



잭슨홀, 물동량 그리고 IT

1. 신중한 통화정책 ≠ 유동성의 재확장

- 8월 잭슨홀 미팅을 앞두고 테이퍼링 언급 시점 지연에 대한 기대가 형성되고 있는 모습
- 시점 상의 차이는 있겠지만 결국 통화정책이 정상화 과정으로 이행해 가고 있다는 방향성은 이미 결정되어 있는 상황
- 테이퍼링 진입 시점 시나리오에 따라 단기적인 변동성의 차이는 발생 할 수 있겠지만 그 자체에 큰 의미를 부여할 필요는 없을 듯

2. 글로벌 물동량, 아직 회복이 되지 않고 있다

- 7월 고무적인 수출 금액이 발표된데 이어 8월 20일까지의 수출 속보치가 긍정적인 숫자를 기록하고 있는 상황
- 그러나 글로벌 주요 항만의 최근 물동량을 보면 아직까지 의미 있는 물동량 측면의 레벨업은 찾아보기 힘든 상태
- 가격 효과, 기저 효과가 소진되는 하반기, 수출 등 매크로 사이클 지표들의 둔화 가능성에 여전히 높아 보인다는 판단

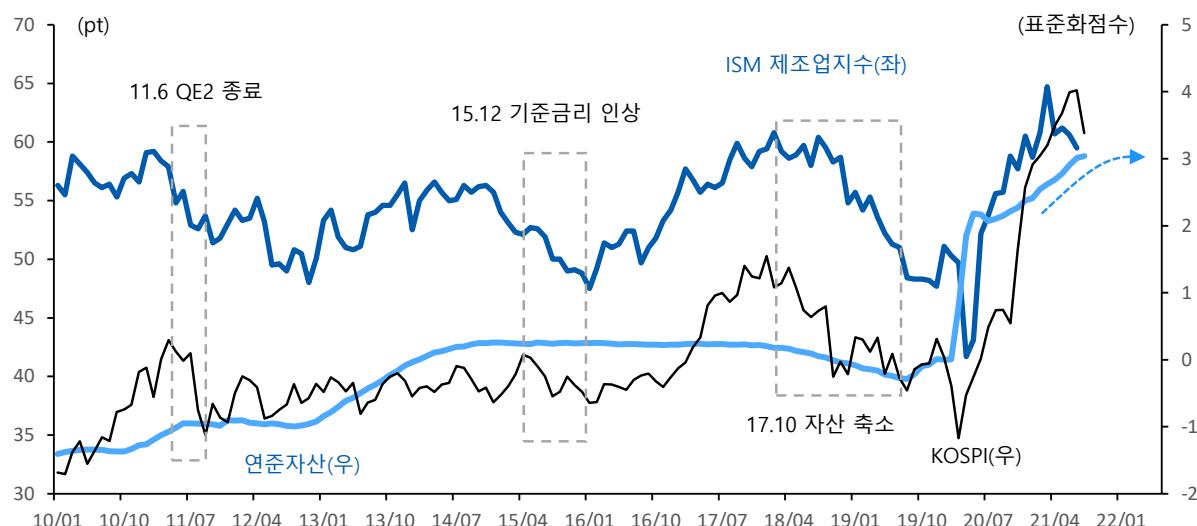
3. IT 섹터의 ROE는 매크로 사이클에 영향을 받는다

- 최근 미국 매크로 상황에 대한 기대치가 훼손되는 모습이 나타나면서 ROE와 같은 효율성 팩터의 수익률이 긍정적인 모습을 보인 바 있음
- 한국의 경우 대표적인 고 ROW 섹터가 바로 IT 섹터. 하지만 Fwd ROE 자체도 매크로 사이클의 영향을 크게 받는 변수
- 중요 이벤트가 예정되어 있고 여기 연동된 가격 등락은 발생할 수 있음. 하지만 시장의 추세적 상승 흐름 재개에 대한 근거는 크지 않다고 판단

