



주식시황 Analyst 하인환 02. 6454-4893 / inhwan.ha@meritz.co.kr

시황 애널리스트의
세상이야기,
그리고 판단
Daily

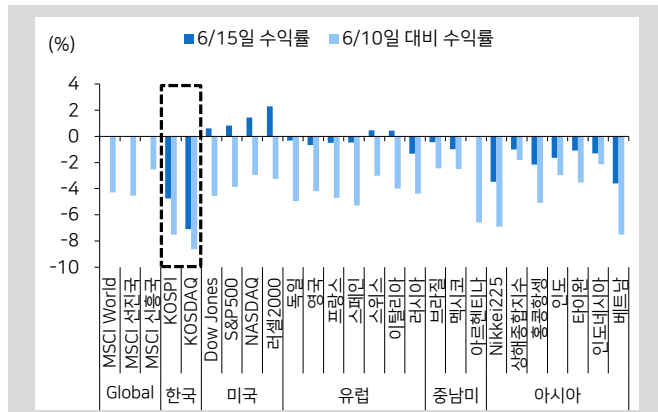
2가지 의미의 학습효과

증시가 급락했다. 하필 하락의 원인으로 지목되는 것이 '코로나19의 재확산 우려'다. 코로나19 때문에 역사적인 경험했던 학습효과 때문에, 그리고 예측불가능한 영역인 코로나19 확산에 대한 불확실성 때문에 6/15일의 증시 급락은 그 어느 때의 급락보다 더 공포스럽게 느껴질 수도 있다.

다시 하락장으로 돌아서는 것일까? 만약 떨어진다면 어디까지 떨어질까?에 대한 두려움이 생겨날 수 있는 시기다. 게다가 밸류에이션이 고점에 도달한 것도 상승보다는 하락을 타당해 보이게 만드는 배경이 될 수 있다.

현 상황에서 2가지 학습효과를 떠올려볼 것을 제안한다. 하나는 '지양'해야 할 학습효과이고, 다른 하나는 '지향'해야 할 학습효과다.

'지양'해야 할 학습효과

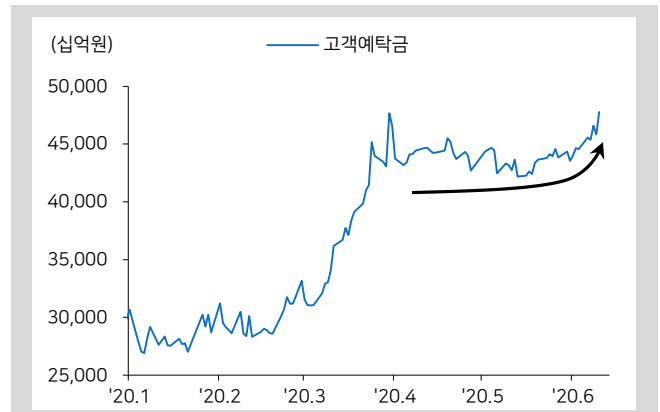


첫 번째 학습효과 : 하락에 대한 공포 → 공포의 극복이 필요

- 밸류에이션 부담 : 밸류에이션 하락이 주가 하락을 의미하지는 않음
- 글로벌 증시 중 한국 증시의 낙폭 압도적 : 코로나19 외의 이슈
- 코로나19가 원인이더라도, 2~3월과는 다를 것 : 방역시스템 구축
- 코로나19가 원인이더라도, 2~3월과는 다를 것 : 금융리스크 제한적

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

'지향'해야 할 학습효과



두 번째 학습효과 : 떨어질 때 사자! → 매수 찬스

- 개인 자금의 수급 뒷받침은 지속될 것
 - 고객예탁금은 최근 추가적으로 증가함
 - 금리인하는 신용용자의 Level-Up을 야기할 것
- 그래도 코로나19 재확산이 걱정된다면, 업종 리밸런싱이라도!
 - 가치주 Short → 성장주 Long

