고, 이번 금리 인하는 실업률 방향을 돌리기보다 급등세를 막는 요인이 될 것
- 시장은 90년대 중 후반과 같이 미국 실업률이 4분기 4.4%까지 소폭 추가 반등 후 25년 재 하락할 것으로 기대하고 있는 상황

95, 98년 금리 인하 당시 1년 전후의 美 실업률 추이와 현재 비교



자료: Bloomberg, IBK투자증권

미국 실업률 추이 및 전망



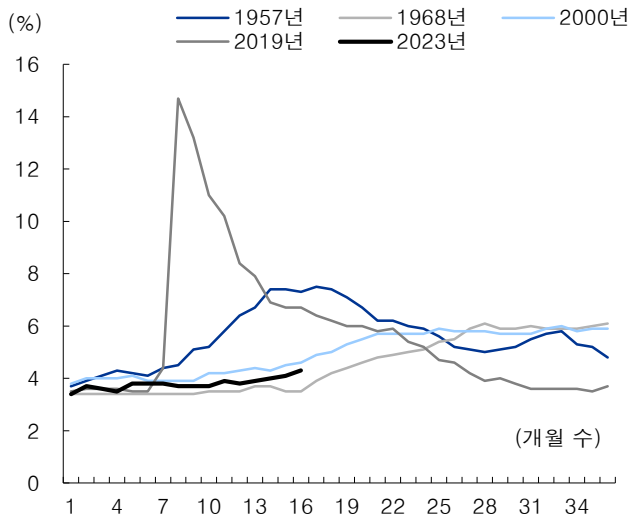
자료: Bloomberg, IBK투자증권



# 미국 실업률 4% 이하 국면에서의 경험적 반등 경로

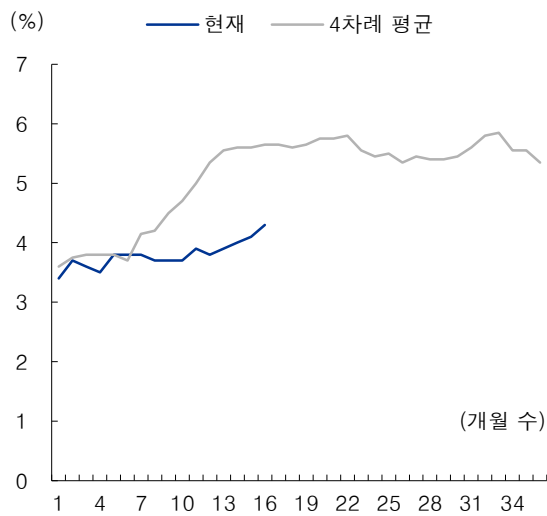
- 미국 실업률 4%이하 국면은 1950년대 이후 총 4차례 경험
- 당시, 3% 중 후반 저점에서 저점 후 반등 경로는 다양하나 평균적으로 약 3년에 걸쳐 상승 흐름을 지속
- 또한 3년 내 최고 도달 실업률 최소 6% 이상의 역사적 평균 수준 내지는 그 이상까지 상승
- 현재의 전망은 24년 4분기 4.4%를 정점으로 25년 재 하락하는 전망으로 과거와 달리 실업률 반등 폭이 매우 짧다고 가정하고 있음
- 또한, 실업률 상승 기간 역시 과거와 달리 약 1년 반 정도 짧게 상승 후 재 하락할 것으로 전망하고 있음
- 90년대 중반 사례와 비교 시 그리고 과거 미국 고용 호황 당시와 비교 시 현재의 전망은 전례 없는 낙관적 전망을 투영하고 있음

미국 실업률 4% 이하에서 저점 후, 3년 반등 경로



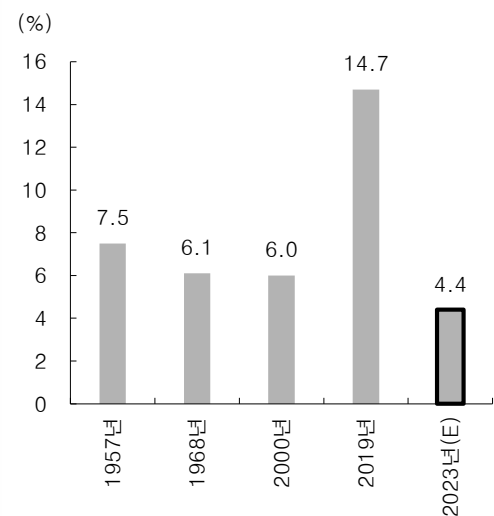
자료: Bloomberg, IBK투자증권

⇒ 4차례의 평균(Median) 경로와 현재 비교



자료: Bloomberg, IBK투자증권

⇒ 4차례의 3년 내 최고 도달 실업률

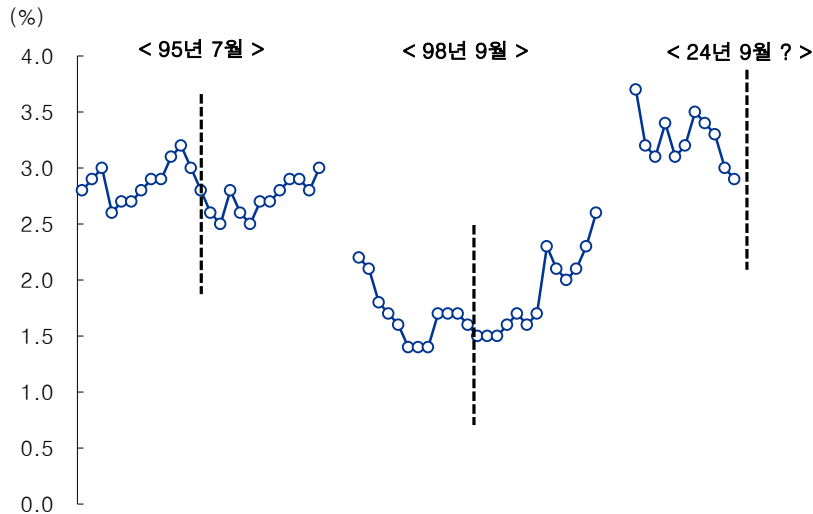


자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 95, 98년 美 연착륙 금리 인하 시작점과 비교 및 시사점(2): 물가 상황

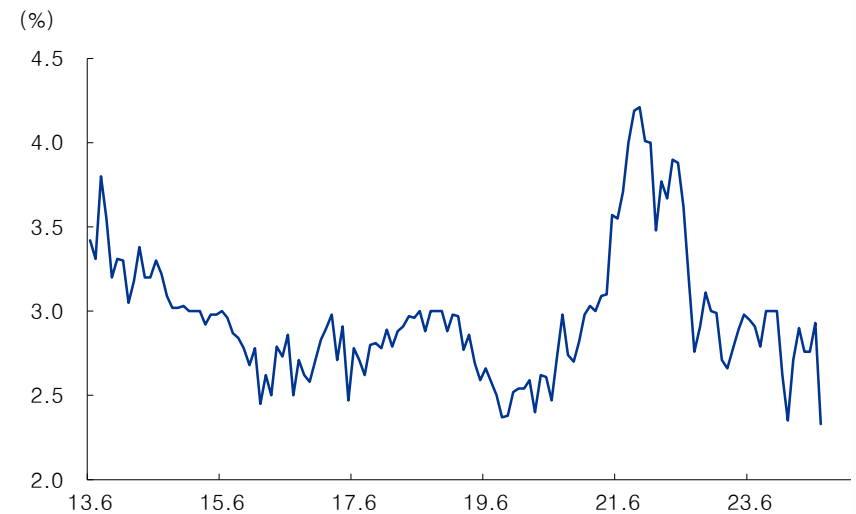
- 95년도에는 그 이전 해부터 2%대 안정적 물가 상황이 지속되던 국면으로 고 물가 리스크가 제한적이었음
- 98년도에는 물가가 하락하며 1%대 수준의 상황에서 금리 인하가 단행되어 소비자 구매력이 매력적인 상황이었음
- 하지만 현재는 인플레이션 발생 후 고 물가 리스크로 소비가 위축된 상황이어서 95, 98년과 차이가 있음
- 또한, 코로나 이후 소비를 자극했던 초과 저축이 고갈된 시점이어서 고 물가 상황에 대한 소비 대응력이 더 떨어지는 상황으로 추정됨
- 미국 CPI 전망치는 25년 말에도 2.3% 수준으로 물가가 우리의 기대대로 그렇게 빠르게 하락하지 않을 가능성이 있음
- 다만 미국의 3년 기대인플레이션이 급락하면서 중장기적 물가 안정세가 뚜렷해질 것으로 기대되고 있음

