

Equity Strategy

Conviction Calls

연준 통화정책 및 시장 정상화 경로 재탐색



김용구 Strategist

02 3770 3521

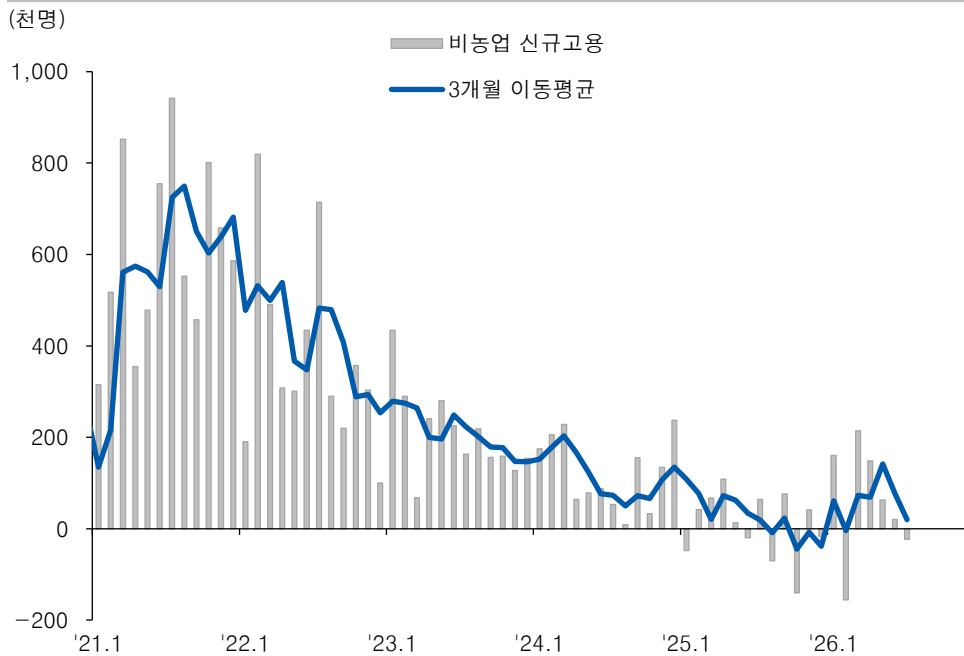
yg.kim@yuantakorea.com



고용시장 질적/양적 둔화 추세 지속으로 9~10월 연준 금리인상 의지는 크게 약화

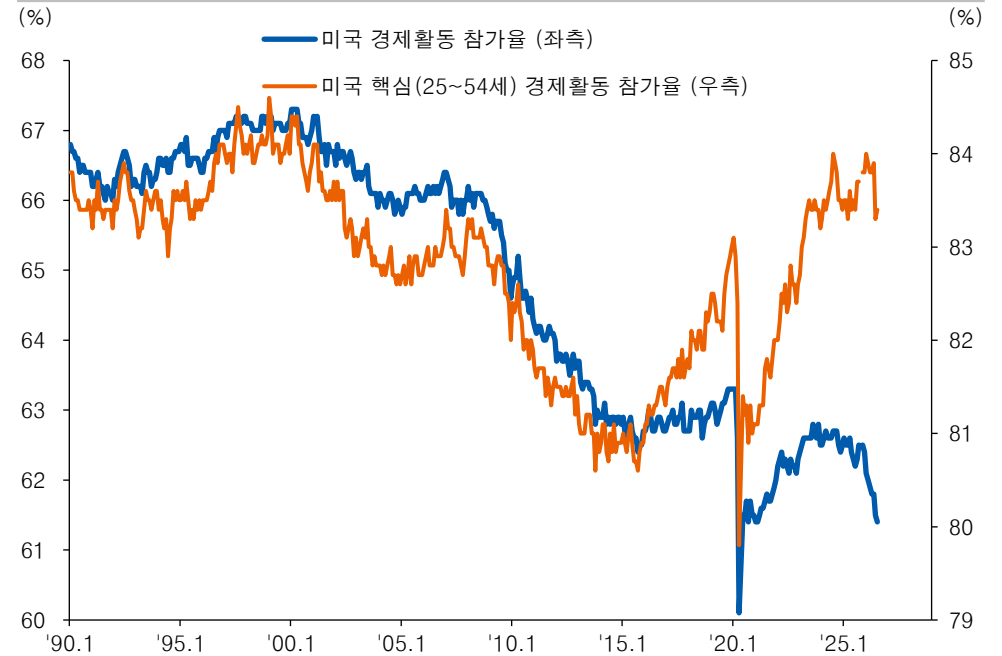
- 케빈 워시 연준은 Dual Mandate 정책 목표 가운데 고용보단 물가 여건 변화를 주목하고 있는 것은 주지의 사실. 단, 7월 고용 보고서로 확인된 고용시장 질적/양적 둔화 추세는 9~10월 연준 긴축(금리인상) 의지를 크게 약화시킬 것이란 점 역시 분명한 사실에 해당
- 1) 7월 비농업 신규고용은 -2.3만명으로 +9.0만명 컨센서스를 대폭 하회. 3개월 이동평균 역시 정부 급여 추정 인력 감소 영향으로 2.0만명으로 급감
- 2) 7월 실업률은 전월 대비 0.1%Pt 하락해 올 최저치인 4.1%를 기록했으나, 이는 경제활동 인구 264,000명 급감에 기인한 착시 성격이 짙음. 장래 실물경기 및 고용시장 전망 약화가 사람들을 노동시장에서 밀어내기 시작했다는 의미
- 3) 7월 시간당 평균 임금 상승률 역시 6월 +3.41%에서 3.15%로 추가 둔화. 장래 핵심/서비스 물가 환경 전반의 추세적 하향 안정화를 암시하는 대목