1. 신증한 통화정책 ≠ 유동성의 재확장

관심이 집중되고 있는 잭슨홀 미팅이 주 후반 진행될 예정이다. 미국내 코로나 재확산에 따라 27일 비대면 방식 진행이 최종 결정됐다. 관심사인 테이퍼링 공식화와 관련해 7월 FOMC 의사록 공개 당시만 해도 8월 테이퍼링 발표 예상이 많았지만 미국내 코로나 재확산과 멜러스 연준 카플란 총재의 신종론 발언이 전해지면서 다소 이연될 수 있을 것이라는 기대도 생기고 있다. 유동성 환경의 변곡점이 될 수 있는 이벤트라는 점에서 테이퍼링 공식화는 분명 중요한 사안이다. 그러나 시점 상 차이는 있다고 해도 본질적으로 통화정책이 정상화 과정에 들어서고 있다는 점이 변하지는 않는다. 물론 잭슨홀에서 기대보다 빠른 일정의 테이퍼링이 확인될 경우 시장이 변동성을 키우거나, 9월로 공이 넘어갈 경우 단기적으로 안도감이 표출될 가능성 등을 생각해 볼 수 있다. 그러나 발표 및 개시 시점이 달라진다 해도 큰 차이는 아닐 것이고, 다시 유동성의 공급을 늘리는 완화적인 정책으로의 선회는 더더욱 아닐 것이다. 이미 정책 측면의 방향성이 정해진 상황이라고 볼 수 있다. 정책 방향성이 바뀐다고 무조건 증시가 하락하는 것은 아니다. 크게 보면 증시는 유동성과 펀더멘털, 둘 중 한 가지에 대한 기대만 갖춰진다면 상승하는 모습을 보이는 경우가 많았다. 이 같은 관점에서 본다면, 통화정책의 일시적인 지연 여부에 큰 의미를 두기 보다는 증시의 또 다른 한 축인 매크로 측면을 보다 면밀히 살필 필요가 있을 듯 하다.

[차트1] 통화정책의 시점 차이에 따른 단기적인 시장 분위기 변화는 발생할 수 있을 듯. 그러나 통화정책이 정상화 쪽으로 진행해가고 있다는 본질적인 방향성은 이미 확정. 증시 방향성을 가늠하기 위해서는 매크로 사이클 측면에 주목해 볼 필요