95, 98년 금리 인하 당시 1년 전후의 美 CPI 추이와 현재 비교



자료: Bloomberg, IBK투자증권

美 3년 기대인플레이션 추이

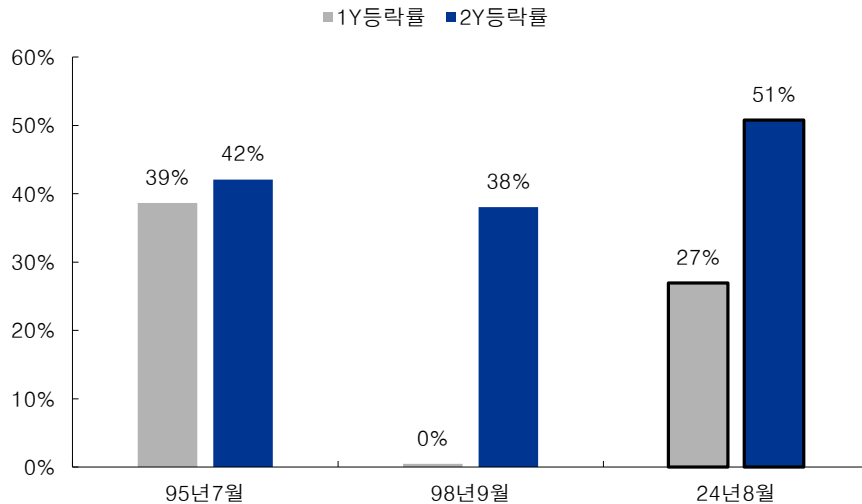


자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 95, 98년 美 연착륙 금리 인하 시작점과 비교 및 시사점(3): 증시, 밸류에이션

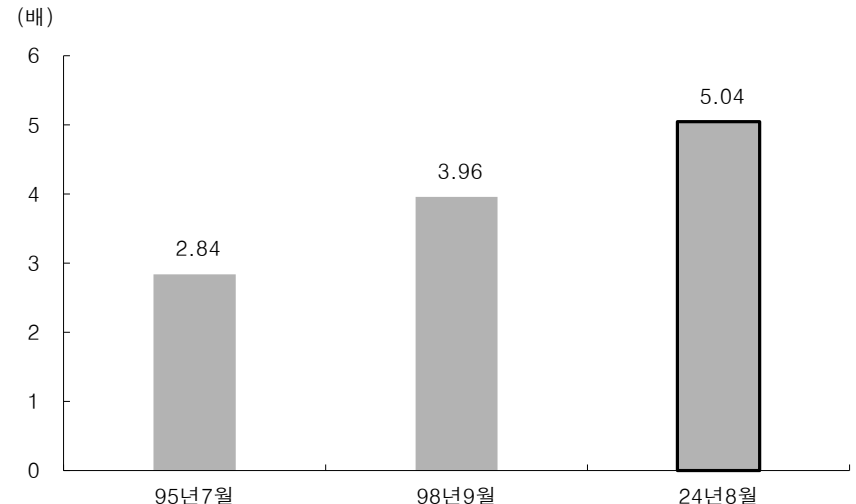
- 95, 98년 연착륙 당시와 증시 및 증시 밸류에이션을 살펴 보면, 현재 증시는 이미 낙관론을 강하게 선 반영했을 가능성 시사
- 95, 98년 인하 직전의 증시보다 최근 1~2년 등락률이 더 높다는 점에서 통화정책 전환에 대한 기대감이 더 선 반영되었을 것으로 추정
- 또한, 95, 98년은 증시의 밸류에이션 부담이 적어 증시의 추가 상승 기회 롬이 많았고 실제 증시가 상승하면서 경기 개선에 긍정적 영향을 줌
- 반면, 현재 미국 증시의 밸류에이션은 역사적 고점 영역에 있어 추가적인 밸류에이션 상승 롬이 적은 것으로 추정됨

95년 7월, 98년 9월, 24년 8월 나스닥지수 인하 전 상승률 비교



자료: Bloomberg, IBK투자증권

95년 7월, 98년 9월, 24년 8월 S&P500 Trailing P/B 비교



자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 95, 98년 美 연착륙 금리 인하 시작점과 비교 및 시사점(4): 금리 인하 패턴

- 금리 인하 정책 자체에서 보면, 95, 98년 당시의 금리 인하 패턴과 현재는 닮아 있지 않을 가능성이 시사되고 있음
- 95, 98년 당시 금리 인하는 모두 75bp 인하에 그쳤고 인하 기간도 모두 7개월 이내로 짧았음
- 금리인하가 곧바로 경기 회복 흐름으로 이어지면서 인하 국면에 단기에 그치는 양상을 보인 바 있음
- 하지만, 현재의 경우 물가 하락 추세, 높은 물가 레벨, 고용 시장 악화 가능성 등을 감안하여 좀 더 긴 호흡에서의 금리 인하가 전망되고 있음
- 컨센서스는 2026년까지 기준 금리는 지속적으로 3년 혹은 그 이상 인하될 것으로 전망
- 금리 인하 폭이나 기간을 산정하면 과거 침체 국면과 더 흡사해 보일 수 있음

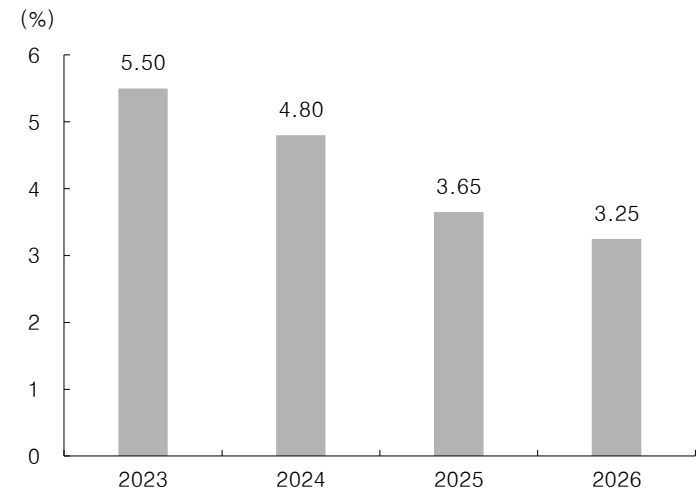
⇒ 물론, 과거 침체기와 같이 공격적인 금리 인하 폭이 가정되고 있지는 않아서 침체와 유사하다고 보기도 모호함

1990년 이후, 미국의 금리 인하 국면

금리인하 직전 금리 (%)		금리인하 종료 시점 금리 (%)		금리인하 폭 (bp)	금리인하 기간 (개월)	경기침체 여부
1989-06-04	9.75	1992-09-04	3.00	675	39.0	경기침체
1995-07-05	6.00	1996-01-31	5.25	75	6.9	둔화
1998-09-28	5.50	1998-11-17	4.75	75	1.6	둔화
2001-01-02	6.50	2003-06-25	1.00	550	29.8	경기침체
2007-09-17	5.25	2008-12-16	0.25	500	15.0	경기침체
2019-07-30	2.50	2020-03-16	0.25	225	7.5	경기침체

