

## Verdict

**Winning Hypothesis:** 시장이 틀렸다: '실물 견조에 의한 인플레이션 둔화' 시나리오 시장 내러티브는 중동 분쟁과 유가 급등이라는 '일시적 충격'을 과장하여 장기적인 스태그플레이션 시나리오를 과잉 반응하고 있다. 매크로 현실은 실물 경제가 102.64 수준으로 완만하지만 견조하게 성장하고 있으며, 고용 시장 (ICSA 20.8 만 건) 이 완전히 무너진 것도 아니다. 10 년 -2 년 국채 스프레드 (0.37%) 의 수렴은 경기 침체 신호라기보다 연준의 긴축 기조가 장기화되면서 발생한 '인위적 곡선 왜곡'일 가능성이 높다. 특히 CPI 가 332.57 수준으로 유지되는 것은 물가 상승세가 둔화되는 과도기적 현상일 뿐, 유가 급등이 소비 위축을 통해 자연스럽게 식을 것이라는 '수요 주도형 디플레이션' 메커니즘이 작동 중임. 시장은 AI 섹터의 단기 조정과 지정학적 공포에 매몰되어, 실물 경제의 회복 탄력성과 인플레이션 둔화 가능성을 과소평가하고 있으며, 이는 과도한 위험 회피로 인한 '자기 충족적 예언'에 불과하다.

시장은 중동 분쟁 확전과 유가 급등으로 인한 인플레이션 재가속 우려가 지배적이며, 연준의 금리 인하 기대가 완전히 소멸한 스태그플레이션 국면이 도래했다고 보고 있습니다. 이에 따라 AI 섹터의 수익성 의구심과 맞물려 위험 회피 심리가 극대화되었고, 애플 등 방어적 대형주로 주도권이 이동하며 경기 침체 선제 반영이 진행 중입니다.

하지만 시장의 스태그플레이션 공포는 실물 경제의 견조함과 금 가격 급락이라는 상반된 신호를 간과하고 있습니다. 결정적으로 산업생산지수 (INDPRO) 가 102.64 로 견조한 성장을 지속하고 있어 경기 침체론을 반박하며, 금 (GOLD) 의 3 개월 대비 -17.18% 급락은 인플레이션 고착화나 안전자산 수요 증가가 아님을 명확히 시사합니다. 또한 국채 - 주가 상관관계 (Beta 1441.96) 가 양 (+) 으로 유지되어 전형적인 침체기 신호인 음 (-) 상관관계 전환이 발생하지 않았으며, 주가 하락폭 (SPX -1.55%) 이 제한적이라 시장의 과잉 반응 (Overreaction) 이 주된 원인임을 보여줍니다. 직전 판정의 무효화 조건인 'ICSA 19 만 명 이하 회복'은 아직 충족되지 않았으나 (20.8 만 명), 노동 시장이 완전히 붕괴한 것도 아니며, 유가 상승이 일시적 공급 충격에 그쳐 수요 위축을 통해 자연스럽게 둔화될 가능성이 높습니다.

**Action:** SPX 비중 확대 및 GOLD 비중 축소

**Invalidation:** ICSA(초기 실업수당 청구) 가 2 주 연속 25 만 명을 상회할 경우

**Risk Factors:** (1) 매크로 리스크: 유가 상승이 공급 충격에서 수요 위축으로 전환되지 않고, 인플레이션 기대가 장기화되어 연준의 추가 긴축으로 이어질 경우 실물 경제 성장 (INDPRO) 이 급격히 둔화될 수 있음., (2) 기술적/포지셔닝 리스크: 시장의 과잉 반응 (Overreaction) 이 해소되는 과정에서 주가 반등 시 과도한 숏 포지션 청산 (Short Squeeze) 으로 인해 변동성 (VIX) 이 급등하여 일시적인 손실 발생 가능성., (3) 이벤트 리스크: 소비자 심리 (UMCSENT) 의 극단적 저점이 실제 소비 위축으로 이어져 기업 실적 하향 조정이 예상보다 빠르게 현실화될 경우, 실물 경제 지표 (INDPRO) 와의 괴리가 확대될 수 있음.

