

‘전략’에 미치다

주식전략

2020. 07. 20

부양책 한계효용체감과 성장주 투자전략

- ▶ 부양책 한계효용체감으로 주식시장 회복세 진입
- ▶ 해당 현상이 추가 진행될 때 성장주 상승의 임계점 터칠 가능성
- ▶ 최근까지 급등한 성장주에 대해서는 점진적으로 그 수익을 확정하는 데 역점

주식시장이 옆으로 기어가듯 움직이는 상황에서 일부 성장주의 수익률 훼손이 진행되고 있다. 이에 대한 대응 전략을 고찰할 필요가 있다.

현재 주식시장이 회복세에 진입하는 이유는 부양책의 한계효용체감이 작용하기 때문이라고 봐야 한다. 올해 3월 중순부터 주식시장이 상승했던 동력은 물론 주요국의 부양책이었다. 하지만 엄밀히 말해서 주요국의 부양책은 지난 10년간 술하게 쏟아졌다. 상식적으로 생각해볼 때, 우리 시대는 부양책을 쓴다고 하여도 경기가 추가로 나아지는 정도에 한계가 있다는 것을 능히 짐작할 수 있다. 주요국 부양책 투입량이 한 단위 늘어날 때 펀더멘탈 회복 정도는 줄어드는 것이다. 최근 대부분의 경기 현황 및 전망지수가 그 상승이 둔화하는 것이 증거다.

이러한 상황에서는 성장주 투자에 주의가 필요하다. 성장주는 일반적으로 시원치 못한 경기(저성장)와 넘쳐나는 돈(고유동성)에 의하여 폭발적인 상승을 시현한다. 다만, 이와 같은 환경에서도 성장주 상승의 임계점이 존재한다. 혁신적인 공급이라고 할지라도 수요가 이를 받쳐주지 못하면 성장주 상승의 기본 가정은 깨지게 되기 때문이다. 부양책 한계효용체감이 추가적으로 진행될 경우에는 지금의 성장주에 해당 문제가 나타날 수 있다. 최근 일부 성장주의 수익률 훼손은 바로 이러한 현상이 나타나기 시작했다는 것을 의미한다고 볼 수 있다.

이제부터 성장주는 공격적인 투자를 추가로 진행하는 것보다 점진적으로 그 수익을 확정하는 데 역점을 두는 것이 바람직하다고 판단한다. 부양책의 한계효용체감에 의하여 주식시장의 상승 동력이 약화됨에 따라 그것이 회복하는 것은 피할 수 없다. 그리고 시간이 갈수록 연동하는 문제가 곳곳에서 터져 나올 것이다. 그중 최근 급등한 성장주의 제반 가정이 흔들릴 여지가 있다는 점을 고려해야 한다.

한계효용체감의 법칙이라는 것이 있다. 맛있는 사과를 처음 한입 깨물었을 때의 달콤함은 대단하지만 한 상자의 사과를 먹고 난 다음에는 사과를 보는 것 자체가 고통이라는 말이다. 이는 많은 현상에 적용되는데, 주요국 부양책에도 마찬가지다. 부양책의 한계효용체감이 지금 주식시장을 지배하고 있다. 이는 시간이 갈수록 주식시장의 상승 여력을 줄이는 원인이 될 것이다. 이 틈에 성장주의 움직임이 심상치 않다. 이에 대한 대응 전략을 고찰할 필요가 있는 시점이다.