자료: Bloomberg, IBK투자증권

미국 기준 금리 추이 및 전망

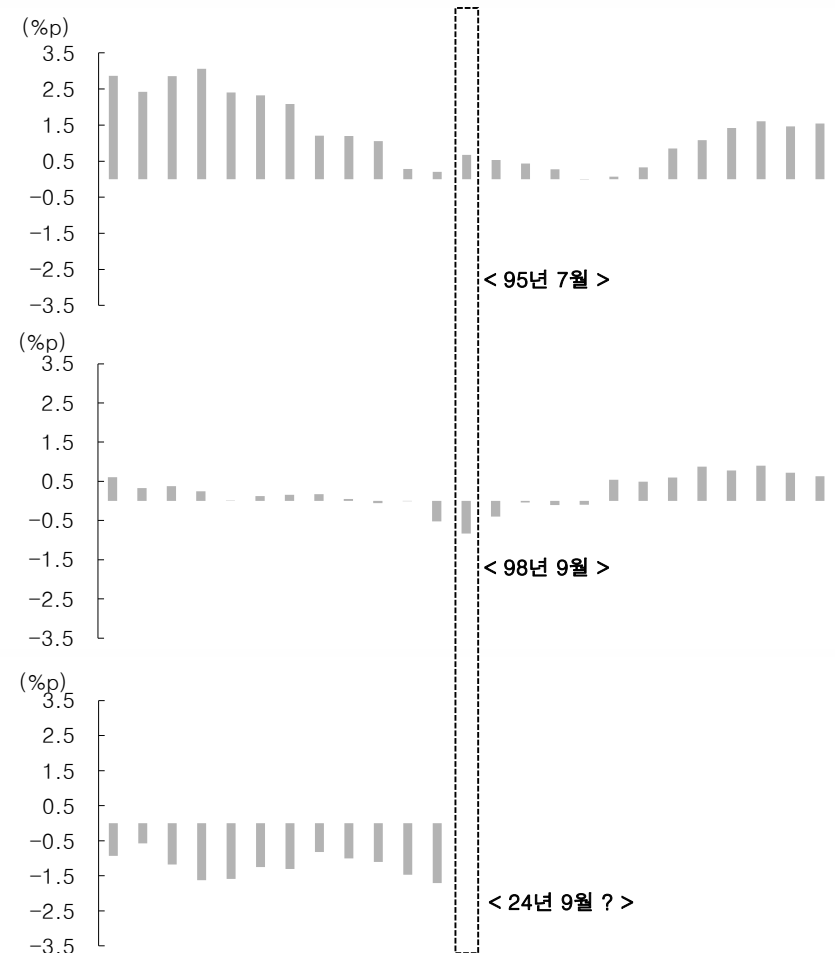


자료: Bloomberg, IBK투자증권, 주: 2024년 수치부터는 전망치

# 95, 98년 美 연착륙 금리 인하 시작점과 비교 및 시사점(5): 시중 금리 반영

- 95년과 98년은 기준 금리 인하 전 국채 10Y가 기준 금리를 상회  
⇒ 당시 금리 인하 현실화 시점에서 기준 금리 수준까지 하락 및 하회
- 이후 경기가 빠르게 반등하면서 다시 금리 상승하며 기준 금리 상회
- 현재는 금리 인하 전부터 1년 이상 국채 10Y가 기준 금리를 하회 중
- 이는 금리 인하 기대감이 상당 기간 선 반영되어 왔음을 시사  
⇒ 최근 1년 동안 기준 금리 대비 낮은 시중 금리의 선제적 하락이 최근 1년 미국의 경제 지표에 투영되면서 금리 인하 후 긍정적 효과를 선제적으로 반영했을 가능성 암시
- 또한, 90년대와 같이 빠른 경기 반등으로 국채 10Y가 기준금리를 상회하는 패턴이 재현되기는 쉽지 않을 전망

금리 인하 1년 전후 [美 국채 10Y - 美 기준 금리] 비교



자료: Bloomberg, IBK투자증권



# 95, 98년 美 연착륙 금리 인하 시작점과 비교 및 시사점(6): 명분, 회복 탄력

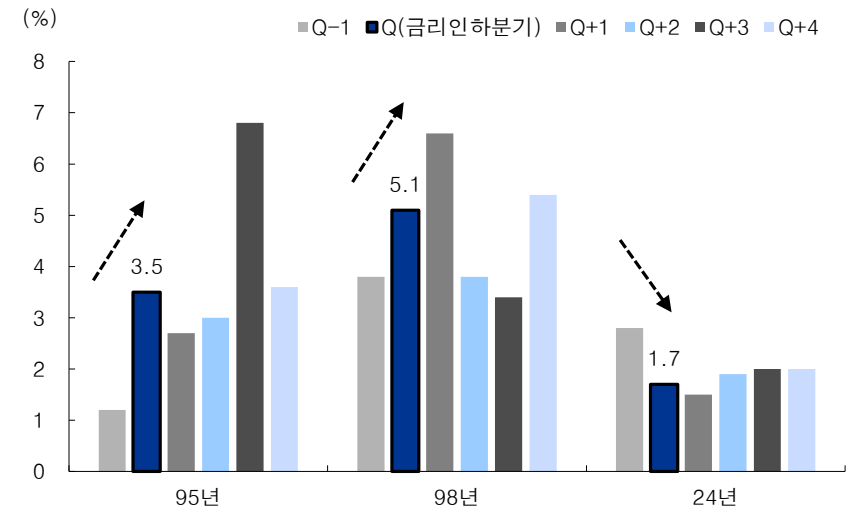
- 95년 7월 경기 회복 초, 중기 과정 중 둔화 양상이 나타나고 있었고 소순환적 둔화 신호에 대한 선제적 금리 인하 발현
- 98년 9월 당시는 인터넷 빅 사이클로 경기 호조 지속 중에 아시아외환위기와 LTCM 파산 등으로 외부 요인에 대응한 선제적 인하 대응
- 24년 현재 상황은 인플레 둔화 및 고용 호황 후 둔화 양상으로 물가 하락과 침체 우려에 대한 대응적 금리 인하 유력
- 90년대 중, 후반보다 현재 시점에서의 인하 명분이 좀 더 강하다고 판단됨
- 또한 당시에는 금리 인하를 전후로 성장률이 빠르게 회복되는 강한 회복 탄력을 보인 바 있음
- 하지만, 현재 상황은 3, 4분기 성장률이 하강이 예상되고 있어 이후 반등 폭도 제한적일 것이라고 전망되고 있는 상황

95년 7월, 98년 9월, 24년 8월 금리 인하 명분 비교

시기	경기 상황	인하 명분
95년	경기 회복 초, 중기 과정 중 둔화 양상	소순환 둔화 신호에 대한 선제적 대응
98년	경기 호조 속 아시아외환위기, LTCM 파산 등 우려 발생	외부 요인에 의한 선제적 대응
24년	인플레 둔화 및 고용 호황 후 둔화 양상	물가 하락과 침체 우려에 대한 대응

