

전략의 샘

Strategy

2021. 02. 01

미스터 마켓의 출렁임에 대한 소견서

- ▶ 지난 한 달 변동성이 커진 이후 주말을 앞두고 큰 기복을 보였던 의미를 고찰할 필요
- ▶ 밸류에이션, 정책, 수급에서 주목할 변화가 대두하고 있다는 점을 고려
- ▶ 포트폴리오의 안정성, 주식시장의 박스권, 스타일 갈림의 강화 등을 염두하며 투자

벤저민 그레이엄은 주식시장을 미스터 마켓이라고 표현하며 그것이 조울증을 겪는 사람처럼 급격히 변한다고 말했다. 최근의 미스터 마켓을 보면 한 달가량 기쁨과 슬픔이 오가는 정도가 심하더니 지난 주말을 앞두고 큰 기복을 겪었다. 지금의 높은 변동성이 의미하는 바를 고찰할 필요가 있다.

무엇보다 우선하여 주식시장의 밸류에이션을 고려해야 한다. '주가는 스스로의 무게에 의하여 내려온다'는 격언처럼, 여러 요인을 차치하더라도 지금 주가 부담이 상당하지는 않은지 생각해야 한다. 물론, 지금 PER이 역사적 최고점에 있을지라도 산업 구조의 변화로 비싸다고 말하기 어렵다는 논의가 일고 있다. 다만, 이와 같은 상황에서는 언제나 일정한 트리거가 나타날 경우 차익실현의 욕구가 불거질 수 있다.

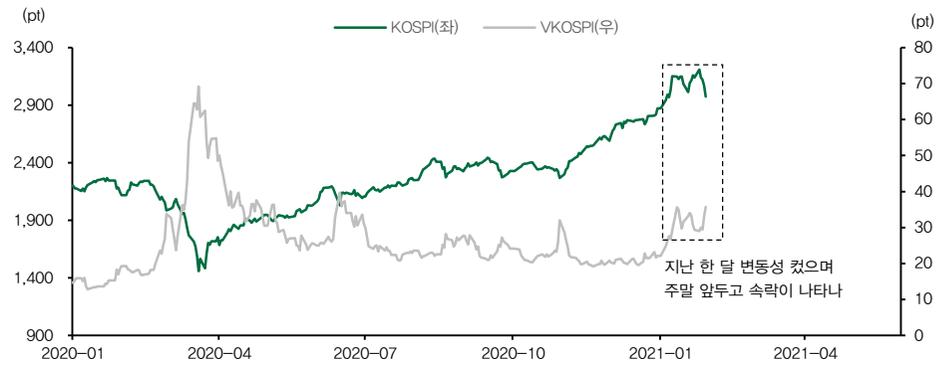
재료를 보면 요즘 미국에서 술술 테이퍼링 관련 얘기가 나오는 것이 주식시장에 영향을 주고 있다. 기존까지 주식시장 상승의 주요 동력 중 하나인 정책이 달라질 수 있다는 점이 변수로 떠오르고 있다. 주목해야 할 것은 미국 연준의 양적완화 정책이 그들 주식시장의 밸류에이션 확장을 주도했다는 점이다. 더욱이 최근 1년간 글로벌 주식시장에서 동조화 현상은 심화됐다. 금융시장에서 향후 미국 통화정책의 변화 가능성을 진단하기 시작하자 그 여파로 한국 주식시장마저 흔들리고 있는 상황이다.

주식시장의 수급에도 눈여겨볼 부분이 있다. 최근 일고 있는 미국의 테이퍼링 논의는 외환시장에도 영향을 미치게 된다. 상대적 경기 차이에 따라 완화적 통화정책을 지속하는 시기는 유로존이 미국보다 길어질 수 있다. 이러한 인식으로 올해 1월 초부터 유로화 대비 달러가 조금씩 강해지며 원/달러 환율이 상승했다. 중요한 점은 이 흐름이 추가로 진행될 수 있다는 것이다. 그렇다면 장기 투자 성향의 외국인은 환차손을 염려하여 한국 주식시장에 접근하는 것이 까다로워진다.