자료 : WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

▼ 메리츠 시황의 판단

1. 첫 번째 학습효과 : 이번 급락을 보며 과도한 공포는 지양할 것을 제안. 우려하는 것보다는 상황이 양호할 것이기 때문
 - 한국 증시의 폭락은 코로나19 외의 이슈도 영향을 미쳤다고 판단하며, 그 이슈는 '대북 이슈'. 통상 대북 이슈는 단기 약재에 그침
 - 코로나19 재확산 되더라도 상반기 중 구축된 방역시스템으로 인해 확산의 속도/범위는 2~3월보다 나을 것으로 예상
 - 코로나19 재확산 되더라도 <실물경기 둔화 → 금융리스크 확대>가 문제였던 2~3월과는 달리, 금융리스크가 제한적일 것이라고 판단
2. 두 번째 학습효과 : 떨어지면 산대! 대기 중인 개인자금(고객예탁금)은 최근 또다시 증가, 또한 금리인하 효과로 신용용자 증가할 가능성 높음
3. 만약 그래도 코로나19 재확산이 걱정된다면, 업종 리밸런싱 기회로 활용 가능 : 가치주 Short → 성장주 Long

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 하시기를 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.

첫 번째 학습효과 : 하락에 대한 공포

2~3월에 경험했던 약세장은 역사적인 속도의 하락을 보여줬다. 하락의 속도는 대공황 때보다 빨랐으며, 낙폭 또한 만만치 않았다. 경험해보지 못한 충격은 앞으로 현시대의 투자자들에게 새로운 학습효과로 작용할 가능성이 있다. 급락에 대한 공포다. 특히, 질병이라는 이슈처럼 예측이 불가능한 영역이 원인이라면 그 공포는 더욱 커질 수 있다.

6월 15일의 급락은 투자자들이 2~3월의 경험을 통해 급락에 대한 공포가 마음 속에 남아있음을 확인한 계기였다. 코스피 -4%대의 하락, 코스닥 -7%대의 하락은 증시 반등으로 조금씩 안도하고 있던 투자자들을 다시 긴장하게 만들기 충분했다. 하락의 원인이 코로나19라면 더더욱 그럴 것이다.

그렇다면 현 상황을 어떻게 봐야 할까? 학습효과를 통해 다시 한번 하락 가능성을 대비해야 할까? 물론 코로나19가 어떻게 진행될지 예측 불가능하기 때문에 다른 것은 차치하더라도 코로나19 확진자 현황에 대해서는 지속적인 모니터링이 필요할 것이다. 하지만 본 보고서에서 지적할 몇 가지 이유들에 근거해, 아직까지는 과도한 공포감을 가질 필요는 없다고 판단한다. 오히려 2~3월의 학습효과를 '지양'해야 할 상황인 것이다.

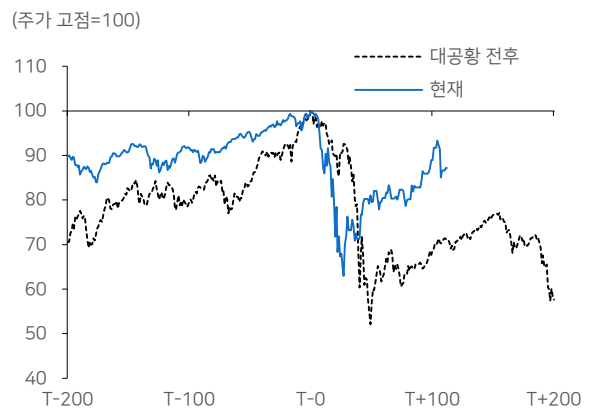
대응 전략에서는 2~3월의 학습효과를 '지향'할 것을 추천한다. 수급 측면에서 개인 자금의 매수 효과는 여전히 기대할 수 있는 상황이며, 업종 전략은 특히 중요하다. 증시 방향성을 모르겠다면, 업종 전략이라도 2~3월의 학습효과를 분명히 떠올려야 할 것이다.

그림1 VIX Index : 증시 급락에 다시 한번 급등



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 다우존스 산업평균지수 : 대공황 전후 vs 현재



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

첫 번째 학습효과를 '지양'해야 하는 이유

1) 밸류에이션 하락 ≠ 주가 하락

한국 증시 뿐만 아니라, 미국 증시는 3월 중순 이후부터 지난주까지 줄곧 상승했다. 어떤 투자자들은 강세장의 시작일 뿐이라고 평가하기도, 어떤 투자자들은 가파른 상승에 대해 우려하기도 했다.

우려 중 하나는 밸류에이션 부담이었다. 나스닥 10,000pt 돌파, 코스피 PER의 2009년 고점 돌파는 밸류에이션 고점 논란으로 이어졌다. 하지만 밸류에이션 부담 확대라는 말이 '향후 증시 하락'과 동의어일까?

