

# ‘전략’에 미치다

## 주식전략

2020. 09. 14

### 제3의 길을 걷게 될 주식시장

- ▶ 밸류에이션 지표가 최고 수준인 상황에서 고려해야 할 요인이 많아지고 있어
- ▶ 펀더멘탈의 개선이 이뤄지는 부분과 유동성의 힘이 추가 확대되는 것에는 모두 부침이 존재
- ▶ 상대 수익률 관점에서 스타일 변화를 피할 때, 가치주 및 배당주 상대적으로 선호

미국과 한국 주식시장은 PER 기준으로 보면 각각 26.8배와 17.5배를 기록하며 데이터 집계 이래로 최고 수준에 위치한다. 이러한 환경에서 향후로도 주식시장이 상승하려면 두 가지 중 하나의 현상이 나타나야 한다. 첫째, 펀더멘탈이 개선되며 밸류에이션 지표의 안정 속에 주가가 올라야 한다. 둘째, 유동성의 힘으로 주가가 오르면 밸류에이션 지표가 추가 상승해야 한다. 이들이 가능한지 진단하는 시간을 가져보자.

**먼저, 펀더멘탈이 개선되며 밸류에이션 지표의 안정 속에 주가가 오를 여지가 있는지 타진해보자.** 이를 진단하기 위하여 신뢰성과 시의성이 높은 지표 간의 객관적 관계를 위주로 살펴봤다. 주요국의 PMI 계열 소프트지표는 한국 상장사의 기업 이익과 밀접하게 연동하여 움직이는 성질이 있다. 특히 ISM제조업지수는 KOSPI와 연관성이 높다. 여기서 경기 서프라이즈지수가 ISM제조업지수의 6개월 변화율에 대하여 선행 또는 동행한다는 점을 주목해야 한다. 현재를 보면 경기 서프라이즈지수가 반락하고 있다. 일정한 시차를 두고 ISM제조업지수가 상승 모멘텀을 소진할 가능성이 높은 것이다. 즉, 주식시장의 펀더멘탈 개선 여지가 크지 않다고 판단할 수 있다.

**다음으로, 유동성의 힘으로 주가가 오르면 밸류에이션 지표가 추가 상승할 수 있는지를 기능해보자.** 이를 판단하기 위해서는 미국 연준을 필두로 하는 중앙은행들의 유동성 정책에 대한 입장을 살펴야 한다. 미국 연준의 파월 의장은 지난 8월 말 잭슨홀 미팅 연설에서 물가가 2%를 한동안 넘어서 움직이더라도 즉각적으로 기준금리 인상을 단행하지 않겠다고 말했다. 다만, 중앙은행이 유동성을 관리하는 수단에는 전통적으로 사용하는 기준금리 외에 최근 10년간 써왔던 QE가 있다는 것을 고려해야 한다. 미국 연준은 기대인플레이션이 1% 중반을 넘어서는 올해 6월 중순부터 QE의 강도를 줄이고 있었다. 기대인플레이션이 상승 속도가 가파르다는 점을 경계하고 있는 것이다. 미국 연준의 QE 강도가 약화하고 있다는 것은 중요한 의미를 갖는다. 중앙은행발 유동성의 힘이 줄어들고 있으므로 이에 의한 주가의 오름세와 밸류에이션의 추가 상승 가능성이 크지 않은 것이다.

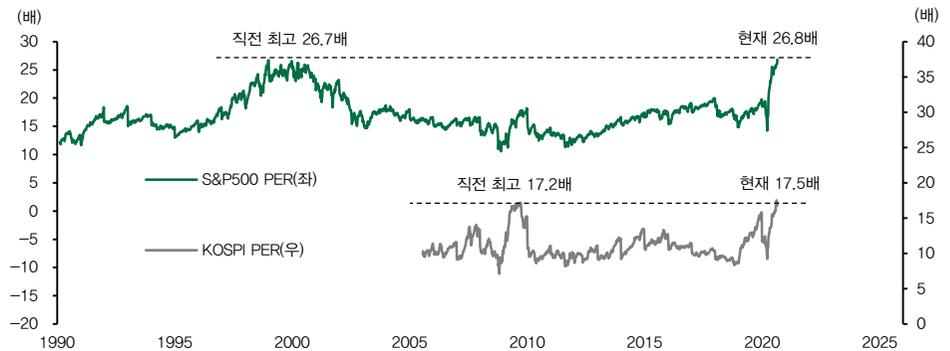
**그렇다면 주식시장은 제3의 길을 걷게 될 것인데, 주가가 움직이며 밸류에이션 지표가 부담스럽지 않은 수준까지 내려오는 것이다.** 그간 글로벌 주식시장에서 주도주로 군림했던 미국에서 최근 며칠간 변동성이 확대되는 현상은 제3의 길에 들어서는 신호가 아닐지 고민해야 한다. 상대 수익률을 추구하는 투자자는 스타일 변화를 피할 때가 왔다. 최근 6개월간 한국 주식시장에서는 성장주 대비 가치주 및 배당주의 상대 성과가 부진했다. 이를 다른 말로 표현하면 해당 스타일의 상대 저평가 매력이 부각되고 있다는 뜻이다. 가치주 및 배당주의 편입 비중을 확대할 것을 추천한다.