부양책 한계효용체감

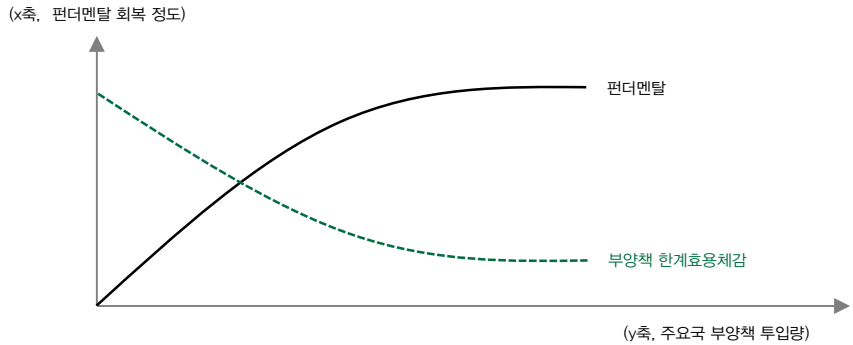
경기 현황 및 전망지수가 그 상승이 둔화하며 주식시장 횡보를 이끌어

올해 3월 중순부터 나타난 주식시장 반등의 가장 큰 동력을 꼽으려면 두말할 것도 없이 주요국의 부양책이었다. 무너진 경기를 목도한 각국의 정책 담당자들이 쏟아내는 강력한 부양책이 기대감을 부추기며 주식시장에 물어냈던 것이다. 이것은 물론 과거 대항위기 이후 극복의 사례에서도 반복적으로 나타났던 일이다. ‘경기 수축’과 ‘부양책의 제시’라는 상황의 조합에서 주식시장에 대한 매수세를 펼치는 것은 이견이 있을 수 없는 성공 투자전략이었다. 그런데 최근 들어 주식시장의 모습이 도통 시원하지가 않다. 어느 순간부터 주식시장 반등력이 약화된 것이다. 이제는 주식시장이 옆으로 기어 다니다시피 하는데 우선은 그 이유에 대하여 고민이 필요할듯하다.

진실은 지금과 같은 주요국의 부양책이 사실상 지난 10년간 이어졌다는 데 있다고 판단한다. 통화정책으로 보면, 금융위기 이후 연준에서만 여섯 차례에 걸쳐서 대규모 유동성 공급이 있었다. 시간 순서대로 나열해보면, QE(Quantitative Easing)1, QE2, 그리고 오퍼레이션 트위스트(Operation Twist)를 시행했다. 이것도 모자라 다시금 QE3를 꺼내 들었으며, 작년 하반기에는 속칭 Lite QE까지 들고 나섰다. 그리고 지금 무제한 QE가 시행되고 있는 상태다. 이와 같은 연준의 통화정책을 추종하여 ECB 역시 여러 차례에 걸쳐서 QE를 펼쳤으며, BOJ에서는 주식 ETF까지 직매입하기도 했다. 재정정책도 상당했던 것은 매한가지다. 미국에서는 금융위기 직후 제조업의 리쇼어링(Reshoring)을 진행한 바 있으며, 트럼프 행정부 들어서는 감세 형태의 재정정책을 상시 시행했다. 중국 역시 2009년 4조 위안 재정정책을 시작으로 이후 수년간 간헐적인 미니 부양책을 빈번하게 발표해왔다.

엄밀히 말해서 올해 3월 이후 제시된 주요국의 부양책은 지난 10년간 술하게 쏟아졌던 것의 또 다른 버전에 불과하다. 상식적으로 생각해보면, 우리 시대는 부양책을 쓴다고 하여도 경기가 추가로 나아지는 정도에 한계가 있다는 것을 능히 짐작할 수 있다. 한계효용체감의 법칙은 어떤 것의 투입량이 한 단위가 늘어날 때 그것의 추가적인 효과는 감소한다는 것을 의미한다. 이는 부양책에도 여실히 적용된다. [도표1]에서 보듯이 주요국 부양책 투입량이 한 단위 늘어날 때 펀더멘탈 회복 정도는 줄어드는 것이다.

