

2020년 9월 28일
투자전략

투자전략

가까이서 보면 비극, 멀리서 보면 희극

지금 고민해야 할 것은 언제 세계경제가 COVID-19 바이러스로부터 벗어나 정상화되고 사람들이 바이러스 이전의 생활로 돌아갈 것인가가 아니다. 백신이 개발, 보급돼서 바이러스가 사라져도 얼마나 많은 사람들이 이전의 생활로 돌아가지 않을 것인가에 초점을 맞춰야 한다.

3Q 지표와 실적은 성장주에 부정적

미국의 3분기 경제성장률 컨센서스가 계속 상향되고 있고 WCI 컨테이너운임 지수 등 다른 지표들에서도 경기회복이 확인된다. KOSPI의 3분기 순익 컨센서스도 반등 중이다. 그러나 3분기 순익 개선은 상반기 COVID-19로 눌린 업황이 기술적으로 반등했을 가능성이 의심되기 때문에 그대로 받아들일 수 없다.

그래서 1~3분기 순익을 합쳐서 작년과 비교해 볼 필요가 있다. 합산 순익은 63.9조원으로, 작년 같은 기간과 비교하면 6.4% 감소했다. 4분기 경기흐름이 여전히 불확실하고 2019년 기업실적이 2010년 이후 가장 부진한 해였음을 감안하면 이를 시장의 색깔이 본격적으로 바뀌는 신호로 해석하기 어렵다.

길게 보면 성장주는 여전히 긍정적

지금은 경제가 얼마나 빨리 COVID-19 이전으로 돌아갈지를 예측하기보다 바이러스가 사라져도 얼마나 많은 사람들이 이전의 생활로 돌아가지 않을지에 초점을 맞춰야 한다. 가능성은 충분하다. 디지털이 주는 편리함을 경험하지 않은 사람은 있어도 한번 경험한 사람이 이전으로 돌아가기는 어렵기 때문이다.

한편, 낮은 금리도 주식시장의 밸류에이션을 정당화할 것이다. 미국 주식시장의 CAPE(cyclically adjusted price-to-earnings)는 8월말 기준 30배로 2018년 초, 2000년 말, 1929년 7월 이후 가장 높지만 CAPE의 역수에서 장기금리를 차감한 일드갭은 2.67%p로 1900년 이후 120년 평균인 2.38%p 보다 높다.

주식전략

▶ Strategist 박승영
park.seungyoung@hanwha.com
3772-7679

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치 센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

가까이서 보면 비극

9월 조정, 3Q 경제 및 실적 호전이 원인

9월 들어 글로벌 주식시장이 조정을 받고 있다. 3분기 실물경제가 예상보다 양호하기 때문이라고 생각한다. 언택트(untact)주들을 위시한 기존 주도주들에 가격 부담이 존재하는 가운데 9월 FOMC 이후 글로벌 금리가 하방 경직성을 나타내면서 성장주로의 쏠림이 중단됐고 매물이 쏟아졌다.

실물경제의 빠른 회복은 COVID-19 이 성장주 중심으로 재편된 국내 주식시장에 부정적이다. 경기가 부진할 때 오른 주가가 경기가 좋아지면 조정을 받는 것은 당연하다. 이래도 좋고 저래도 좋을 수는 없다.

미국의 3분기 경제성장률 컨센서스가 계속 상향되고 있다. 연율로 1분기 -4.8%, 2분기 -31.7%에서 3분기 24.9%로 반등하고 4분기는 5.0%로 예상되고 있다. 3분기 컨센서스는 8월말 21%에서 3.9%p 높아진 것이다.

경기회복은 다른 지표들에서도 확인되는데, WCI 컨테이너 운임지수가 9월 들어서만 38.0% 올랐다. 6월까지 확인된 글로벌 교역량도 5월을 바닥으로 반등 중이다. 같은 기간 MSCI AC World 산업재지수가 1.3% 오르는 동안 MSCI AC World 커뮤니케이션지수는 5.4% 하락했다.