위기와 기회가 공존한다는 말은 참으로 옳다. 6개월 전만 하여도 세상이 끝장날 것만 같더니 그 이후 주식 시장은 고속으로 상승했다. 그간 주식시장에 참여한 투자자 중에는 소위 대박이 터진 이들이 속출하고 있는 것이다. 하지만 오늘날의 주식시장 상승에는 기형적인 부분이 존재하는 것도 사실이다. 현실 경제 대부분이 침체된 상황에서 오직 주가만이 정책의 힘을 바탕으로 속등했다. 이로 말미암아 펀더멘탈과 주가의 괴리는 역사상 최고 수준에 이르렀다. 이와 같은 상황에서 최근 며칠간 미국 주식시장의 변동성이 확대되고 있는 점은 주의 깊게 살펴봐야 한다. 그 여파로 한국 주식시장이 흔들릴 여지가 있기 때문이다. 주식시장의 근본적인 부분을 따져보는 시간이 필요하다.

### 역사상 최고 수준의 밸류에이션 지표

미국과 한국 주식시장은 PER 기준으로 보면 데이터 집계 이래로 최고 수준에 위치한다. 아래 [도표1]을 보자. 이는 블룸버그에서 제공하는 EPS 추정치를 바탕으로 양국 주식시장의 역사적 PER을 그린 것이다. 지난 30년간 미국 주식시장의 직전까지 PER 최고치는 IT 버블 시기의 정점에서 기록한 26.7배였다. 다만, 최근 6개월간의 폭발적인 상승 덕분에 그 기록을 경신했다. 현재는 26.8배에 이른다. 한국 주식시장의 경우 미국의 그것보다 짧은 시계열 데이터가 제공되는데, 직전까지 PER 최고는 17.2배였다. 지금은 이를 넘어선 17.5배다. EPS로 대변되는 펀더멘탈과 주가의 괴리가 과거 어느 때보다 큰 것이다.

도표 1. 미국과 한국 주식시장은 PER 기준으로 보면 데이터 집계 이래로 최고 수준



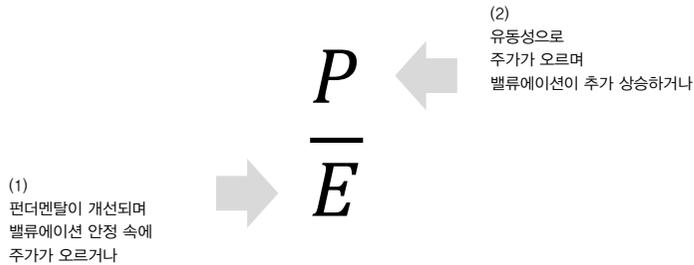
자료: Bloomberg, DB금융투자

이러한 환경에서 향후로도 주식시장이 상승하려면 아래 제시된 두 가지 중 하나의 현상이 나타나야 한다.

- ✓ 첫째, 펀더멘탈이 개선되며 밸류에이션 지표의 안정 속에 주가가 올라야 한다. EPS(펀더멘탈)의 개선은 PER(밸류에이션 지표)을 떨어뜨리게 되는데 그 속에서의 온전한 주가 상승이라면 부담스럽지 않은 것이다.

- ✓ 둘째, 유동성의 힘으로 주가가 오르며 밸류에이션 지표가 추가 상승하는 것이다. 펀더멘탈이 부진하여도 중앙은행발 유동성이 주가에 스며들며 PER이 최고치를 경신하게 된다.

