



2021.6.14

방어적인 관점도 생각해 볼 필요

1. 예상치를 상회하는 인플레이션에도 금리는 하락

- 지난 주 발표된 미국의 소비자물가 지수는 다시 한번 예상치를 상회하는 결과를 보이며 5%대에 진입
- 연준 FOMC를 앞두고 있는 시점에서 물가 지표가 급등했음에도 불구하고 미국의 국채 금리는 하락세를 보이는 모습
- 금리가 경기 회복에 대한 기대감을 반영한다는 측면에서 보면, 현 시점에서 금리의 하락을 증시에 긍정적으로 보기는 어려울 수 있음

2. 시장의 방향성에 대한 경계심을 자극하는 모습들

- 일정 수준의 상/하단 내에서 움직이는 지표들이 극단적인 수준에 위치하기 시작하면 이에 대한 경계심은 가져 볼 필요
- 미국 증시의 이익 전망치에 대한 리비전(이익수정비율)이 사상 최고치를 갱신하고 고점을 형성하는 모습
- 미국 증시에 대한 공매도 비율이 사상 최저치 수준에서 반등을 시도하는 모습도 나타나고 있음. 증시 수익률과는 역으로 움직이는 지표

3. 기업의 현금은 배당에도 쓰인다

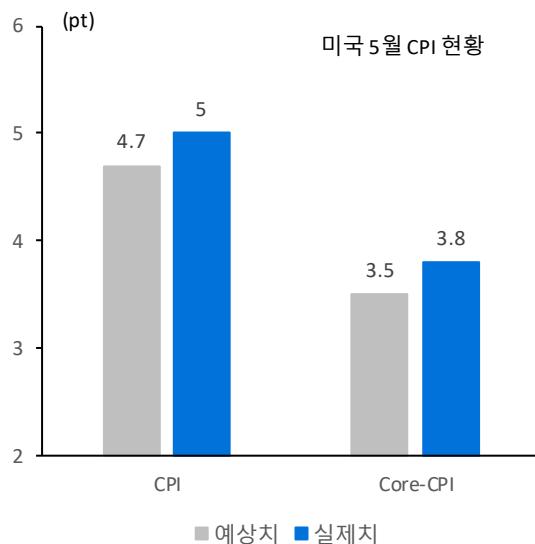
- 한국과 미국 증시 모두에서 기업들의 잉여 현금흐름이 증가할 것으로 전망되고 있음
- 잉여 현금 흐름은 기업의 투자 지출이나 배당, 자사주 매입과 같은 주주 환원 정책에 쓰일수 있는 재원
- 기업들의 현금이 많아지는 모습과 더불어 배당의 증가 그리고 배당주에 대한 관심의 확대가 나타나는 사례가 많았다는 점도 참고

1. 예상치를 상회하는 인플레이션에도 금리는 하락

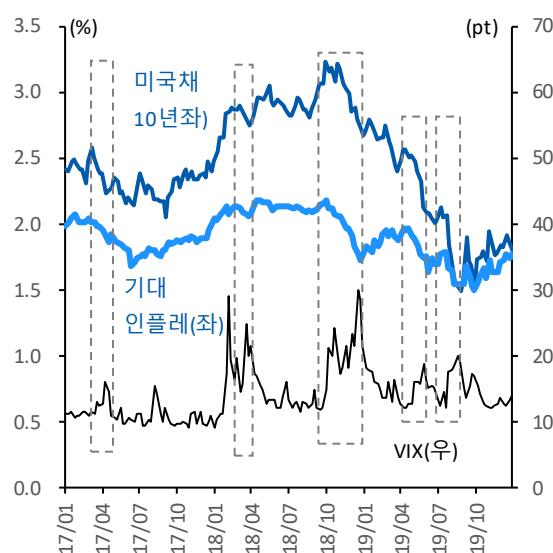
지난 주 발표된 미국의 물가 지표가 다시 한번 예상치를 상회하는 모습을 보였다. 5월 미국 CPI는 전년 비 +5.0% 상승하면서 사전 전망치 +4.7%보다 높은 것으로 확인됐다. 기저효과에 더해 중고차 가격의 상승 영향 등 다양한 원인이 가파른 물가 상승의 원인으로 지목되고 있다. 그러나 이 같은 물가의 가파른 상승에도 불구하고 금융시장의 반응은 이례적이다. 특히 미국채 금리의 경우 인플레이션의 급등에도 불구하고 오히려 지난 주 말까지 하락폭을 키우면서 1.4%대에 진입해 있는 상황이다.