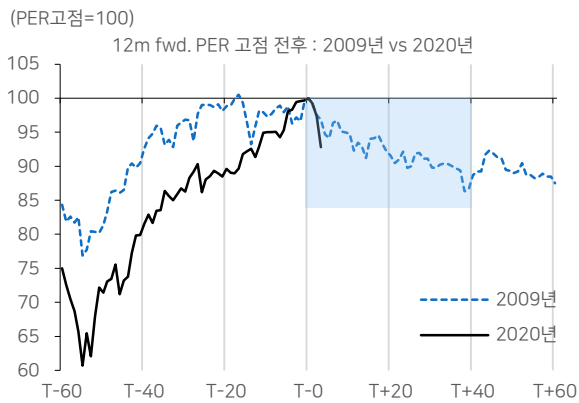
증시 조정의 원인이 단순히 밸류에이션 부담이라면, 증시는 현 수준에서 추가 하락해야 할 이유가 없다고 판단한다. 우리는 2009년 밸류에이션 고점 도달 이후 PER이 하락한 것을 기억하지만, 밸류에이션 하락이 반드시 주가 하락을 의미하는 것은 아니다. 2009년 밸류에이션 고점 도달 이후 증시는 조정을 받긴 했지만, 이는 기간 조정에 불과했으며 이후 증시는 다시 상승 흐름을 재개했다.

그림3 밸류에이션 부담의 원인 : 2009년의 기억



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

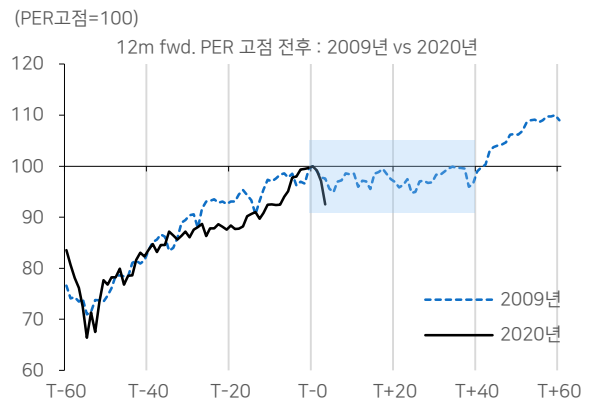
그림4 '09년 PER 고점 후 밸류에이션 하락 : 2020년은?



주) PER 고점 : 2009년 5월 20일 vs 2020년 6월 10일

자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림5 '09년 PER 고점 후 하락 시기의 주가 : 박스권 등락



주) PER 고점 : 2009년 5월 20일 vs 2020년 6월 10일

자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

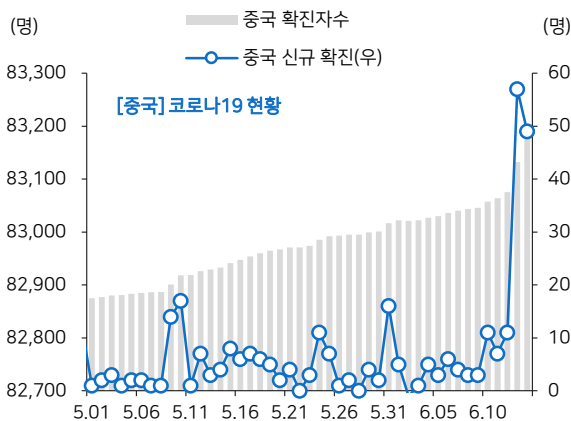
2) 이상한 점 ① : 글로벌 증시 중 한국 증시의 낙폭 압도적

밸류에이션 부담을 제외하고 6월 15일 증시 급락의 원인으로 지목되는 것은 코로나19 재확산 우려다. 중국(특히 베이징)에서 코로나19 확진자가 급증하며 재확산 우려가 제기되고 있고, 미국에서도 경제활동을 재개한 지역들을 중심으로 확진자가 다시 증가하고 있다는 것이다.

경제재개 기대감에 주가가 상승했으나 코로나19가 재확산 된다면, 증시 조정에 대해 고민해야 한다. 경제재개에 대한 경계심이 높아질 수 있기 때문이다. 하지만 6/15일 하락에서 이해가 되지 않는 점은 코로나19 재확산의 중심지인 미국과 중국에 비해 한국 증시의 낙폭이 유독 컸다는 점이다. 코로나19 재확산 우려가 증시 하락의 원인임은 인정하지만, 한국 증시에만 해당하는 또다른 이슈가 영향을 미쳤을 가능성이 높다.