자료: IBK투자증권

95년 7월, 98년 9월, 24년 8월 GDP 추이 및 전망



자료: Bloomberg, IBK투자증권  
주: 24년 3분기 이후는 컨센서스 추정치

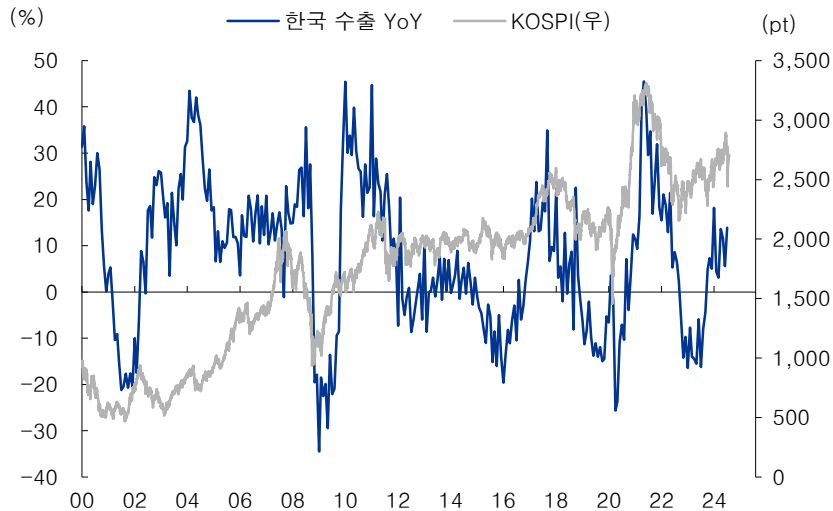
## [4] 시장 전망 및 투자 전략

- 수익률 극대화보다 리스크 관리에 중점: 안전 자산, 경기 방어주 선호 -

# 美 성장률 하향 조정과 中 경기 둔화로 국내 경기 및 수출 둔화 전망

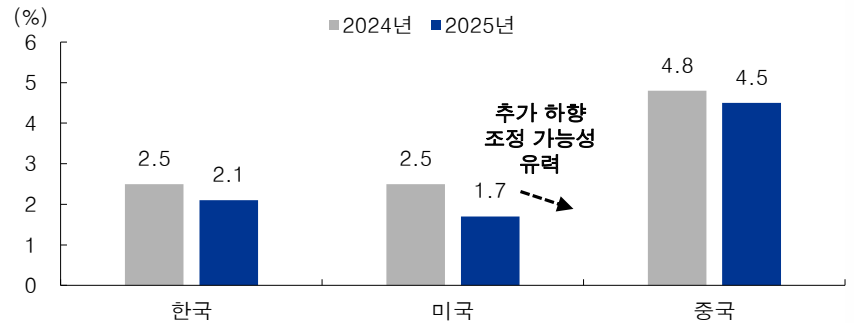
- 美中 경기 둔화로 인해 국내 수출 모멘텀 역시 둔화될 전망
- 특히 미국의 연착륙 시나리오가 흔들리며 성장을 하향 조정 유력해 보임
- 반도체 중심의 회복 중인 우리나라 수출 증가율은 점진적 하락 불가피할 전망
- 수출 증가율 하락 국면에서 KOSPI 하방 압력은 확대될 것
- 수출 증가율은 지난 1월을 정점으로 Peak Out 징후를 보이고 있음
- 경험적으로 수출 증가율은 하락 기간은 평균 26.8개월(중간값 20개월)
- 이는 수출 둔화 및 경기 둔화 우려가 내년 상반기까지 지속될 가능성을 시사

## 수출 증가율과 KOSPI 추이



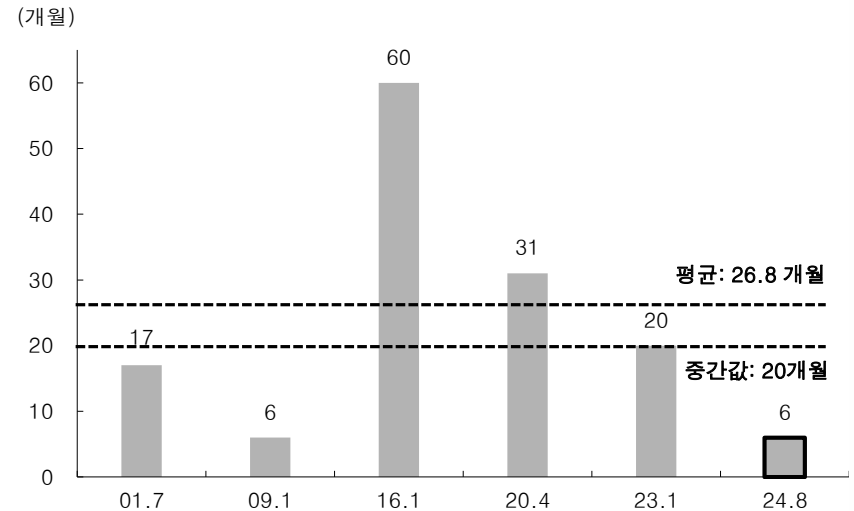
자료: Bloomberg, IBK투자증권

## 韓美中 경제 성장률 전망 컨센서스



자료: Bloomberg, IBK투자증권

## 수출 증가율 하락 국면, 정점에서 저점까지 소요 기간

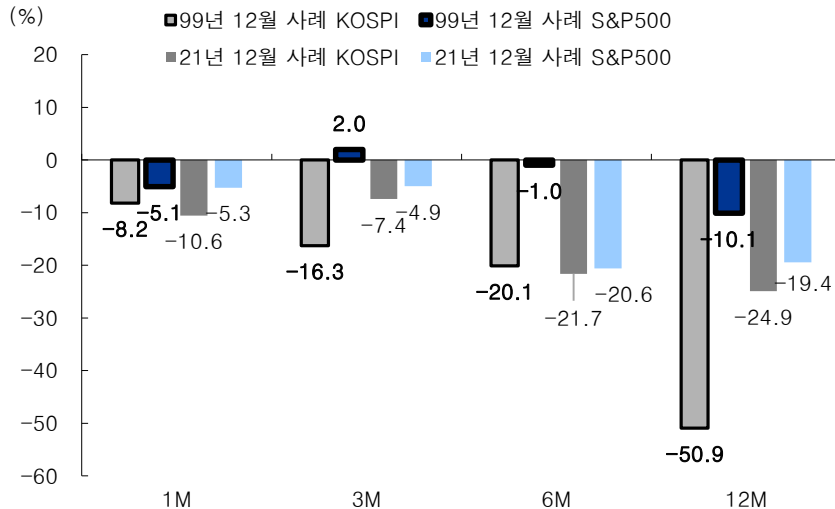


자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 증시는 낙관을 꽤 반영한 상황. 경기 둔화 따라 매력도 감소 전망

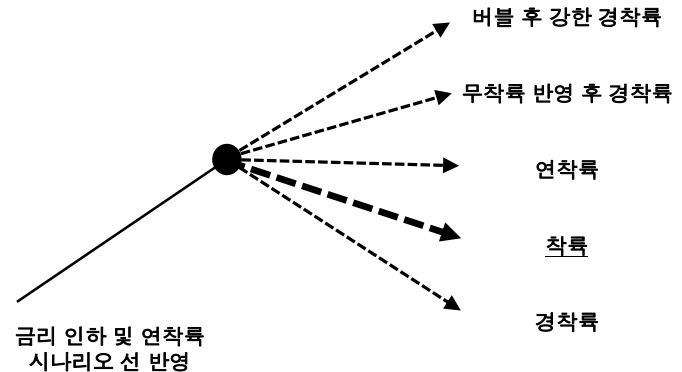
- 미국 S&P500의 Trailing P/B는 5배 수준으로 IT 버블 붕괴 직전, 코로나 이후 대규모 부양책 급등 정점 시점과 유사한 역사적 고점 수준
- 증시는 낙관을 꽤 반영한 상황. 기존 두 국면과 유사한 현재 美 증시 고 평가 수준에서의 증시 하방 위험은 높다고 판단
- 물론 국내 증시의 밸류에이션 부담은 적음. 다만, 과거 S&P500 P/B 5배 수준에서 동반 하락 위험이 나타났음을 주시할 필요
- 미 증시 방향에 따라, 미국 경기 시나리오가 바뀔 수도 있다고 판단하는데 연착륙 시나리오가 흔들릴수록 하방 위험 높아질 것
- 만약 연착륙 시나리오대로 경기와 물가가 흘러간다면, 이미 그것을 예상하고 Pricing해 왔기 때문에 상승 폭은 크지 않고 제한될 전망
- 현재 시장 상황은 과거 경착륙도 연착륙도 명확하게 닮지 않은 모호한 국면. 연착륙과 경착륙 사이에 있는 '착륙' 시나리오가 합리적일 수 있음
- '착륙' 시나리오는 적절한 성장도 역 성장도 아닌 제로 성장 혹은 제로에 가까운 매우 낮은 성장의 정도로 고려해 볼 수 있음

S&P500 P/B 5배 근접 시, 향후 韓美 증시 등락률



자료: Bloomberg, IBK투자증권, 주: 월간으로 12M F, P/B 5배에 근접했을 때를 기점으로 분석

美 증시 방향에 따라, 달라질 수 있는 미국 경기 시나리오

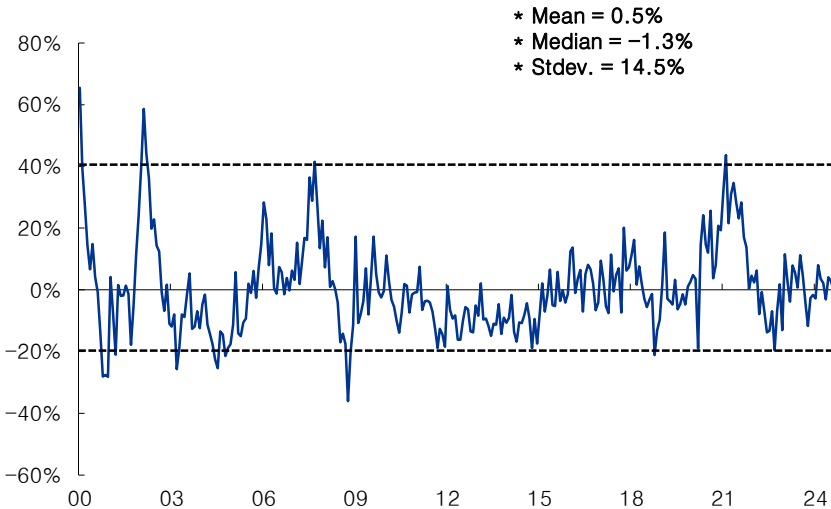


자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 수출과 P/B 밸류 고려한 하락 위험 측정: 10% 내외 조정 가능성 대비할 필요

