

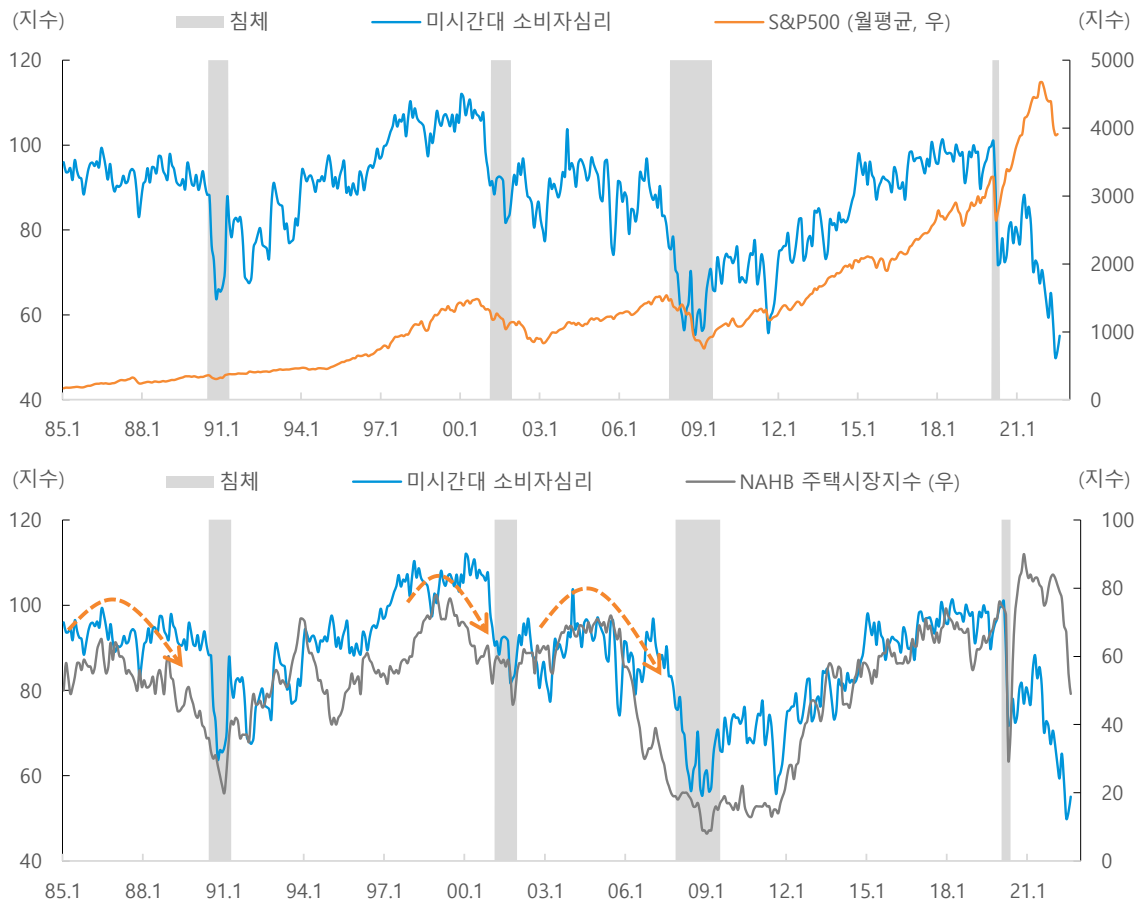
미 증시 반등을 위해서는

[Economist] 류진이 2122-9210 jinlee@hi-ib.com / 박상현 2122-9196 shpark@hi-ib.com



2022-08-25

그림1. 소비자심리지수는 미 증시를 선행



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치센터

소비자심리를 훼손해온 유가 급등, 그리고 모기지금리

시장의 근본적인 악재는 유럽과 중국 등 非미국 국가들을 중심으로 한 글로벌 경기 부진과 경기 둔화 조짐 속에서도 이어지고 있는 연준의 긴축이다. 연준의 긴축 시계를 강하고 빠르게 앞당긴 요인은 바로 유가 급등으로 인한 인플레이션이었는데, 유가가 지난 2개월 간 하락세를 보이면서 증시는 그간의 악세 폭을 되돌리는 모습을 보였다.