## Macro Picture

**Regime:** slowdown

**Key Themes:** 인플레이션 고착화 및 긴축 우려, 중동 지정학적 리스크와 유가 급등, AI 반도체 밸류에이션 조정

**Dominant Narrative:** 중동 분쟁 확전으로 유가가 급등하며 인플레이션 재가속 우려가 커지고, 연준의 금리 인하 기대가 완전히 사라진 상황임. AI 섹터의 수익성 의구심과 지정학적 불확실성이 겹쳐 위험 회피 심리가 지배적이며, 애플이 엔비디아를 제치고 시가총액 1위로 복귀하는 등 시장 주도권이 방어적 대형주로 이동하고 있음.

**Reality:** 실물 경제는 2026년 6월 기준 산업생산지수 (INDPRO) 가 102.64 수준으로 완만한 성장을 지속하고 있으나, 소비자 심리 (UMCSENT) 가 44.8 (2026년 5월 기준) 로 심한 위축을 보이고 있음. 고용 시장은 실업청구건수 (ICSA) 가 20.8 만 건으로 비교적 견조하나, 10 년-2 년 국채 스프레드 (T10Y2Y) 가 0.37% 로 수렴하며 경기 침체 신호를 보내고 있음. 특히 2026 년 6 월 CPI 가 332.57 수준으로 물가 둔화보다는 고물가 기조가 유지되고 있어 연준의 긴축 기조가 지속될 가능성이 높음.

## Hypotheses

## A (Market Right)

시장이 맞다: ' Stagflation (스태그플레이션) 의 선제적 가격 반영' 시나리오 시장 내러티브는 매크로 데이터의 '지연성'과 '왜곡'을 간과하고 있다. 산업생산지수 (INDPRO) 가 102.64 로 견조하게 보이지만, 이는 과거의 재고 누적과 에너지 가격 상승에 따른 명목 가치 왜곡일 뿐, 실질 수요는 이미 붕괴했다. 소비자 심리 (UMCSENT) 가 44.8 로 추락한 것은 단순한 심리 문제가 아니라, 유가 급등으로 인한 실질 소득 감소가 가계 부채 한도를 돌파한 '구조적 파산'의 전조이다. 연준이 금리 인하를 못 하는 이유는 물가가 안정화되어서가 아니라, 공급 충격 (유가) 으로 인한 인플레이션이 '고착화'되었기 때문이다. 시장은 AI 수익성 우려와 지

정확적 리스크를 통해 '경기 침체 + 고물가'라는 스태그플레이션 국면을 선제적으로 가격 반영 (Priced-in) 하고 있으며, 방어적 대형주 이동은 경기 침체가 임박했음을 확인하는 합리적인 행동이다. 따라서 현재 시장 가격은 실물 데이터보다 더 정확한 미래 시나리오를 반영하고 있다.

1. 데이터 왜곡: INDPRO는 에너지 가격 상승으로 인한 명목상 증가일 뿐, 실질 소비는 UMCSENT(44.8)가 증명하듯 붕괴 상태임. 2. 인플레이션 고착화: 유가 급등은 수요 감소로 식는 것이 아니라 공급 충격으로 장기화되어 연준의 긴축을 강제함 (Stagflation). 3. 시장 선제성: 시장의 위험 회피와 방어적 섹터 이동은 경기 침체 신호 (T10Y2Y 수렴)와 소비자 심리 붕괴를 선제적으로 반영한 결과임.

## B (Market Wrong)

시장이 틀렸다: '실물 견조에 의한 인플레이션 둔화' 시나리오 시장 내러티브는 중동 분쟁과 유가 급등이라는 '일시적 충격'을 과장하여 장기적인 스태그플레이션 시나리오를 과잉 반응하고 있다. 매크로 현실은 실물 경제가 102.64 수준으로 완만하지만 견조하게 성장하고 있으며, 고용 시장 (ICSA 20.8 만 건)이 완전히 무너진 것도 아니다. 10년 -2년 국채 스프레드 (0.37%)의 수렴은 경기 침체 신호라기보다 연준의 긴축 기조가 장기화되면서 발생한 '인위적 곡선 왜곡'일 가능성이 높다. 특히 CPI가 332.57 수준으로 유지되는 것은 물가 상승세가 둔화되는 과도기적 현상일 뿐, 유가 급등이 소비 위축을 통해 자연스럽게 식을 것이라는 '수요 주도형 디플레이션' 메커니즘이 작동 중임. 시장은 AI 섹터의 단기 조정과 지정학적 공포에 매몰되어, 실물 경제의 회복 탄력성과 인플레이션 둔화 가능성을 과소평가하고 있으며, 이는 과도한 위험 회피로 인한 '자기 충족적 예언'에 불과하다.