일반적으로 증시 투자자 입장에서 금리를 볼 때, 상승 쪽에 대해서만 경계심을 가지는 경우가 많다. 그러나 원론적으로 금리의 상승이 인플레이션과 경기의 회복에 대한 기대감을 반영한다는 측면에서 보면, 반대 현상인 금리의 하락은 경기 회복에 대한 비관적인 시각을 포함하는 현상일 수 있다. 경기 회복보다 통화정책에 대한 기대감이 금리의 하락을 이끄는 상황이라면 다른 해석의 여지가 있겠지만, 현 시점에서 개선되고 있던 경기 회복 기대감이 후퇴한다는 것을 긍정적으로 해석하기는 어려워 보인다. 지난 2017~18년 당시 금리의 상승이 증시의 변동성을 키웠던 것은 사실이지만, 금리와 기대 인플레이션이 함께 하락하는 상황들에서도 변동성이 커졌었다는 점은 한번쯤 생각해 볼 필요가 있을 듯 하다.

[챠트1] 5월에도 예상치를 상회하는 결과를 발표한 미국의 소비자 물가 지표들



[챠트2] 기대 인플레이션과 금리 지표가 동시에 하락하는 상황에서 증시의 변동성은 확대되는 경향이 존재



자료: 유인티증권 리서치센터

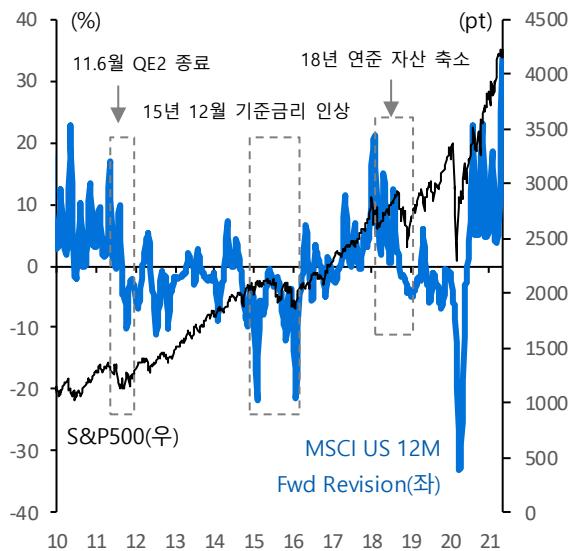
자료: 유인티증권 리서치센터

2. 시장의 방향성에 대한 경계심을 자극하는 모습들

미국 증시에서 경계심을 자극하는 모습들이 나타나고 있다. 최근 자료에서 언급했던 바와 같이 미국 기업 이익 추정치의 리비전 지표가 고점을 통과하는 모습이 확인되고 있다. 편더멘털 영역에서의 고점 통과와 유동성 환경에 대한 불확실성이 동시에 높아지는 구간에서 증시의 변동성이 높아지는 사례들은 과거에도 종종 찾아볼 수 있다.