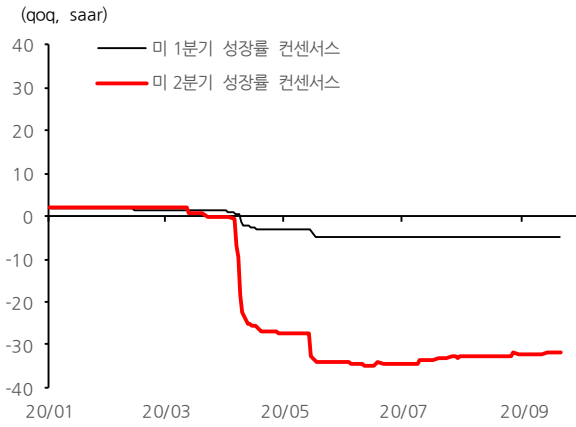
KOSPI의 3분기 순익 컨센서스도 반등 중이다. 8월 말 26.2조원에서 9월 24일 현재 27.2조원까지 상향됐는데, 전년동기보다는 31% 늘어난 것이다. 증가를 견인할 기업은 삼성전자, 한국전력, SK하이닉스, 삼성중공업 등이 꼽힌다. 가치주들의 이익 개선이 나타날 전망이다.

그러나 3분기 순익 증가를 액면 그대로 받아들이기는 어렵다. 상반기 COVID-19로 늘린 업황이 기술적으로 반등했을 가능성이 의심되기 때문이다.

그래서 1~3분기 순익을 합쳐서 작년과 비교해 볼 필요가 있다. 올해 1~3분기 합산 순익은 63.9조원으로 예상되는데, 작년 같은 기간과 비교하면 6.4% 감소했다. 4분기 경기 흐름이 여전히 불확실한 상황에서 3분기 실적 개선에 큰 의미를 두기는 어려운 이유다.

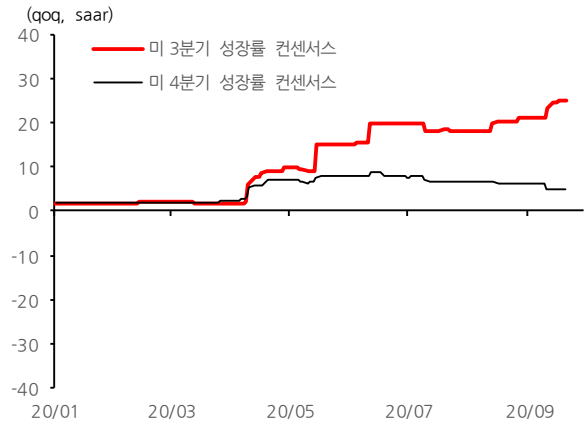
본격적인 실적 장세로의 전환, 가치주로의 로테이션은 아직 이르다고 판단한다.

[그림1] 미 경제, 상반기 안좋았던 것 만큼



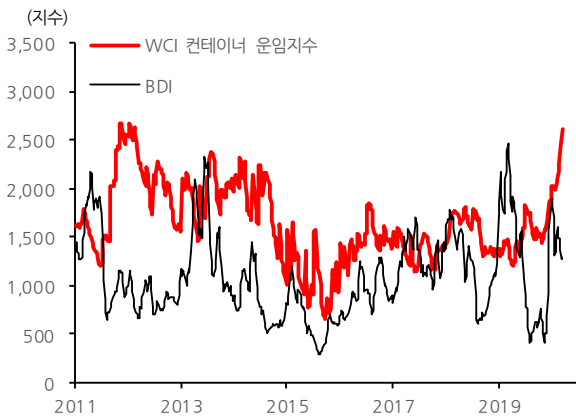
주: 성장률 컨센서스는 블룸버그 기준
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 하반기에 회복될 것으로 예상



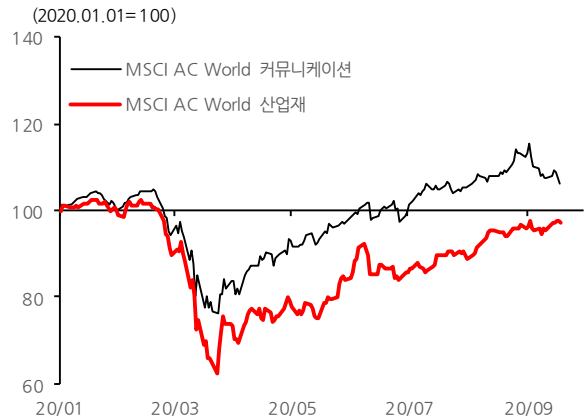
주: 성장률 컨센서스는 블룸버그 기준
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 컨테이너 운임지수도 상승하면서