미국 비농업 신규고용



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미국 경제활동 참가율



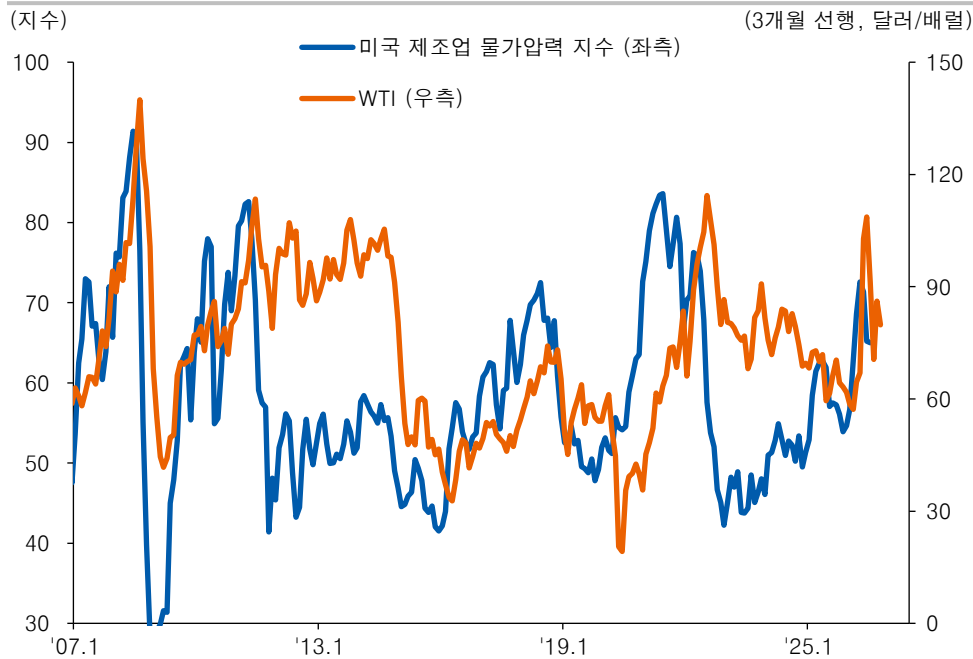
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