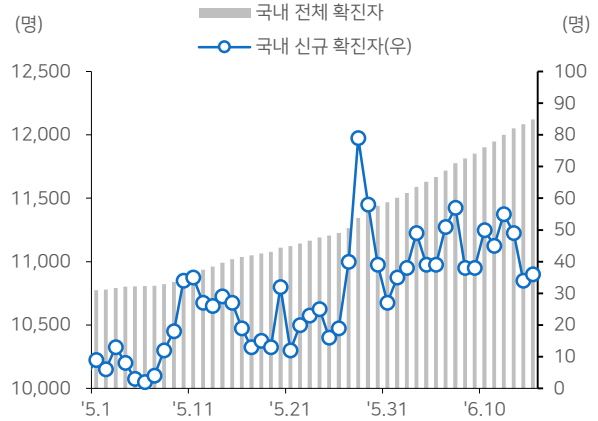
한국 증시에만 해당하는 또다른 뉴스는 대북 관련된 이슈일 것이다. 그런데 대북 이슈의 경우 경험적으로 하락이 장기화될 가능성은 낮다.

그림6 중국 코로나19 확진자 현황 : 최근 신규 확진자 급증



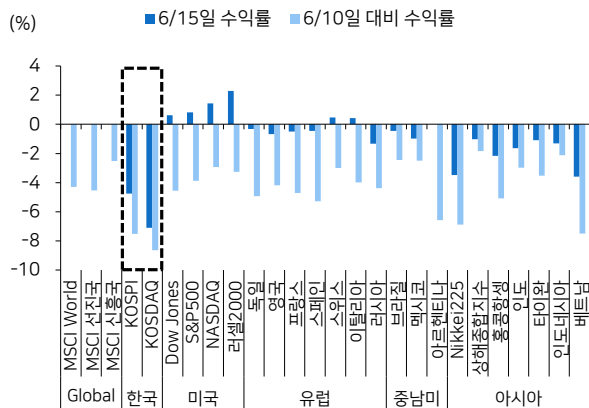
자료: Worldometer, 메리츠증권 리서치센터

그림7 국내 코로나19 확진자 현황 : 심각한 수준일까?



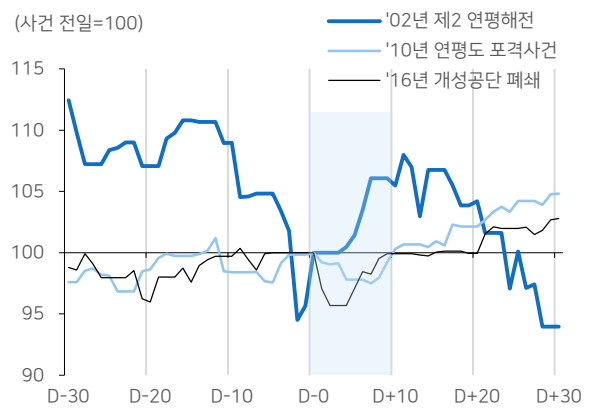
자료: 질병관리본부, 메리츠증권 리서치센터

그림8 글로벌 증시 6/15일 수익률 : 한국 증시, 최하위



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 '16.2월 개성공단 폐쇄 이후 KOSPI



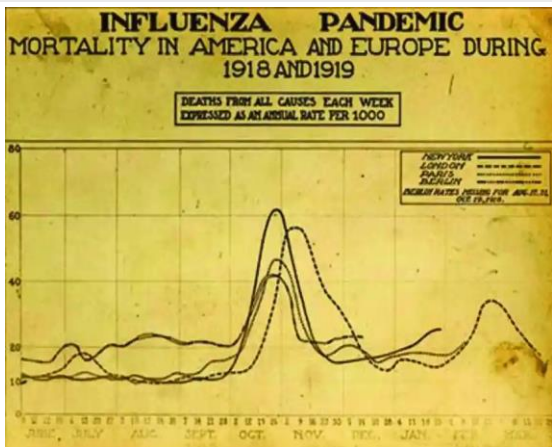
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

3) 이상한 점 ② : 지금 걱정하는 것은 정말 2차 wave일까? '3차 wave'일 가능성'

코로나19 재확산을 두려워하는 것은 아마도 스페인 독감 때 2차 확산의 충격이 더 컸기 때문일 것이다. 그런데 코로나19가 확산된 이후 대부분의 사람들은 스페인 독감의 2차 확산에 대해서는 얘기하지만, '3차 확산'에 대해서는 얘기하지 않았다. 그리고 당연하게도 현상황에서도 2차 확산 가능성에 대해서 주목하고 있다.

