

2022년 9월 26일
투자전략

투자전략

침체의 맛

미국의 경기침체에 대한 공포가 주식시장을 압도하고 있지만 침체의 전후를 살피고 주식을 모아 가야 할 때라고 생각한다.

아직 먼 금리 피크

미 3개월 국채 금리와 2년 국채 스프레드는 참고할 만한데, 초단기 국채금리가 단기 국채금리를 웃돌았을 때 Fed의 긴축도 끝나는 경우가 많았다. 지금 미 3개월-2년 국채 스프레드는 -0.82%p다.

침체기 ISM 평균 44.1

1970년 이후 미국 경제가 침체에 빠졌을 때 ISM 제조업지수 평균 값은 44.1이었다. 지난 8월의 52.3과 비교하면 여전히 8P 이상 높다.

침체 전 금리인하, 침체 중 주기반등

침체가 가까워지면 채권 가격이 먼저 반등하고 주가가 뒤따라 바닥에서 벗어난다. 1973년과 1980년엔 침체 기간에 기준금리가 인하됐고 2001년 침체를 벗어난 이후에도 이라크 전쟁 전까지 주식시장이 조정을 받은 것이 예외다.

주식시장 하락 폭은 경기침체 기간에 비례

주식시장의 조정 폭은 침체 기간에 비례한다. 1973~75년 침체는 17개월 동안 지속됐는데, S&P500지수의 MDD는 월간 증가 기준 46%였고 7개월 동안 이어진 1980년 경기침체는 MDD가 14%였다.

KOSPI 저점이 S&P500보다 앞서

국내 주식시장은 미국 주식시장보다 먼저 반등할 것이다. 국내 주식시장은 소재와 반도체 같은 중간재의 비중이 높아서 경기가 돌아설 때 이익률이 빨리 개선되는 경향이 있다.

주식전략

▶ Strategist 박승영
park.seungyoung@hanwha.com
3772-7679

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치 센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

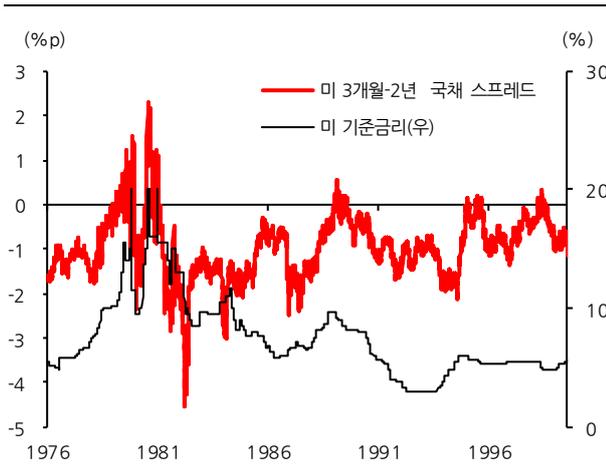
경기침체 전후의 움직임

금리 피크는 금용시장이 미국 경제가 침체에 빠질 것을 기정사실화되면서 주식시장의 조정이 계속되고 있다. 침체를 촉발하는 요인은 긴축이다. 특히, 인플레이션을 제어하기 위해 침체도 불사하겠다는 Fed의 의지가 시장에 반영되고 있다.

그렇수록 Fed의 긴축이 언제 종료될 지가 주식시장에 더 중요해지고 있다. 이럴 때 미 3개월 국채 금리와 2년 국채 스프레드는 참고할 만한데, 초단기 국채금리가 단기 국채 금리를 웃돌았을 때 Fed의 긴축도 끝나는 경우가 많았기 때문이다. 지금 미 3개월-2년 국채 스프레드는 -0.82%p다. Fed의 긴축 종료 시점은 아직 가시권에 들어와 있지 않다.

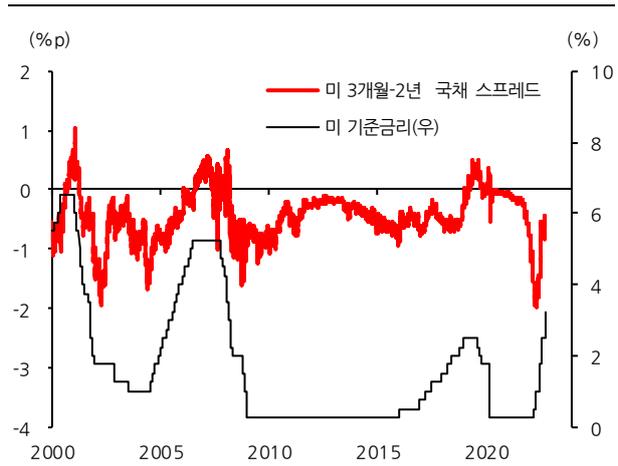
당사 전략팀은 내년 상반기 말쯤 미국 경제가 침체에 빠질 가능성이 있다고 보고 있으며 미국의 긴축 사이클은 1분기 중 피크아웃할 것으로 예상한다.