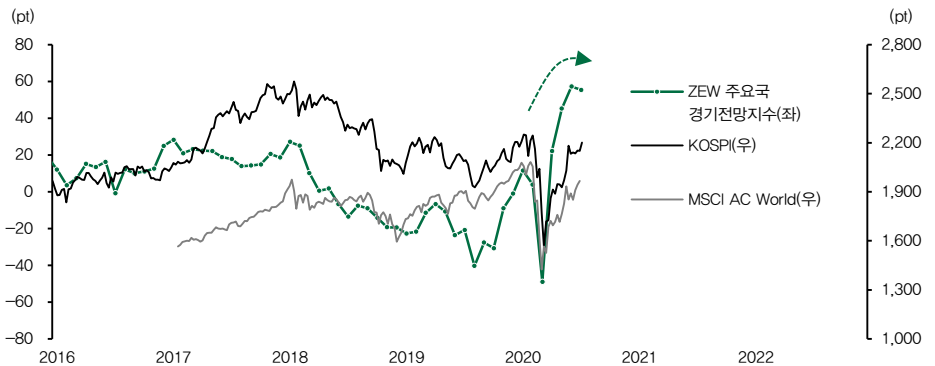
도표 1. 부양책 한계효용체감의 법칙과 지금의 펀더멘탈



자료: DB금융투자

현재 주식시장은 이러한 현상에 반응하여 움직인다고 봐야 한다. 올해 3월 중순처럼 주식시장이 급하게 하락한 직후에는, 이 당시 발표되는 주요국의 부양책이 주식시장의 밸류에이션 매력과 맞물려서 투자 심리를 자극하기에 충분했다. 경기와 주가의 일시 반등을 노려봄 직했던 것이다. 그러나 이제는 경기 상승 여력이 떨어지는 모습이 나타나고 있다. [도표2]처럼 대부분의 경기 현황 및 전망지수가 그 상승이 둔화되고 있다. (도표에 제시한 ZEW 경기전망지수는 가장 최신의 것을 빨리 발표한다는 해당 지표의 장점이 있기에 사용했다.) 이에 따라 향후 펀더멘탈의 추가적 반등에 점차 한계가 있다는 점이 인식되고 있는 것이다. 소위 모멘텀이 약화되고 있는 것인데 그 본질에는 부양책 한계효용체감이 따리를 틀고 있다. 이점이 바로 근래 주식시장을 옆으로 기어 다니게 만드는 요인이다.

도표 2. 최근 들어 대부분의 경기 현황 및 전망지수 상승이 둔화 ← 부양책 한계효용체감이 작용



자료: Bloomberg, DB금융투자

주: ZEW에서는 주요국 경기전망지수를 개별로 발표해주기때, 기 제시한 'ZEW 주요국 경기전망지수'는 이들을 단순 평균하는 방법으로 직접 산출했음

성장주의 임계점

혁신적인 공급에 대하여 수요가 받쳐줄 것이라는 가정

이러한 상황이라면 성장주 투자는 주의를 요하게 된다. 일반적으로 성장주는 두 가지 조건이 마련되면 강한 상승을 시현한다.

- ✓ 첫 번째는 경제 전반의 저성장으로 말미암아 성장주에 프리미엄이 붙는 환경이다. 성장주에 대하여 ‘역시 이만한 성장력을 보이는 것이 그 어디에도 없구나!’라는 공감대가 투자자들 사이에 형성되는 것이다.
- ✓ 두 번째는 고유동성 아래에서 성장주에 수급 쏠림이 나타나는 환경이다. 경기 부진에 의한 저물가 상황은 의당 고유동성 정책을 유도하게 되는데, 이때 주식시장에서 매수할만한 매력을 지닌 주식이 줄어들어 성장주에 더욱 편중된 투자가 이뤄지게 된다.

주지하듯이 이러한 환경은 올해 중반부터 다시금 나타났다. 이를 통하여 성장주가 재차 불을 뿜으며 상승했던 것이다[도표3].

도표 3. 올해 중반부터 성장주 상승의 조건 갖춰져



자료: Wiseln, DB금융투자

다만, 성장주 상승의 환경에 임계점이 존재한다는 것은 분명히 인지해야 한다. 경제 전반의 저성장 환경에서 성장주에 형성되는 프리미엄의 근간은, 그들이 향후 선보일 혁신적인 제품, 상품, 서비스 등의 공급에 있다. 이에 대하여 소비자가 충분히 지갑을 열 것이라는 가정이 밑바탕에 깔리게 된다. 그런데 만약, 아무리 혁신적인 공급이라고 할지라도 수요가 이를 받쳐주지 못한다면 성장주의 기본 가정은 깨지게 된다. 올해 3월 중순 이후 최근까지처럼 저성장이나 경기 회복 기대가 나타날 때는 이러한 수요의 부진 가능성이라는 임계점이 인식되지 않지만, 경기가 추가적으로 나이지지 못한다고 여겨지면 결국 성장주의 상승을 불러일으키는 동력이 흔들리게 된다.

멀리 갈 것도 없이 [도표3]의 2018년 중반에 진행된 성장주의 상대 성과 부진이 임계점에 의한 변화의 전형이다. 당시도 주식시장 저변에 위치한 경기와 수요에 대하여 의구심이 커지자 성장주가 흔들리는 현상이 나타났다. 지금도 마찬가지라고 판단한다. 앞서 언급한 부양책 한계효용체감이 추가적으로 진행 된다면 결국 성장주의 상승에 필요한 기본 가정에 문제가 나타날 수 있다. 최근 일부 성장주의 수익률 훼손은 바로 이러한 현상이 나타나기 시작했다는 것을 의미한다고 볼 수 있다.