궁금한 것은 경기 침체를 앞둔 상황에서 증시가 반등세를 이어갈 수 있을지 여부이다. 올해 1월 미 증시는 (s&p500 기준) 고점을 형성한 후 지난 6월까지 -24% 하락하며 급격한 악세를 보였다. 이후 유가 하락과 파월 피봇 기대감이 확산되며 저점에서 13% 가량 상승했으나, 재차 숨 고르기 국면에 들어갔다.

과거 미국 증시와 경제지표들을 비교해보면 미시간대 소비자심리지수가 증시를 선행하는 특성을 가지고 있음을 알 수 있다. 이는 내수가 70%를 차지하는 미국 경제의 특징을 잘 나타낸다. 이러한 소비자심리지수가 역대 최저치를 경신하면 증시에 부담이 되는 것은 당연하다.

유가 급등은 두 가지 경로를 통해 소비자심리를 훼손했다. 첫 번째는 가솔린 가격 급등으로 인한 직접적인 지출 타격이다. 이는 <그림 4>에서 알 수 있듯 최근 가솔린 가격이 내려오면서 다소 해소되었다.

두 번째는 모기지금리의 상승이다. 유가 급등이 인플레이션을 자극하면서 더 빠르고 강한 긴축을 야기했고, 연준의 긴축 기조 강화는 결국 모기지금리의 상승으로 이어졌다. <그림 1>의 차트를 보게 되면, NAHB 주택시장지수는 소비자심리지수를 선행하는 특성을 보인다. 주거비가 소비자 지출 중 절대적인 금액 수준이 높은 항목이고, 주거 안정이 소비자 심리에 큰 영향을 미치기 때문으로 사료된다.

전일 발표된 미국 모기지 30년 고정금리는 5.65%로 전주대비 20bp 상승했다. 모기지금리는 올해 4월 2008년 이후 처음으로 5.0%선을 상회하며 주택시장 불안을 야기했다. 이는 러시아-우크라이나 사태 이후의 유가 폭등이 인플레이션을 자극함으로써 발생한 일인데, 유가가 하락하며 모기지금리가 일시적으로 하락하긴 했으나 여전히 고공행진 중이다. 유럽, 중국 등 어디 하나 기댈 곳 없는 非미국 국가들의 불안한 경기 흐름에 더해 모기지금리 상승으로 인한 미국 주택시장 냉각 가능성이 최근 미 증시의 하방 압력으로 작용 중이다.

남은 것은 모기지금리 하향 안정화

따라서 증시가 재차 반등세를 보이기 위한 전제조건은 모기지금리의 하향 안정화다.

물론 처음 모기지금리 급등을 이끌었던 유가는 유럽발 에너지 대란 리스크로 불안한 흐름을 보이고 있다. 유럽 천연가스 가격 상승은 유가 하단을 제한하고 있고, 곧 겨울철 난방수요도 나타날 것이다. 하지만 중국을 비롯해 글로벌 주요국들의 경기 둔화가 가시화되고 있는 상황에서 유가가 전고점을 돌파하기는 어렵다고 보인다. 즉, 유가 상승으로 인한 연준의 추가적인 긴축 가속화는 가능성이 낮다.

결론부터 말하자면, 기준금리 인상으로 인한 시장금리 상승세 및 물가 상승에 따라 단기적으로 하단은 다소 제한되겠지만 현재 모기지금리는 고점을 확인했다고 판단한다.

모기지금리 상승 요인은 크게 두 가지로 나눌 수 있는데, 하나는 미 국채 30년 금리의 상승이고 다른 하나는 국채 금리와의 스프레드 확대다. 기준금리 인상과 물가 상승으로 미 국채 30년 금리가 상승하면서 모기지금리 상승을 이끌었다.

이에 더해 기준금리 인상기에는 신용 스프레드 확대가 동반된다는 점도 상승 폭을 확대시켰다. 다만 스프레드가 기준금리 인상 직전에 확대되기 시작해 인상 마무리기에 먼저 축소 전환하는 패턴은 향후 추가 스프레드 확대 가능성을 낮추는 요인이다.

더불어 신용 스프레드 확대의 근본적인 원인인 신용 리스크도 점검해볼 필요가 있다. 달러 자금시장 경색도를 확인해볼 수 있는 TED spread는 지난 6월 16일 고점을 형성한 후 하락 전환해 현재 26bp 수준을 기록 중이다. 2010년 이후 평균치가 28.6bp 임을 감안하면 팬데믹 이전 대비 소폭 높은 수준이긴 하나 아직까지 안정적이다.