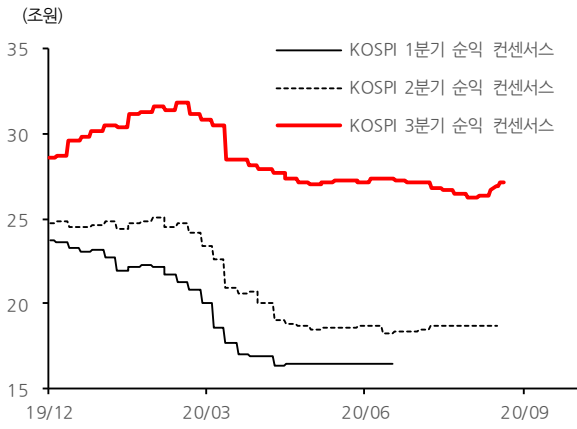
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 산업재가 커뮤니케이션을 아웃퍼폼



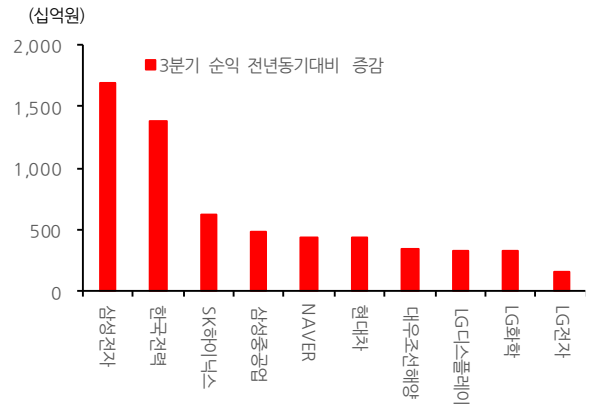
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] KOSPI, 3분기 순익 컨센서스 상향



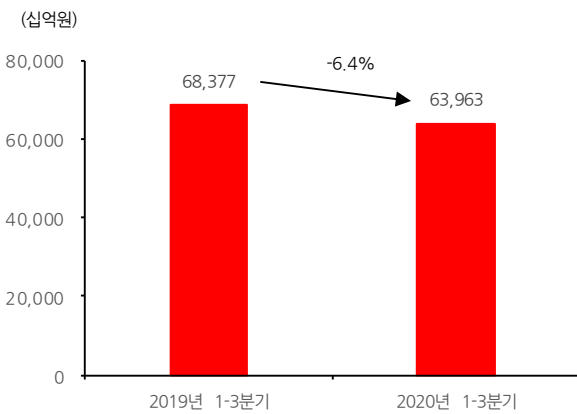
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 가치주가 수익증가 견인



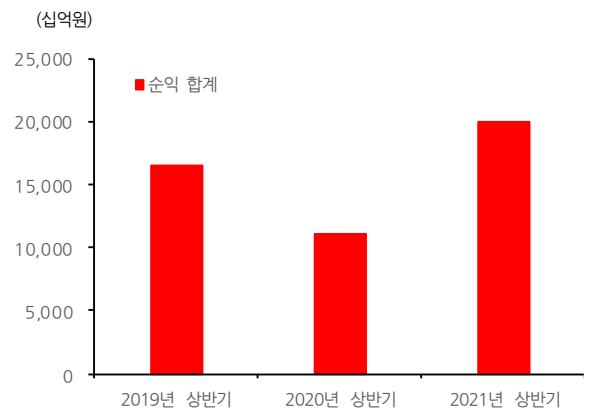
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] KOSPI, 1~3분기 합산순익 6.4% 감소할 듯



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 내년 상반기 기저효과 가능



주: 2020년 1분기, 2분기 순익 컨센서스가 존재하는 154개 기업 합산
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

멀리서 보면 희극

바이러스, 디지털 수용
가속화했을 것

자금은 경제가 얼마나 빨리 COVID-19 이전으로 돌아갈지를 예측하기보다 바이러스가 사라져도 얼마나 많은 사람들이 이전의 생활로 돌아가지 않을지에 초점을 맞춰야 한다고 생각한다.

