

# Equity Strategy



글로벌매크로팀 Strategist 허재환  
02)368-6176  
jaehwan.huh@eugenefn.com

## Equity Strategy Check point

- ✓ 미국, 한국증시는 사상 최고치를 경신. 반면 신흥국 주가는 아직 역사적 고점을 경신하지 못했다.
- ✓ 신흥국 주식투자는 위험함. 자생적인 성장보다는 외부 여건에 민감하기 때문. 그러나 **코로나19 위기 이후 중국을 제외한 신흥국 민간부채에 대한 부담은 선진국보다 낮음.**
- ✓ 위험선호도가 개선된 반면, 다른 자산 대비 원자재 가격의 추가 상승 여력은 좀더 남아 있음.
- ✓ 최근 한국 주식시장의 강세는 실적 기대를 반영. 그러나 **속도에 대한 부담이 점차 쌓이고 있음.** 반면 신흥국 전반적으로는 아직 여유가 있음. **2021년 상반기까지 신흥국 투자에 대한 관심도 필요함.**

## 신흥국에 결눈질할 시점

### Equity Strategy Overview

신흥국 주가와 자산가격은 외부 여건에 민감하다. 자체적인 성장보다 미국 통화정책이나 원자재 가격에 대한 의존도가 높다. 그러나 최근 위험선호도는 높아지고 있다. 이번 코로나19 이후 민간부채에 대한 부담은 선진국보다 덜 하다. 다른 자산에 비해 원자재 가격의 강세도 두드러진다. 한국 증시에 대한 긍정적 시각은 유효하나, 점차 속도에 대한 부담이 높아질 전망이다. **상대적인 가격 측면에서 원자재와 신흥국이 대안이 될 수 있다.**

### 사상 최고치 경신 시도 중인 신흥국

필자가 평소 존경하는 지인이 그랬다. 요즘 매일 매일 가난해지고 있다고.

글로벌 주식시장 상승세가 눈부시다. KOSPI는 6주 동안 +22% 상승했다. 그러나 모든 투자자가 행복하지는 않다.

주가 상승 국면에서도 주식 비중을 얼마나 갖고 있는지, 어떤 주식을 보유하고 있는 지에 따라 빈곤감을 느낄 수 있다. 사람을 못 견디게 만드는 것은 '상대적인 비교'다.

이럴 때일수록 냉정해질 필요가 있다. 주가가 꽤 올랐다. 속도에 대한 부담이 생기고 있다. 그동안 부진했던 시장에 관심을 가질 필요가 있다. 예컨대 한국시장과는 달리 신흥국 지수는 아직 사상 최고치를 경신하지 못했다(왼쪽).

올해 신흥국 주식시장은 부진했다. 그러나 내년 실적개선 기대가 높다. 선진국에 비해 민간부채에 대한 부담도 낮다. 국내 투자자들의 관심은 대부분 미국과 중국이다. **그러나 2021년에는 신흥국에 대한 관심도 필요하다.**

### 2008년 사상 최고치 경신을 목전에 둔 신흥국 증시



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 못난이 신흥국들의 2021년 실적 기대

### 2021년 실적 기대에 비해 유럽/일본 및 신흥국 증시 부진

올해 글로벌 주식시장에서는 중국/대만/한국/미국 등 기술주 비중이 높은 지역들이 단연 돋보였다.

연초대비 수익률을 보면, 필라델피아 반도체지수가 +47.8% 올랐고, ChiNext 지수가 +43.7% 상승했다. 나스닥지수는 +38.3% 올랐다. KOSDAQ은 +38.5% 상승했다. KOSPI는 +26.3% 올랐다.

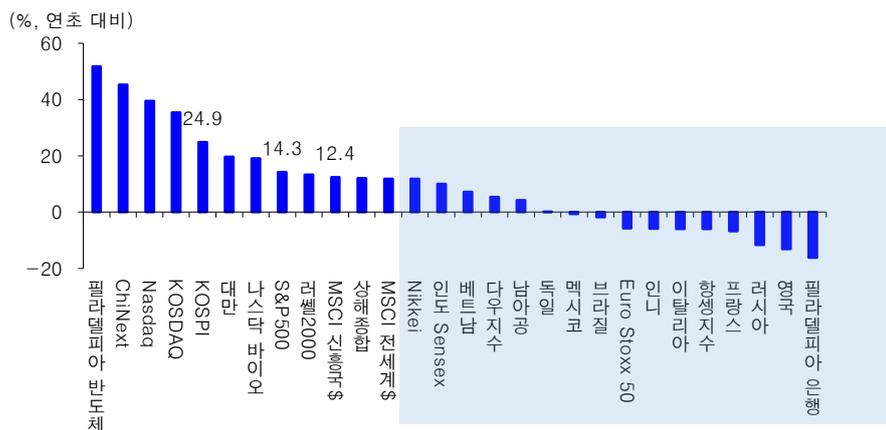
반면, 영국/독일 등 유럽과 러시아/인니/브라질 등 신흥국 주식시장은 부진하다(도표 1). 대표적인 Euro Stoxx50 지수는 아직 연초 대비 (-)다.