미국 주택시장 내 공급이 아직까지 절대적으로 부족한 수준이라는 점도 과거 2008 년 금융위기 때와 달리 주택시장 붕괴와 이에 따른 시스템 리스크 발발 가능성을 낮추는 요인이다.

단, 통화정책 긴축기인 데 더해 최근의 달러 초강세 현상 및 글로벌 경기 부진으로 인한 견조한 달러 수요로 인해 연준의 긴축 속도 조절이 시작될 때까지 Ted spread 의 추가 축소를 기대하기는 어려울 것이며, 이는 모기지금리의 하단을 제한하는 요인이 될 것으로 보인다.

증시 반등을 위한 조건

앞서 언급한 내용들을 종합해보면, 먼저 非미국 국가들의 경기 부진에 따라 미국의 수출에 기댄 성장을 기대하기는 어려운 가운데 미국 소비자심리가 증시 향방의 주요 결정 요인이 될 것으로 보인다.

올해 나타났던 유가 급등은 이러한 소비자심리를 두 가지 경로를 통해 훼손시켜 왔다. 첫 번째는 소매연료 가격 상승이고 두 번째는 인플레이션 압력 확대에 따른 긴축과 모기지금리의 상승이다. 전자의 요인은 유가 하락으로 최근 다소 해결되었으며 관건은 모기지금리가 될 것으로 예상된다. 다만, 이미 장기금리가 크게 올라와 있으며 연준의 긴축 스케줄도 절반은 지났기 때문에 모기지금리의 추가 상승 가능성은 낮다고 판단하지만 여타 요인들을 바탕으로 아직까지 뚜렷한 하락을 기대하기도 어렵다.

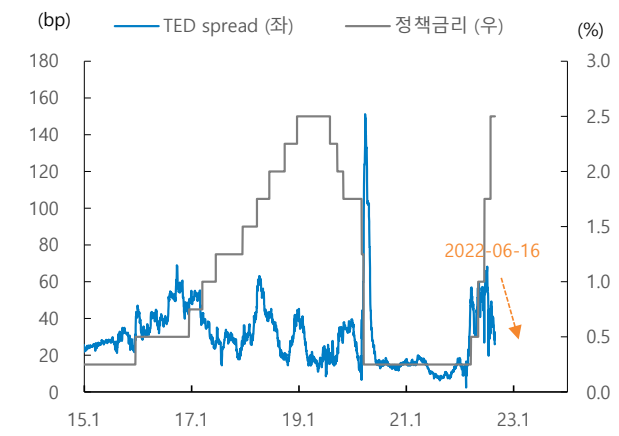
따라서 조심스럽지만 당분간 증시는 지지부진한 흐름이 이어질 것으로 예상되는 가운데, 장기적으로는 모기지금리 하향 안정화가 나타나는 시점이 반등 포인트가 될 것으로 판단한다.

그림2. 1985 년 이후 (팬데믹 제외) 침체 시기 추가 흐름

	상황	날짜	S&P500	상승률
1	침체 직전 고점	1990-07-16	368.95	-
	침체 내 저점	1990-10-17	298.76	-19.0%
	침체 종료	1991-04-30	375.35	25.6%
2	침체 직전 고점	2001-02-01	1373.47	-
	침체 내 저점	2001-09-22	965.8	-29.7%
	침체 종료	2001-12-30	1161.02	20.2%
3	침체 직전 고점	2007-12-10	1515.96	-
	침체 내 저점	2009-03-09	676.53	-55.4%
	침체 종료	2009-07-30	986.75	45.9%

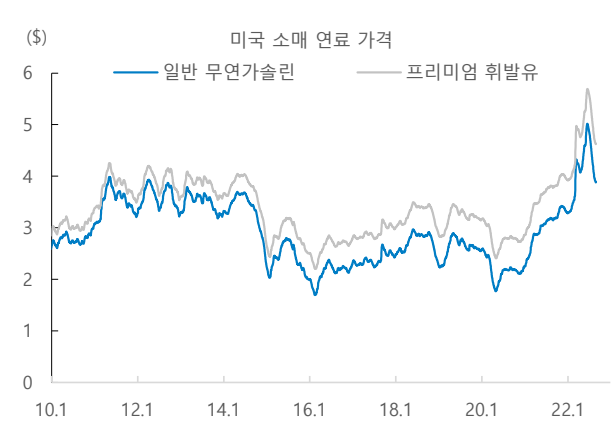
자료:하이투자증권 리서치센터

그림3. TED spread는 소폭 높긴 하나 하락 전환 (2010년 이후 평균 28.6bp)