- 미국 경기 둔화에 따른 국내 경기와 수출 둔화를 가정해 볼 때, KOSPI는 내년 상반기까지 10% 내외의 조정 가능성에 대비할 필요
- 9월부터 기저 효과 약화되면서 수출 둔화가 나타나고 내년까지 수출 증가율 둔화가 지속될 것으로 보임
- 이에 따라 수출 펀더멘탈대비 적정 KOSPI를 하회하는 마이너스 프리미엄 구간을 반영할 가능성이 높음
- 기존 보고서에서 여러 차례 언급했듯이, [월수출금액(억달러기준)\*4.565]를 KOSPI 적정 수준으로 볼 때 경험적 (-) 프리미엄 국면을 참조할 필요
- 보통 수출펀더대비 -10%까지 하락하는 경향을 보였기 때문에 현재 월수출금액에 따른 KOSPI 적정 수준 약 2650pt 수준에서 내년까지 10% 조정을 감안한 2,400pt까지 하락할 가능성을 대비할 필요
- 또한, KOSPI 12M F. P/B 현재 2,700pt 기준 0.9배에서, 과거 둔화(0.8배대 중반)와 침체(0.7배대 후반) 중간 수준인 0.8배대 초반 가정 시 2,400pt 부근까지 하락할 가능성 대비할 필요

[월수출금액(억달러기준)\*4.565]과 KOSPI의 Gap 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권.

2007년 이후, KOSPI 12M F. P/B 추이



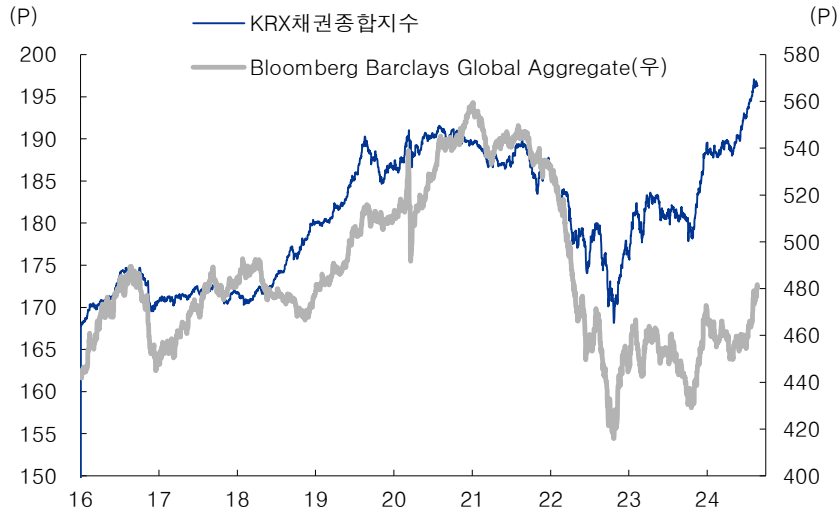
자료: Quantwise, IBK투자증권



# Reverse Rotation(1): 주식대비 채권 매력 우위 지속

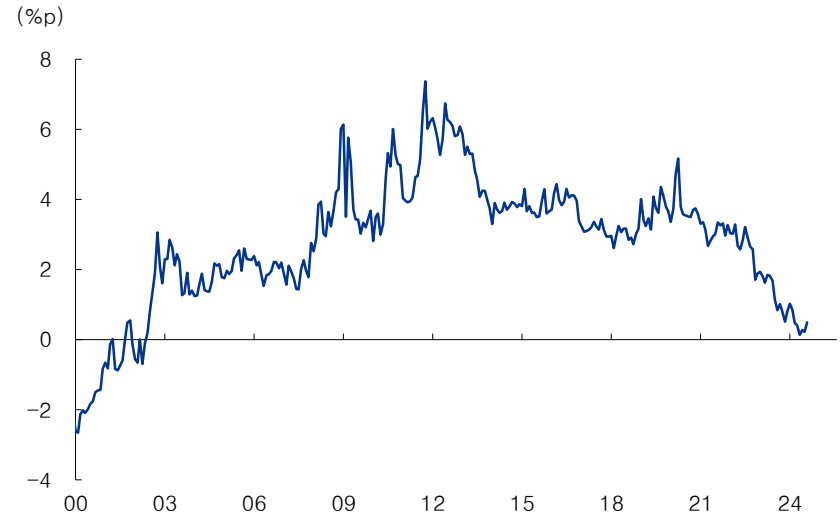
- 글로벌 채권 지수가 저점과 고점을 높여가며 뚜렷한 상승 추세에 진입한 것으로 판단
- 향후 미국을 중심으로 글로벌 경기 둔화가 확대될 것으로 예상되는 만큼 채권에 대한 관심은 더욱 높아질 전망
- 미국 증시 밸류에이션이 전 고점 영역에 근접해 부담스러운 상황이나, 글로벌 채권 지수는 전 고점에 여전히 크게 못 미치고 있음
- 미국 일드갭은 0.5%p 수준으로 경험적 밴드 하단에서 반등 초기 국면으로 추정되어 여전히 주식대비 채권이 매력적임을 시사하고 있음
- 이에 따라 주식에서 채권으로 자금이 이동하는 Reverse Rotation 국면으로 지속될 것으로 예상

