

‘전략’에 미치다

주식전략

2020. 08. 10

상승 체계의 마찰 발생

- 이제부터는 주가와 펀더멘탈의 괴리가 위험 수준
- 유동성 확대 정책 자체도 제어를 받는 단계
- 경계의 목소리에 귀 기울이며 신중을 기해야 할 시점

우리는 지금 역사상 유례를 찾기 힘든 유동성 확대 정책의 환경에서 살고 있다. 주식시장은 그 영향으로 최고 수준을 수익률을 기록하고 있는 중이다. 힘껏 오르는 주식시장 앞에서 이런저런 경고음이 들 어오더라도 이는 투자자의 귓가에 맴도는 이야기뿐일 수 있다. 주식시장의 상승이 이어지다 보면 그 저변에 나타나는 변화는 간과되기 때문이다. 다만, 이제부터는 유동성 자체가 주식시장에 마찰을 일으 키고 있는 부분을 주의 깊게 살펴야 한다.

최근 문제가 되고 있는 것은 두 가지다.

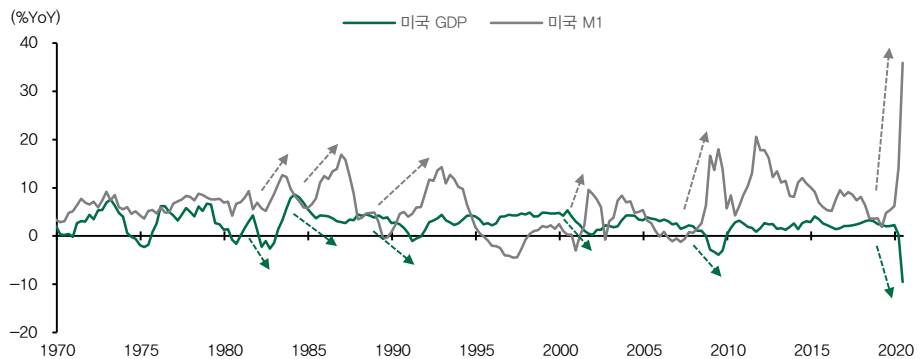
- ✓ **첫째, 주식시장이 유동성의 힘에 의하여 추가로 상승한다면 이제부터는 펀더멘탈과의 괴리 가 위험 수준에 이르게 된다.** 경기 서프라이즈 지수는 데이터 집계 이래로 최고 수준에 육 박한 상태다. 해당 지수를 국가별 일간 단위로 관찰해보면 특히 미국에서 이미 7월 중순부 터 내려오는 상황이다. 펀더멘탈에 대한 추가 회복 기대가 주식시장에 투영되기 어렵다는 말이다. 그럼에도 불구하고 유동성 확대의 힘에 의하여 주식시장이 상승할 경우 그것은 기 반 없이 허공에 떠 있는 상태가 된다.
- ✓ **둘째, 유동성 확대 정책 자체도 제어를 받는 단계에 이르렀다.** 자산시장의 상승은 원자재 관련 분야에서도 나타나고 있다. 물론 최근 원자재 가격의 반등을 인플레이션에 대한 경고 로 확대 해석할 필요까지는 없지만, 적어도 중앙은행의 입장에서는 선제적으로 유동성 확 대 정책의 강도를 조절할 이유가 되는 것이다. 최근 미국 연준의 총자산 규모가 줄어드는 시점이 CRB지수와 연동하는 것은 대단히 주목할 필요가 있다. 지금 주식시장 상승의 주된 동력 중 하나가 유동성이라는 점에서 이는 분명 경계해야 할 신호인 것이다.

이와 같은 시점에 전략은 간단하다. 경계의 목소리에 귀 기울이며 신중을 기하는 것이다. 주식시장에 서 지금껏 양호한 수익률을 기록한 종목에 대해서는 서서히 그 차익을 실현해나가는 것이 적절하다고 생각한다.

