Strategy Weekly

No 유럽? Yes 한국!

Strategist 김재승
jaeseung.kim@hmsec.com

- 미국 고용시장 둔화에 연준의 기준금리 인하 사이클 진입 눈앞
- 연준의 기준금리 인하는 달러화 약세 통한 글로벌 Non-US 자산 강세 요인
- 연준의 기준금리 인하 수혜는 유럽이 아닌 아시아에 집중, 한국 돋보임
- 외국인 순매수, 글로벌 AI 강세, 개인 투자자 낮은 관심 고려하면 코스피 추가 상승 가능

미국 고용시장 둔화에 연준의 기준금리 인하 사이클 진입 눈앞

미국 고용지표가 부진한 흐름을 이어가면서 미국 고용시장의 둔화 조짐이 나타나고 있다. 미국 8월 비농업부문 신규 고용은 2만2천명 증가에 그쳤고, 6월 신규 고용은 2만7천명 하향 수정되며 1만3천명 감소로 전환했다. 비농업부문 신규 고용이 감소한 것은 2020년 12월 팬데믹 시기 이후 54개월만에 처음이다**(그림1)**. 분기 고용·임금조사(QCEW, Quarterly Census of Employment and Wages)를 반영한 올해 3월말까지 과거 12개월간 고용자수는 91만1천명 하향되며 역사적 수준의 하향 조정을 보였다**(그림2)**. 해당 기간 월평균 14만6천명 증가했던 고용시장이 실제로 더 약했다고 볼 수 있다. 9월 11일 발표된 미국의 주간 신규 실업수당 청구건수도 26만3천건을 기록해 2021년 10월 이후 최고치를 기록했다**(그림3)**.

반면 미국의 8월 소비자물가는 전년대비 2.9% 상승하며 작년 12월 이후 최고치를 기록하면서 물가 상승 압력이 높아졌다**(그림4)**. 오히려 과도한 물가 하락이 나타났을 경우 침체 우려가 커졌을 수 있었다. 완만하게 높아진 미국의 물가 상승 압력이 오히려 최근 불거진 미국의 경기 침체 우려를 낮췄다고 판단한다.

연준의 50bp 빅컷 가능성은 높지 않다고 생각한다. 과거 역사를 보면 연준의 빅컷은 미국 경기가 실제 침체에 들어섰던가, 침체 직후, 또는 침체 직전에 단행되었다**(그림5)**. 이를 제외하면 대부분 1980년대 초 폴 볼커 의장의 초고금리 정책 이후 1980년대 중반 물가 상승 압력 완화에 자연스럽게 기준금리를 인하한 경우이다. 현재 미국의 고용지표가 둔화되고 있는 것은 맞지만, 실업률은 역사적으로 낮은 수준이고, '샴의 법칙'에 따른 경기 침체 확률도 최근 오히려 낮아지고 있다**(그림6)**. 여기에 소폭 높아진 물가상승 압력은 연준이 25bp씩 완만하게 기준금리를 인하하는 배경으로 작용할 것이다. 시장에서는 연준이 올해 3차례, 내년까지 5차례 인하할 것으로 전망하고 있다**(그림7)**. **연준의 기준금리 인하 사이클 진입은 이제 시작인 것이다.**

연준의 기준금리 인하는 달러화 약세 통한 글로벌 Non-US 자산 강세 요인

미국의 물가 상승 압력 확대에도 연준의 기준금리 인하 사이클이 내년까지 지속될 수 있는 배경은 **첫째, 관세의 물가 상승 압력은 일시적일 것으로 판단되기 때문이다.** 또한, 높아진 관세의 일부는 기업들이 마진 축소를 통해 일부 소화할 것이다. 미국 8월 생산자물가(PPI)가 시장 예상치를 하회하며 전월대비 오히려 하락한 점은 이러한 현상을 나타낸다. **둘째, 올해 1분기 높았던 유가로 인하여 상승한 기저 수준을 반영해 내년 1분기에는 유가발 물가 하락 압력이 다시 커질 것이다(그림8).** 트럼프 대통령이 유가 안정화에 노력한 이유이다. 내년초 미국 물가 압력이 완화될 경우 연준의 기준금리 인하 사이클은 지속될 수 있을 것이다.

