

지리찾기 (2) : 3월 FOMC

2016년 Target KOSPI	2,250pt
12MF PER	10.85배
12MF PBR	0.93배
Yield Gap	7.7%P

- ▶ 3월 FOMC: 금리인상을 연기할 전망
- ▶ 금리인상을 못하는 이유: 경기모멘텀과 인플레이션
- ▶ 투자전략: 매수전략 유지, 수출주의 비중확대 추천

■ 연준의 금리인상 시점은?

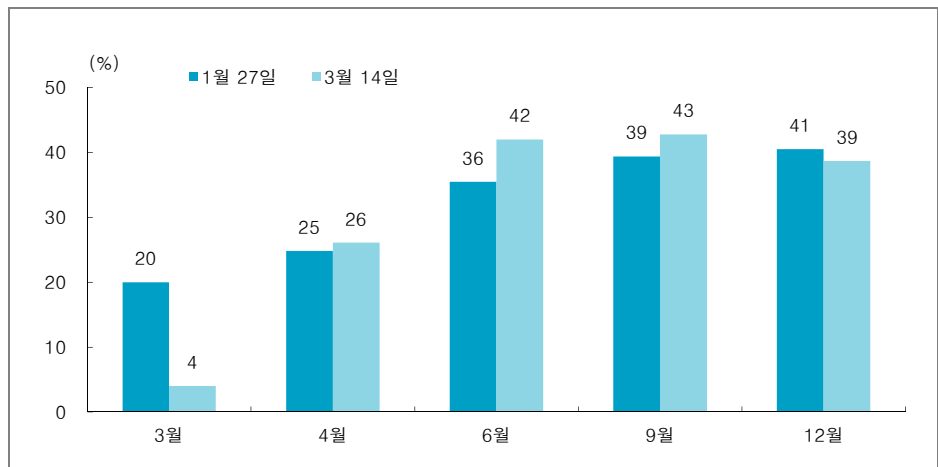
3월 인상 가능성 낮아

17일 오전 3시, 연준의 3월 FOMC회의 결과가 발표된다. 투자자들은 지금 미국의 금리인상 여부에 이목을 집중하고 있다. 주식시장에 상당한 영향력을 행사할 수 있는 변수가 미국의 금리 변화이기 때문이다.

우리는 3월 금리인상 가능성을 낮게 본다. 아직 미국 경기와 기대 인플레이션이 금리인상을 지지할 수준이 아니기 때문이다. 선물시장에서 계산된 확률도 우리의 판단과 다르지 않다.

다만 연준이 3월 금리인상을 포기하더라도 정책 정상화 과정이 중단되는 것은 아니다. 단지 속도 조절의 문제일 뿐, 완화된 사이클의 복귀로 볼 수 없다. 따라서 추가 금리인상에 대한 가능성은 항상 열어둘 필요가 있다. 예상 인상 시점은 6월이다.

[그림 1] 기간별 금리 1회 인상 확률

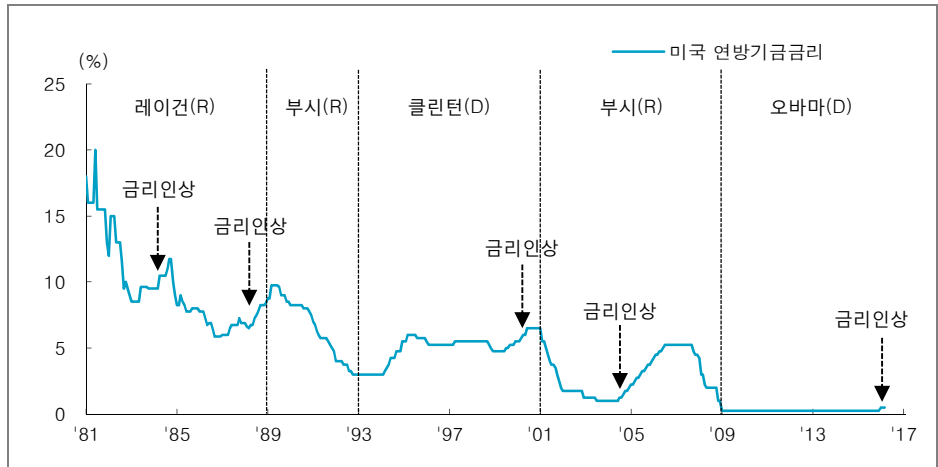


자료: Bloomberg, 한국투자증권

연준의 통화정책은 정치 사이클과 무관

일각에서는 미국이 대선 정국에 진입한 영향에 연준의 통화정책이 변경되지 않을 것이라고 주장한다. 그러나 과거를 돌아보면, 대선과 통화정책 사이에 유의미한 관계는 확인되지 않는다. 1984년, 1988년, 2000년, 2004년이 대표적이다. 정치권에서 독립적인 연준은 올해도 미국 대선보다 경기 흐름을 판단하며 통화정책을 운용할 것이다.