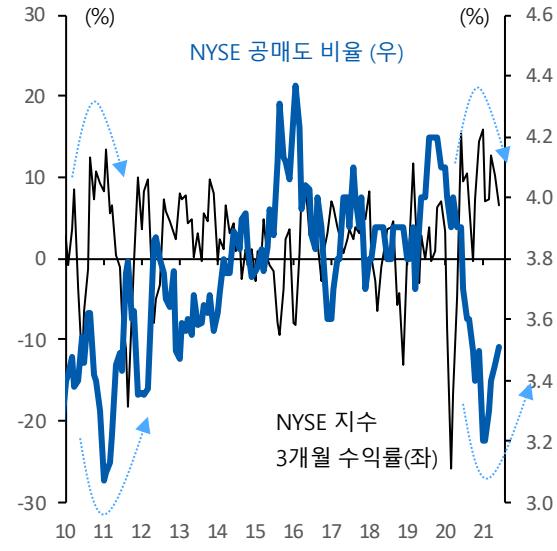
한편, 수급 측면에서 미국 증시의 공매도 비율이 2010년대 최저 수준으로 하락하는 모습도 최근 눈에 띠고 있다. 미국 증시 공매도 비율(NYSE 거래소, 주식 수 기준)이 연초 경험적인 저점 수준(2월 3.2%)까지 하락한 뒤 조금씩 높아지는 모습이 나타나고 있다. 공매도 비율이 극단적으로 낮다는 것은 시장에 그만큼 낙관 편향이 강하게 존재하고 있다는 의미로 해석될 수 있다. 따라서 해당 지표는 역 발상 관점에서 참고할 필요가 있는 지표이다. 아래 제시된 그림에서 확인되는 바와 같이 실제로도 과거 증시 수익률과 공매도 비율에 있어서 역의 관계가 가시적으로 나타난다. 아직까지 증시가 큰 폭의 조정을 경험한 것은 아니지만, 유동성 환경의 변화와 편더멘털 회복의 지속성에 대한 고민을 바탕으로 상승 탄력이 둔화되고 있는 모습이 나타나고 있다. 경계감을 자극할 수 있는 소재들에 대해 조금 더 관심을 주고 시장 접근에 있어 신중함을 높일 필요가 있을 듯 하다.