내년까지 연준의 5차례 기준금리 인하가 진행될 경우 유럽과 일본 등 주요 선진국과 미국의 기준금리 차이는 줄어들게 된다. **금리차 축소는 달러화 약세를 불러 일으키며 Non-US 자산의 강세 요인으로 작용한다(그림9).** 올해 달러화 강세 완화는 Non-US의 상대 성과 개선과 함께 이뤄지고 있다. Non-US 자산에 대해 계속해서 관심을 두어야 하는 이유이다.

다만 유럽의 재정 및 지정학적 불확실성 높아지고 있다. 국제 신용평가사 피치는 지난 12일 프랑스의 신용등급을 'AA-' 에서 'A+'로 한단계 하향 조정했다. 피치는 프랑스의 국내 정치 분열과 양극화가 심해졌고, 이는 재정건전성을 달성하는 정치 시스템 역량을 약화한다고 설명했다. 이번 등급 조정은 프랑스 의회가 프랑수아 바이루 총리 불신임을 결정한지 1주일 만에 이뤄졌다. 영국도 성장률 둔화와 함께 주요국 중 가장 높은 물가 상승률, 지지부진한 재정 지출 감소 등의 이유로 장기물 금리가 급등하고 경제와 재정에 대한 우려가 커지고 있다. 러시아와 우크라이나 전쟁의 휴전 가능성도 낮아졌다. 여기에 지난주 러시아의 드론이 나토(NATO) 회원국인 폴란드와 루마니아 국경을 넘어 긴장감이 고조되고 있다. 이는 1949년 나토 창립 이래 회원국 영공에서 적의 목표물을 공격한 첫 교전으로, 나토와 러시아간의 충돌 위험이 높아지고 있다. 최근 글로벌 증시 강세장에서도 유럽 증시가 비교적 부진한 이유이다**(그림10)**. **Non-US 자산 중 한 축을 담당하는 유럽의 매력도가 떨어진 상황이다.**

연준의 기준금리 인하 수혜는 아시아에 집중, 한국 돋보임

Non-US 자산의 수혜를 아시아가 누리고 있다. 코스피를 중심으로 홍콩, 중국, 대만, 일본 증시 모두 강세를 보이고 있다. **코스피의 강세가 두드러졌다.** 코스피에서 외국인의 주

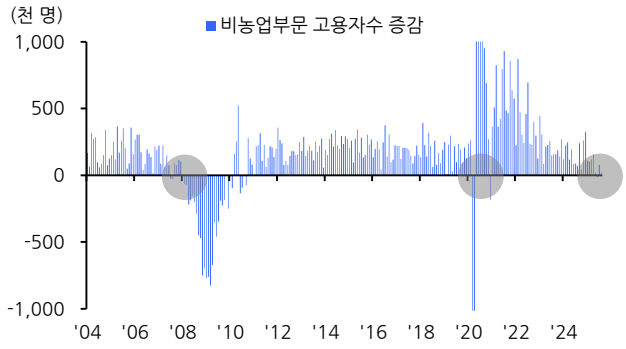
식 순매수가 이어지고 있다. 8월 외국인은 -1.6조원 규모의 순매도를 보였지만, 9월들어 2주동안 4.7조원 규모의 순매수를 보였다.