[그림 2] 미국 정권 변화와 연방기금금리



자료: Bloomberg, 한국투자증권

■ 금리인상을 못하는 이유

경기모멘텀 개선 필요

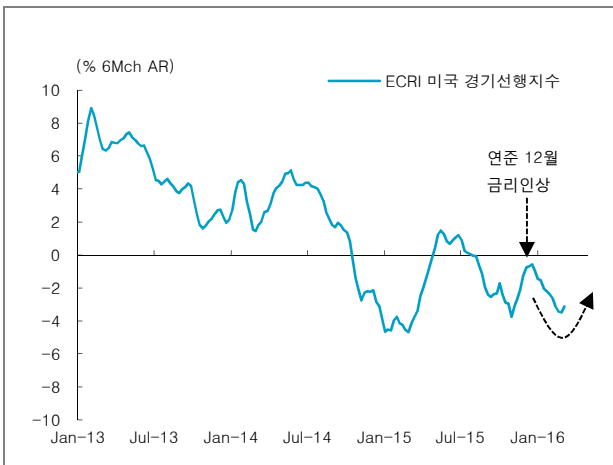
연준의 3월 금리인상 확률을 낮게 보는 이유는 미국 경제의 회복세가 미약하기 때문이다. 특히, 경기모멘텀과 인플레이션 개선에 시간이 좀 더 필요해 보인다.

현재 미국의 경기모멘텀은 금리인상을 지지하기에 충분하지 않다. 이는 주간 단위로 발표되는 ECRI(Economic Cycle Research Institute) 경기선행지수 변화율로 확인 가능하다. 동 지표는 작년 금리인상 시점부터 하락해 올해 2월 -3.4%를 나타냈다.

최근 ECRI 선행지수의 변화율이 3월 발표된 경제지표 개선에 힘입어 -3.1%로 반등했지만, 연준의 통화정책에 의미있는 변화를 가져올 시작점으로 판단하기에는 이르다.

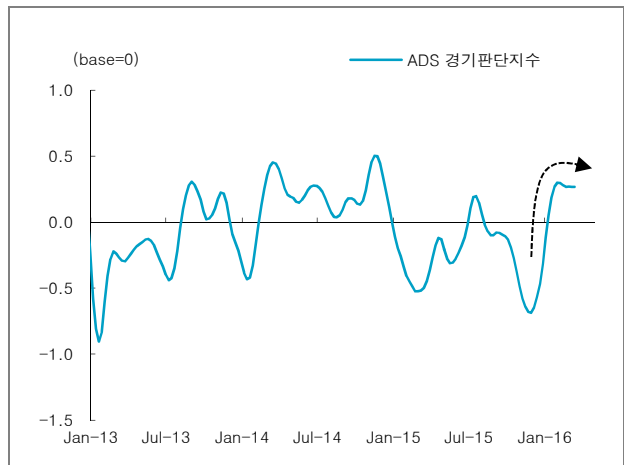
고용, 생산, 소득, 무역지표 등으로 구성되어 실물경기 파악에 용이한 ADS(Aruoba-Diebold-Scotti) 경기판단지수의 둔화도 금리인상 연기를 예상하게 만드는 요인이다.

[그림 3] ECRI 미국 경기선행지수



자료: ECRI, 한국투자증권

[그림 4] 미국의 ADS 경기판단지수



자료: 필라델피아 연은, 한국투자증권

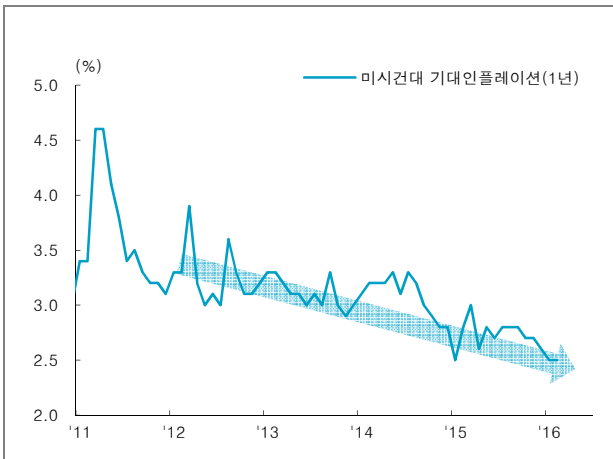
인플레이션 상승 필요

인플레이션이 목표치 2%에 미달한 점도 금리인상에 부정적이다. 3월초 더들리 뉴욕 연은 총재가 인플레이션 전망에 대한 확신이 약화됐다고 언급했듯이 미국의 기대 인플레이션은 여전히 하향 추세를 유지하고 있다.