2021년 기업실적 기대는 반대다. 향후 12개월 예상 EPS 증가율을 보면 브라질/멕시코/스페인/이탈리아 등 **중남미 신흥국과 유럽 기업들의 실적이 미국과 중국보다 높을 것으로 예상된다**(도표 2).

한국은 독특하다. 올해 주가가 크게 올랐다(KOSPI +26.3%). 2021년 기업실적 증가율 기대도 주요 국가들에 비해 상당히 높다. 최근 국내 주식시장이 강한 이유 중 하나일 것이다.

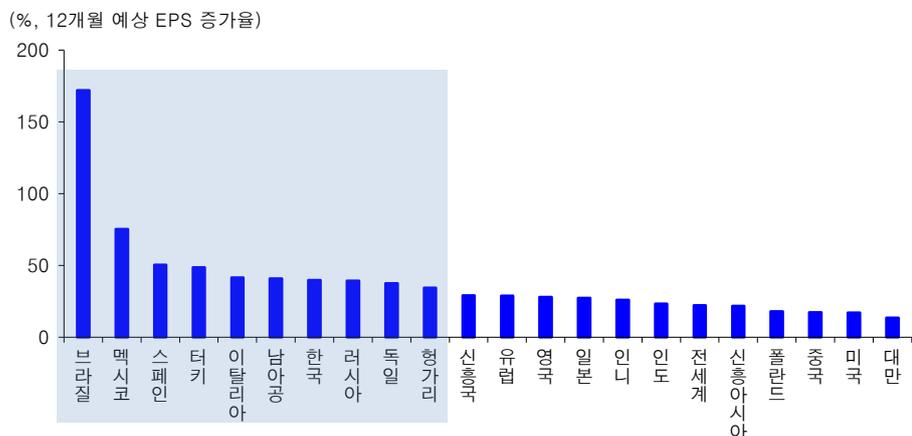
중장기적으로 미국과 한국 증시는 긍정적이다. 그러나 그동안 주가가 꽤 올랐다는 부담이 있다. 오히려 2021년 기업실적 개선 기대를 감안하면 그동안 부진했던 **신흥국과 선진국 가운데 미국보다 유럽과 일본에 대한 관심도** 가능해 보인다.

도표 1 올해 주가가 크게 올랐던 중국, 미국, 한국, 부진했던 유럽과 신흥국



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 2 2021년 기업 실적은 라틴 등 신흥국, 유럽, 한국이 유망



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 중국 제외 신흥국들의 민간부채 부담 낮아

### 중국 본토증시는 중립적, 중국 제외 신흥국이 더 긍정적

신흥국 투자는 위험하다. 신흥국은 스스로 좋아지기 어렵다. 외부 여건에 취약하다. 미국 통화정책과 중국 성장에 대한 의존도가 높다.

하지만 코로나19 위기 국면 이후 신흥국은 덜 취약하다. BIS에 따르면 올해 상반기 중국과 유로존, 미국 민간부채 비율(GDP 대비)은 매우 빠르게 높아졌다(도표 3). 반면 **멕시코/인도/브라질/인니 등 중국을 제외한 신흥국들의 민간부채는 늘지 않았다. 중국을 제외한 신흥국 민간부채는 오히려 감소했다(도표 4).**

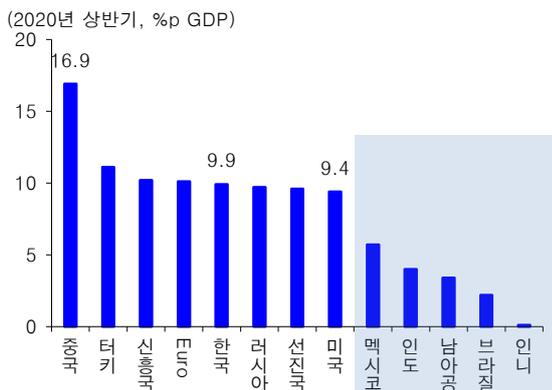
민간부채가 늘지 않았다는 것은 **정책 여력이 남아 있다**는 의미다. 달러 등 주요 선진국 대비 신흥국 통화 가치가 훼손될 여지도 적다.