5월부터 코스피에서 외국인 주식 순매수가 이어지고 있음에도 불구하고 코스피의 외국인 지분율은 현재 32.4% 수준으로 여전히 과거 10년 평균 33.3%를 하회하고 있다**(그림11)**. 외국인은 작년 8월부터 올해 4월까지 코스피에서 약 -38.4조원의 순매도를 보였다. 이후 5월부터 현재까지 +13.1조원을 순매수했다. **코스피의 과거 외국인 지분율 평균 대비 낮은 레벨과 작년 8월부터 올해 4월까지 이어진 외국인 순매도 규모 대비 현재 순매수가 크지 않다는 점은 외국인 순매수가 추가적으로 이어질 수 있는 배경이다.**

미국을 중심으로 한 AI 테마 강세에 코스피가 수혜를 누리는 것도 현재 코스피 강세장이 단기적인 이벤트가 아닌 장기적인 트렌드인 이유이다. 현재 코스피의 월간 외국인 주식 순매수와 미국 나스닥 및 필라델피아 반도체지수의 월간 수익률의 상관관계는 올해 4월 이후 빠르게 회복되고 있음을 확인할 수 있다**(그림12)**. 나스닥과 필라델피아 반도체지수가 강세를 보일 때 코스피에서 외국인이 순매수를 보이는 것이다. 작년 중순 이후 외국인들의 관심 밖에 있던 시장에서, 글로벌 AI 테마에 연동되는 시장으로 매력도가 재부각 되고 있는 것이다.

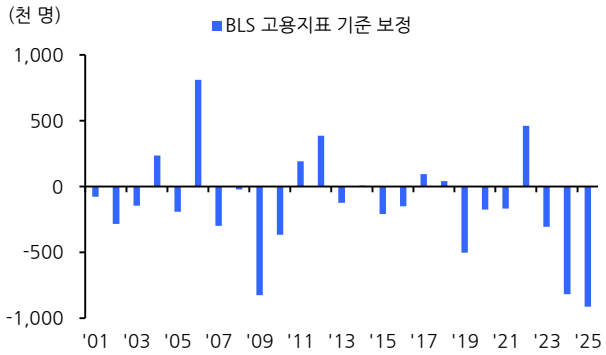
코스피에 대한 개인 투자자들의 관심이 과거 2021년 대비 크지 않다는 점도 아직 코스피가 추가적으로 상승할 수 있는 동력이다. '코스피'에 대한 구글 트렌드 결과는 2021년 대비 낮은 수준에 있다**(그림13)**. 개인들의 관심도가 과거 대비 낮은 것이다. 올해 6월 이재명 정부의 상법 개정과 주식시장 활성화 정책 기대감이 높아지면서 트렌드가 급등했지만, 재차 하락하고 있다. 개인 투자자들의 관심이 아닌 전형적인 외국인 수급 중심의 강세장이다. 향후 개인 투자자들이 국내 주식 시장의 변화와 이재명 정부의 주식시장 정책에 대한 믿음을 갖고 순매수를 보일 경우 밸류에이션은 추가적으로 확대될 수 있을 것이다. 현재 코스피의 12개월 선행 PER 기준 11배의 밸류에이션은 과거 2021년 당시 PER 13배와 비교했을 때 비싸다고 보긴 어렵다**(그림14)**.

<그림 1> 미국 비농업부문 고용자수 증감, 6월 마이너스 진입



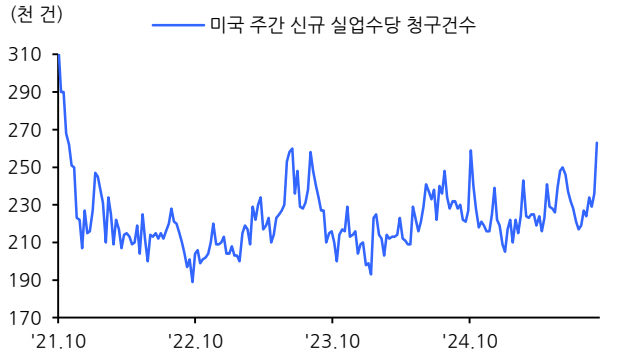
주: 음영 부분은 비농업부문 고용자수가 마이너스로 진입한 시기
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 2> 미국 노동통계국(BLS) 고용지표 잠정 기준 보정