미시건대의 향후 1년 인플레이션은 연준 목표보다 높은 2.5%지만, 작년 하반기부터 하락하고 있는 것이 부담이다. 기대 인플레이션을 일간 단위로 측정할 수 있는 TIPS 스프레드(국채와 물가연동채의 금리차)도 전자와 동일한 궤적을 그리고 있다.

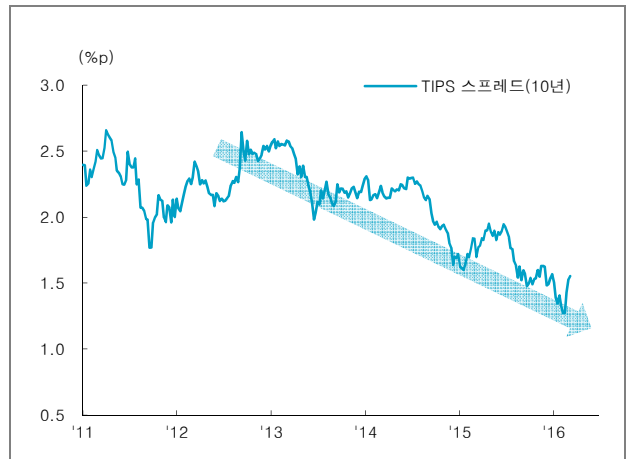
이런 상황에서 연준이 기존 계획을 고수해 3월에 금리를 인상할 경우, 디플레이션에 대한 우려가 급속도로 확산될 수 있다. 연준 역시 이런 결과를 모를 리가 없다.

[그림 5] 향후 1년 기대인플레이션



자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 6] TIPS 스프레드

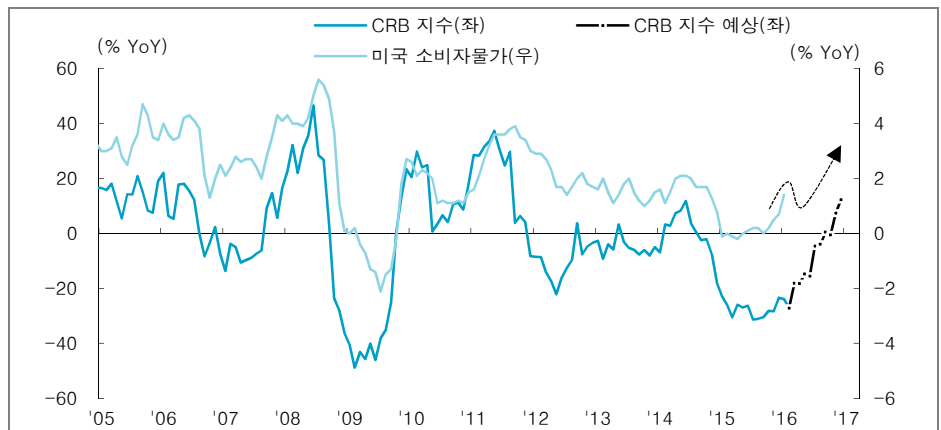


주: 10년 만기 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

인플레이션 상승 압력은 3월 이후부터 강해질 것

결국 금리인상은 물가 상승세가 강해지기 전까지 지연될 가능성이 높다. 우리는 미국의 물가 상승세가 2분기부터 강화될 것으로 예상한다. 특히, 소비자물가 상승률에 선행하는 CRB지수 예상치의 반등세가 4월부터 가속화되므로, 2분기의 물가상승률을 확인한 뒤에 금리인상을 염두에 두어도 늦지 않다는 생각이다.

[그림 7] 미국 소비자물가 상승률과 CRB지수 변화율



자료: Bloomberg, 한국투자증권

금융스트레스 완화
위험자산에 긍정적

■ 3월 FOMC 이후에도 매수 전략 유지

우리는 3월 FOMC회의에서 미국의 기준금리가 인상되지 않을 것으로 예상한다. 이를 반영해 위험자산 선호심리도 점진적으로 회복될 것이다. 연준의 통화정책이 ECB와 BOJ의 정책 스탠스와 결합되어 금융스트레스 완화에 기여할 것이기 때문이다.