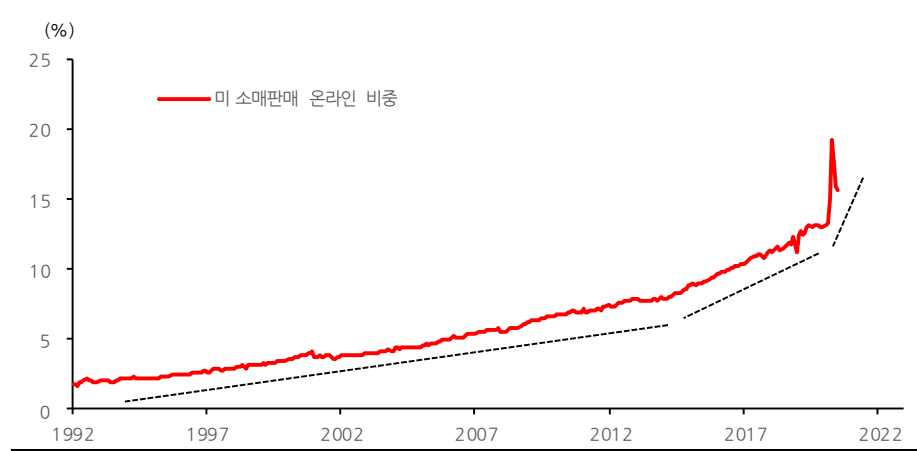
[그림9]는 미국의 소매판매에서 온라인이 차지하는 비중을 나타낸 것이다. 통계가 작성된 1990년대 초반 이래 온라인 비중은 계속 높아져 왔고 특히 LTE가 보급된 2010년대 중반부터 속도가 빨라졌다.

COVID-19를 겪으면서 온라인 비중은 더 높아졌는데, 지난 4월 19.2%를 찍은 뒤 7월에는 15.7%로 낮아졌다. 바이러스가 확산되기 이전 고점은 작년 10월의 13.2%였고 2.5%p 상승하는데 걸린 기간은 3년이였다. 온라인 비중이 현 수준에서 더 낮아지지 않는 것을 확인하면 바이러스가 기간을 8개월로 단축시킨 셈이다. 이는 언택트(untact) 관련주들의 높은 밸류에이션을 정당화해줄 것이다.

가능성은 충분하다고 생각한다. 디지털이 주는 편리함을 경험하지 않은 사람은 있어도 한번 경험한 사람이 이전으로 돌아가기는 어려울 것이다.

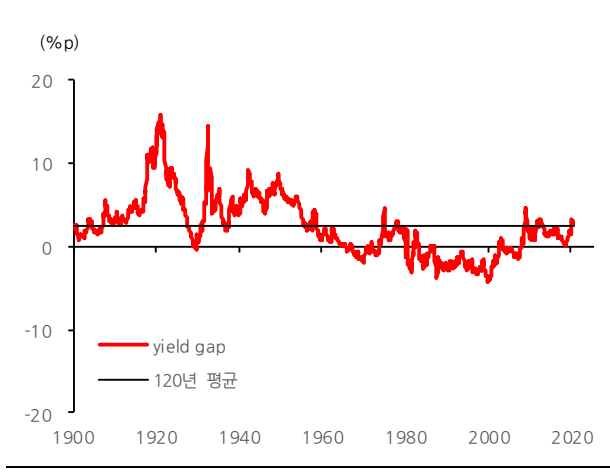
한편, 낮은 금리 역시 주식시장의 밸류에이션을 정당화할 것이다. Case-Shiller가 작성하는 CAPE(cyclically adjusted price-to-earnings)는 8월말 기준 30배로 2018년 초, 2000년 말, 1929년 7월 이후 가장 높다. 그러나 CAPE의 역수에서 장기금리를 차감한 일드 갭은 2.67%p로 1900년 이후 120년 평균인 2.38%p 보다 높다.

[그림9] 미국 소매판매 온라인 비중, COVID-19로 상승한 뒤 반락



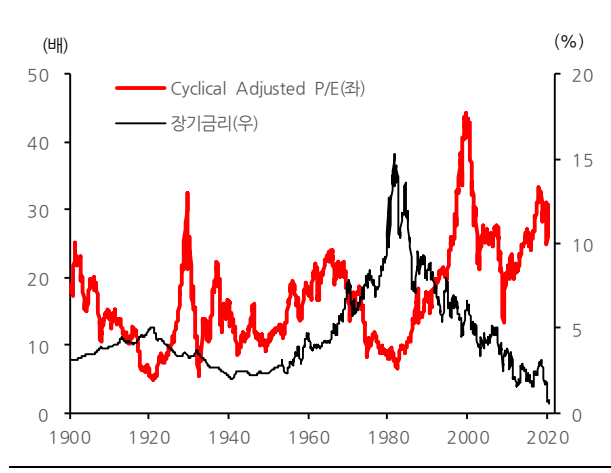
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 미국 주식시장 밸류에이션 높지만



자료: Case-Shiller, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 금리 감안하면 역사적 평균보다 낮아



자료: Case-Shiller, 한화투자증권 리서치센터

미 대선이라는 불확실성

미국 대선 앞두고 헤지 수요
늘면서 기계적 매도 불려

11월 3일 치러지는 미국 대선이 9월 조정의 이유로 지목되고 있는데, 두 가지 측면에서 타당하다고 생각한다.