그렇다면 다음을 유념하여 전략을 설정해야 한다. △ 첫째, 주식시장의 변동성 확대를 일으키는 요인들이 단발성을 지니지는 않는다. 개별 종목으로 보면 미래 스토리보다는 기업실적이 가시적으로 확인되는 것에 한하여 접근하는 게 유리하다. △ 둘째, 주식시장이 한동안 박스권의 형태로 접어들 수 있다. 지금의 장세는 펀더멘탈 요인과 Non-펀더멘탈 요인 사이의 마찰로 규정할 수 있는데, 이와 같은 환경에서 주식시장은 박스권을 보이는 것이 일반적이다. △ 셋째, 밸류에이션과 통화정책 논쟁이 나타나는 만큼 스타일 선호가 분명하게 갈릴 수 있다. 지금과 같은 환경에서 특히 민감한 성장주를 경계하고 그 대척점에 있는 가치주를 선호하는 것이다.

최근 주식시장의 변동성이 상당하다. VKOSPI가 올해 1월 들어서 평균 30pt에 머물며 높은 수준을 유지하더니 급기야 지난 1월 29일에는 35pt까지 올랐다. 이와 같은 시점에 KOSPI가 -3.03% 떨어졌다. 해외 주식시장도 마찬가지다. 주말을 앞두고 미국의 주요 주가지수가 VIX의 오름세와 함께 -2% 내외로 하락했다. 즉, 지난 한 달가량 글로벌 주식시장 곳곳에서 변동성이 큰 날이 빈번한 이후 요 며칠 사이 속락이 나타나고 있는 것이다. 이 같은 모습이 의미하는 바를 고찰할 필요가 있다.

도표 1. 지난 한 달 VKOSPI는 높은 수준을 유지했으며 1월 29일에는 KOSPI의 속락이 발생



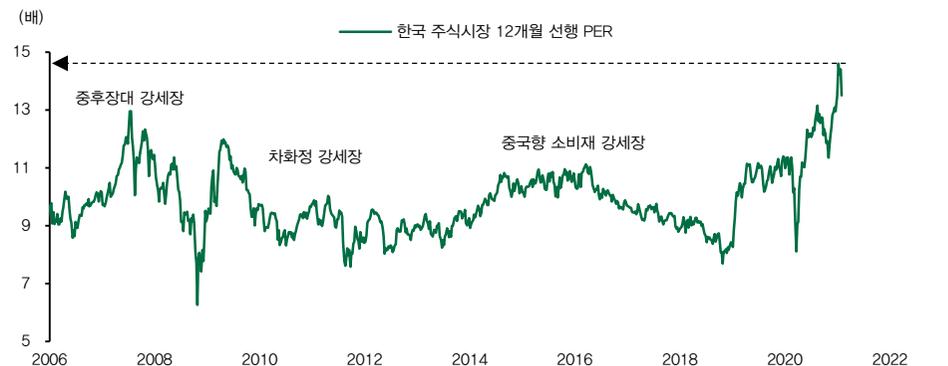
자료: Bloomberg, DB금융투자

밸류에이션

무엇보다 우선하여 주식시장의 밸류에이션을 고려해야 한다. ‘주가는 스스로의 무게에 의하여 내려온다’는 격언처럼, 여러 요인을 차치하더라도 지금 주가 부담이 상당하지는 않은지 생각해야 한다.

현재 KOSPI의 PER 14배가 고평가된 상태인지에 대한 논란은 있다. 한국 경제에서 지금 각광받고 있는 산업이 과거와 다르며 이에 걸맞은 PER 역시 과거와 다를 것이라는 인식 때문이다. 이에 따라 비록 지금 PER이 역사적 최고점에 있을지라도 비싸다고 말하기 어렵다는 논의가 일고 있다.

