



미리 짚어 보는 내년 걱정거리 한 가지

1. 보수적으로 제시되고 있는 매크로 전망들

- OECD가 최근 제시한 글로벌 성장률 전망치를 보면 올해 성장률의 소폭 상향 조정과 내년 전망치의 큰 폭 하향 조정이 확인
- ECB 역시 최근 통화정책회의에서 수정 경제 전망을 발표했는데 OECD와 마찬가지로의 수정 전망을 제시
- 올해 성장률 상향 조정에도 불구하고 전반적인 성장 경로에 대한 긍정적인 전망을 제시하지는 못하고 있는 모습

2. 글로벌 총수요에 대한 고민도 잔존

- OPEC에서 매월 제시하는 월간 원유 수요 전망치 역시 내년도 전망치가 올해 보다는 개선되지만, 레벨이 지속적으로 하향 조정되고 있는 상황
- 글로벌 총수요 부문에 있어서의 기대치가 빠르게 회복되지는 못하고 있음을 의미
- 한국의 수출 전망 역시 현재 컨센서스 상단을 적용해도 그 레벨은 2018년 호황 당시에 못 미치는 수준

3. 내년, 방향보다 레벨에 대한 고민이 깊어질 수 있다

- 매크로 측면에서 레벨이 제한되어 있다는 것은 결국 기업 이익 측면에서도 상단에 대한 부담으로 작용할 수 있음
- 한국 증시에서 YoY 41%가 전망되는 EPS 레벨을 반영한다 해도 2018년 고점 당시와는 이격이 존재
- 향후 매크로 개선에 대한 기대가 개선되지 않는다면, 특정 시점에서는 이 같은 펀더멘털과 주가 간의 이격이 부담으로 작용할 가능성이 존재



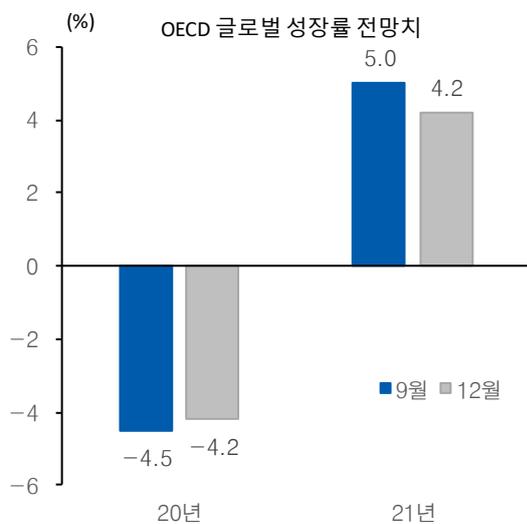
주식시장 투자전략

1. 보수적으로 제시되고 있는 매크로 전망들

금일 자료에서는 당장 증시 흐름의 변화를 야기할 것은 아니지만, 내년 시장을 준비하는 시점에서 한번쯤 관심을 가져 볼 필요가 있는 매크로 환경에 대한 사안 몇 가지를 점검해 보고자 한다. 우선 눈에 띄는 부분은 성장률 전망치에 있어서 아직 의미 있는 개선이 나타나지 않고 있다는 점이다.

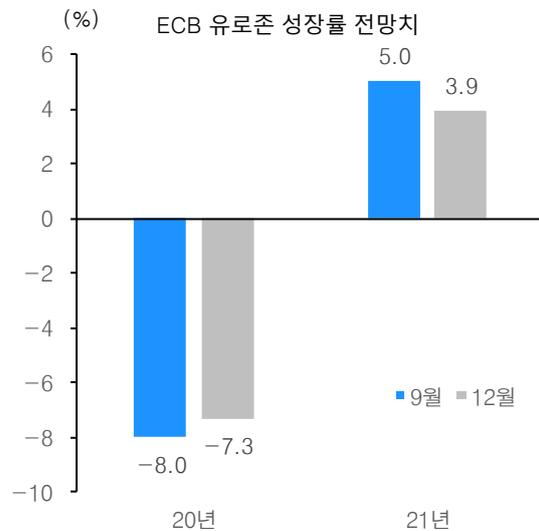
12월 초 발표된 OECD 경제 전망에서는 올해 세계 성장률 전망치를 +0.3%p 상향 조정 한 -4.2%로 제시했지만, 내년도 성장률 전망치를 -0.8%p 하향 조정된 +4.2%로 제시했다. 한국에 대해서는 올해 -1.1%, 내년에는 +2.8% 성장률이 제시됐는데, 21년 성장률 전망치는 지난 전망치 대비 -0.3%p 하향 조정된 것이다. 지난 주 ECB 통화정책 회의에서 발표된 유로존 성장률 전망치 역시 비슷한 뉘앙스였다. 20년 성장률 전망치는 -7.3%로 지난 전망치 대비 +0.7%p 상향조정 됐지만, 21년 전망치는 +3.9%로 기존 전망치에 비해 -1.1%p나 하향조정 됐다. 올해 성장률에 대한 상향 조정으로 기저효과가 희석되는 부분은 분명 존재하겠지만, 내년도에 대한 전망치 하향 조정 폭이 꽤 크게 제시된 것으로 볼 수 있다. 지난 9월 FOMC에서의 연준이나 10월 IMF의 WEO 등과 유사한 맥락으로 전반적으로 내년도 성장률 회복에 대한 기대치가 크게 높아지지는 않고 있는 양상이다.