국내, 해외 채권 지수 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

2000년 이후, 美 Yield gap 추이

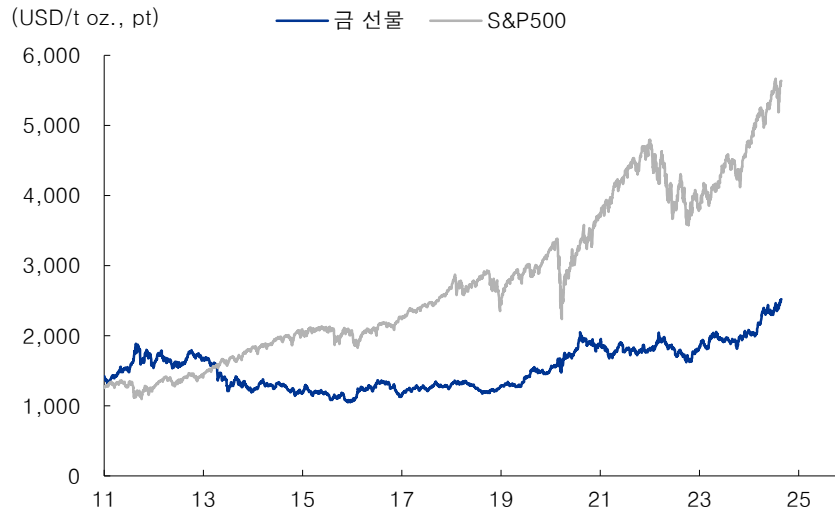


자료: Bloomberg, IBK투자증권  
주:  $[1/(S\&P500\ 12M\ F, P/E)] - \text{美 국채 } 10Y$

## Reverse Rotation(2): 美 주식과 금 가격의 10년 주기론 주목

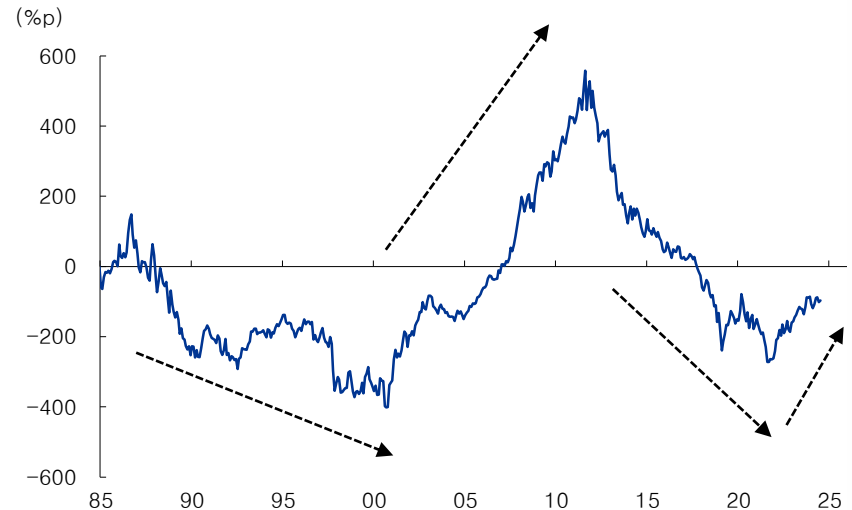
- 향후 미국의 경기 둔화가 가속화될 것으로 보이는 만큼 안전 자산 금에 대한 수요는 더욱 확대될 전망
- 여기에, 미 주식과 금 가격 간의 자산 가격 차별화가 극단적으로 확대된 상황이라 금에 대한 수요는 더욱 클 것으로 예상
- 2011년 뉴노멀 이후, 미국 경기 회복, 4차 산업혁명, 코로나 이후 대규모 부양책 등으로 美 증시는 약 5배 폭등
- 이에 반해, 금 가격은 금융위기를 포함한 2000년대 Decade 국면 강세 이후 숨 고르기를 보여 왔음
- 흥미롭게도 10년 등락률의 상대 수익률을 살펴 보면, 美 주식과 금 가격 간에는 약 10년 주기론이 작동하고 있는 것으로 추정됨
- 2011년 이후 약 10년간 美 주식은 금 가격을 과도하게 Outperform 했다고 판단되며 이제 금 가격이 美 주식을 Outperform할 수 있는 국면에 진입

2011년 뉴노멀 이후, 美 주식과 금 가격 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

[S&P500 10Y 등락률 - 금 가격 10Y 등락률] Rolling 추이

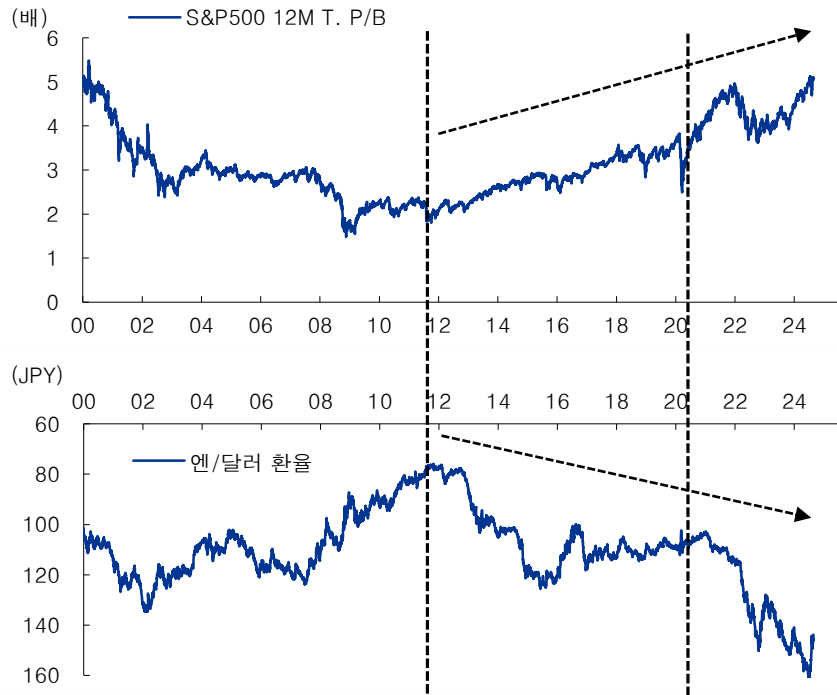


자료: Bloomberg, IBK투자증권

# Reverse Rotation(3): 美 주식과 반대로 움직였던 엔화 강세 주시

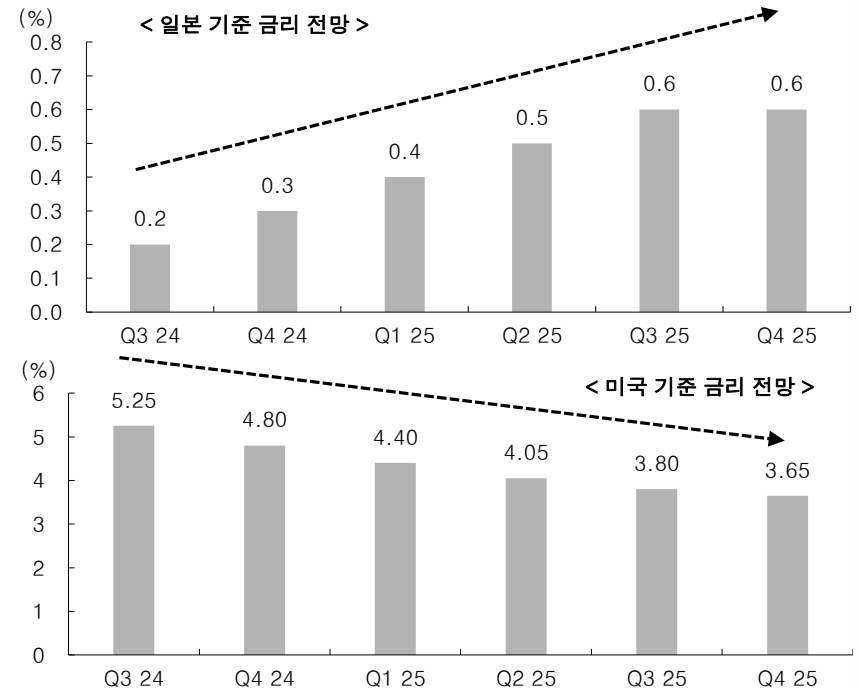
- 美 경기 둔화에 따른 안전 자산 관심 확대 속에서, 美 주식과 반대로 움직였던 엔화에 대한 관심 높아질 전망
- 美 증시 강세와 엔화 약세 패턴은 아베노믹스가 시작된 2012년부터 지속됐고, 코로나 이후 그 차별화가 더욱 강화된 바 있음
- 하지만, 이제 미국이 금리를 인하하고 일본이 금리를 인상하는 사이클에 진입한 만큼 엔화 저 평가가 해소될 것으로 예상
- 엔/달러 환율은 기존 경험적 범위인 100~130엔 수준으로 점진적 회귀 가능성 높다고 판단되며 이는 엔캐리 트레이드를 자극할 수 있어 증시에 부담

2000년 이후, S&P500 12개월 T. P/B와 엔화(역축) 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권, 주: 엔/달러 환율은 역축

향후 일본과 미국의 통화 정책 방향 전망

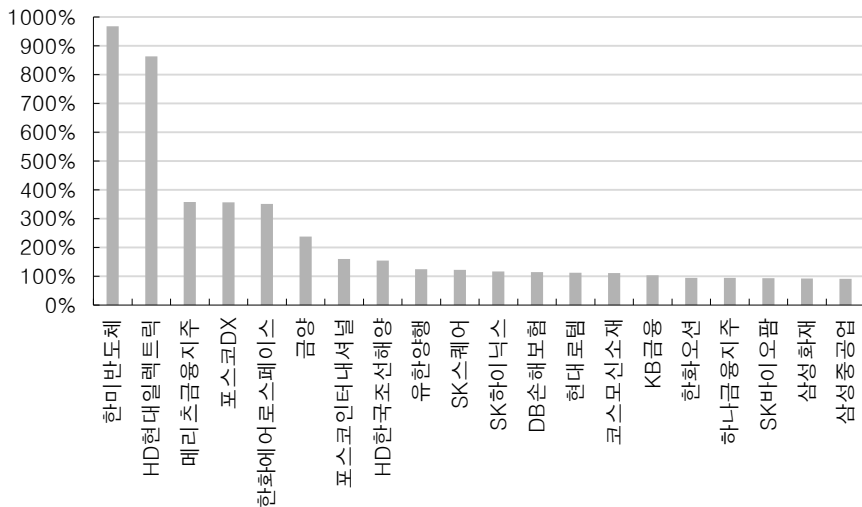


자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 경기 및 통화정책 변곡점: Portfolio 변경 불가피, Market Neutral 전략 선호