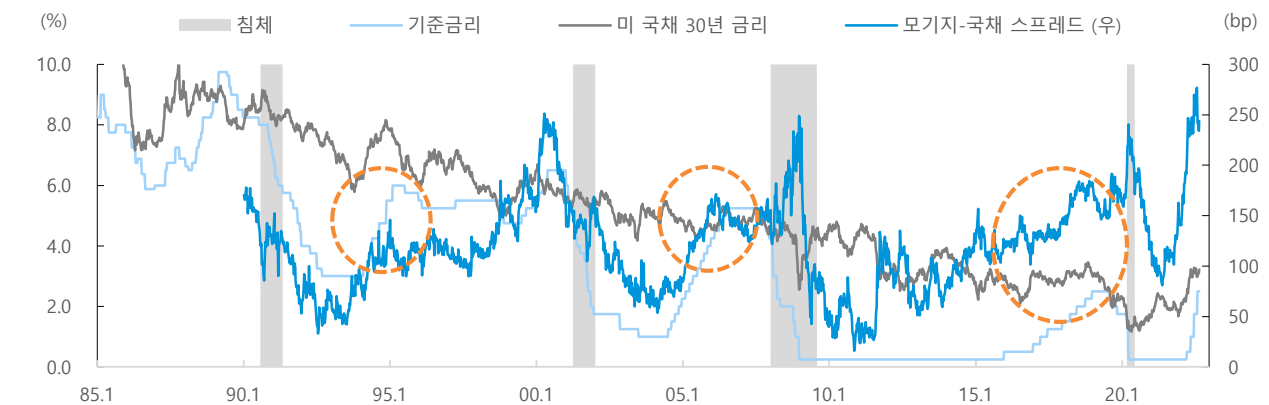
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치센터

그림4. 미국 소매 연료 가격은 빠르게 하락 중



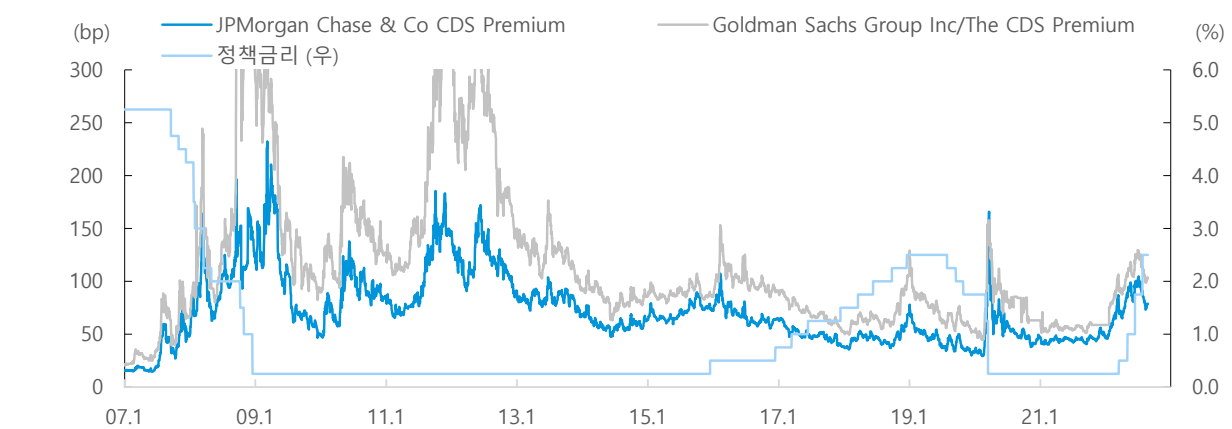
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치센터

그림5. 과거 기준금리 인상기 모기지-국채금리 스프레드. 인상 마무리 국면에서는 스프레드 축소 전환



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치센터

그림6. 주요 금융기관 CDS Premium 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치센터

Compliance notice

- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
 - ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 류진이, 박상현)
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.