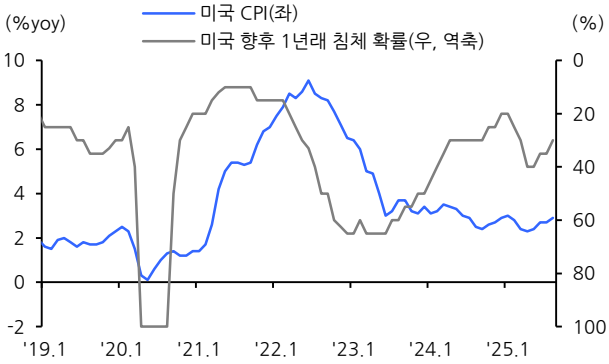
주: 기준 보정이란 전수 조사에 가까운 분기별 고용 및 임금 조사(QCEW) 데이터를 통해 표본 조사로 월간 발표되는 기업의 비농업부문 취업자수 조사(NFP)에 대한 수정
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 3> 신규 실업수당 청구건수, 2021년 이후 최고치



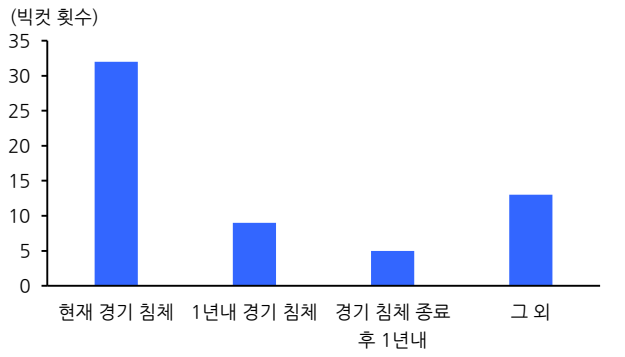
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 4> 미국 소비자물가 상승 압력 확대, 경기 침체 확률 감소



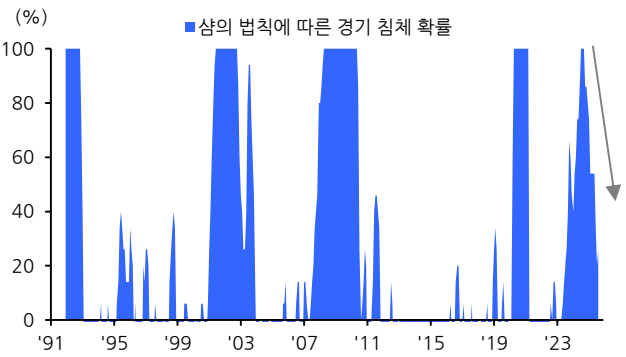
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 5> 1970년 이후 연준의 빅컷 사례, 대부분 침체와 연관



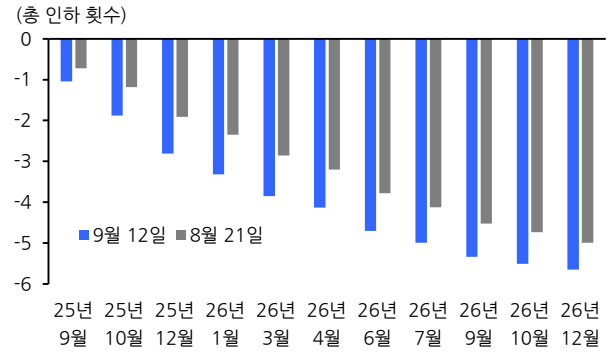
주1: 1970년대 이후 연준의 50bp 이상 기준금리 인하 사례를 FRED 침체 기간과 비교
주2: 기타 사례 13회 중 10회는 1980년대 초 폴 볼커 의장의 초고금리 정책 이후 1980년대 중반 물가 상승 압력 완화에 자연스럽게 기준금리를 인하한 경우
자료: FRED, 블룸버그, 현대차증권