인류가 가지고 있는 지식의 보고 중 하나는 경제의 위기 상황에서 대응안이다. 이는 경험을 통하여 얻은 것인데, 세계 경제 대공황 당시 유동성이 줄어든 현상을 방지했던 점이 경제 위기를 장기화했다는 것을 깨달은 데서 비롯됐다. 그리하여 이후부터는 어려움이 닥칠 때 중앙은행이 유동성을 공급하는 게 공식처럼 되었다. 이에 따라 사람들은 해당 방법에 적응하여 나가기 시작했다. ‘제2의 세계 경제 대공황은 더 이상 나타나지 않을 거야’라는 점과 더불어서 ‘직전의 경제 위기가 지나간 이후에는 중앙은행의 유동성 공급에 의하여 또 다른 버블이 나타날 거야’라는 인식이 뿌리를 틀었던 것이다. 그리고 지난 80년의 세월 동안 이러한 생각은 꽤 잘 들어맞는 일반상식이 되어버렸다. 공포가 극에 이를 때 투자하는 사람이 현자로 추앙을 받는 세상이 만들진 것이다.

지금의 경제 위기 상황에서도 이러한 방안이 사용되는 것은 마찬가지다. 그런데 유동성이 공급되는 정도가 과거 어느 때와 비교하여도 다르다. 지금 유동성 확대 정책의 중심에 있는 미국을 예로 들어보면, 그들의 M1 증가율은 올해 6월까지 35.9%YoY를 기록하는 중이다. 과거 2008년 금융위기 당시에 위기 극복을 위하여 끌어올렸던 M1 증가율이 16.7%YoY였다는 점을 참고해보면, 현재의 유동성 확대 정책은 유례를 찾아볼 수 없는 규모라는 것을 알 수 있다[도표1]. 이로 말미암아 경기의 부진이 시작되고 있는 시점임에도 불구하고 주식시장은 최고 수준의 수익률을 기록하고 있는 실정이다. NBER에서는 10년 만에 비즈니스 사이클이 하락세로 접어들었다는 것을 공식적으로 발표했지만, 미국 주식시장은 연일 신고가를 써 내려가는 중인 것을 우리는 매일 아침 보고 있다.

도표 1. 현재의 유동성 확대 정책은 유례를 찾아볼 수 없는 규모



자료: Bloomberg, DB금융투자

여기서 고려해볼 것이 있다. 일견으로는 유동성 확대가 주식시장의 상승을 담보하는 듯 보이지만, 자세히 뜯어보면 그렇지 않다는 점이다. 최근 몇 가지 문제가 대두하고 있는데, 금일 본고에서는 과도한 유동성으로 말미암아 주식시장의 상승 체계에 마찰이 발생하는 부분을 언급하고자 한다.

두 가지 마찰음

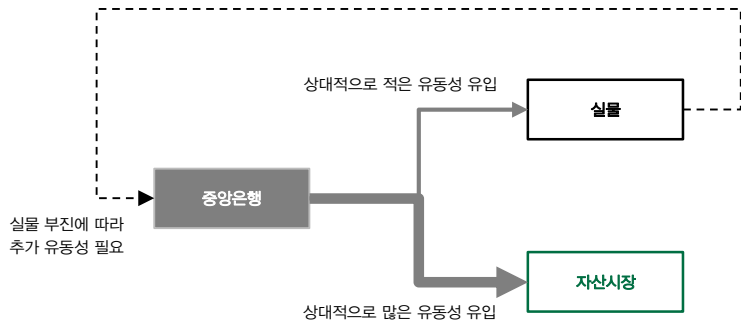
펀더멘탈과의 괴리가 위험 수준 & 유동성 정책 자체도 제어 단계

펀더멘탈 관점에서 보면 중앙은행의 유동성 확대는 실물경기를 개선시켜서 주식시장을 포함한 자산시장의 상승을 이끈다. 한편, 심리와 수급의 측면에서는 또 다른 연결고리가 형성되는데 이를 표현하면 [도표2]와 같다.

‘실물경기가 부진한 동안에는 중앙은행이 유동성 확대를 지속할 수밖에 없다. → 다만 그 혜택을 더 누리는 것은 자산시장이 된다(서두에서 언급한 지난 80년 동안 굳어진 일반상식 때문이다). → 이때 상대적으로 적은 유동성이 유입되는 실물경기는 그것의 부진에 따라 추가 유동성을 필요로 하게 된다. → 그리고 다시금 확대된 유동성 중 많은 부분이 자산시장으로 유입되는 것이다.’