도표 2. KOSPI 12개월 선행 PER 14배에 대한 고평가 논란



자료: Wisesn, DB금융투자

주: 중후장대(조선, 운송, 철강), 차화정(자동차, 화학, 정유), 중국향 소비재(음식료, 화장품)

다만, 1) 지난 기간 주식시장에서 각광받던 산업은 장세마다 달라졌음에도 불구하고 PER의 역사적 최고점이 유사했으며[도표2], 2) 과거에 PER이 역사적 최고점에 이른 시점은 대부분 경기 확장 국면이었지만 지금은 경기 정상화를 타진하는 상황이고, 3) 현재 글로벌 주식시장 대부분의 PER이 역사적 최고점에 이르렀다는 점 등을 미뤄볼 때 고평가 논쟁은 쉽게 벗어날 수는 없다. 이와 같은 상황에서는 언제나 일정한 트리거가 나타날 경우 차익실현의 욕구가 불거질 수 있다.

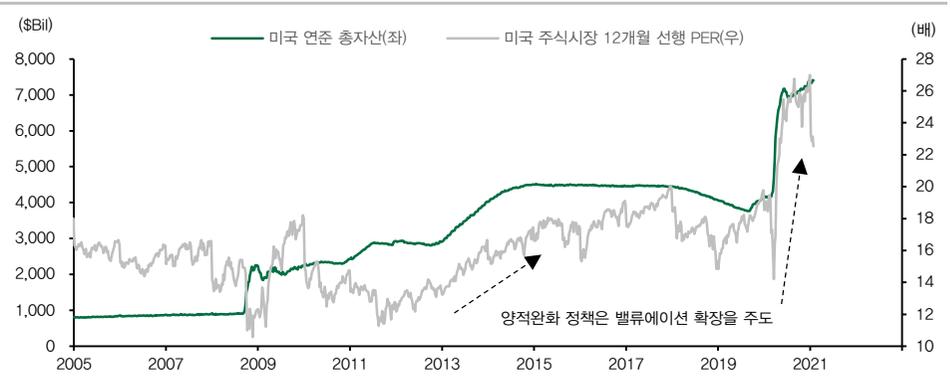
정책

자료로 보면 요즘 미국에서 솔솔 테이퍼링 관련 얘기가 나오는 것이 주식시장에 영향을 주고 있다. 기존까지 주식시장 상승의 주요 동력 중 하나인 정책이 달라질 수 있다는 점이 변수로 떠오르고 있다.

물론 미국 연준에서도 밝혔듯이 당장 테이퍼링을 진행할 수 있는 형편은 아니다. 미국 바이든 행정부가 추진하는 코로나19 관련 추가 긴급 재정 부양책에 호응하여 그들의 중앙은행은 자산 매입을 이어 가야 한다. 지금의 단계에서 선부른 테이퍼링은 미국의 시중금리를 높일 뿐이다. 다만, 시간이 갈수록 미국 경기는 정상화에 바짝 다가설 것이고 이에 맞춰 통화정책 역시 정상화될 것이라는 점은 자명하다. 지금껏 미국 경기가 보여준 회복의 정도가 상당했으므로 일정한 시간이 흐른 이후 테이퍼링 단계로 나아갈 수 있다는 논의가 나타나는 것이다. 주식시장은 그 속성상 미래를 반영하므로 해당 문제가 주가에 녹아드는 것은 어쩔 수 없는 부분이다.

주목해야 할 것은 미국 연준의 양적완화 정책이 그들 주식시장의 밸류에이션 확장을 주도했다는 점이다[도표3]. 더욱이 최근 1년간 글로벌 주식시장에서 동조화 현상은 심화됐다. 즉, 금융시장에서 향후 미국 통화정책의 변화 가능성을 진단하기 시작하자 그 여파로 한국 주식시장마저 흔들리고 있는 상황이다.