첫째, 조 바이든 민주당 대선 후보의 당선 확률이 높게 예측되고 있고 민주당 유력 정치인들은 애플, 아마존, 페이스북, 구글 등 빅 테크(Big Tech) 기업들이 독점적 지위를 남용하고 있다고 보고 있다. 미 공정거래위원회(FTC)가 올 연말까지 페이스북의 반독점 기소 여부를 결정할 예정인데, 기소가 결정되면 자연독점 기업들의 밸류에이션 할인은 불가피할 것으로 보인다.

둘째, 대선 자체가 불확실성으로 작용하면서 9월 들어 풋옵션을 활용한 헤지가 증가한 것으로 파악된다. 현재 VIX 선물이 10월물 32.28, 11월물 33.30, 12월물 32.00에 거래되고 있는데, 대선일인 11월 3일이 고점이고 앞뒤로 낮아지는 분포를 띠고 있다. 대선 이벤트를 헤지하는 수요가 많기 때문으로 해석할 수 있다.

VIX가 상승하면 손실가능 금액을 제한하는 전략으로 운용되는 리스크 패리티 펀드 등이 포지션을 줄여야 한다. 최근 주식을 매도한 수급 중에는 이런 전략들이 있을 것이다.

[표1] 미 민주당 유력 정치인들 발언

민주당 유력정치인	발언
조 바이든	“우리는 반독점 조지에 집중하는데 충분한 시간을 쓰지 않았다. 대형 기술기업이든 보험사든, 농업기업이든 대기업들의 권력남용을 어떻게 억제할 수 있는지 면밀히 살펴볼 필요가 있다. 기업들의 행동은 경제변영, 공중보건, 공정선거, 자녀복지에 이르기까지 우리 사회에 중대한 영향을 미치고 있으며, 이들에게 책임을 묻기 위한 강력한 조치를 취할 것이다.”
버니 샌더스	“오늘날 우리 경제에는 수용할 수 없는 수준의 경제 및 정치 권력 집중이 있다. FTC는 페이스북, 구글, 아마존 등 시장을 장악하고 반경쟁적인 방식으로 시장 지배력을 행사하는 기업들을 해체하고 집중된 산업의 합병을 멈춰야 한다. 우리는 통제되지 않는 기업 권력의 시대에 살고 있으며 시민들을 위해 그 힘을 되찾을 때이다.”
엘리자베스 워런	“25년전 Facebook, Google, Amazon 이 존재하지 않았다. 이제 그들은 가장 가치 있고 잘 알려진 회사들이다. 대단한 이야기지만 정부가 독점을 해체하고 경쟁을 장려해야하는 이유이기도 하다. 이들은 우리 경제, 사회, 민주주의에 대한 너무 많은 힘을 가지고 있다. 그들은 개인 정보를 이익을 위해 사용했으며, 그 과정에서 그들은 중소기업에 피해를 입히고 혁신을 억압했다.”

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 미 Big Tech 기업 청문회 비판과 답변

	비판	답변
아마존	독립 판매자들의 데이터를 사용해 자사제품을 만들고 판매하는데 활용했다.	정책상 판매자들의 구체적인 데이터를 자사 제품에 쓸 수 없게 하고 있다.
구글	구글은 인터넷으로 들어가는 관문으로 검색결과를 자사에 유리하게 조작했다.	사용자들이 원하는 검색 결과를 보여줄 뿐이다.
페이스북	인스타그램 인수는 반경쟁적 인수에 정확한 예시이다.	8년전 인수할 때 많은 이유가 있었지만 경쟁을 제한하기 위해서는 아니었다.
애플	앱스토어는 경쟁 기업에 비우호적으로 운영되고 있고 그 기업들을 벌하기도 한다.	퇴출시킨 앱은 안전성이 우려됐기 때문이다.