상품/에너지 인플레이 압력 둔화와 MoM +0.2%대 Core CPI/PCE 물가간 결합 국면

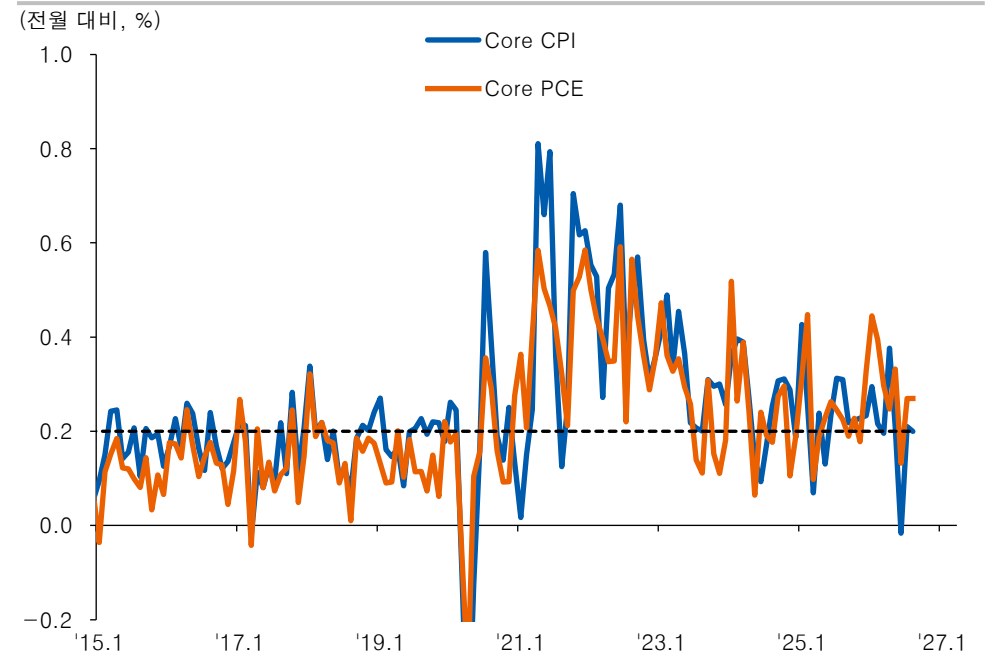
- 결국 9월 FOMC(16일) 이전에 발표될 7~8월 CPI와 7월 PCE 세가지 물가 지표 방향성에 따라 실제 정책금리 인상/동결 여부가 판가름날 전망
- WTI 유가는 미국 제조업 물가압력 지수 변화에 3개월여 선행. 중동 지정학 리스크가 복병이나 국제유가 3월 피크아웃 전환 이후 7월 초순까지의 계속된 하락세에 따른 경우, 상품/에너지 물가 상승이 주도했던 전체 인플레이션 압력은 이후 7~8월 물가 지표의 추세적 하락으로 반영될 개연성이 높음
- 핵심 물가 전월 대비(MoM) 평균 +0.2%대로의 하향 안정화 여부가 9~10월 금리 인상/동결 여부를 결정하는 시금석에 해당. Cleveland 연준 Inflation Nowcasting 현 예상치에 따른 경우, 1) Core CPI는 6월 -0.02%, 7월(E) +0.21%, 8월(E) +0.20%으로 3개월 평균 +0.13%, 2) Core PCE는 6월 +0.13%, 7월(E) +0.27%, 8월(E) +0.27%으로 3개월 평균 +0.22%로 MoM +0.2%대로의 물가 압력 통제는 능히 가능할 전망

미국 제조업 물가압력 지수와 WTI



참고: 미국 제조업 물가압력 지수는 ISM 제조업 지수 내 공급자 인도 지수와 가격 지불 지수의 평균으로 산출
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미국 핵심 물가: 전월 대비(MoM) 0.2%대로 물가 상승 압력 완화시



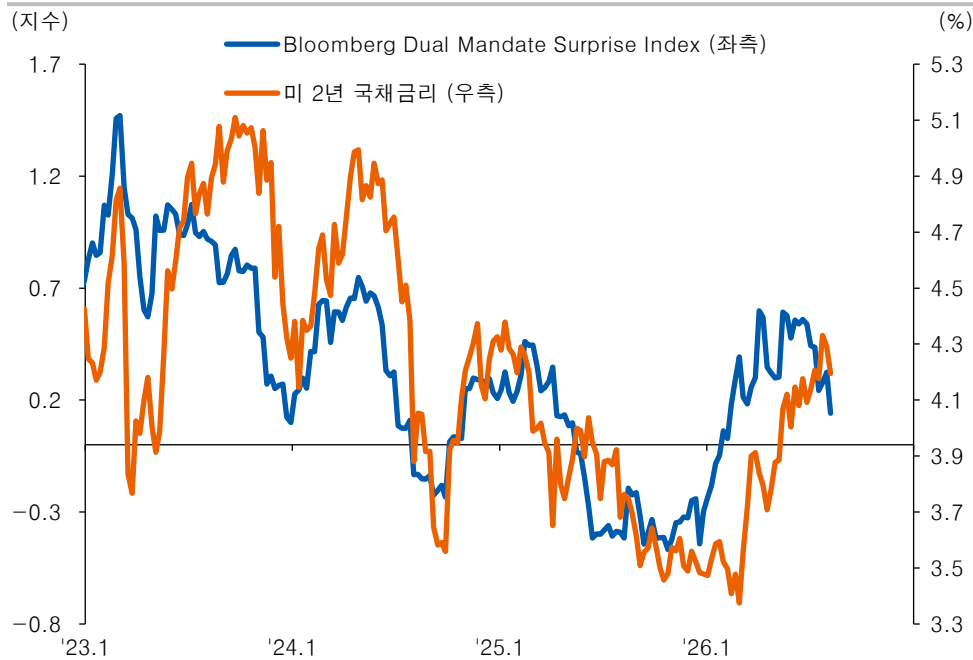
참고: 7~8월 물가 지표는 Cleveland 연준 Inflation Nowcasting 추정치를 적용
자료: LSEG Workspace, Cleveland 연준, 유안타증권 리서치센터