즉, 중앙은행의 유동성 확대 정책이 강할수록 이러한 연결고리에 의한 자산시장의 상승도 덩달아 강해지는 것이다. 지금의 주식시장 자금처럼 말이다.

도표 2. 심리와 수급 측면에서 유동성과 자산시장의 연결고리



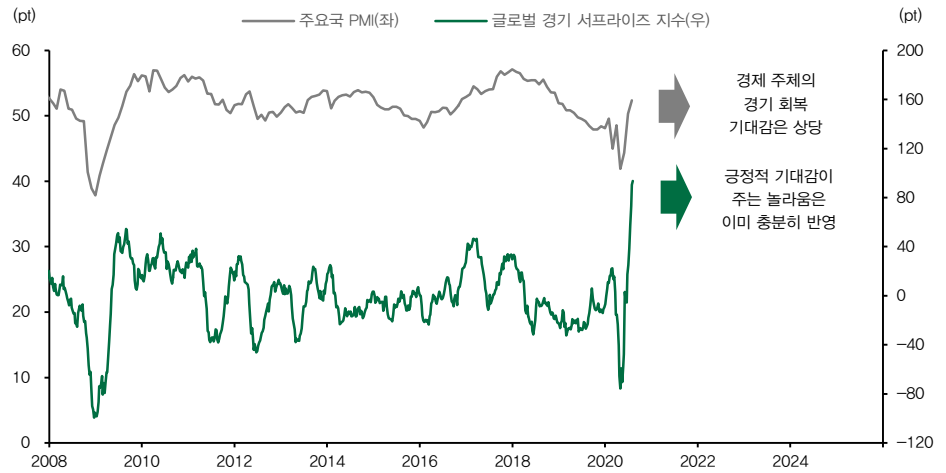
자료: DB금융투자

그러나 해당하는 주식시장의 상승 연결고리가 지속적으로 이어지지 못한다는 것은 자명하다. 현재 문제가 되고 있는 것은 두 가지다.

- ✓ 첫째, 주식시장이 유동성의 힘에 의하여 추가로 상승한다면 이제부터는 펀더멘탈과의 괴리가 위험 수준에 이르게 된다. 주식시장의 기저를 지배하는 펀더멘탈은 실물에 해당하는 하드 지표 계열과 실물의 개선 기대를 반영하는 소프트 지표 계열로 나뉜다. 지금 하드 지표가 저조하다는 것은 주지의 사실이다. 그나마 양호한 것은 소프트 지표였는데 이 역시 주식시장의 상승에 더 이상의 동력이 되지 못할 것으로 판단한다. 중앙은행의 유동성 정책 효과가 전혀 없지는 않았기에 대표적 소프트 지표 중 하나인 주요국 PMI는 최근 일정한 반등을 시현했다[도표3, 상단]. 이러한 반등이 놀라웠는지 경제지표의 ‘실제치 - 예상치’ 차

이를 측정하는 경기 서프라이즈 지수는 데이터 집계 이래로 최고 수준에 육박한 상태[도표3, 하단]. (경기 서프라이즈 지수는 경지제표의 실제치가 예상치보다 높으면 플러스, 낮으면 마이너스 방향으로 이동한다. 해당 지수를 국가별 일간 단위로 관찰해보면 특히 미국에서 이미 7월 중순부터 내려오는 상황이다.) 이를 다른 말로 표현하면 펀더멘탈에 대한 추가 회복 기대가 주식시장에 투영되기 어렵다는 것이다. 그럼에도 불구하고 유동성 확대의 힘에 의하여 주식시장이 상승할 경우 그것은 기반 없이 허공에 떠 있는 상태가 된다.