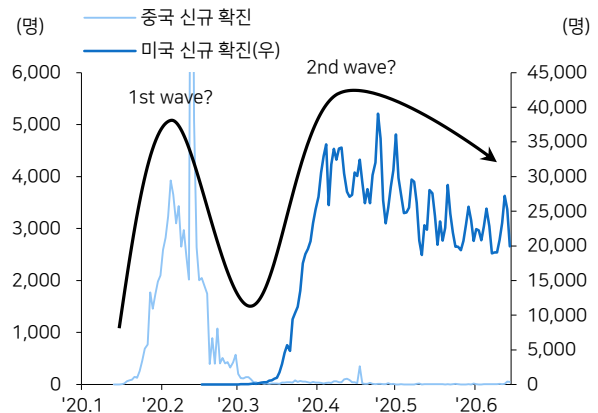
그런데 질문을 해보자. 지금이 정말 2차 확산일까? 3차 확산으로 볼 수도 있지 않을까? 1차 확산은 1~2월 중국이었다. 그리고 이때는 모두가 방심했던 시기다. 과거 사스, 메르스 등 사례를 근거로 2월 중순부터는 사태가 개선될 것으로 기대했다. 그런데 유럽과 미국으로 확산되면서 3월부터 전세계 확진자수가 급증했다. 코로나19에 방심했던 1~2월이 1차 wave이고, 3~5월을 2차 wave로 보는 것이 더 합리적일지도 모른다. 만약 그렇게 보고 스페인 독감과 비교해 본다면, 3차 wave의 강도는 2차 wave보다 훨씬 약할 가능성이 높다. 그리고 이렇게 판단하는 이유는 2월 이후 재확산의 과정에서 방역시스템이 구축됐기 때문이다. 방역시스템이 구축된 상황에서는 1차 wave 때보다 빠르고 안정적인 대응이 가능하다.

그림10 스페인 독감 : 1차 → 2차 → 3차



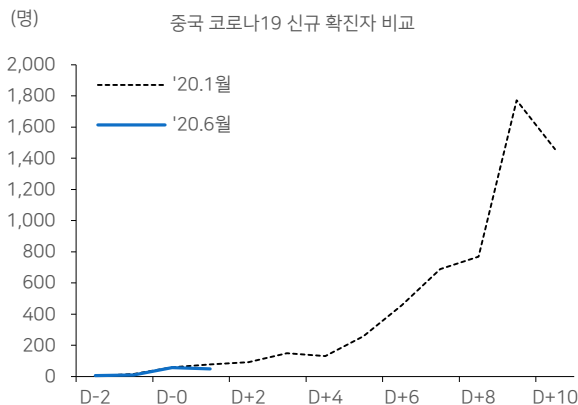
자료: The Guardian, 메리츠증권 리서치센터

그림11 2차 확산일까? 3차 확산으로 봐야 하지 않을까?



자료: Worldometer, 메리츠증권 리서치센터

그림12 중국 코로나19 신규 확진 비교 : '20.1월 vs '20.6월



자료: Worldometer, 메리츠증권 리서치센터

그림13 미국 코로나19 신규 확진 : Log 함수로 보면...



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

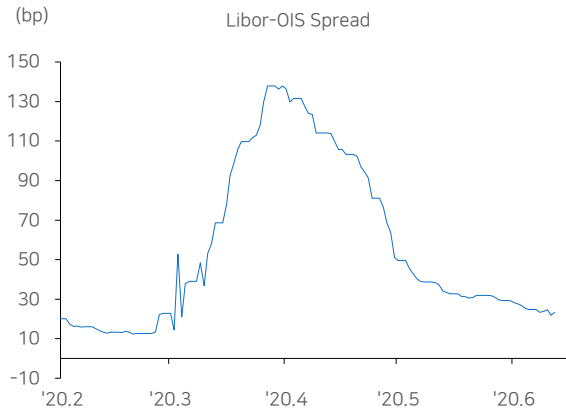
4) 아직 3월의 경로(코로나19 확산→실물경기 둔화→금융리스크 확대)와는 다르다!

만약 본격적으로 재확산 된다면? 그래도 3월과 같은 증시 충격은 없을 것이라고 판단한다. 먼저, 2~3월 증시가 급락한 과정을 살펴보자. 코로나19가 확산되면서 실물경기 둔화로 이어졌고, 이는 금융리스크 확대(신용경색)로 이어졌다. 신용경색은 달러화 수요 급증, 이에 따른 대규모 자산 매각(외인 자금 유출)을 의미한다.