부채 문제는 중요하다. 금융위기는 부채에서 비롯된다. GDP 대비 기업부채로 보면 중국 기업부채 비율이 가장 높다. 중국 기업부채는 대부분 자국 통화로 표시되어 있다. 지방정부 산하에 있는 기업들이 많다. **기업부채 비율로만 보면 유럽과 한국보다 미국 기업들이 건전하다(도표 5).** 위기에서 미국 증시가 강한 이유 중 하나일 것이다.

최근 중국 단기금리가 상승 중이다. 단기금리는 금융기관들의 조달 금리다. 단기금리가 높아지면 기업들의 자금 조달이 용이하지 않다. 당장 주가가 하락한다는 의미는 아니다.

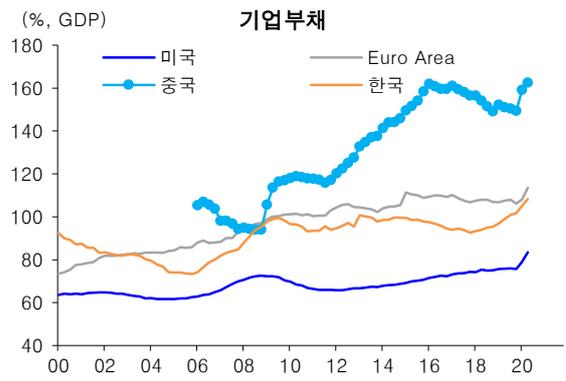
그러나 **중국 은행간 금리가 상승하는 국면에서 미국 대비 중국 본토 증시의 상대강도는 낮아진다(도표 6).** 중국 통화정책에 변화가 있는 만큼 중국 본토증시에 대한 시각은 중립적으로 볼 필요가 있다.

도표 3 코로나19 이후 민간 부채가 늘지 않은 신흥국



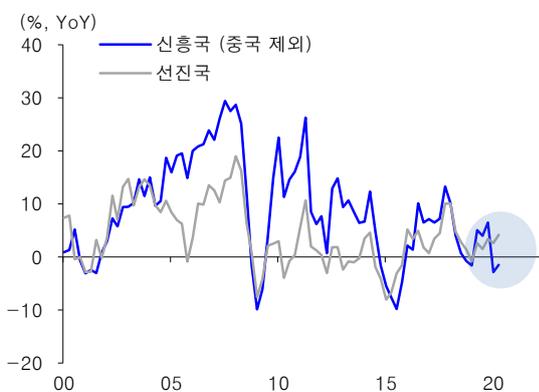
자료: BIS, 유진투자증권

도표 5 중국 민간 기업부채 증가



자료: BIS, 유진투자증권

도표 4 중국을 제외한 신흥국 민간부채는 오히려 감소



자료: BIS, 유진투자증권

도표 6 중국 단기금리 상승 국면에서 중국본토 상대적 열위



자료: CEIC, 유진투자증권

## 신흥국 자산에 유리한 환경

### 위험선호도 상승과 경기 관련 원자재 가격 상승 분위기

자체적인 성장 여력이 쉽지 않은 신흥국 투자에 중요한 것은 위험 선호도와 가격에 대한 매력이다.

**위험선호도는 높아지고 있다.** 신흥국 자산 가격과 관련이 높은 자산으로 미국 하이일드 채권과 신흥국 채권을 들 수 있다. Markit 에서 집계하는 하이일드 채권지수는 최근 코로나 19 이전 수준을 넘어섰다(도표 7).

신흥국 채권도 강세다. 신흥국 채권 인덱스도 코로나19 위기 이전인 올해 1 월 수준을 상회하고 있다(도표 8). 위험자산에 대한 선호도가 이어지는 국면에서는 신흥국 주식가격도 상승할 가능성이 높다.

가격 측면에서도 마찬가지다. 신흥국 주가와 관련성이 높은 자산은 원자재다. 글로벌 경기 싸이클에 민감한 구리 가격이 강세다. 구리 가격자체와 함께 상대적인 비교도 중요하다. **안전자산이라고 볼 수 있는 금 가격 대비 구리 가격 비율은 이제 올해 연초 수준을 회복했다**(도표 9). 주가가 사상 최고치를 경신하고 있다는 점을 감안하면, 구리 가격은 상대적으로 저평가되었다고 볼 수 있다.