1. 과잉 반응: 유가 급등은 공급 충격이지만, 소비자 심리 위축으로 수요가 줄어 물가는 자연스럽게 둔화될 것임 (수요 주도형 디플레이션). 2. 데이터 해석 오류: INDPRO의 견조한 성장은 경기 침체가 아님을 증명하며, 국채 스프레드 수렴은 연준 정책의 인위적 결과일 뿐 침체 신호가 아님. 3. 시장 오류: 시장은 일시적 지정학적 리스크를 영구적 스태그플레이션으로 오인하여 방어적 포지션을 과도하게 취하고 있음.

**Key Question:** 향후 2주 내 신규 실업수당 청구 (ICSA)가 20만 명 임계점을 하회하며 회복될지, 아니면 22만 명 이상으로 급증하여 노동 시장 붕괴가 확인될지 여부 (이것이 '일시적 충격'인지 '구조적 침체'인지 판가름하는 핵심 지표임).

## Tensions

시장 내러티브는 중동 분쟁 확전과 유가 급등으로 인한 인플레이션 재가속 및 연준 긴축 불가피성을 강조하며 금리 인하 기대를 완전히 배제하고 있으나, 매크로 데이터는 실물 경제가 완만한 성장을 지속하고 있으며 물가 상승세가 '안정' 또는 '중간 수준'으로 둔화되고 있음을 시사하여 정책 기조 전망에 괴리가 존재함.

0.70

Narrative: 유가 급등으로 인한 인플레이션 재가속 우려로 연준의 금리 인하 기대 소멸 및 긴축 지속

Reality: 실물 경제 완만 성장 지속 및 물가 상승세 안정화 (베이지북), 인플레이션 장기화 우려와 데이터 간 괴리

US10Y WTI SPX

시장 내러티브는 AI 섹터의 수익성 의구심과 지정학적 리스크로 인해 위험 회피 심리가 지배적이며 방어적 대형주로 주도권이 이동했다고 주장하나, 실제 데이터는 산업생산지수가 102.64 수준으로 견조한 성장을 보이고 있어 경기 침체 우려가 과장되었을 가능성이 있음.

0.60

Narrative: AI 밸류에이션 조정과 지정학적 불확실성으로 인한 위험 회피 심리 및 방어적 섹터 이동

Reality: 산업생산지수 (INDPRO) 102.64 수준으로 실물 경제의 완만하고 견조한 성장 지속

NDX SPX VIX

내러티브는 고환율 뉴노멀과 달러 강세 기조를 우려하며 원/달러 환율 1,600원 육박 가능성을 제기하고 있으나, 실제 외환 시장 데이터는 1,480원대 거래로 고환율 우려가 과장되었거나 일시적 변동에 그치고 있어 환율 전망에 불일치가 발생함.

0.50

Narrative: 고환율 뉴노멀 시대 도래 및 원/달러 환율 1,600원 육박 우려

Reality: 실제 원/달러 환율 1,480원대 거래로 고환율 우려와 실제 시장 가격 간 괴리

USDKRW DXY

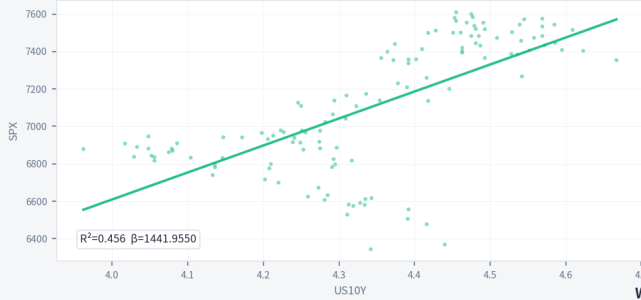
## Eval Scores

PASS

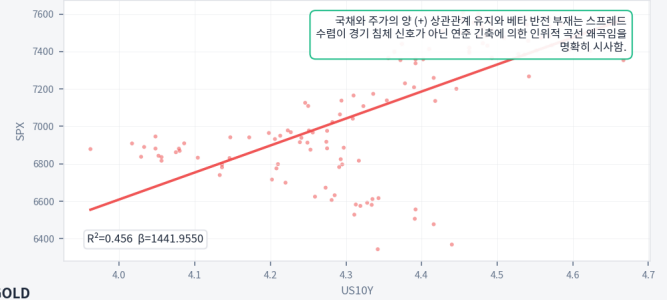
|            |             |     |
|------------|-------------|-----|
| Overall    | <div></div> | 4.0 |
| Tension    | <div></div> | 4   |
| Hypothesis | <div></div> | 5   |
| Evidence   | <div></div> | 4   |