경제/물가 서프라이즈 둔화 흐름은 연준 통화정책 매파적 정점통과 가능성을 시사

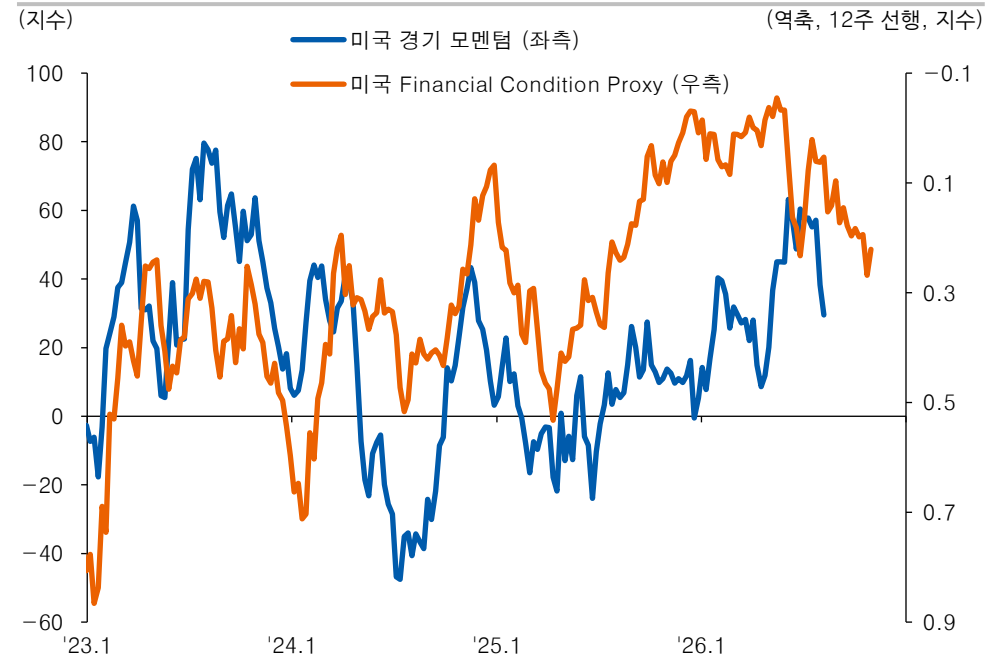
- 미국 매크로 서프라이즈 행렬의 계속된 둔화는 연준 통화정책의 매파적 정점통과 가능성을 역설. 9~10월 연준 금리인상을 둘러싼 시장 내 설왕설래는 지속될 것이나, 경제/물가 서프라이즈 둔화 국면 내 연준은 외통수 성격이 짙은 금리인상보단 금리동결 대응으로 통화정책의 유연성을 확보할 공산이 큼
- Bloomberg 미국 고용/물가 Surprise Index는 5~6월 피크아웃 전환 이후 하락세가 지속. 연준 매파적 정점통과 가능성을 암시하는 명징한 긍정요인
- 미국 Citi Economic Surprise Index에 3개월여 선행하는 Financial Condition Proxy는 지난 4월부 피크아웃 전환하며 7월 이후 경기 모멘텀 약화 가능성을 시사. 고금리/강달러 등 시장의 사전적 긴축 대응으로 말미암아, 이제 연준은 손 안 대고(금리인상 없이) 코 풀 수(물가 통제) 있게 됐다는 의미
- 1) 주거비 하향 안정화, 2) 개인/가계 신용경색 심화, 3) 장기 평균 수준에서 잘 고정된 중장기 기대 인플레이션 등 역시 연준 금리인상의 시급성을 제한

Bloomberg 미국 고용/물가 Surprise 지수 평균과 2년 국채금리



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 Citi Economic Surprise Index와 경기 모멘텀 3개월 선행 금융 환경 Proxy



참고: 미국 Financial Condition Proxy는 미 10년 국채금리, 하이일드 회사채 금리, 달러화 지수 등을 표준화해 산출
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



