

2020. 5.20 (수)



▲ 투자전략

Analyst 이진우

02. 6454-4890

jinwoo.lee@meritz.co.kr

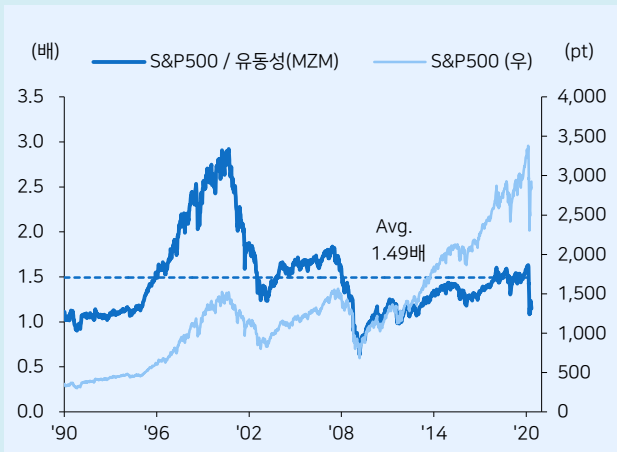
## ‘PMR(Price to Money Ratio)’로 본 주식시장

유동성의 힘을 어떻게 측정할 수 있을까요? 유동성이 풍부했을 때와 비교해 보면 지금은 어느 수준에 있을까요? 어느덧 2,000선 회복을 눈앞에 둔 KOSPI, 700선을 넘어선 코스닥 시장을 보면서 들었던 생각입니다.

유동성 장세라는 표현은 추상적인 면이 있습니다. 실체가 없는 막연한 주가 상승처럼 비춰지기 때문이죠. 어원의 시작은 주식시장의 4계절, ‘금융장세(봄) → 실적장세(여름) → 역금융장세(가을) → 역실적장세(겨울)’ 중 회복의 첫 단계인 금융장세를 표현하는 말입니다.

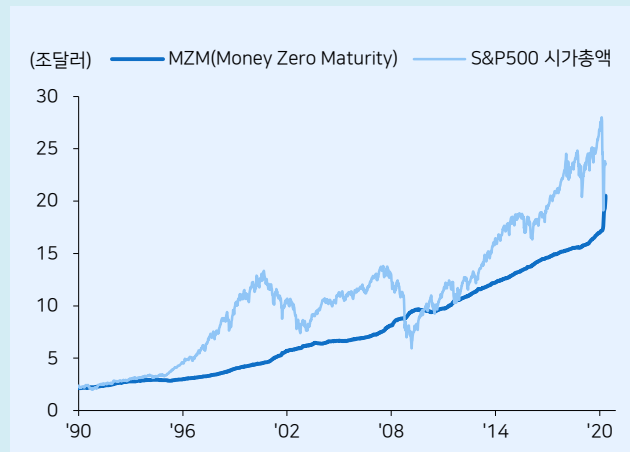
그래서 ‘지표’를 만들어 봤습니다. ‘PMR (Price to Money Ratio)’입니다. 시중에 풀린 유동성(부동자금) 대비 주식시장이 어떤 위치에 있는지 판단하기 위함입니다. 우리에게 친숙한 PER(Price to Earnings Ratio), 시가총액/GDP와 유사한 개념이죠. PMR은 기존 공식의 분모에 해당되는 것을 ‘유동성’으로 치환한 것입니다. 힌트는 며칠 전 기고된 블룸버그 칼럼이었습니다. 미국의 부동자금에 해당되는 MZM(Money with Zero Maturity) 규모에 비해 미국 주식시장이 상대적으로 낮은 수준에 있다는 것이 요지입니다. 세부 데이터를 조사해보니 다음과 같습니다.

유동성 대비 미국 주식시장은 역사적 하단 레벨에 위치



주: MZM = M1 + savings deposits + all money market accounts  
자료: Bloomberg, Federal Reserve Bank of St. Louis, 메리츠증권 리서치센터

배경은 주가 반등 속도보다 유동성이 더 빨리 풀린 탓



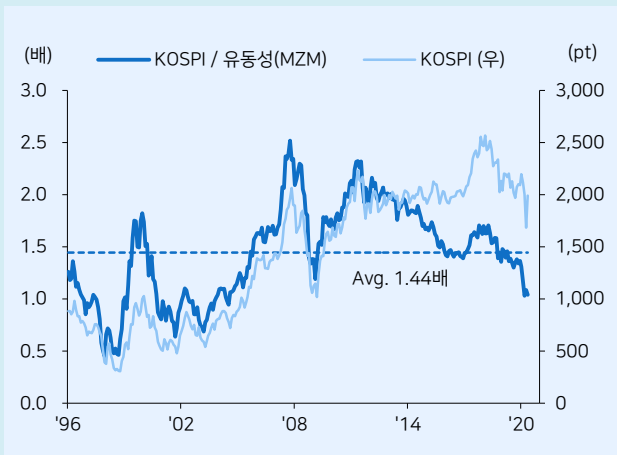
자료: Bloomberg, Federal Reserve Bank of St. Louis, 메리츠증권 리서치센터

5월초 기준 미국 부동산자금(MZM)은 20.5조달러, S&P500 시가총액은 23.5조 달러로 '부동자금 대비 주식시장'의 배율은 1.15배 수준입니다. 1990년 이후 평균이 1.49배임을 본다면 지금은 역사적 하단 레벨이 있고, 과거 IT버블 3.0배, 금융위기 직전 1.7배 수준과 비교해 본다면 지금의 주가 레벨은 시중에 풀린 유동성의 크기에 비해서는 과도하지 않은 셈입니다. 유동성의 관점에서만 본다면 말입니다. 이러한 배경은 주가보다 유동성의 팽창 속도가 더 빠르기 때문입니다. 주가는 급락 후 V자 반등에 나서고 있지만, 부동산자금은 오히려 더 크게 증가한 결과입니다. 역사상 가장 가파른 증가세입니다. 정책효과이기도 합니다.