<그림 6> 샴의 법칙을 통해 본 미국 경기침체 확률 하락 중



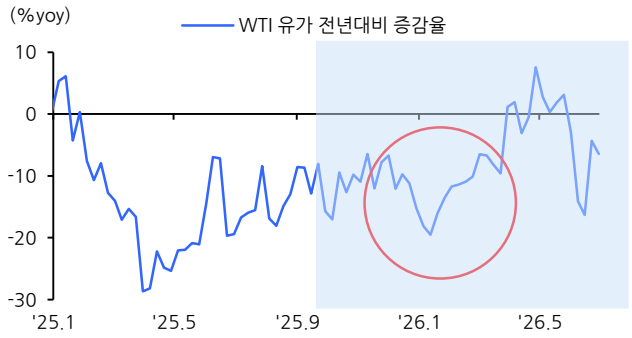
주: 샴의 법칙은 최근 3개월 평균 실업률이 이전 12개월 최저치보다 0.5%p 높으면 경제가 침체에 들어섰다고 판단. 0.5%p와 비교한 상대 강도로 0~100%로 표기
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 7> 잭슨홀 이전 대비 연준의 기준금리 인하 기대감 높아짐



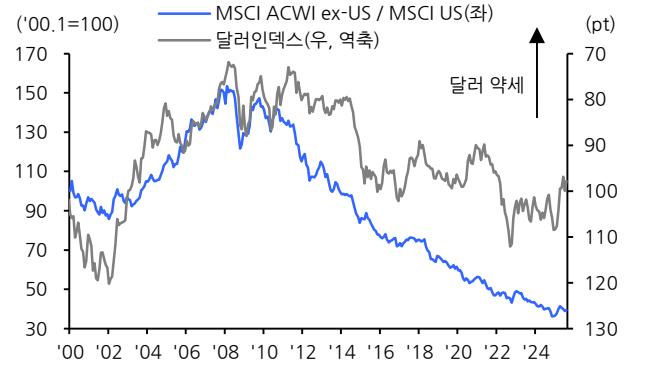
주: 8월 22일 잭슨홀 미팅 이전 시장의 기준금리 인하 확률과 비교
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 8> 현재 유가 유지되면 내년초 유가발 물가 안정화 가능



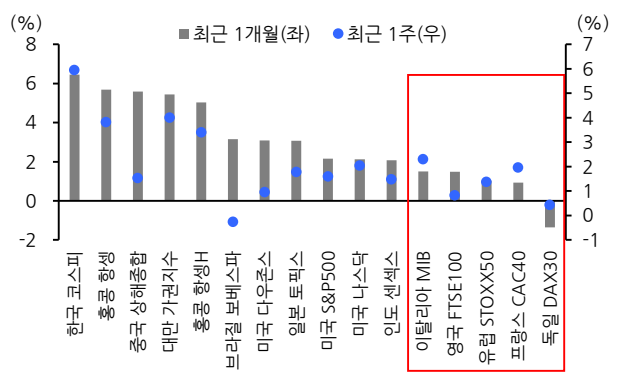
주1: 2025년 9월 12일 이후로는 WTI 유가가 현재 62.69달러/배럴로 유지된다고 가정
주2: 음영부분은 현재 유가 유지될 경우 WTI 유가의 전년대비 증감율 추정
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 9> 달러 약세는 Non-US 증시 상대적 강세 이끌 것