성장주 투자전략

점진적으로 그 수익을 확정하는 데 역점

부양책의 한계효용체감에 의하여 주식시장의 상승 동력이 약화됨에 따라 그것이 홍보하는 모습이 나타나고 있다. 이러한 현상이 추가로 진행된다면 시간이 갈수록 곳곳에서 문제가 터져 나올 것이다. 그 중 최근 급등한 성장주에서 제반 가정이 흔들릴 여지가 있다는 점을 고려해야 한다. 이제부터 성장주는 공격적인 투자를 추가로 진행하는 것보다 점진적으로 그 수익을 확정하는 데 역점을 두는 것이 바람직하다고 판단한다.

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 과리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.



Research Center

자본/자산시장 장화탁 센터장 02)369-3370 mousetak@db-fi.com

| 담당 | 애널리스트 | 02)369- | @db-fi.com |
|--------------|--------|---------|---------------|
| 자산전략팀 | 글로벌크레딧 | 유승우 | 팀장 3426 seyoo |

채권전략파트

| | | | | |
|---------|-----|------|------|---------|
| 채권/FX전략 | 문홍철 | 파트장 | 3436 | m304050 |
| 경제 | 박성우 | 연구위원 | 3441 | p3swo |
| 연구원 | 박경민 | 연구원 | 3446 | gmpark |

주식전략파트

| | | | | |
|---------|-----|--------|------|----------|
| 주식전략 | 강현기 | 파트장 | 3479 | hygkang |
| 중국전략 | 김선영 | 연구위원 | 3438 | tjs00dud |
| 퀀트/해외주식 | 설태현 | 수석연구위원 | 3709 | thseol |
| 연구원 | 강대승 | 연구원 | 3437 | bigwin92 |

| 산업분석1팀 | 금융 | 이병건 | 팀장 3381 | pyrrhon72 |
|--------|----|-----|---------|-----------|
|--------|----|-----|---------|-----------|

| | | | | |
|------------|-----|--------|------|----------|
| 조선/기계/철강 | 김홍균 | 수석연구위원 | 3102 | usckim10 |
| 건설/건자재/부동산 | 조윤호 | 수석연구위원 | 3367 | uhno |
| 에너지/케미칼 | 한승재 | 수석연구위원 | 3921 | sjhan |
| 뷰티/패션/생활용품 | 박현진 | 수석연구위원 | 3477 | hjpark |
| 연구원 | 정재현 | 연구원 | 3429 | kevinj |
| 연구원 | 정광명 | 연구원 | 3746 | Kmc92 |

크로스융합파트

| | | | | |
|-------|-----|------|------|--------|
| 스몰캡 | 유경하 | 파트장 | 3353 | last88 |
| 비상장기업 | 남기윤 | 연구위원 | 3387 | kqnam |

| 산업분석2팀 | IT총괄/전기전자 | 권성률 | 팀장 3724 | srkwon |
|--------|-----------|-----|---------|--------|
|--------|-----------|-----|---------|--------|

| | | | | |
|------------|-----|--------|------|--------------|
| 음식료/유통 | 차재현 | 수석연구위원 | 3378 | imcjh |
| 반도체/IT소재장비 | 어규진 | 연구위원 | 3713 | kjsyndrome |
| 제약/바이오 | 구자용 | 연구위원 | 3425 | jaykoo |
| 자동차/운송 | 김평모 | 수석연구위원 | 3053 | pmkim |
| 인터넷/게임/엔터 | 황현준 | 수석연구위원 | 3385 | realjun20 |
| 헬스케어/신성장산업 | 유현재 | 선임연구위원 | 3369 | Jay.yoo |
| 미디어/통신서비스 | 신은정 | 선임연구위원 | 3458 | ej.shin |
| 연구원 | 권세라 | 연구원 | 3352 | serakwon9494 |



본 사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

대전 · 충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손빌딩 2층)
 청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 풍년로 205번길 57 (WM타워 5층)

서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)
 DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)
 청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 644 (원일빌딩 2층)
 목동금융센터 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS기독교방송 1층)
 을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 113 (DB다동빌딩 3층)
 잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터회관 1층)

부산 · 경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)
 부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총렬대로 353 (BNK부산은행 2층)
 센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트림프스퀘어 2층)
 양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역6길 9 (BVC빌딩 204호)
 창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 원이대로 320 (더시티세븐 3층)
 대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (효연빌딩 2층)

경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)
 인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)
 평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (하나은행빌딩 4층)
 진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 (광장빌딩 3층)
 화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 (중앙빌딩 3층)

광주 · 전라지역

광주 062) 655-3400 광주광역시 남구 봉선로 164 (삼환빌딩 4층)
 전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 흥선로 254 (코튼빌딩 6층)

강원지역

원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.