자료: 한화투자증권 리서치센터

미국과 다른 한국의 정치환경

국내 정치 환경은 성장주에
우호적

국내 정치 환경은 미국과 다르다. 여당이 압도적인 정치적 지형을 점하고 있고 뉴딜 펀드를 출시하는 등 정책적으로 성장주에 유리한 여건을 조성하고 있다. 이런 정책 기조는 지난 4월 치러진 총선 공약의 연장선상으로 이해할 수 있다. 여당은 벤처 4대 강국 실현이라는 기치 아래 스타트업 육성을 위한 구체적인 공약들을 제시했다.

[그림12]는 국내 공모 주식형 펀드 유출입 금액과 창투기업 신규 결성액을 나타낸 것이다. 2011년 이후 상장 주식시장에서 30조원의 투자자금이 순유출된 반면 비상장 시장으로는 26.7조원이 유입됐다.

투자자들이 상장기업보다 비상장기업에 성장성이 있다고 판단한 결과이다. 창업투자 회사 수도 2014년 417개에서 2020년 상반기까지 956개로 늘었다. 투자자금이 몰린 산업도 지금 시장에서 주목받는 인터넷, 바이오, 온라인커머스 등이다. 이 산업들에 K-유니콘 기업들이 대부분 속해있다.

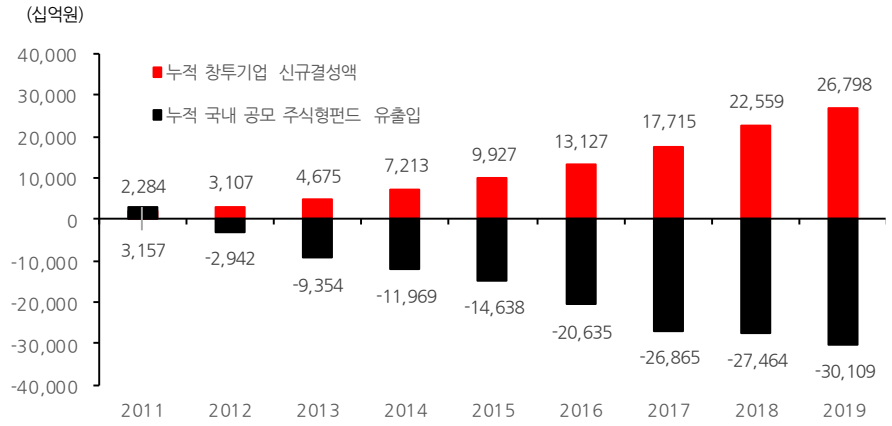
다만 투자된 금액대비 회수된 금액이 아직 많지 않다. 자금이 회수되려면 IPO가 활성화 되고 성장주들이 높은 밸류에이션을 받는 여건이 조성돼야 한다. 뉴딜 펀드가 정부 차원에서 준비되고 있는 것도 투자자금의 순환을 촉진하기 위한 것이라고 볼 수 있다.

[표3] 지난 21 대 총선 여야 공약 비교

	더불어 민주당	미래 통합당
1호	무료 WiFi 전국 설치	공수처 폐지
2호	벤처 4대 강국 실현 1) K-유니콘 프로젝트 가동 2) 모태펀드 매년 1조원 이상 투자 3) 코스닥/코넥스 전용 소득공제 장기투자펀드신설 4) 창업주의 복수 의결권 허용	경제 프레임 대전환 1) 재정 건전화 법 2) 탈원전 폐기 3) 다양한 근로시간 도입
3호	청년 및 신혼부부 맞춤형 도시 조성 주택 10만호 공급 수익공유형 모기지 공급해 주택구입자금 지원 청년 신혼부부 100만가구 공공주택 주거금융 지원	재개발 재건축 규제 완화 주택담보대출 기준 완화 분양가 상한제 폐지 고가주택 기준 상향 조정

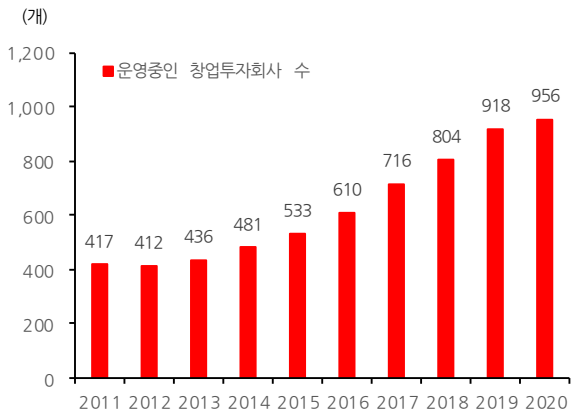
자료: Wikipedia, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 상장시장 투자자금 유출 vs. 비상장시장 투자자금 유입