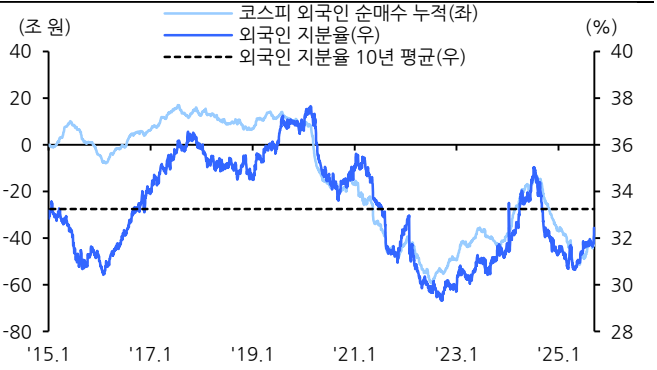
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 10> 유럽 증시 부진, 아시아 증시 강세



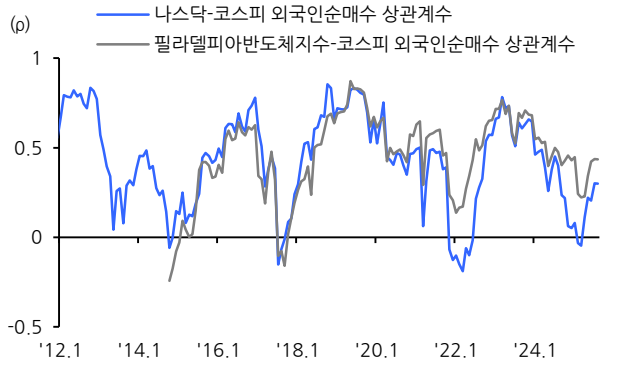
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

<그림 11> 코스피, 2024년 중순 대비 낮아진 외국인 지분율



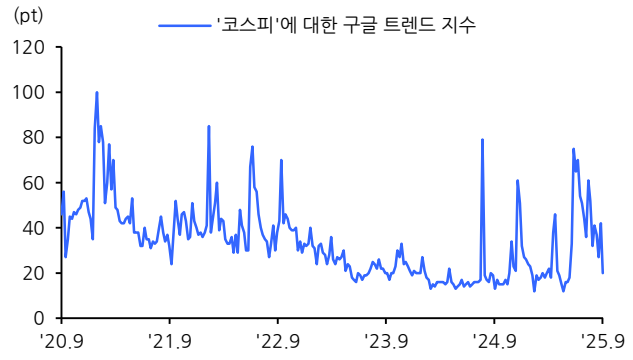
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

<그림 12> 코스피 외국인 순매수, 글로벌 지수와 다시 연동



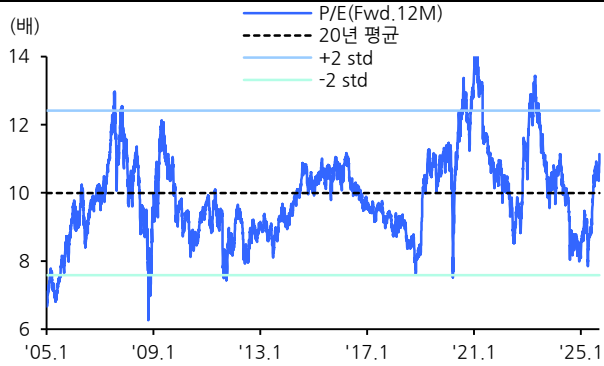
주: 나스닥 및 필라델피아 반도체 지수의 월간 수익률과 코스피 월간 외국인 주식 순매수/순매도 규모의 12개월 Rolling Correlation
자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림 13〉 코스피에 대한 관심도 높지 않은 수준



주: 구글 트렌드 수치는 상대적 검색 관심도 지수로 100은 최대 관심도를 의미. 현재 20은 과거 100 대비 1/5의 관심도를 보이고 있음을 나타냄
자료: 구글 트렌드, 현대차증권

〈그림 14〉 코스피 12개월 선행 PER, 과거 대비 높지 않음



주: 가로선은 PER의 과거 20년 평균 및 20년간 표준편차를 의미
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

▶ Compliance Note

- 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 김재승의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.