그런데 지금은 코로나19가 재확산된다고 하더라도 금융리스크의 확대로 이어질 가능성이 제한적이다. 3월에 나타난 금융리스크(신용경색)로 인해 이미 대규모 정책대응이 나왔으며, 이것이 결국 금융리스크를 제한할 것이기 때문이다.

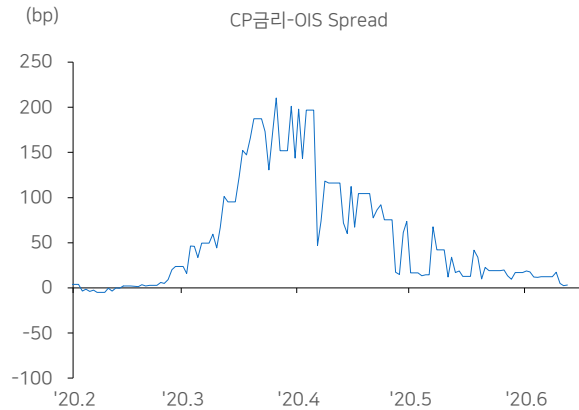
이는 몇 가지 지표로도 확인된다. 코로나19가 처음 확산됐던 2~3월에는 아래의 위험지표들이 곧바로 상승하기 시작했다. 하지만 지금은 코로나19에 대한 우려가 제기되고 있음에도 불구하고 위험지표의 상승이 나타나지 않고 있다. 또한 달러인덱스의 강세도 제한적이기 때문에, 아직까지는 신용경색 가능성도 낮다.

그림14 LiBor-OIS Spread



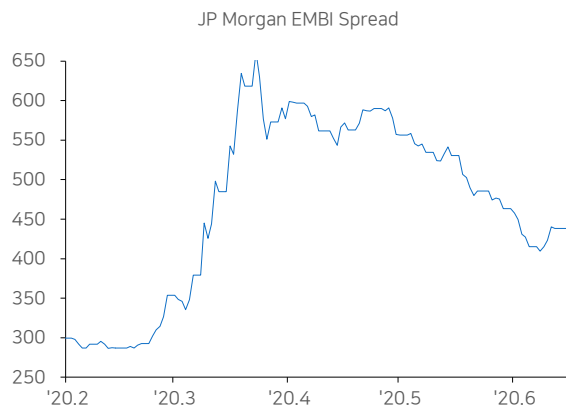
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 CD금리-OIS Spread



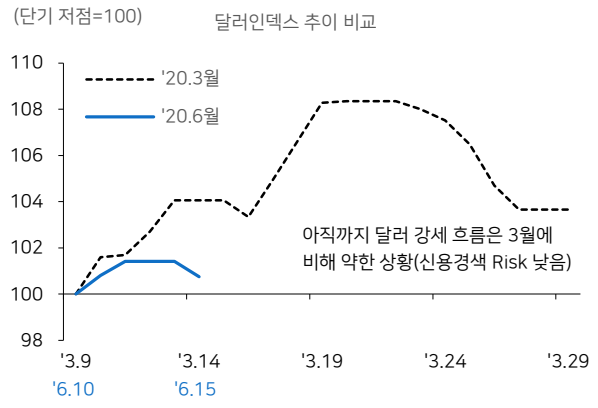
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 JP Morgan EMBI Spread



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 달러인덱스 : 3월 vs 6월



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

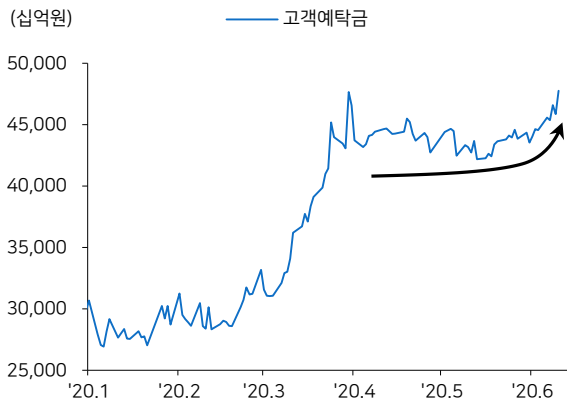
두 번째 학습효과 ① : 떨어지면 산다!