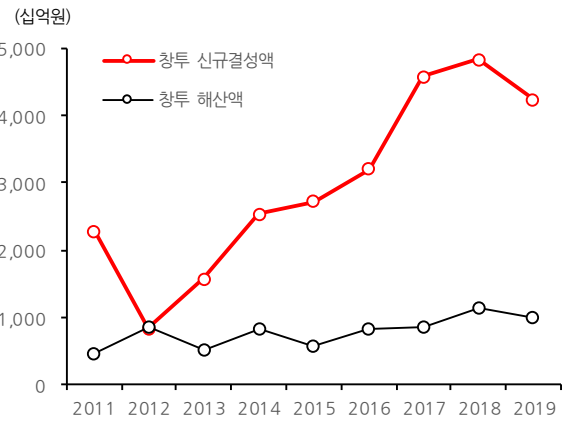
자료: 한국벤처캐피탈협회, 금융투자협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 창업투자회사, 2014년대비 두배 증가



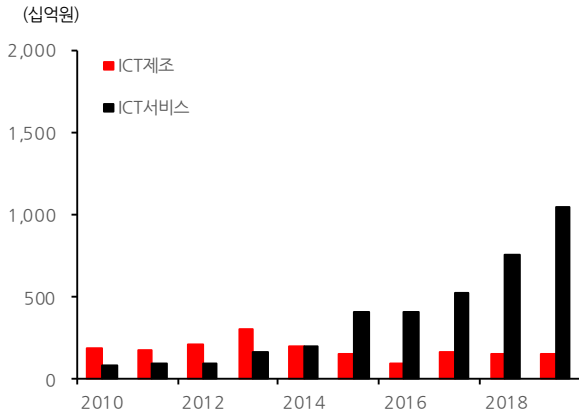
자료: 한국벤처캐피탈협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 창투, 신규 자금유입 확대



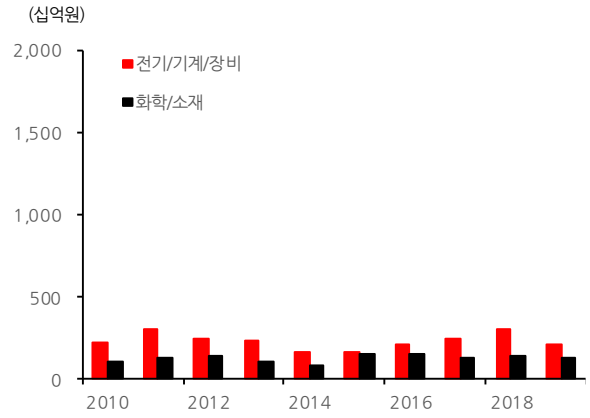
자료: 한국벤처캐피탈협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 인터넷 산업에 투자 많고



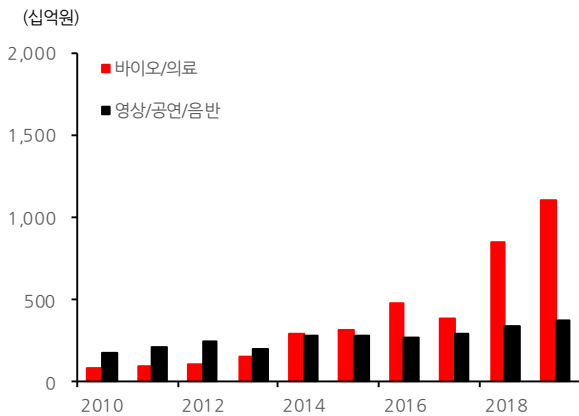
자료: 한국벤처캐피탈협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 전통 산업에는 투자 적어



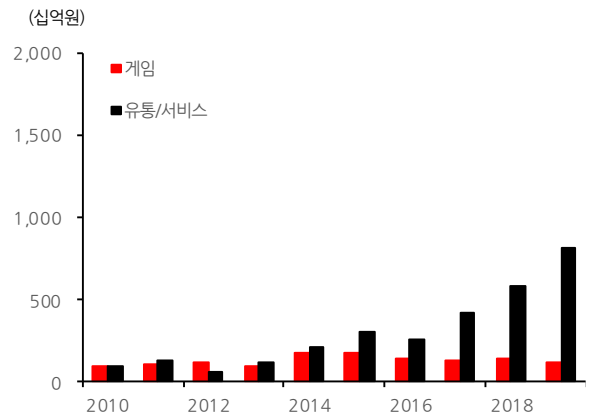
자료: 한국벤처캐피탈협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 바이오 산업도 인터넷과 유사한 수준