도표 2. 향후로도 주식시장이 상승하려면 두 가지 중 하나의 현상이 나타나야



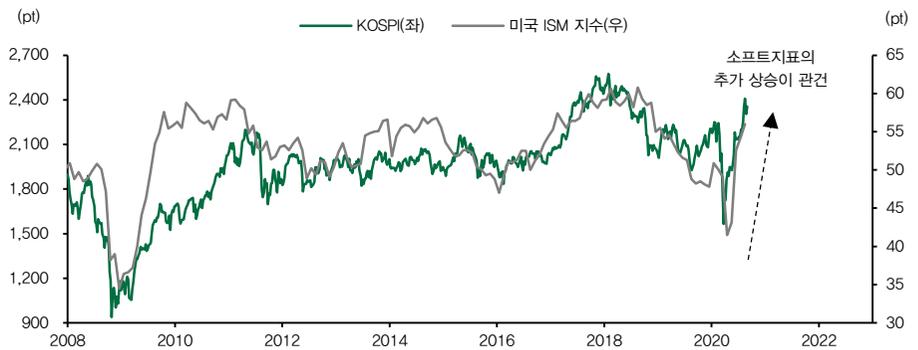
자료: DB금융투자

### #1 펀더멘탈 개선 여지는 큰가?

먼저, 펀더멘탈이 개선되며 밸류에이션 지표의 안정 속에 주가가 오를 여지가 있는지 타진해보자.

이를 살펴보기 위하여 특정한 경제지표를 사용할 수 있다. 경제주체의 심리를 가늠하는 소프트지표가 그것이다. 이는 유용한 성질이 있는데, 기업 이익을 예상함에 있어서 신뢰성과 시의성이 높다는 것이다. 특히 주요국의 PMI(구매관리자지수) 계열 소프트지표는 한국 상장사의 기업 이익과 밀접하게 연동하여 움직인다는 장점이 있다. 아래 [도표2]는 PMI 계열 중 하나인 ISM제조업지수와 KOSPI를 함께 그린 것이다. 해당 경제지표가 KOSPI의 펀더멘탈을 신속하게 가늠할 수 있는 도구가 되어 왔다는 것을 확인할 수 있다. 그렇다면 한국 주식시장의 펀더멘탈 개선 여부는 ISM제조업지수와 같은 주요국 PMI 계열 소프트지표의 추가 상승이 가능한지로 진단할 수 있겠다.

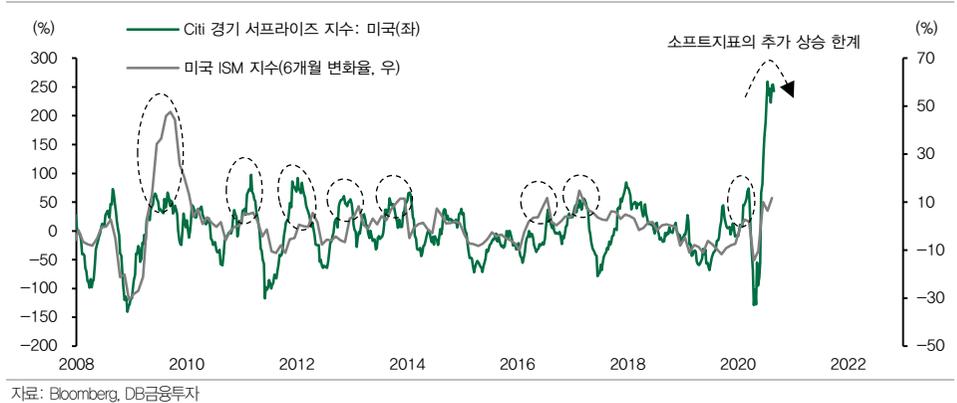
도표 3. ISM제조업지수는 KOSPI의 펀더멘탈을 신뢰성과 시의성 높게 확인할 수 있는 도구



자료: Bloomberg, DB금융투자

여기서 ISM제조업지수의 향후 경로를 예견할 수 있는 기계적인 방법을 소개한다. 경기 서프라이즈지수를 이용하는 것이다. [도표4]를 보면, 경기 서프라이즈지수가 ISM제조업지수의 6개월 변화율에 대하여 선행 또는 동행하는 것이 관찰된다. 이에 내재하는 원리는 의외로 간단하다. 경기 서프라이즈지수는 경제지표의 실제치와 예상치의 차로 이뤄진다. 만약, 실제치가 예상치보다 양호할 경우 해당 지표는 플러스(+) 권에 머물며 반대의 상황에서 그것은 마이너스(-) 권으로 내려간다. 참여자들의 미래에 대한 기대심리를 측정하는 것이다. ISM제조업지수 역시 경제주체의 심리를 가능하는 것은 마찬가지다. 이때 일간 단위로 발표되는 경기 서프라이즈지수가 월간 단위로 발표되는 ISM제조업지수에 앞서 꺾적이 형성되는 것뿐이다. 현재를 보면 경기 서프라이즈지수가 반락하는 것을 확인할 수 있다. 일정한 시차를 두고 ISM제조업지수가 상승 모멘텀을 소진할 가능성이 높다고 여겨진다. 즉, 주식시장의 펀더멘탈 개선 여지가 크지 않다고 판단할 수 있는 것이다.