지금까지는 첫 번째 학습효과를 '지양'해야 하는 이유에 대해 살펴봤다면, 이제 '지향'해야 하는 학습효과에 대해 살펴보자. 바로 개인 자금이다.

개인 자금은 증시 급락 과정에서 주식시장으로 대규모 유입되면서 반등을 주도했다. 그런데 대규모 순매수에도 불구하고 고객예탁금은 3월 이후 40조원대를 유지하고 있으며, 심지어 최근에는 다시 증가하는 모습을 보이고 있다. 또한, 한국은행이 기준금리를 인하함에 따라 신용용자의 추가적인 증가 가능성이 높기 때문에 개인 자금은 다시 한번 증시의 안전판 역할을 할 수 있을 것으로 기대할 수 있다.

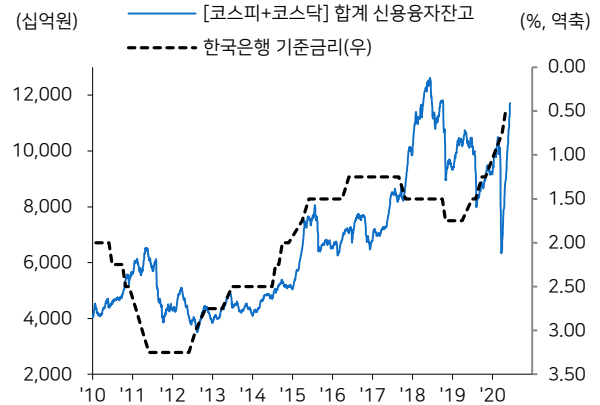
또한, 외국인 수급에서 조금씩 변화가 나타나고 있다. 외국인 패시브 자금은 3주 연속 한국 증시로 유입되고 있는데, 흥미로운 점은 외국인들이 주로 매수하는 국가들의 공통점이다. 바로 '기술 국가'로 분류될 수 있는 국가들 또는 그런 국가와 밀접한 관련을 맺고 있는 국가이다(멕시코는 유가 상승이 직접적인 영향을 미친 것으로 보이지만, 미국과의 밀접한 관계도 무시할 수 없다).

그림18 고객예탁금 : 다시 한번 증가



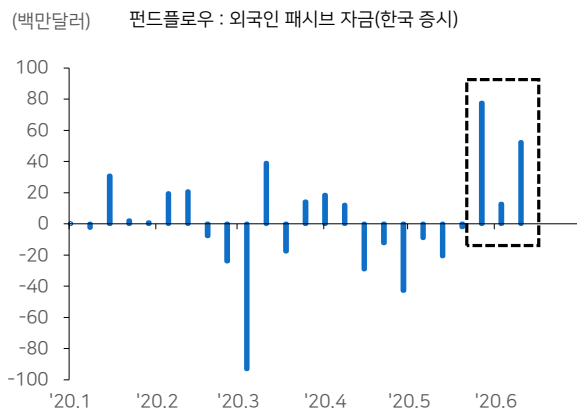
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림19 신용용자잔고 : 기준금리 인하와 함께 증가할 가능성



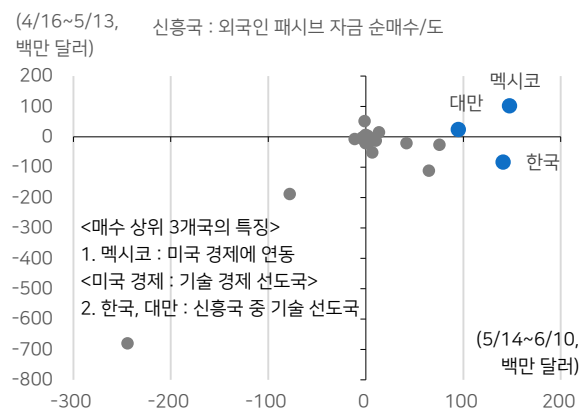
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림20 외국인도 2~3월과는 달라졌다 (1)



자료: EPFR, 메리츠증권 리서치센터

그림21 외국인도 2~3월과는 달라졌다 (2)



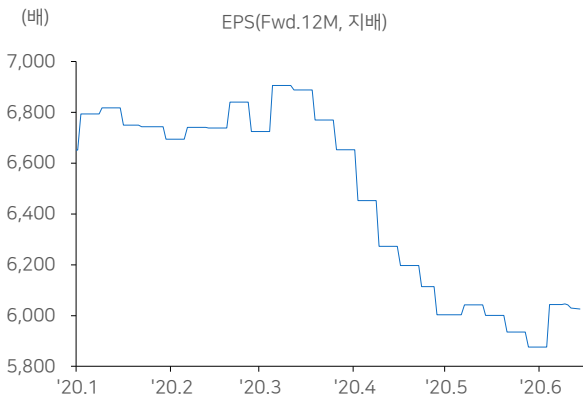
자료: 메리츠증권 리서치센터

두 번째 학습효과 ② : 증시 방향성을 모르겠다면, 업종 리밸런싱이라도!