금융스트레스 완화는 주식시장에 호재로 작용한다. 특히, 수급환경 개선에 우호적이다. 최근 3년간 유가증권시장에서 확인된 금융스트레스 지수와 외국인 순매수의 관계가 이를 방증한다. 최근 6개월 기준, 두 변수의 상관계수는 0.81로 나타났다.

따라서 미국의 금리인상이 3월 이후로 연기된다면, 단기적으로 외국인 순매수가 지속되는 환경이 마련될 수 있다. 동시에 KOSPI도 추가 상승여력을 확보할 것이다.

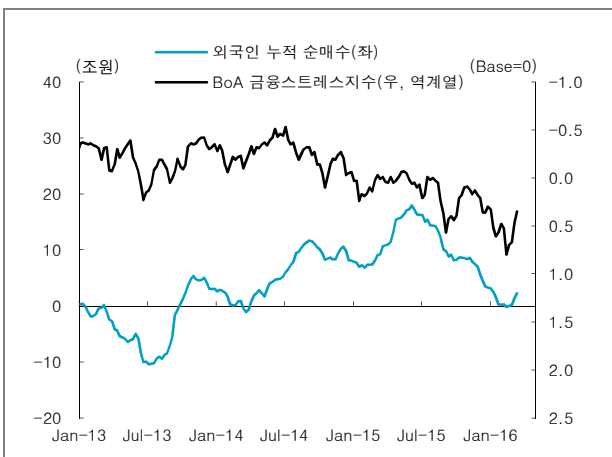
한편, Risk on 환경을 감안해 업종을 고른다면, 관심대상은 경기에 민감한 수출주가 될 수 있다. 미국 금리인상 연기로 신흥국의 경기모멘텀이 개선될 수 있기 때문이다. 한국은 중국, 아세안 등 대신중국 수출비중이 전체수출의 1/3에 달한다.

현재 수출채산성에 큰 영향을 미치는 환율도 수출기업에 긍정적이다. 원/달러 환율의 올해 1분기 평균은 1,210원인데, 이는 전년동기와 전기대비 각각 9.9%, 4.5% 높다. 환율의 긍정적 변화는 수출기업의 1분기 실적에 그대로 반영될 수 있다.

최근 주식시장의 특징이 이익 개선 가능성이 높은 종목에 프리미엄을 부여한다는 점에서 경기에 민감한 수출주가 주목받을 수 있는 환경이다.

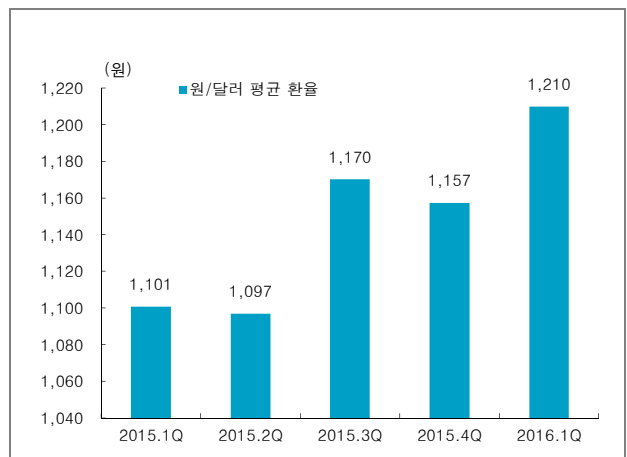
결론적으로 3월 FOMC 이후에도 주식시장에 대해 긍정적인 시각을 견지할 필요가 있다는 생각이다. 매수전략을 유지하고 수출주에 대한 비중확대를 추천한다.