[챠트3] 이익 모멘텀의 약화와 유동성에 대한 우려가 증첩될 때 증시는 부진한 흐름을 보이는 경향



자료: 유안티증권 리서치센터

[챠트4] 최근 경험적 저점 부근에서 반등하는 미국 증시 공매도 비중. 증시 수익률은 이와 역의 관계

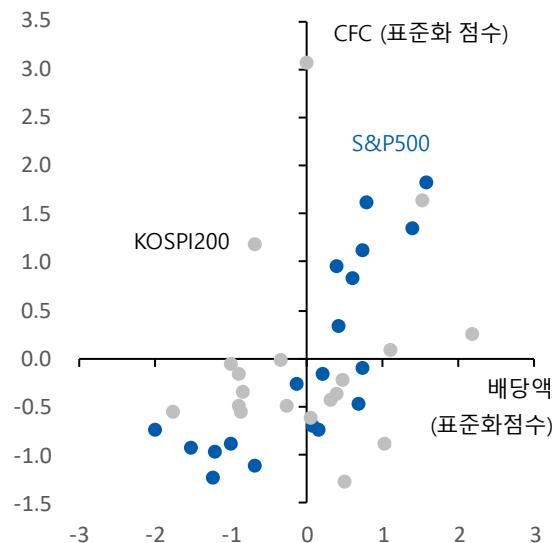


자료: 유안티증권 리서치센터

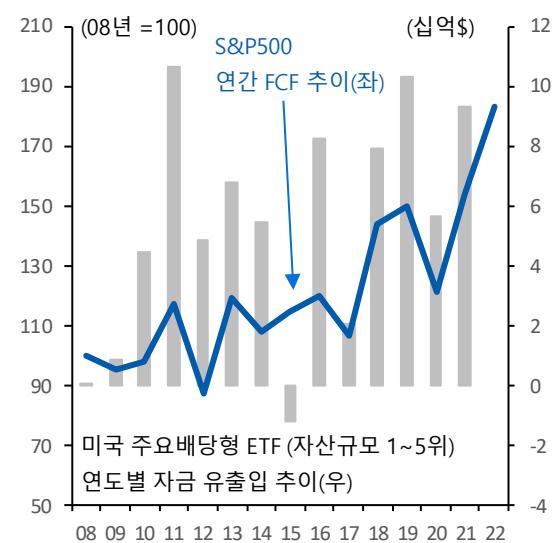
3. 기업의 현금은 배당에도 쓰인다

최근 기업들의 재무관련 수치들에 있어 눈에 띠는 것 중 한 가지가 현금흐름이 개선되고 있다는 점이다. Bloomberg의 추정치를 기준으로 보면, 올해 한국(KOSPI200)과 미국 증시(S&P500) 모두 주당 잉여 현금흐름(FCF)이 사상 최고치를 기록할 것으로 전망되고 있는 상황이다. 이처럼 기업에 누적된 현금은 크게 두 가지 방향으로의 활용을 기대해 볼 수 있다. 추가적인 성장을 위한 투자의 재원이 되거나 혹은 배당, 자사주 매입과 같은 주주 환원 정책에 쓰일 수 있게 된다. 코로나 이후 미래 산업으로의 전환이 가속화되고 있다는 입장에서 봤을 때 기업들의 생존 경쟁력을 위한 투자의 증가도 분명 기대되는 바가 있다. 하지만, 보다 단기적인 관점에서 보았을 때 경기 회복 사이클의 연속성에 대한 의구심 역시도 제기되고 있는 상황이라는 점을 전제하고 본다면, 배당과 같은 주주 환원 정책에 대한 관심도 역시 증가할 개연성이 있다고 판단된다. 실제로 과거 데이터들을 통해 보더라도 잉여 현금이 증가하는 흐름을 보일 때 배당의 절대 금액이 증가하고 배당주에 대한 투자 자금 유입이 증가하는 모습들이 나타나는 경향이 뚜렷하다. 결론적으로 시장의 방향성에 대한 고민이 깊어지는 상황인 만큼 전략적인 측면에 있어서도 다소 방어적인 관점도 고려해 볼 필요가 있다고 한다면, 배당주도 관심을 가져 볼 필요가 있다는 판단이다.

[차트5] 기업들의 잉여 현금 흐름이 개선될 때 배당도 함께 증가하는 경향이 확인



[차트6] 기업들의 현금흐름이 개선되는 상황에서 배당 주에 대한 관심도 함께 높아지는 경향이 존재



자료: 유안티증권 리서치센터

자료: 유안티증권 리서치센터

Key Chart

기대인플레이션과 금리의 하락이 증시 변동성 확대와 함께 나타났던 사례들



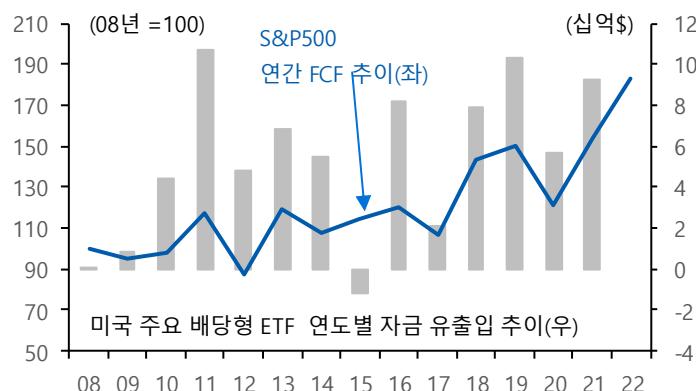
자료: 유안타증권 리서치센터

미국 증시의 공매도 비율이 2010년 이후 최 저점 수준에서 반등 시도 중



자료: 유안타증권 리서치센터

기업들의 현금 흐름이 개선될 때, 배당에 대한 기대치도 높아지는 경향



자료: 유안타증권 리서치센터