유안타증권은 2026년 하반기 연준 금리동결 대응 지속을 전망

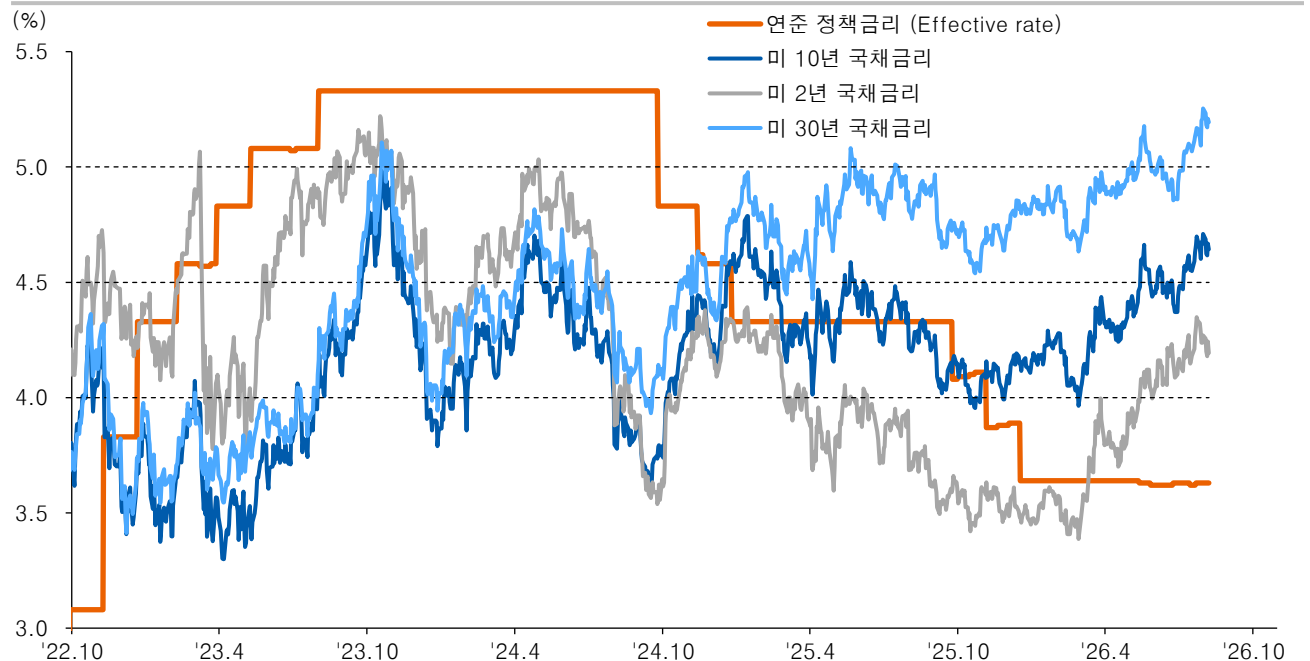
- 하반기 1회 이상의 연준 금리인상을 기정사실화 중인 현 시장 컨센서스와 달리, 실제 금리동결 대응 지속 가능성이 여전히 크게 우세한 것으로 평가
- 8/7일 현재 '26년 12월 만기 OIS 금리는 3.99%로 연내 1회(CME FedWatch 컨센서스 기준 10월 인상 확률 70.5%) 연준 금리인상 가능성을 상정
- 특히, 중장기 연준 구조개혁 방안과 새로운 정책 골자가 12월 5대 T/F 결과 발표로 구체화되는 상황에서, 연준이 9~10월 중 단발성 금리인상에 나설 수 있는가에 대해선 커다란 의문이 존재. 9~10월 금리인상이 단행될 경우, 12월 공개될 거대담론의 의미가 크게 퇴색될 공산이 크기 때문
- 7~9월 물가 지표의 추세적 하락 → 9~10월 FOMC 금리동결 대응 지속 및 연준 금리인상 리스크 완화 → 9~10월 시장금리 상방 저항선(10년물 기준 4.5%선) 이하로의 하향 안정화 가능성에 초점

'26년 말 연준 정책금리 컨센서스 변화와 미 10년 국채금리



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

연준 정책금리와 미 2년, 10년, 30년 국채금리: 연준 2회 금리인상 기대가 반영되며 전 만기물 공히 상방 임계선 이상으로 속등



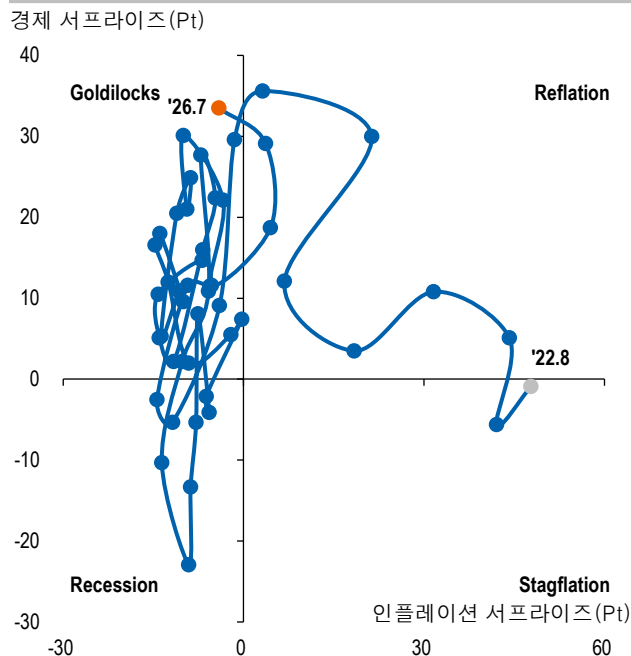
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