[차트1] OECD 의 글로벌 성장률 전망치, 올해를 소폭 상향한 반면 내년도 성장률은 크게 하향 조정



자료: OECD, 유안타증권 리서치센터

[차트2] ECB 도 유로존의 성장률 전망치 조정되어 마찬가지 관점에서 접근



자료: ECB, 유안타증권 리서치센터



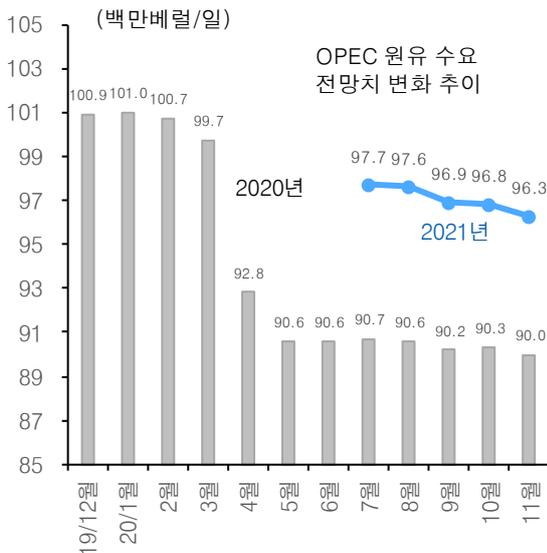
주식시장 투자전략

2. 글로벌 총수요에 대한 고민도 잔존

앞서 언급한 성장률 전망과 유사한 맥락으로 제시되고 있는 전망치 중 한가지가 OPEC의 원유 수요 전망이다. 매월 월간 보고서를 통해 글로벌 원유의 수요와 공급에 대한 전망치를 제시하고 있는데, 최근 전망치는 미미하지만 하향 조정이 이어지고 있는 모습이다. 지난 11월 월간 자료에서도 21년 글로벌 원유 수요 전망치는 일 9,630만 배럴로 기존 전망치인 9,680만 배럴에서 하향조정했다. 원유라는 재화가 산업용뿐만 아니라 소비재로써의 의미도 가지는 만큼 글로벌 총수요의 대응치 중 하나로 볼 수 있는데 이 같은 전망치의 하향 조정이 지속되고 있다는 점은 결국 총수요 측면의 회복에 있어 아직 의구심을 버리지 못하고 있는 상황임을 시사한다.

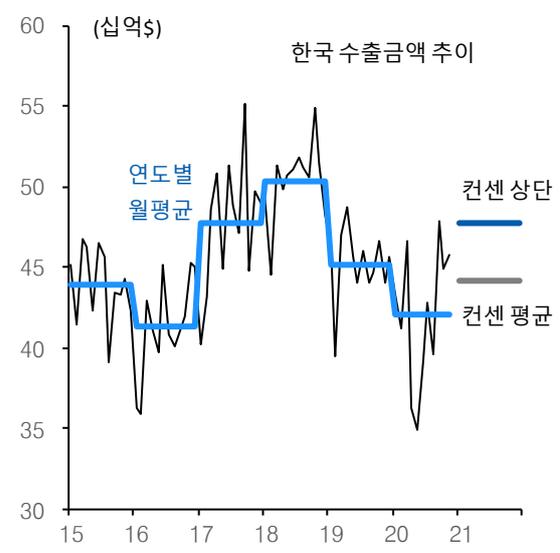
이처럼 글로벌 총수요라는 Top-line에서의 기대치 회복이 저조하다면 한국의 매크로 환경에 대해서도 제약이 가해질 수 있다. 잘 알려진 바와 같이 한국 증시의 이익은 아무래도 수출과의 연관성이 매우 높는데 현재 Bloomberg에서 추산하고 있는 내년도 한국 수출 증가율은 평균치가 +5.0%로 제시되고 있다. 추정치 최고값은 +13.5%이다. 올해 수출 금액(11월까지 월 평균 420\$)을 기준으로 계산해 보면, 평균 적용시 442억\$, 최대 477억\$라는 계산이 나온다. 최대치로 계산해도 월 평균 수출 금액이 기존 최고치를 기록한 2018년 504억\$에 미치지 못하는 수준이다.