한국도 상황은 유사합니다. 유동성(MZM Proxy 기준) 대비 KOSPI 시가총액을 보면 1.04배 수준이고, 1996년 이후 평균인 1.44배를 밑돌고 있습니다. 배경은 미국과 유사합니다. 현재 KOSPI 시가총액(보통주 기준) 1,288조원, 유동성(MZM)은 1,239조원입니다. 유동성에 비례한 KOSPI의 위치를 보더라도 과열 국면과는 거리가 멉니다. IT버블 당시 약 2배, 금융위기 이전에는 2.5배까지 상승했었기 때문이죠.

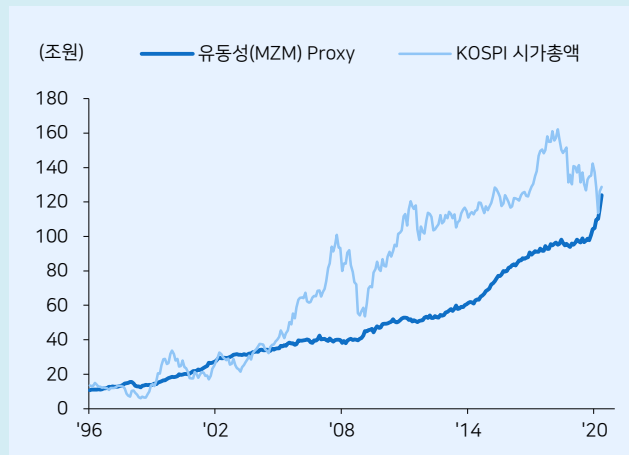
유동성의 척도로 본 미국과 한국 주식시장의 흐름은 두 가지 상반된 해석을 가능케 합니다. 하나는 시중 유동성에 비해 주식시장이 상대적으로 저평가되어 있다는 점이고, 다른 하나는 돈은 많이 풀렸지만 선호도에 있어 주식자산이 예전만큼 매력적으로 다가가지 못했다는 해석도 가능합니다. 지금은 어느 쪽에 가까울까요? 만약 주식시장 유동성 유입이 빨라진다면 지난 수년과는 다른 반전도 기대해 볼 수 있을 것 같습니다. 그렇다면 우리는 유동성의 역사를 떠올려 봐야 합니다. 주드주의 가속화는 유동성의 팽창기와 동선을 같이 했기 때문이죠. 1970년대 Nifty Fifty, 2000년 나스닥, 2007년 유가 급등 배경에는 유동성 팽창이 자리 잡고 있습니다. 지금의 유동성 환경은 역사상 가장 확장적입니다.

한국도 미국과 유사한 흐름. PMR은 1.04배 수준



자료: WiseFn, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

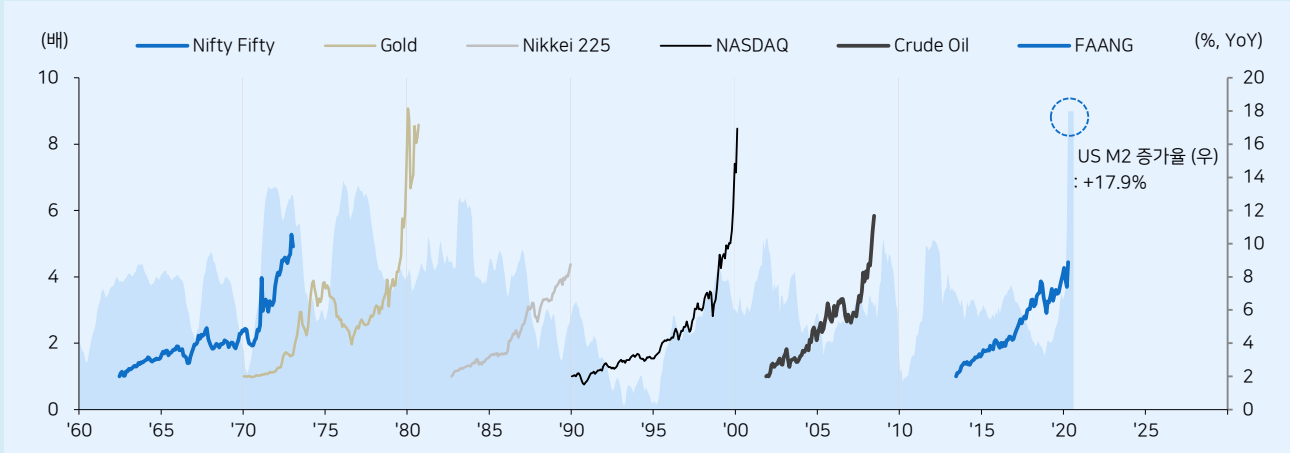
유동성 팽창 속도는 1996년 이후 가장 빠른 상황



주: MZM Proxy = 현금통화 + 요구불예금 + 수시입출금저축예금 + MMF + CMA 등으로 구성. 4월~5월 데이터는 MMF 증분만 반영

자료: WiseFn, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

1960년 이후 시대를 관통했던 주도주: 금(배경: 통화가치 불안)과, 일본자산 버블(배경: 플라자 합의)을 제외하면 대부분 유동성 팽창기에 성장



주: 1) Nifty Fifty는 Coca - Cola, Disney, GE, IBM 동일가중 지수, FAANG은 Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google(Alphabet)

2) US CPI Deflated / 시작점을 1로 환산

자료: Bloomberg, Macrotrends, CEIC, 매리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.