3Q Reflation/Quasi-Goldilocks → 4Q Immaculate-Goldilocks 매크로 국면 전환

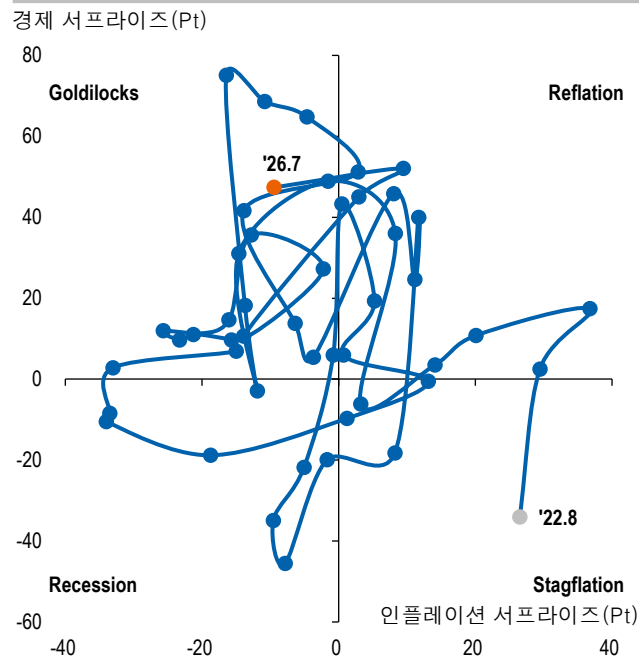
- 글로벌 매크로 환경을 Citi Economic Surprise(CESI, Y축)와 Inflation Surprise(CISI, X축) Index를 활용해 투자전략 관점하 4사 분면 형태로 재정의
- Reflation(1): CESI(+) & CISI(+), Goldilocks(2): CESI(+) & CISI(-), Recession(3): CESI(-) & CISI(-), Stagflation(4): CESI(-) & CISI(+)
- 9~10월 FOMC 금리동결 대응과 시장금리 하향 안정화로 현 고물가/고긴축/고금리 리스크는 상당 수준 완화될 전망
- 이는 10월 이후(4분기) 현 Quasi-Goldilocks(준골디락스 또는 Reflation) 글로벌 매크로 환경의 Immaculate-Goldilocks(무결점 골디락스)로의 국면 재전환을 자극하는 핵심 촉매에 해당

글로벌 매크로 4사 분면



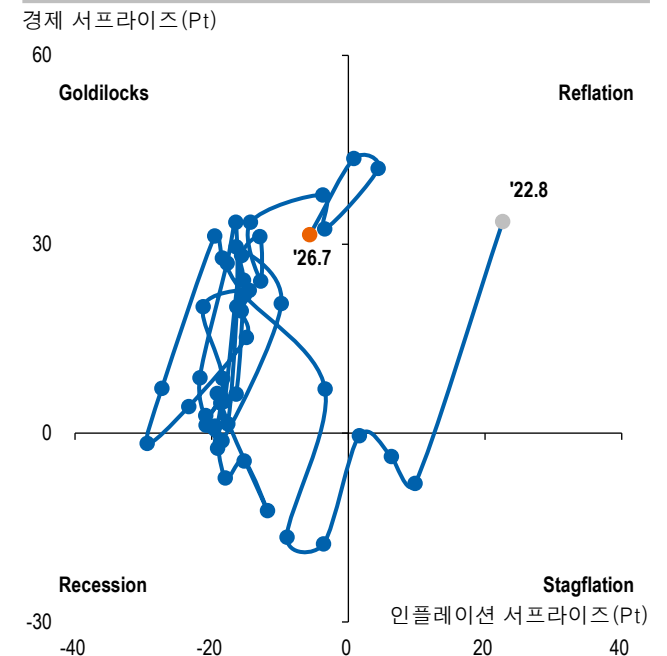
참고: 국가 및 지역별 Citi Economics/Inflation Surprise Index로 4사 분면을 구성
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미국 매크로 4사 분면



참고: 국가 및 지역별 Citi Economics/Inflation Surprise Index로 4사 분면을 구성
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