도표 4. 경기 서프라이즈지수가 ISM제조업지수의 6개월 변화율을 선행 또는 동행



## #2 유동성의 힘은 신뢰할 수 있는가?

다음으로, 유동성의 힘으로 주가가 오르며 밸류에이션 지표가 추가 상승할 수 있는지를 가능해보자.

이를 판단하기 위해서는 미국 연준을 필두로 하는 중앙은행들의 유동성 정책에 대한 입장을 살펴야 한다. 그간 주요국 중앙은행들의 유동성 확대에 의하여 금융자산 가격이 속등한 것은 엄연한 사실이다. 그리고 그 속에는 국제 상품가격지수가 포함되어 있다. 이들의 상승은 물가에 직접적인 영향을 미치게 되는데, 이로 말미암아 기대인플레이션의 급등이 나타나고 있다. [도표5]처럼 미국채 10년물로 계산한 기대인플레이션이 현재 1.7%에 이른다. 물가 상승 가능성에 대한 사람들의 염려를 의식했는지 미국 연준의 파월 의장은 지난 8월 말 잭슨홀 미팅 연설에서 다음과 같은 발언을 한 바 있다. 물가가 2%를 한동안 넘어서 움직이더라도 즉각적으로 기준금리 인상을 단행하지 않겠다는 것이다. 그렇다면 우리는 앞으로 상당 기간 중앙은행발 유동성의 지속적 확대를 예상하여 투자 판단을 내려야 하는 것인가? 필자는 아니라고 생각한다. 중앙은행이 유동성을 관리하는 수단에는 전통적으로 사용하는 기준금리 외에 최근 10년간 써왔던 QE가 있다는 것을 고려해야 하기 때문이다.

도표 5. 그간 주요국 중앙은행들의 유동성 확대에 의하여 국제 상품가격 포함한 금융자산 가격이 상승



자료: Bloomberg, DB금융투자

파월 의장이 그들의 기준금리를 오래도록 인상하지 않겠다고 천명하는 것은 어쩌면 당연한 얘기다. 세계 경제 대공황 이후로 1970년대에서 1980년대를 제외한 모든 비즈니스 사이클 하락기에 미국 연준이 기준금리를 낮게 유지하는 것은 공식처럼 되어 왔다. 그리고 미국은 2009년 6월부터 2020년 1월까지의 비즈니스 사이클 상승기를 마치고 올해 2월부터 공식적인 비즈니스 사이클 하락기에 접어든 상태다. 다만, 미국 연준의 유동성 정책과 관련하여 숙고할 부분은 존재한다. 미국 연준은 기대인플레이션이 1% 중반을 넘어서는 올해 6월 중순부터 QE의 강도를 줄이고 있었다. 미국 연준의 통화정책 수단을 보면 지난 10년간 기준금리와 별도로 QE를 적극 이용해왔다. 그리고 현재도 QE를 통하여 물가와 경기를 관리하고 있는 중이다. 이때 [도표6]에서 나타나는 것처럼 미국 연준의 QE 강도가 약화하고 있다는 것은 중요한 의미를 갖는다. 중앙은행발 유동성의 힘이 줄어들고 있으므로 이에 의한 주가의 오름세와 밸류에이션의 추가 상승 가능성이 크지 않은 것이다.

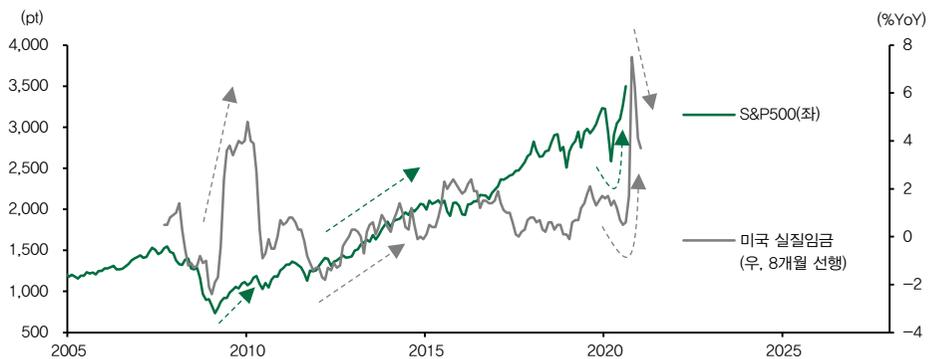
도표 6. 미국 연준은 기대인플레이션이 1% 중반을 넘어서는 올해 6월 중순부터 QE의 강도를 줄이고 있어