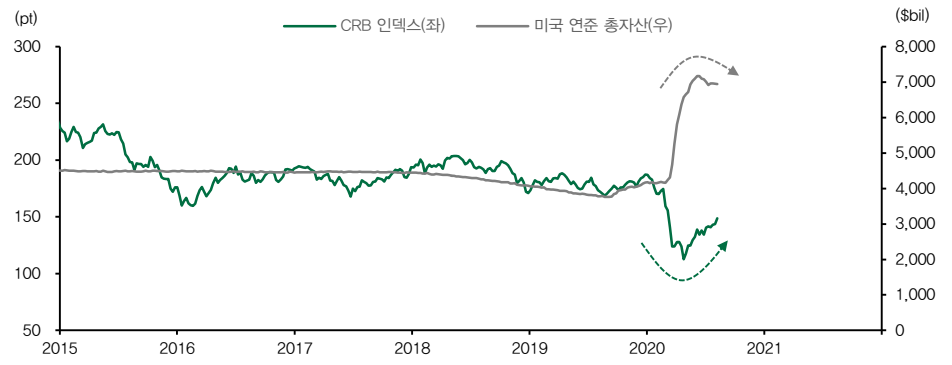
도표 3. 경기 서프라이즈 지수는 정점에 위치하여 추가적인 동력이 되지 못할 것으로 전망



자료: Bloomberg, DB금융투자

- ✓ 둘째, 유동성 확대 정책 자체도 제어를 받는 단계에 이르렀다. 자산시장의 상승은 원자재 관련 분야에서도 나타나고 있다. [도표4]에서 보듯이 CRB지수(국제 원자재 지수)의 반등이 상당 수준 이뤄졌다. 이때 문제가 되는 것은 미래의 물가 변화다. 우리가 초점을 맞추고 있는 주식시장이냐 그것의 움직임이 물가에 영향을 주는 것은 간접적인 경로에 의해서지만, 원자재 가격의 움직임은 물가에 직접적으로 영향을 준다. 지금의 원자재 가격 상승은 물가를 자극할 확률이 높다는 말이다. 중앙은행이 유동성 확대 정책을 숨에 있어서 가장 경계하는 현상이 나타날 조짐이 보이는 것이다. 물론 최근 원자재 가격의 반등을 인플레이션에 대한 경고로 확대 해석할 필요까지는 없지만, 적어도 중앙은행의 입장에서는 선제적으로 유동성 확대 정책의 강도를 조절할 이유가 되는 것이다. 최근 미국 연준의 총자산 규모가 줄어드는 시점이 CRB지수와 연동하는 것은 대단히 주목할 필요가 있다. 지금 주식시장 상승의 주된 동력 중 하나가 유동성이라는 점에서 이는 분명 경계해야 할 신호인 것이다.

도표 4. 최근 미국 연준의 총자산 규모가 줄어드는 시점이 CRB지수와 연동



자료: Bloomberg, DB금융투자

투자전략

경계의 목소리에 귀 기울이며 신중하자

유동성의 힘으로 오르는 주식시장 앞에서 이런저런 경고음이 들어오더라도 이는 투자자의 귓가에 맴도는 이야기뿐일 수 있다. 주식시장의 상승이 이어지다 보면 그 저변에 나타나는 변화는 간과되기 때문이다. 다만, 본고에서 언급한 것처럼 △ 주식시장이 유동성의 힘에 의하여 추가로 상승한다면 이제부터는 펀더멘탈과의 괴리가 위험 수준에 이르게 된다는 점, △ 유동성 확대 정책 자체도 제어를 받는 단계에 이르렀다는 점 등은 분명 염두에 두어야 할 부분이다. 이와 같은 시점에 전략은 간단하다. 경계의 목소리에 귀 기울이며 신중을 기하는 것이다. 주식시장에서 지금껏 양호한 수익률을 기록한 종목에 대해서는 서서히 그 차익을 실현해나가는 것이 적절하다고 생각한다.

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 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 괴리율은 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 수석연구원	3709	thseol
연구원	강대승 연구원	3437	bigwin92

	금융	이병건 팀장	3381	pyrrhon72
--	----	--------	------	-----------

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

크로스융합파트

스몰캡	유경하 파트장	3353	last88
비상장기업	남기윤 연구위원	3387	kqnam

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

음식료/유통	차재현 수석연구원	3378	imcjh
반도체/IT소재장비	어규진 연구위원	3713	kjsyndrome
제약/바이오	구자용 연구위원	3425	jaykoo
자동차/운송	김평모 수석연구원	3053	pmkim
인터넷/게임/엔터	황현준 수석연구원	3385	realjun20
헬스케어/신성장산업	유현재 선임연구원	3369	Jay.yoo
미디어/통신서비스	신은정 선임연구원	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 (호연빌딩 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.