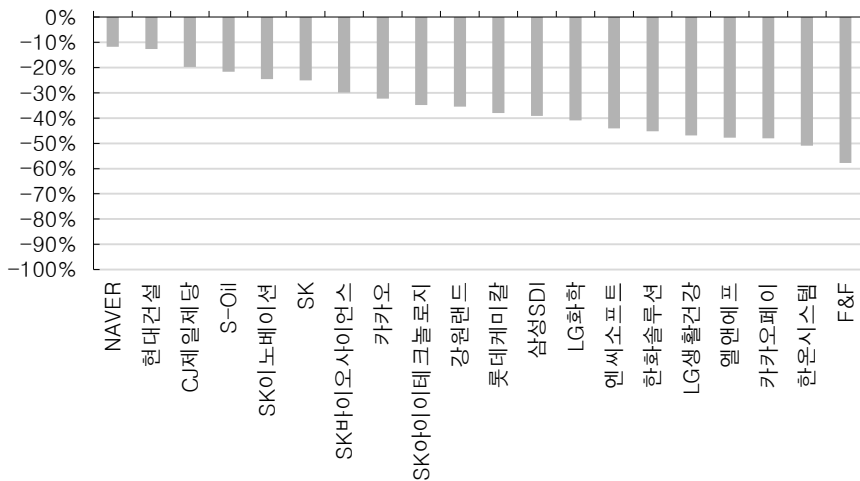
- 현재 금융시장은 경기와 통화정책의 방향이 바뀌는 변곡점에 위치해 있어 포트폴리오 전략의 변경이 불가피할 전망
- 증시 변동성이 확대되고 불확실성이 증대되며 하방 위험이 높아질 수 있어, 시장 참여자들의 Active함은 축소하고 리스크 관리 모드로 전환할 것
- 시장 위험 확대에 따라, 기존 주도주들의 가격 부담이 높아질 전망이고 Loser들의 아웃퍼폼 가능성에 대한 경계심 높아질 전망
- 시장참여자들은 매크로 변곡점에서 과도하게 상승한 반도체, 전력기기, 금융, 조선, 방산 등의 높은 가격에 부담을 느낄 수 있음
- 한편, 주가 및 밸류 부담이 적은 인터넷, 게임, 유틸리티, 바이오, 음식료 등 방어형 종목들에 관심이 높아질 수 있음
- 과도하게 상승한 수출주, 민감주에 대한 비중을 축소하고 과도하게 하락해 있는 내수주, 방어주에 대한 비중을 확대할 것을 권고

22년 9월말 이후 현재까지 상승 국면 내 대형주 상승률 상위 20



자료: Quantwise, IBK투자증권

22년 9월말 이후 현재까지 상승 국면 내 대형주 하락률 상위 20

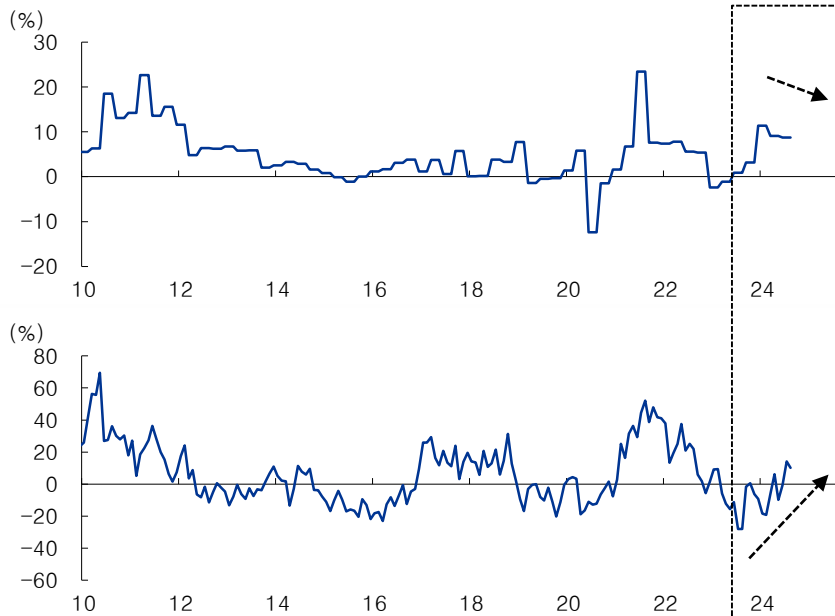


자료: Quantwise, IBK투자증권

# 수출주, 민감주 비중 축소 vs 내수주, 방어주 비중 확대

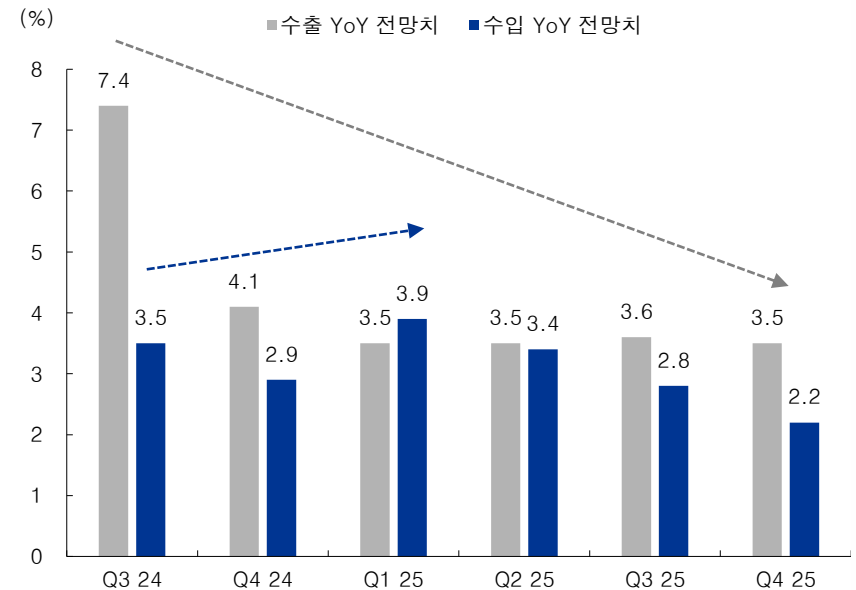
- 국내 증시 내 포트폴리오 전략은 수출주, 민감주의 비중을 축소하고 내수주, 방어주의 비중을 확대할 것을 권고
- 수출 증가율은 美中 경기 둔화와 기저 효과 약화로 점진적 하락 흐름이 예상되고 반면 수입은 반등하면서 단기적인 내수 회복 조짐 줄 것
- 현재 컨센서스는 향후 수출 증가율 하락이 내년까지 지속될 것으로 보이고 수입 증가율은 내년 1분기까지 반등 흐름 전망
- 수입 및 내수가 현저히 좋아진다고보다는 수출 둔화 우려에 따른 상대적 관점에서의 메리트가 부각될 것으로 보임