EM 매크로 4사 분면



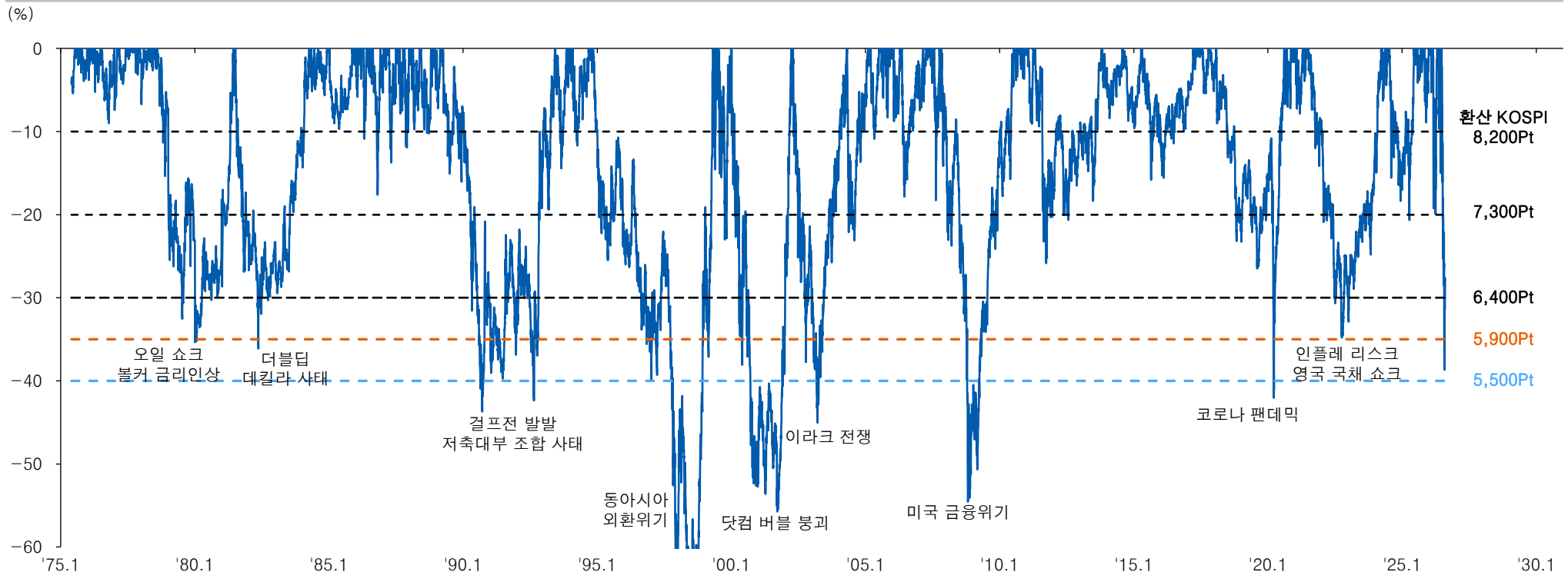
참고: 국가 및 지역별 Citi Economics/Inflation Surprise Index로 4사 분면을 구성
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



KOSPI 정상화 경로: 8월 7,300Pt, 9월 8,200Pt, 10월 9,100Pt 계단식 저점 상승 과정 예상

- KOSPI 시장은 7월 패닉을 거치며 2년 고점 대비 하락률(MDD) -35%(지수 5,900Pt) ~ -40%(지수 5,500Pt)선 사이 구간에서 중장기 진바닥을 확인
- 이후 시장은 고물가/고금리 관련 잠복 불확실성의 경과를 확인해가며, V자보단 $\sqrt{\text{Root}}$ 형태의 계단식 저점 상승 과정에 나설 것으로 판단
- 1) 7~8월 물가 지표 하락 및 연준 통화정책 매파적 정점통과 기대는 8월 KOSPI 시장의 7,300Pt선(MDD -20%선)까지의 자율반등으로, 2) 9월 FOMC 금리동결 및 시장금리 하향 안정화 재개는 9월 KOSPI의 8,200Pt선(MDD -10%선)까지의 제한적 주가 회복으로, 3) 10월 FOMC 이후 연준 금리인상 리스크 완화 및 Immaculate-Goldilocks로의 매크로 국면 전환은 전고점 9,100Pt선(MDD 0%선)까지의 주가 완전 정상화로 반영될 전망

KOSPI 최근 2년 고점 대비 하락률(MDD, Maximum Drawdown)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