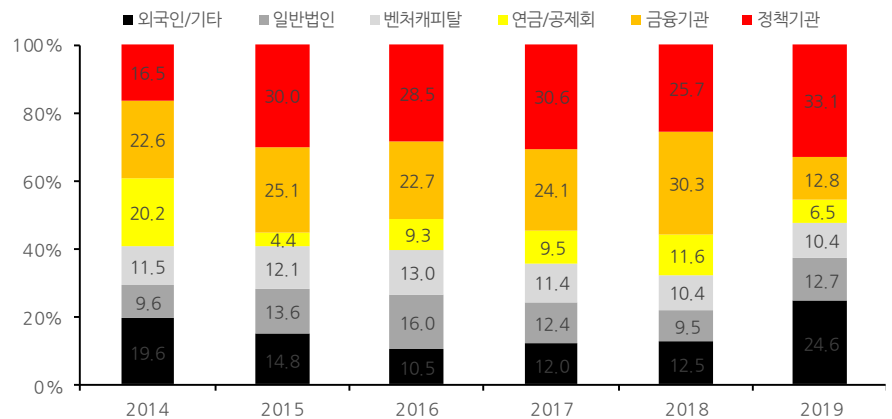
자료: 한국벤처캐피탈협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 마켓컬리, 쿠팡 등에도 투자 많아



자료: 한국벤처캐피탈협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 정책자금 등 기관 투자자들이 투자 주도



자료: 한국벤처캐피탈협회, 한화투자증권 리서치센터

3분기 Pent-Up 에 현혹되지 말라

인플레이션은 가깝고
성장은 멀다

3분기 경제지표와 기업실적의 호전은 주식시장에 부정적이다. 기업이익 모멘텀도 3분기에 일시적으로 가치주가 성장주보다 유리해져 수급을 꼬이게 만들었다.

한 개 분기만으로 펀더멘털을 판단할 수는 없다. 특히 pent-up 수요가 가세한 3분기는 지난 1~2분기와 함께 봐야 판단이 가능하다. KOSPI의 1~3분기 누적 수익은 작년대비 역성장이고 2019년이 2010년 이후 가장 기업실적이 부진한 해였음을 감안하면 2020년 3분기를 주식시장의 색깔이 바뀌는 분기점으로 보기는 어렵다.

따라서 주식시장의 로테이션 강도는 약할 것이고 투자자들은 이를 흘려보내는 것이 바람직하다고 판단한다.

성장주의 모멘텀은 아직 유효하다고 본다. 유례없는 수준의 금리가 주식의 상대 메리트를 제고하고 있다. FOMC 관계자들의 최근 발언을 종합하면 경기를 부양하기 위해 인플레이션이 2%보다 높아지는 것을 상당기간 용인한다는 것인데, Fed의 자산 확대는 의지가 반영된 행동이고 이로 인해 발생하는 인플레이션 상승은 경제를 정상화하는 과정에서 발생하는 불가피한 부산물이다.

인과관계상 인플레이션이 성장보다 먼저 오기 때문에 인플레이션에 베팅하는 것이 더 낫다. 국내 성장주는 미국과 달리 정책의 지원도 업고 있다. 단기적으로는 악재가 대기하고 있는 것처럼 보이지만 장기적으로는 긍정적인 요소들이 많다.

미국 빅테크 기업들이 반독점으로 기소될 가능성은 불안 요소지만 2000년대 들어 기준으로 작용한 것은 소비자들의 이익침해 여부였다. 빅테크 기업들은 지위를 남용한 것으로 의심되는 행위들에 대해 소비자들의 이익을 지키기 위해서였다고 해명하고 있어 기소되더라도 반독점으로 판결될 가능성은 낮아 보인다.

대선 이벤트는 앞서서 해지되고 있다. 글로벌 성장주들의 펀더멘털이 훼손됐다고 판단하기는 어렵다. 조정이 10월까지 이어지면 성장주의 비중을 늘려볼 만하다.

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

◎ MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

◎ GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by Hanwha Investment & Securities.