[그림1] 미 3개월 국채금리가 2년 국채 금리 상회하면



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 기준금리 인상 사이클 종료됐던 경험



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

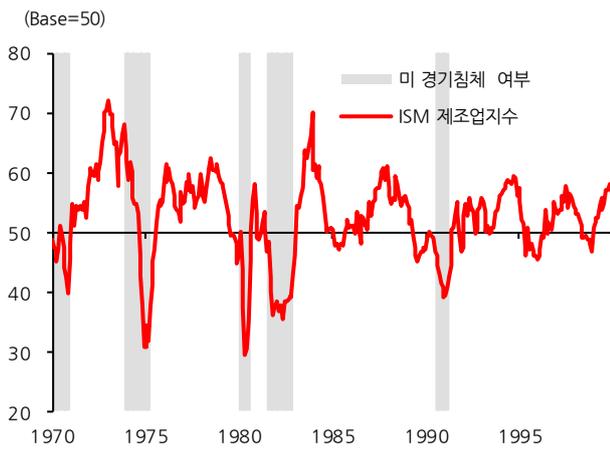
ISM 제조업지수
침체기간 평균까지 8P

경기침체는 사후적으로 선언된다. 실물경제가 얼마나 침체에 가까운 지 그때엔 가늠하기 어렵다는 뜻이다. 1970년 이후 미국 경제가 침체에 빠졌을 때 ISM 제조업지수 평균 값은 44.1이었다. 지난 8월의 52.3과 비교하면 여전히 8P 이상 높다.

침체 기간 중 ISM 제조업지수의 저점은 1970년 1월~11월 39.7이었고 1973년 11월~1975년 3월엔 30.7, 1980년 1~7월엔 29.4, 1981년 7월~1982년 1월엔 35.5, 1990년 7월~1991년 3월엔 39.2, 2001년 3~11월엔 40.8, 2007년 12월~2009년 6월엔 34.5, 2020년 2~4월엔 41.6이었다.

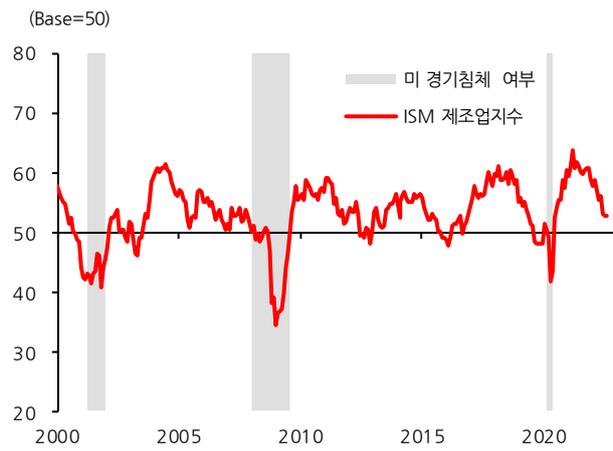
내년 미국에 침체가 오더라도 수요가 양호하고 실물지표들이 건전해 기간은 짧고, 폭도 깊지 않을 것이다. 재고 부담이 적고 시스템 리스크로 변질 가능성이 낮기 때문이다. 그럼에도 지금 주식시장의 조정은 경기에 대한 눈높이를 낮춰가는 과정이며, 이는 이어질 가능성이 있다.

[그림3] 미 ISM 제조업지수, 경기침체 구간에서



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 평균 44.1 기록



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

침체 전 금리인하
침체 중 주가반등

침체가 가까워지면 채권 가격이 먼저 반등하고 주가가 뒤따라 바닥에서 벗어날 것이다. 1973년과 1980년엔 침체 기간 중 기준금리가 인하됐으나 다른 다섯 번의 기간엔 금리 인하가 침체에 선행했다. 1973년과 1980년은 공급 불안으로 국제유가가 급등해 인플레이션 압력이 높았기 때문이다.

이번에도 정황은 유사하다. 다만 미국에서 에너지가 생산된다는 점, 그로 인해 중동 산유국들의 결속이 당시보다 느슨하다는 점은 1970~80년대가 똑같이 반복되지 않을 가능성을 시사한다.

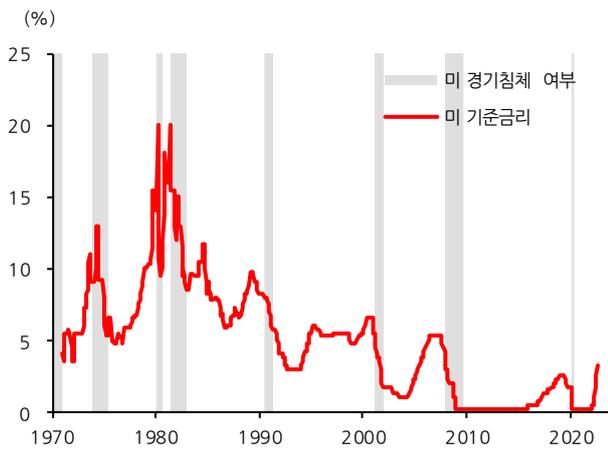
주식시장은 침체 기간 중 반등했다. 2001년에만 침체에서 벗어나도 주가가 빠졌는데, 침체는 2001년 11월에 종료됐지만 그해 9월 11일에 미국에 테러 공격이 가해지면서 2003년 3월 미국이 이라크를 침공하기 전까지 주식시장의 투자심리가 급도로 위축됐기 때문이다.