[그림 8] 금융스트레스 지수와 외국인 누적 순매수



주: (-)는 금융스트레스 완화, (+)는 금융스트레스 악화
자료: Bloomberg, FnGuide, 한국투자증권

[그림 9] 분기별 원/달러 평균 환율



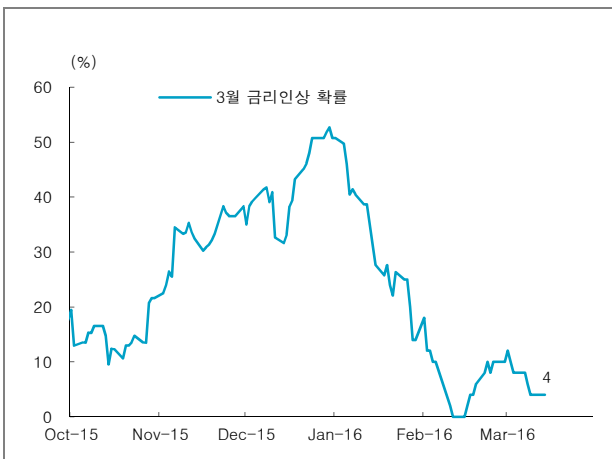
자료: Bloomberg, 한국투자증권

■ Appendix : FOMC Members' schedule

<예정 이벤트(한국시간): 3/16 ~ 3/22>

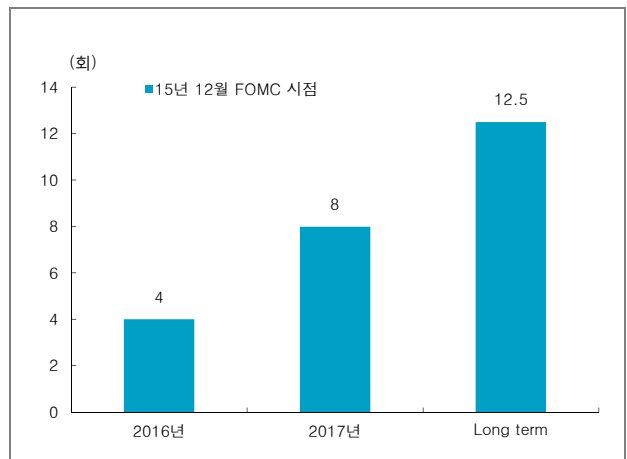
- 3월 17일: FOMC 금리 결정(3시), 옐런(연준, 3시 30분)
- 3월 18일: 더들리(뉴욕, 22시)
- 3월 19일: 로젠그린(보스턴, 0시), 블라드(세인트루이스, 3시)
- 3월 22일: 록하트(애틀랜타, 1시 40분)

[그림] 3월 금리 인상 확률



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림] 연도별 금리 인상 가능 횟수



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표> FOMC 위원들의 최근 발언

투표권	성향	이름	소속(직책)	발언 내용	일자
무제한	비둘기	J.옐런	연준(의장)	마이너스 금리의 도입 가능성을 완전히 배제하지는 않을 것	02/11
무제한	중립	S.피셔	연준(부의장)	실업률 하락과 물가 상승의 관계는 강력하지 않지만 분명히 존재	03/07
무제한	비둘기	D.타롤로	연준(이사)	대형은행들에 대한 스트레스 테스트 기준을 강화할 수 있음	12/02
무제한	비둘기	L.브레이너드	연준(이사)	대외수요 부진을 감안하면, 신중한 정책 경로를 통한 성과 보존이 중요	03/07
무제한	중립	J.파벨	연준(이사)	경제지표에 의존적인 통화정책이 가끔 시장을 놀라게 할 것	02/26
무제한	비둘기	W.더들리	뉴욕(총재)	시장 환경을 감안하면 이전보다 인플레이션 전망에 대한 확신은 약화	03/01
2016	비둘기	E.로젠그린	보스턴(총재)	물가가 오르지 않는다면 금리 인상을 서두를 필요가 없음	02/16
2016	매	L.메스터	클리블랜드(총재)	연준은 여전히 기준금리 인상과 같은 통화정책 정상화 과정을 지속할 것	02/19
2016	매	J.블라드	세인트루이스(총재)	인플레이 기대 약화와 금융시장 약세는 금리 정상화 과정에 영향을 미침	02/24
2016	매	E.조지	캔자스시티(총재)	통화정책이 금융시장에서 발생하는 모든 깜빡거림에 대응할 수 없음	02/02
2017	비둘기	P.하커	필라델피아(총재)	금리인상이 실시되기 전에 충분히 설득력있는 물가지표가 나와야 할 것	02/16
2017	비둘기	C.에반스	시카고(총재)	올해 4번 인상은 어려울 것. 점도표에서 가장 완화된 의견이 맞을 것	01/13
2017	비둘기	R.카플란	댈러스(총재)	연준은 경기조절적 정책의 결정과 관련해 인내심을 보여줄 필요가 있음	03/04
2017	-	N.카시카리	미니애폴리스(총재)	추가적인 고용시장 성장은 임금 증가와 물가 상승으로 이어지게 될 것	02/23
2018	중립	J.윌리엄스	샌프란시스코(총재)	금리인상 여부와 관련해 연준의 기본적인 그림은 변하지 않았음	03/02
2018	중립	D.록하트	애틀랜타(총재)	중국 경제 둔화와 유가 하락이 미국 경제 평가를 복잡하게 만들고 있음	02/25
2018	매	J.래커	리치먼드(총재)	현재 금리 수준이 실질 자연실업률을 하회해 추가 인상의 여지가 있음	02/24

자료: 한국투자증권

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로서 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.