도표 3. 미국 연준의 양적완화 정책이 그들 주식시장의 밸류에이션 확장을 주도



자료: Bloomberg, DB금융투자

수급

주식시장의 수급에도 눈여겨볼 부분이 있다. 지금의 변화가 특히 한국 주식시장에서는 단기 성향의 외국인 투자자를 남기는 결과를 불러올 수 있기 때문이다.

최근 일고 있는 미국의 테이퍼링 논의는 외환시장에도 영향을 미치게 된다. 이는 미국 경기가 상대적으로 강건하기에 나타나는 현상이다. 반면 유로존은 봉쇄와 완화를 병행하며 상대 경기가 열위에 놓여 있다. 완화적 통화정책을 지속하는 시기는 유로존이 미국보다 길어질 수 있는 것이다. 이러한 인식에 따라 올해 1월 초부터 유로화 대비 달러가 조금씩 강해지고 있다[도표4].

도표 4. 미국과 유로존의 상대 경기 차이는 통화정책 차이를 불러 올 것이라는 인식이 외환시장에 반영



자료: Bloomberg, DB금융투자

유로화에 연동한 달러의 강세로 원/달러 환율 역시 조금씩 상승해왔다[도표5]. 문제는 이 흐름이 추가로 진행될 수 있다는 점이다. 그렇다면 장기 투자 성향의 외국인인 환차손을 염려하여 한국 주식시장에 접근하는 것이 까다로워진다. 한국 주식시장에서는 국내 참여자와 더불어 단기 투자 성향의 외국인과 공존하는 수급 구조가 만들어진다. 이는 향후로도 주식시장 변동성을 키우는 잠재적 요인이다.

도표 5. 원/달러 환율 상승 가능성은 한국 주식시장에서 장기 투자 성향의 외국인 접근을 까다롭게 해



자료: Bloomberg, DB금융투자

결론

이상의 내용을 살펴봤을 때 다음을 유념하여 전략을 설정해야 할 것으로 판단한다.

- ✓ 첫째, 주식시장의 변동성 확대를 일으키는 요인들이 단발성을 지니지는 않는다는 점을 염두에 두자. 밸류에이션 논쟁, 긴 호흡에서의 통화정책 전환 여지, 외환시장을 통한 수급의 변화 등은 지속성을 가지고 주식시장에 영향을 미칠 수 있다. 이에 따라 나타날 수 있는 잦은 변동성 확대를 대비하기 위하여 포트폴리오에 안정성을 가미하는 것이 바람직하다. 개별 종목으로 보면 미래 스토리보다는 기업실적이 가시적으로 확인되는 것에 한하여 접근하는 게 유리하다.
- ✓ 둘째, 주식시장이 한동안 박스권의 형태로 접어들 수 있다는 점을 염두에 두자. 변동성 확대를 일으키는 요인 중 상당수는 펀더멘탈 개선의 반대급부로 대두하고 있다. 일례로 세간에서 나타난 미국의 통화정책 변화 논쟁 역시 정상화의 일환인 것이다. 그렇다면 지금의 장세는 펀더멘탈 요인과 Non-펀더멘탈 요인 사이의 마찰로 규정할 수 있는데, 이와 같은 환경에서 주식시장은 박스권을 보이는 것이 일반적이다.
- ✓ 셋째, 밸류에이션과 통화정책 논쟁이 나타나는 만큼 스타일 선호가 분명하게 갈릴 수 있다는 점을 염두에 두자. 지금과 같은 환경에서 특히 민감한 성장주를 경계하고 그 대척점에 있는 가치주를 선호하는 것이다. 1월 29일만 보더라도 성장주를 대변하는 KOSDAQ과 NASDAQ이 가치주를 대변하는 KOSPI와 DOW보다 변동성이 컸던 현상을 쉽게 지나쳐서는 안 된다.

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.