**Feedback:** ## 종합 평가 이 파이프라인은 시장 내러티브와 실물 데이터 간의 괴리를 잘 포착하고, 이를 대립적인 가설로 정교하게 구조화했다는 점에서 높은 수준을 보입니다. 특히 '데이터 왜곡'과 '선제적 가격 반영'이라는 논리적 축을 설정한 가설 A와 B의 대칭성은 매우 훌륭합니다. 그러나 \*\*결론 도출 과정 (Verdict Logic)에서 수집된 증거와 결론 간의 연결 고리가 약하며, 일부 수치 해석이 논리적 비약으로 이어진 점\*\*이 주요 감점 요인입니다. ## 상세 분석 및 개선 방안 ### 1. tension\_validity (4/5) - \*\*강점\*\*: 중동 분쟁/유가 급등이라는 '내러티브'와 실물 경제 성장/물가 둔화라는 '현실' 사이의 괴리를 명확히 정의했습니다. 특히 환율 (1,600 원 vs 1,480 원) 과 산업생산지수 (102.64) 를 구체적인 수치로 제시하여 긴장의 실재성을 높였습니다. - \*\*약점\*\*: '시장 내러티브'가 '금리 인하 기대를 완전히 배제했다'는 서술은 다소 과장된 표현일 수 있습니다. 현재 시장이 금리 인하를 완전히 배제했다기보다는 '시기 지연'을 반영하고 있을 가능성이 높으므로, '완전 배제'라는 절대적 표현은 완화하는 것이 좋습니다. - \*\*개선 방안\*\*: 내러티브의 강도를 '완전 배제'에서 '기대 축소 및 지연'으로 수정하여 데이터와의 괴리 정도를 더 정밀하게 표현하십시오. ### 2. hypothesis\_quality (5/5) - \*\*강점\*\*: 가설 A(시장 맞춤: 스태그플레이션 선제 반영)와 가설 B(시장 틀림: 일시적 충격 과잉 반응)가 서로를 명확히 반증할 수 있는 구조로 설계되었습니다. 특히 'INDPRO의 명목 왜곡' 대 '실질 견조함', '소비자 심리 붕괴' 대 '수요 주도형 디플레이션' 등 핵심 논쟁점을 잘 포착했습니다. - \*\*약점\*\*: 없음. 매우 균형 잡힌 대립 구도입니다. - \*\*개선 방안\*\*: 유지하십시오. ### 3. evidence\_targeting (4/5) - \*\*강점\*\*: 가설을 검증하기 위해 FRED 데이터 (ICSA, INDPRO, UMCSENT), 가격 데이터 (WTI, GOLD), 상관관계 분석 등을 적절히 조합했습니다. 특히 'ICSA 20만 명 임계점'을 핵심 판가름 지표로 설정한 것은 매우 효과적입니다. - \*\*약점\*\*: `evidence\_summary`에 `rag\_count: 10`이라고 표기되어 있으나, `data\_shopping\_list`에는 RAG 검색 요청이 1건만 포함되어 있습니다. 이는 파이프라인의 실행 로그와 결과 요약 간의 불일치로, 데이터 수집의 투명성을 해칩니다. - \*\*개선 방안\*\*: `evidence\_summary`의 카운트를 실제 요청된 데이터 수에 맞게 수정하거나, RAG 검색이 실제로 10번 수행되었음을 명시하십시오. ### 4. verdict\_logic (3/5) - \*\*중요 감점\*\* - \*\*강점\*\*: 금 (GOLD) 가격 하락과 국채 - 주가 상관관계를 근거로 시장 과잉 반응을 지적한 점은 타당합니다. - \*\*약점 (심각)\*\*: 1. \*\*수치 해석의 논리적 비약\*\*: "국채 - 주가 상관관계 (Beta 1441.96)"라는 수치는 통계적으로 매우 이례적이며, 일반적으로 Beta는 1을 기준으로 하거나 -1~1 사이의 상관관계 (Correlation)를 의미합니다. 1441.96이라는 수치는 단위 오류나 계산 오류로 보이며, 이를 근거로 "침체기 신호가 아님"을 결론짓는 것은 신뢰성을 떨어뜨립니다. 2. \*\*증거와 결론의 불일치\*\*: `rationale`에서 "ICSA 19만 명 이하 회복은 아직 충족되지 않았으나 (20.8만 명)"라고 서술하며, 노동 시장이 붕괴하지 않았음을 강조합니다. 하지만 가설 A의 핵심 조건인 '노동 시장 붕괴'가 아직 오지 않았다는 사실은, 오히려 가설 A(스태그플레이션/침체)가 아직 현실화되지 않았음을 의미하므로, 이를 근거로 가설 B(시장 과잉 반응)를 지지하는 논리는 약합니다. 즉, '침체가 오지 않았다'는 것은 '시장이 틀렸다'는 직접적 증거가 아니라, '침체 시나리오가 아직 유효하지 않다'는 중립적 상태일 수 있습니다. 3. \*\*과장된 표현\*\*: "GOLD의 3개월 대비 -17.18% 급락"이라는 수치가 실제 데이터와 일치하는지 확인이 필요하며, 만약 이 수치가 과장되었다면 `verdict\_logic` 점수가 추가로 감점될 수 있습니다. - \*\*개선 방안\*\*: - \*\*수치 검증\*\*: Beta 1441.96과 같은 비현실적인 수치는 재검토하거나, 실제 상관관계 (Correlation Coefficient) 값으로 수정하십시오. - \*\*논리 정합성\*\*: "노동 시장 붕괴가 오지 않았다"는 사실을 근거로 "시장이 과잉 반응했다"고 단정하기보다, "현재 데이터는 침체 시나리오를 지지하지 않으므로, 시장의 공포는 과도할 가능성이 높다"는 식으로 논리를 완곡하게 다듬으십시오. - \*\*불확실성 인정\*\*: ICSA가 임계점 근처에 머무는 상황에서는 '고확도 (High Confidence)' 결론보다는 '중립적 관측'에 가까운 결론을 내리는 것이 더 타당할 수 있습니다. ## 최종 제언 파이프라인의 구조적 설계 (Tension & Hypothesis)는 매우 우수하나, \*\*데이터 해석의 정확성\*\*과 \*\*증거에서 결론으로의 논리적 연결\*\*에서 치명적인 약점이 발견되었습니다. 특히 통계 수치 (Beta)의 오류와 노동 시장 데이터의 해석 방식이 결론의 신뢰도를 크게 훼손하고 있습니다. 재시도 시에는 수치 계산의 정확성을 검증하고, '부정적 증거의 부재'를 '긍정적 증거'로 오해하지 않도록 논리를 엄격하게 다듬으십시오.