주식시장 하락 폭은
경기침체 기간에 비례

주식시장의 조정 폭은 침체 기간에 비례한다. 1973~75년 침체는 17개월 동안 지속됐는데, S&P500지수의 고점대비 최대 하락폭(MDD)은 월간 종가 기준 46%였고 7개월 동안 이어진 1980년 경기침체는 MDD가 14%였다. 금융위기로 인한 침체는 19개월 동안 계속됐고 MDD는 53%에 달했다. 3개월 만에 끝난 COVID-19로 인한 침체 기간 MDD는 20%였다.

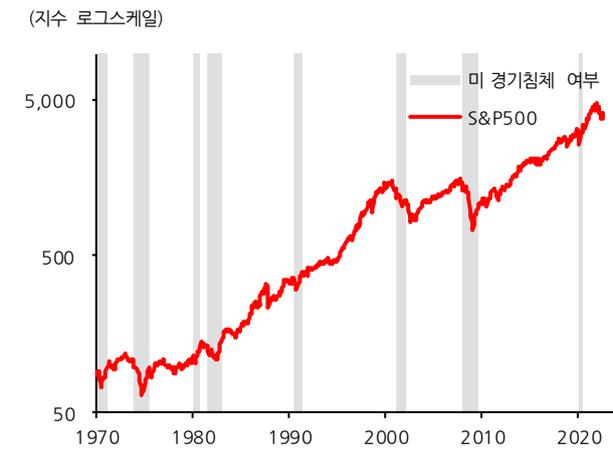
지난주 말 S&P500지수의 MDD는 21%다. 앞으로의 경기 침체가 짧다면 주식시장의 추가 하락 폭도 크지 않을 것이다.

[그림5] 금리를 내리고 있을 때가 경기침체



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 주가는 경기침체 기간 중 바닥에서 벗어나



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

KOSPI 저점이 S&P500보다 앞서

국내 주식시장은 미국 주식시장보다 먼저 반등할 것으로 예상된다. 국내 주식시장은 소재와 반도체 같은 중간재의 비중이 높아서 경기가 돌아설 때 이익률이 빨리 개선되는 경향이 있기 때문이다.

2000년 이전 주식시장이 외국인에 개방되지 않았을 때엔 미국 주식시장과 상관관계가 높지 않았다. 이후로는 높은 상관성을 나타내고 있고 특히, 금융위기, COVID-19 확산 직후 국내 주식시장이 미국보다 먼저 반등한 사실은 한국 시장의 특징을 잘 보여준다고 생각한다. KOSPI의 고점도 S&P500지수보다 6개월 앞섰다.

[그림7] 2000년 이전엔 한미 증시 상관관계 낮았고

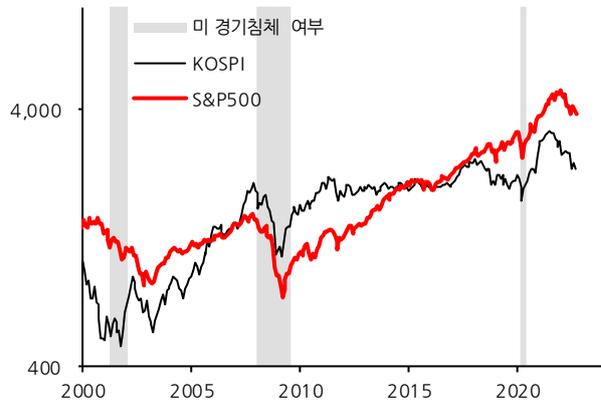
(지수 로그스케일)



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 지난 20년은 한국 시장이 먼저 반등

(지수 로그스케일)



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

경기와 지수에 집중

침체에 매몰되지 않고
주식 모아나가기야

KOSPI가 2,300 선까지 밀렸다. 지금은 고민의 범위를 글로벌 경기와 주가지수로 좁힐 필요가 있다. 미국의 금리 피크 시점이 가시화되면 경기침체의 기간과 폭이 결정될 것이다. 그러면 미국 주식시장의 추가 하락 폭과 반등 시점도 가늠할 수 있고 국내 주식시장의 저점도 예측할 수 있다.

지금부터 글로벌 경기에 가장 예민한 반도체, 소재 등 중간재에 집중할 필요가 있다. 경기침체 자체에 매몰되기 보다 침체의 기간이 길지 않고 폭이 깊지 않을 가능성에 베팅하는 것이 좋아 보인다. 지금은 주식을 줄일 때가 아니라 모아가는 시점이라는 생각이다.