자료: Bloomberg, DB금융투자

한편에서는 이러한 질문을 생각할 수도 있겠다. 미국 연준은 물가 상승을 염두에 두기보다 지금의 경제 난국을 벗어나기 위하여 초저금리와 더불어 QE의 고강도 시행을 지속할 수 있지 않겠느냐는 것이다. 그러나 이러한 조치는 균형의 관점에서 볼 때 적절하지 않다. 아래 [도표7]을 보며 설명하겠다. 실질임금은 명목임금에서 물가를 차감하여 계산된다. 그러므로 물가의 상승 속도가 가파르면 명목임금이 오를지라도 실질임금을 감소시켜 구매력 약화를 유발한다. 이에 따른 소비력 저하는 경제 회복을 요원하게 만든다. 결국 지금처럼 물가의 상승 속도가 빠를 경우 중앙은행발 유동성 확대에 제동이 걸릴 수밖에 없는 것이다. 현재 미국 연준이 기대인플레이션의 상승 속도를 경계하며 QE 강도를 약화시키는 것은 필수 불가결한 일이라는 말이다.

도표 7. 물가의 상승 속도가 가파르면 명목임금이 오를지라도 실질임금을 감소시켜 구매력 약화를 유발



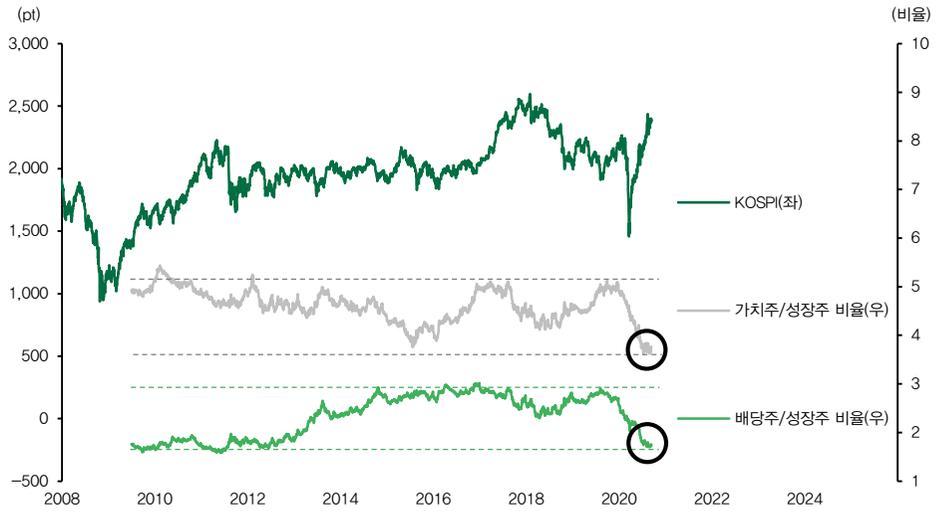
자료: Bloomberg, DB금융투자

### 상대 수익률 측면에서는 가치주 및 배당주의 편입 비중 확대가 유리

정리해보자. 밸류에이션 지표가 역사상 최고 수준이다. 이때, 첫째, 펀더멘탈의 개선이 이뤄지며 밸류에이션 지표가 안정되거나, 둘째, 유동성의 힘으로 주가가 오르며 밸류에이션 지표가 추가 상승하는 현상 등이 나타날 가능성이 크지 않다는 것을 본고에서 살펴봤다. 그렇다면 주식시장은 제3의 길을 걷게 될 것인데, 주가가 움직이며 밸류에이션 지표가 부담스럽지 않은 수준까지 내려오는 것이다. 그간 글로벌 주식시장에서 주도주로 군림했던 미국에서 최근 며칠간 변동성이 확대되는 현상은 제3의 길에 들어서서 신호가 아닐지 고민해야 한다.

상대 수익률을 추구하는 투자자는 스타일 변화를 꾀할 때가 왔다. 최근 6개월간 한국 주식시장에서는 성장주 대비 가치주 및 배당주의 상대 성과가 부진했다. 이를 다른 말로 표현하면 해당 스타일의 상대 저평가 매력에 부각되고 있다는 뜻이다. [도표8]에서 보듯이, 수리적인 관점에서도 이제부터 해당 스타일의 상대 강세가 펼쳐질 확률이 높다. 가치주 및 배당주의 편입 비중을 확대할 것을 추천한다.

도표 8. 상대 수익률 측면에서는 가치주 및 배당주의 편입 비중 확대가 유리



자료: Wiscn, DB금융투자

### 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 기관투자자 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.