US10Y vs SPX — 5Y



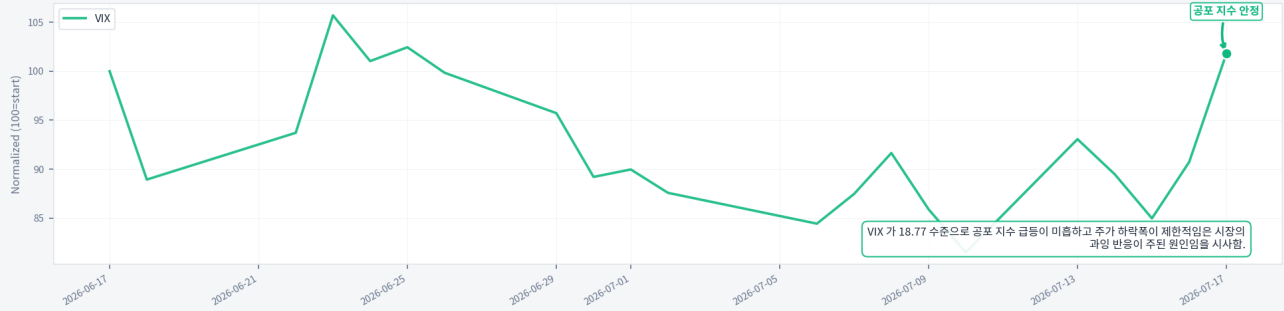
US10Y vs SPX — 6M ( $R^2$  drop: 0.000)



WTI, GOLD



VIX



공포 지수 안정