2010년 이후, 우리나라 수출 및 수입 YoY 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

우리나라 수출 및 수입 YoY 분기별 전망



자료: Bloomberg, IBK투자증권



# 엔비디아 기대감 좀 더 지속될 수 있으나, 마이크론 주가 하락 주의

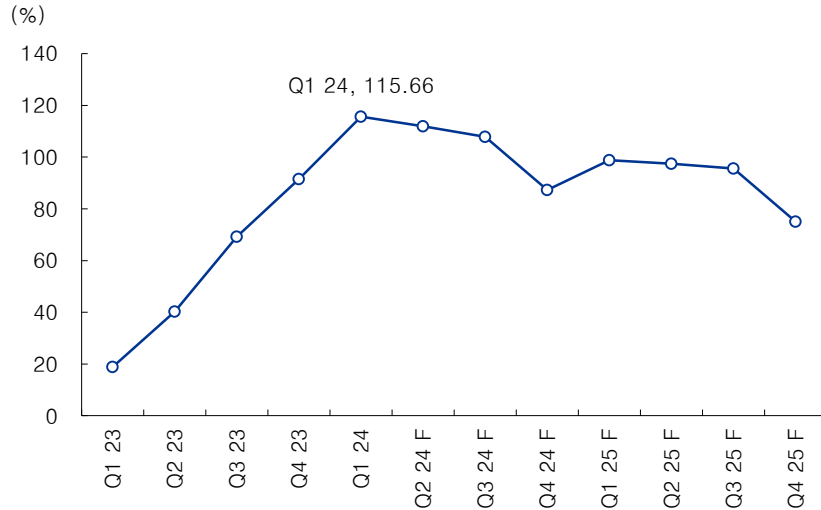
- 미국 빅테크들의 AI 투자 확대에 따른 엔비디아 모멘텀 기대감은 좀 더 지속될 가능성이 있다고 판단
- 하지만, 미국 경기 둔화에 따른 미국 빅테크들의 경영 환경이 악화될 수 있어 투자 모멘텀이 지속될지에 대한 의구심이 높아질 전망
- 설령 빅테크들의 투자가 계속되더라도 엔비디아는 이를 호재로 반영할 가능성이 있으나 빅테크들에게는 비용 증가로 해석될 우려가 높아지고 있음
- 이는 엔비디아의 주가만 상승하고 여타 빅테크나 일반 반도체 기업들의 주가는 상승하지 못하는 차별화를 발생시킬 수 있다고 판단됨
- 최근 엔비디아 주가는 상승세를 지속하고 있지만 마이크론 주가가 상승하지 못하고 있음을 주시할 필요
- 국내 반도체는 경험적으로 D램 반도체 업체인 마이크론과의 주가 궤적이 유사하므로 엔비디아 모멘텀이 국내 증시로 동반되지 못하는 양상
- 또한, 엔비디아 역시 마진 고점 우려가 부각될 수 있는 시점. 가이드언스 통해 고 마진 지속 가능성 여부를 체크할 필요

## 엔비디아와 마이크론의 주가 차별화 시작 주목



자료: Bloomberg, IBK투자증권

## 엔비디아 ROE 추이 및 전망

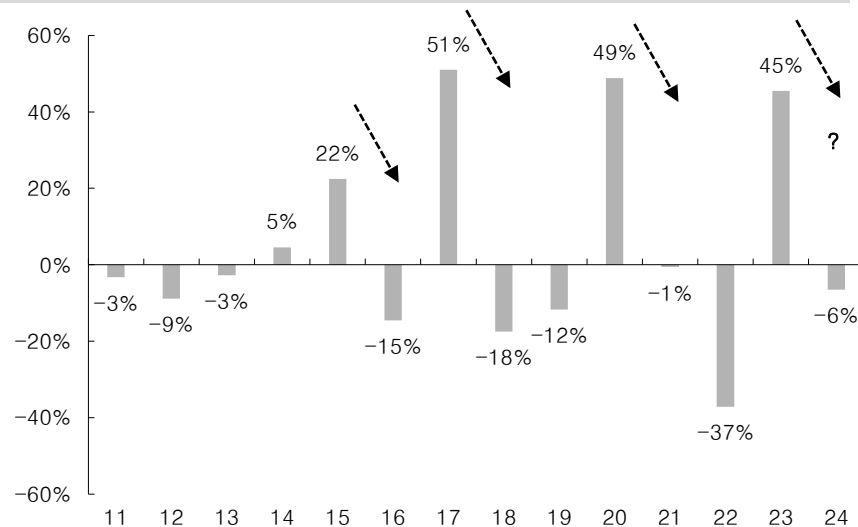


자료: Bloomberg, IBK투자증권, 주: 엔비디아 회계연도를 캘린더 기준으로 변경.

# 개별 종목 장세에 기댄 코스닥 시장은 안전한가?

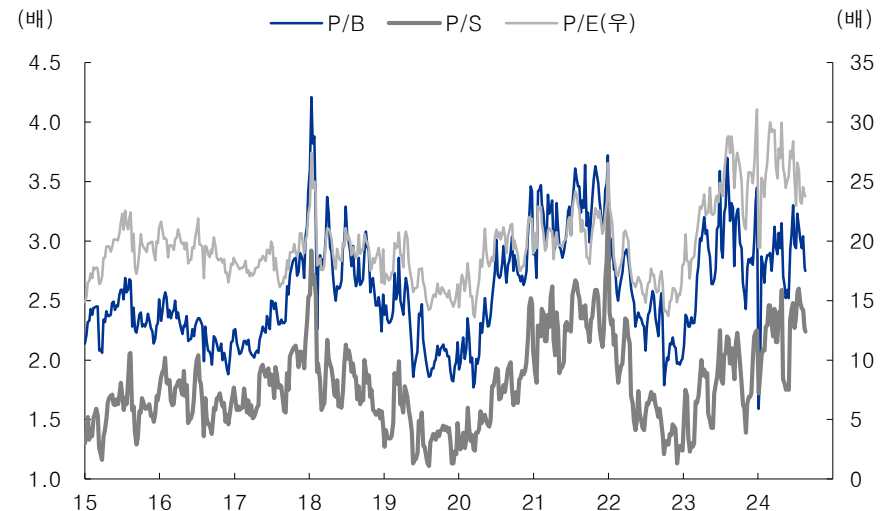
- 코스닥 시장이 최근 장기 박스권에 갇혀 있다는 인식 하에서 보면 코스닥 시장 역시 하방 위험에 노출되어 있다고 판단됨
- 코스닥150지수의 밸류에이션은 경험적 밴드 상단 부근에서 꺾이는 양상을 보이고 있어 과거 박스권 패턴을 재현할 가능성이 높아지고 있음
- 코스닥150지수 12M F. 기준 P/E는 23.8배, P/B는 2.8배, P/S는 2.2배 수준
- 코스닥150지수를 구성하는 핵심 산업인 바이오, IT, 2차전지, 엔터/게임 등에서 상승 폭을 크게 확대시킬 수 있는 업종이 제한적이라 판단
- 2차전지, 엔터/게임은 업황이 부진하고 IT는 반도체 업사이클을 반영 후 꺾이는 조짐이며 바이오는 주요 종목을 중심으로 작년 이후 이미 큰 폭 상승
- 최근 10년 코스닥150지수는 1년 급등 후 하락 전환하며 2년 연속 시장의 상승 흐름이 연속된 경우가 없었음
- 평균적으로 1년 상승 폭의 약 2/3를 하락 폭으로 반영하는 경향을 보였기 때문에, 올해 YTD 6% 하락 중이나 추가 하락 위험 가능성은 높다고 판단

2011년 이후 코스닥150지수 연도별 등락률 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권  
주: 24년은 8월 21일 종가 기준

코스닥150지수 밸류에이션 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권  
주: 12M F. 기준



## IBKS Research Center

성명	직급	담당	전화	이메일
용대인	전무(부문장)	총괄	6915-5400	daeinyong@ibks.com
이승훈	상무대우(본부장)	인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com

### 투자분석부

변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
김인식	연구위원	자산배분/ETF	6915-5472	kds4539@ibks.com
김종영	연구원	Quant	6915-5653	jujub0251@ibks.com
우지연	연구원	신흥국 전략	6915-5663	dnwldus2170@ibks.com
권순호	연구원	시황	6915-5667	snowkonn@ibks.com

### 기간산업분석부

이동욱	연구위원	화학/정유	6915-5671	treestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
이현욱	연구원	2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com
우도형	연구원	은행/증권	6915-5651	woo.dohyeong@ibks.com
오지훈	연구원	조선/기계	6915-5662	jihoonoh@ibks.com

### 혁신기업분석부

이건재	연구위원	IT/소재/부품/장비	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
김운호	연구위원	IT/반도체/디스플레이	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	음식료	6915-5658	kith0923@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산	6915-5660	controlh@ibks.com

## “국민과 중소기업에 필요한 참 좋은 IBK투자증권”



IBK기업은행 금융그룹

서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11

대표번호 02-6915-5000

고객만족팀 1588-0030, 1544-0050

영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 역삼	02) 556-4999
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
부산센터	051) 805-2900	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 대구	053) 752-3535	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 강남	02) 2057-9300	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900		

본 조사분석자료는 고객의 투자를 돕기 위한 정보제공의 목적으로 작성되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권산권은 당사에 귀속되며, 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.