[차트3] OPEC 이 매월 제시하는 글로벌 원유 수요량에 대한 전망치. 여전히 하향 조정이 이루어지고 있는 모습



자료: OPEC, 유안타증권 리서치센터

[차트4] 한국의 수출 증감률, 현재 제시되고 있는 컨센 상단을 고려하더라도 2018년 수준을 하회



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



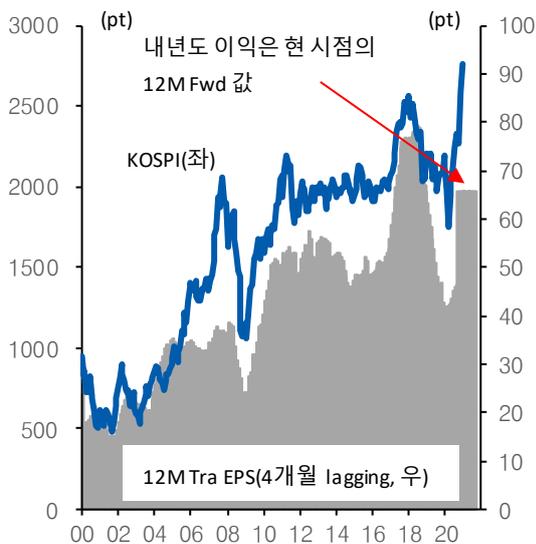
주식시장 투자전략

3. 내년, 방향보다 레벨에 대한 고민이 깊어질 수 있다

이어서 생각해 보면, MSCI Korea 지수의 12M Trailing EPS는 46.5pt 수준이고 내년 도 성장률(+41.3%)을 반영한 Forward EPS는 65.7pt이다. 과거 실현된 EPS의 최대치는 2018년 10월의 79.2pt였다.(월말 수치 기준) 매크로 지표들의 회복과 이익 펀더멘털 지표의 회복이라는 방향성에 대해 의심을 거둔다고 해도 레벨에 대해서는 한계가 존재한다고 볼 수 있는 모습이다. 결국 글로벌 총수요와 성장률의 회복에 대한 기대가 아직까지 제한적이라고 한다면 높아진 주가 대비 낮은 수준의 펀더멘털 지표에 대한 고민들이 내년 특정 시점에는 시장에 반영될 가능성을 생각해 볼 필요가 있을 듯 하다.

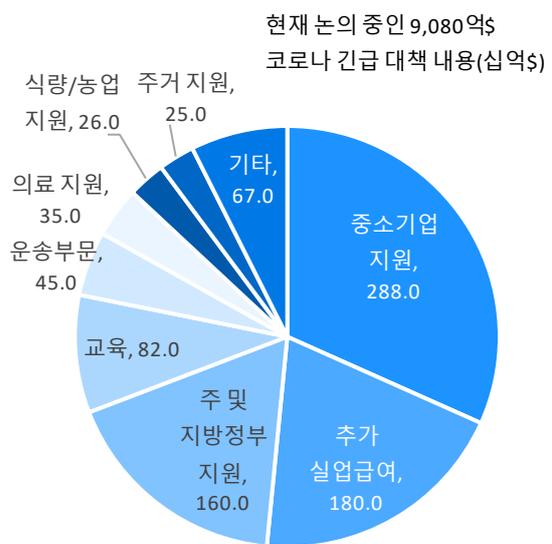
매크로의 상단을 높이는 문제와 관련해서는 결국 재정정책의 역할이 중요하다. 이와 관련해 전일 미국 의회에서 일단 합의가 가능한 부분에 대한 코로나 긴급 대책의 분할 통과 논의 소식이 전해졌다. 진전을 보이고 있다는 점은 긍정적이나 해당 정책은 코로나 재확산과 관련해 경기의 하방을 방어하기 위한 정책이고 상단을 높이기 위한 부양적인 성격의 정책은 아니다. 물론 이는 일련의 과정으로 내년 추가적인 재정 지출을 통한 경기 부양을 시도하겠지만, 정책적 노력이 향후 매크로 상단에 대한 기대치를 얼마나 높여줄 수 있을지에 대해서는 사후적인 검토가 필요해 보인다.

[차트5] 기업 이익의 회복 방향성은 명확해 보이나 레벨 측면에서는 현 주가와 괴리가 발생 중



자료: Eikon, 유안타증권 리서치센터

[차트6] 미 의회가 논의 중인 코로나 긴급 대책 내용. 현 안건은 성장 부스팅 보다는 경기 하방 방에 초점



자료: 미 의회, 유안타증권 리서치센터