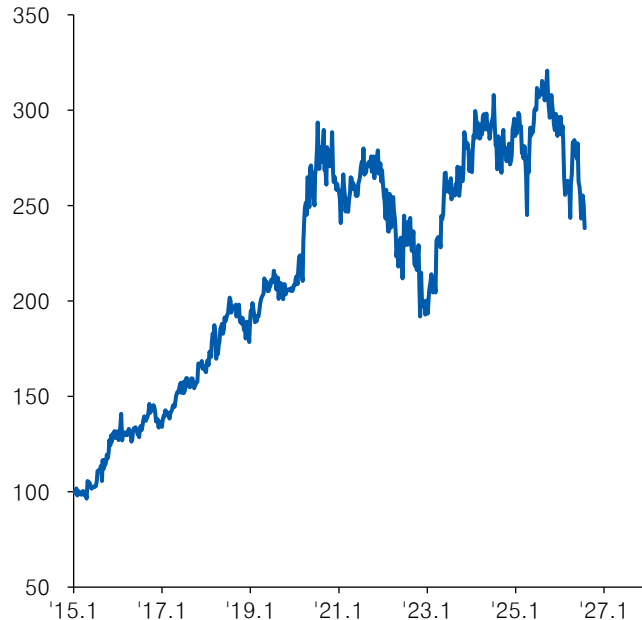


시장금리 하향 안정화가 AI/반도체 밸류체인 대장주 리더십 부활의 선결과제

- 고물가/고인축/고금리 리스크 심화와 글로벌 매크로 Goldilocks에서 Reflation으로의 국면 전환에 따른 마찰적 충격이 미국 Big 5 하이퍼스케일러 잉여 현금흐름 급감과 Debt Financing(회사채 발행) 확대를 빌미로 국내외 AI/반도체 밸류체인 대표주 전반에 대한 구조적 회의론으로 확산
- 중장기 시각하 국내외 AI/반도체 밸류체인 대표주의 대장주 리더십은 불변. 단, 시장 정상화 경로가 V자 반등이 아닌 $\sqrt{\text{Root}}$ 형태의 계단식 저점 상승 과정으로 국한될 경우, 모멘텀/액티브 알파 플레이보단 인덱스/패시브 베타 플레이 성격이 짙은 반도체 대표주의 역할론은 Market Performer로 한정
- 4분기(10월 이후) 시장금리 추세적 하향 안정화, Immaculate-Goldilocks로의 매크로 국면 전환, 글로벌 투자가속 EM 패시브 러브콜 부활 등이 한국 AI/반도체 대표주 대장주 리더십 완전 정상화 및 Market Outperform의 선결과제에 해당

S&P500 대비 미국 Big 5 하이퍼스케일러 상대주가

(2015년 1월 = 100, 지수화)

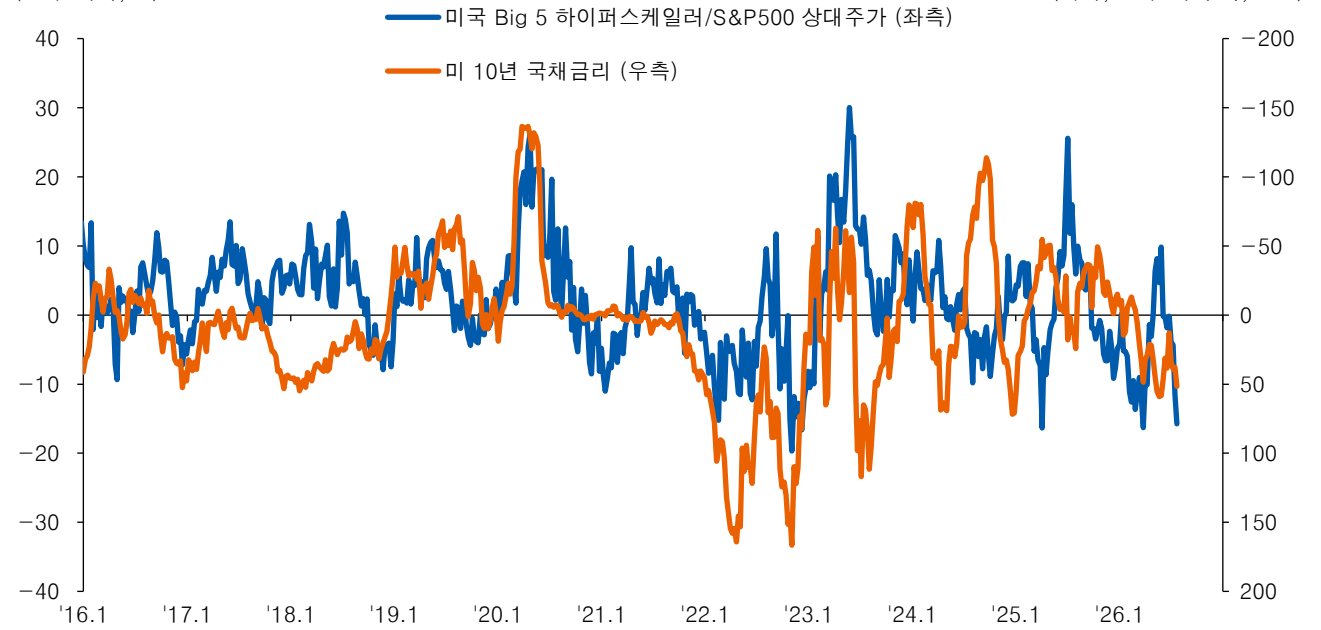


참고: Big 5 하이퍼스케일러는 Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta, Oracle 합산 시가총액을 지수화 환산

자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

S&P500 대비 미국 Big 5 하이퍼스케일러 상대주가와 미 10년 국채금리

(13주 대비, %)



참고: Big 5 하이퍼스케일러는 Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta, Oracle 합산 시가총액을 지수화 환산

자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김용구)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



Conviction Calls