원자재 가운데 원유가격이 상대적으로 저평가된 듯 하다. 미국 주가 대비 브렌트 가격 비율은 아직 코로나 19 이전 수준을 회복하지 못했다. **미국 주가에 비해 글로벌 경제 성장률에 민감한 유가를 비롯한 원자재 가격 상승 폭은 미미하다는 의미**다(도표 10). 원자재 가격과 관련성이 높은 신흥국 주가의 상승에 대한 기대는 유효하다.

도표 7 미국 하이일드 채권 가격, 코로나19 이전 회복



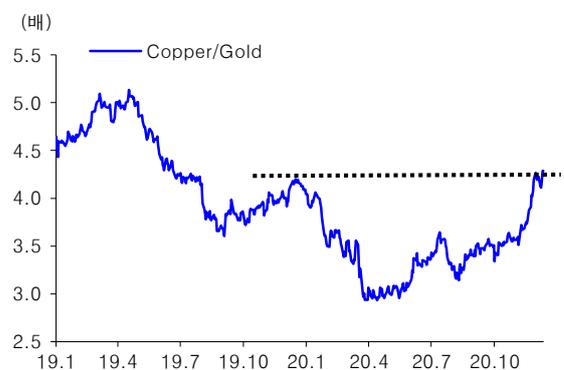
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 8 신흥국 채권 가격도 연초 이후 수준 회복



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 9 금 가격 대비 구리 가격은 연초 수준 도달



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 10 주식 대비 국제유가는 코로나19 이전 회복 못해



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 한국 상승 속도 부담, 신흥국의 대안 가능성

### 한국 증시의 상대적 부진 거의 만회, 신흥국의 과열 조심 미미

한국 주식시장의 매력력이 약해졌다고 보지는 않는다. 하지만 단기적으로 속도가 주춤해질 시점에 접근하고 있다.

한국 주식시장의 상대강도는 기업실적에 대한 기대에 연동된다. 그러나 최근 MSCI Korea 기준 예상 EPS에 비해 한국 주식시장의 상대강도가 다소 가파르게 상승 중이다(도표 11).

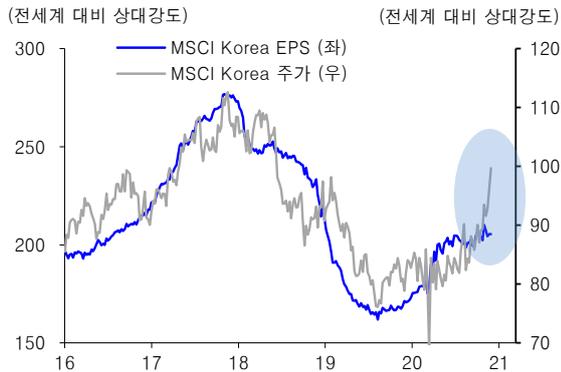
MSCI 전세계지수 대비 한국의 상대강도는 역사적 평균을 넘어섰다. 이제는 지난 2014년 이후 평균의 +1 표준편차 수준에 접근 중이다(도표 12). 한국 주식시장의 상대적인 강세가 끝났다는 의미는 아니다. 하지만, 점차 피로도가 쌓이고 있다.

반면 신흥국 증시 전반적으로는 부담이 없다. 신흥국 기업들의 EPS와 주가의 상대강도를 비교해 보면, 거의 일치한다. 현재까지 신흥국 주가는 실적이 개선되는 정도만큼 올랐다(도표 13). 그만큼 속도나 피로도도 적다고 볼 수 있다.

선진국 대비 신흥국 주가의 상대강도도 같은 맥락이다. 동 비율은 역사적 평균 대비 -1 표준편차에서 점차 평균으로, 그 괴리가 줄어들고 있다(도표 14). 신흥국 증시 전반적으로는 기업실적 대비 주가의 과열 조짐은 찾기 어렵다.

한국 증시가 신흥국 내에서 뜨겁다. 그러나 추세가 아닌 속도에 대한 부담은 높아지고 있다. 중국을 제외한 신흥국 주식시장에 대한 관심도 괜찮은 대안이라고 판단된다.

도표 11 최근 한국 기업실적 대비 주가가 가파르게 상승



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 13 신흥국 전반적으로는 실적기대만큼 상승



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 12 한국 증시의 상대강도 점차 높아져



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 14 아직 선진국 대비 신흥국 주가 상대강도는 평균 이하



자료: Refinitiv, 유진투자증권

**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조식분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 기재된 내용들은 조식분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객  
 의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급/투자의견 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	85%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	15%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2020.09.30 기준)