지금까지는 시장에 대한 얘기였다. 정리하면, 1차 확산 때와는 다르게 봐야 할 점들이 분명히 확인되고 있기 때문에 과도한 공포는 '지양'해야 한다는 것이다. 지금은 2009년 밸류에이션 고점 도달 이후 한동안 박스권 흐름을 보였던 사례가 참고하기에 적절해 보인다. 밸류에이션 부담이 해소되는 것은 주가 하락이 아니라, EPS의 상승으로도 가능하다는 점을 인지할 필요가 있다.

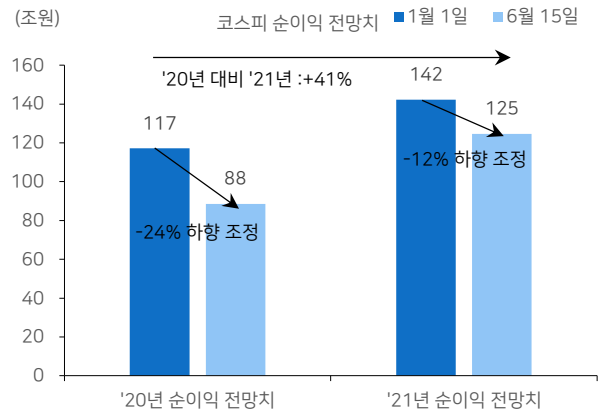
만약 그래도 재확산이 걱정되고 시장 방향성이 걱정된다면(또는 걱정되지 않는다 하더라도), 이번 하락을 기회로 업종 리밸런싱을 통해 대응하는 것을 추천한다. 코로나19의 2차 확산이 증시 하락을 다시 초래한다면, 업종 관점에서도 다시 한번 언택트에 대한 관심을 높여야 할 것이다. 이는 BM 대비 상대적으로 낙폭을 줄이는 방법임과 동시에, 반등시에는 초과 이익을 얻을 수 있는 방법이라는 점을 지난 경험을 통해 확인했기 때문이다.

그림22 코스피 12m fwd. EPS



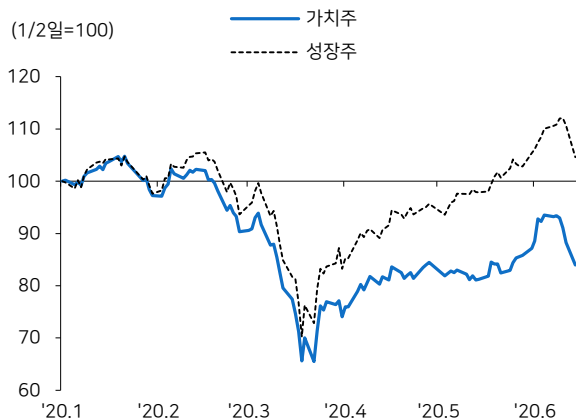
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림23 Rolling 효과로 코스피 12m fwd. EPS 상승 가능



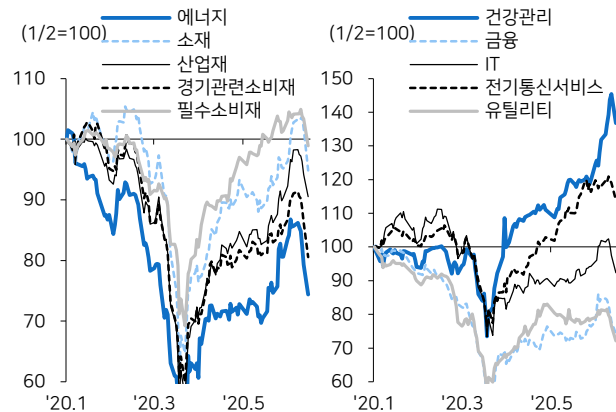
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림24 반등 국면에서 가치주 대비 성장주 아웃퍼폼



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림25 섹터로 구분시, 하락폭에서도 상당한 차이 확인



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터