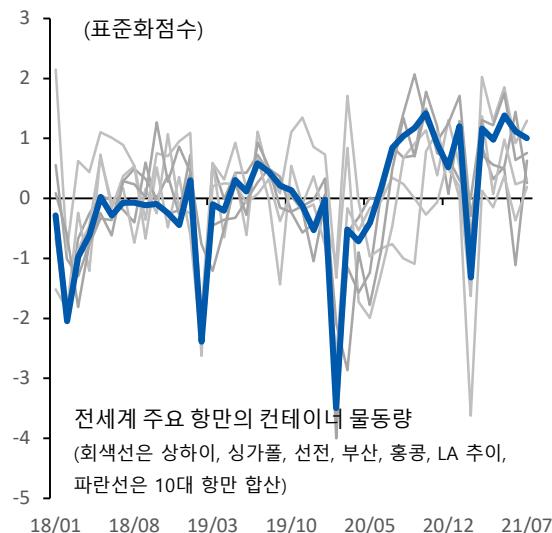


자료: 유안타증권 리서치센터

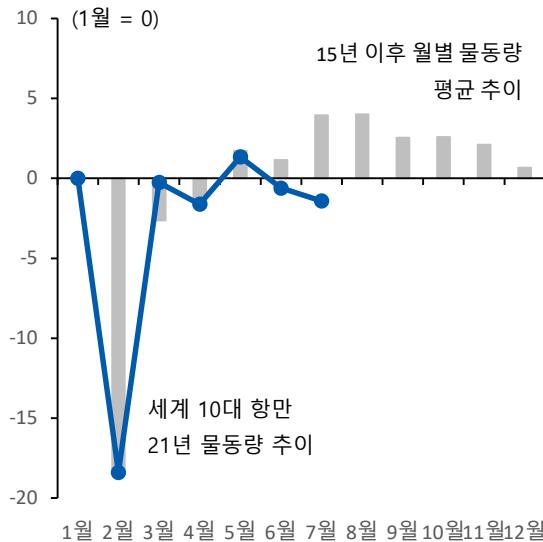
2. 글로벌 물동량, 아직 회복이 되지 않고 있다

7월에도 한국 수출은 고무적인 수치를 기록했다. 월간 554억\$의 수출을 기록하면서 사상 최고치를 달성한 것이다. 그러나 증감률 측면에서는 지난 5월 고점 형성 이후 거듭 낮아지는 모습을 보이고 있다. 사이클 상의 둔화가 진행되고 있는 것이다. 8월에도 20일까지 고무적인 수치들이 알려지고 있다. 수출 증감률은 전년 비 +40.9%였고, 일평균 수출액으로도 +31.5%의 높은 수치가 보도됐다. 속보치의 고무적인 수치처럼 향후 높아지는 기저 이상의 증감률이 확인되면 재차 매크로 사이클 개선에 대한 기대감을 높여주는 상황이 전개된다면 좋겠지만, 기대치의 크기는 조금 합리적으로 조정할 필요가 있을 듯 하다. [차트 2]는 글로벌 10대 항만의 컨테이너 물동량을 나타낸 것이다. 코로나 발생 이후 물동량의 회복이 꽤 진행된 것으로 볼 수 있는 모습이지만, 최근 추이를 보면 기존 물동량에 비해 뚜렷하게 높아지는 모습으로 보기는 어려운 흐름이다. 10대 항만 물동량의 월별 계절성을 나타낸 [차트 3]도 함께 보면, 기존에는 2~3분기 사이 물동량의 증가세가 뚜렷하게 나타나는 경향이 있지만, 올해 나타나고 있는 추이는 이에 비해 다소 미흡한 흐름이 전개되고 있다. 결국 최근 무역 데이터들에 있어 가격 효과가 크게 작용한 것으로 볼 수 있고, 언급한 바와 같이 기저가 높아지는 남은 하반기에는 사이클 지표들이 상반기 보다 호조를 보이기는 어려운 환경일 수 있다는 판단이다.

[차트2] 글로벌 10대 항만의 물동량 동향을 점검해 보면, 의미 있는 물동량 증가는 찾아보기 어려운 상황



[차트3] 계절별로 보면 3분기까지 물동량 증가세가 평균적으로 나타나지면, 올해는 다소 다른 패턴이 진행 중



자료: 유인티증권 리서치센터

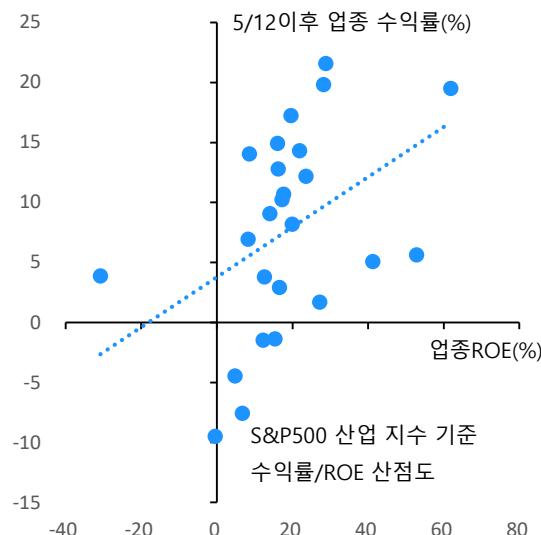
자료: 유인티증권 리서치센터

3. IT 섹터의 ROE는 매크로 사이클에 영향을 받는다

4~5월을 지나며 장기 금리의 방향성이 전환됐고, GDP now 같은 전망지표도 하락 전환했다. 5월을 전후로 미국 매크로에 대한 기대감도 변곡점이 생긴 것이다. 이후 증시에서 팩터 별 수익률 퍼포먼스를 보면 ROE 같은 효율성 팩터가 눈에 띈다. 성장에 대한 기대치가 둔화되는 구간에서 이익 창출 능력(효율성)에 대한 관심이 높아진다는 해석이 가능해 보인다. 같은 맥락에서 보면, 한국은 대표적인 고 ROE 섹터가 IT 섹터다. 당시 유니버스 기준 12M Fwd ROE는 15.2%로 시장 전체 10.4%를 크게 상회한다. 문제는 이 역시 매크로 사이클의 영향을 받는 경향이 뚜렷하다는 점이다. 매크로 사이클 둔화 국면에서는 상대적으로 높은 ROE보다 전망치 하향 조정 가능성이 부담으로 작용하기 쉬워 보인다.

이상의 내용을 정리해 보면 본질적으로 통화정책이 정상화 과정으로 진행한다는 방향성은 정해졌고, 적어도 현 시점에서는 매크로 사이클도 회복보다는 정점 통과 이후 국면에 진입한 것으로 볼 수 있는 상황이다. 매크로 사이클의 둔화는 대표 업종인 IT에 있어서도 불리한 여건으로 작용할 소지가 있다. 최근 통화정책 정상화 지연에 대한 기대감을 바탕으로 반등 시도가 나타나기는 했지만, 만약 현실화된다 해도 본질적으로 방향성의 전환이 나타났다고 판단할 근거는 부족해 보인다. 아직은 신중함을 유지할 필요가 있어 보인다.

[차트4] 수익률과 ROE 간 높은 상관성. 성장 속도에 대한 기대가 저하될 수 있는 국면에서 효율성에 대한 관심 증가



[차트5] 한국의 대표적인 고 ROE 섹터인 IT. 문제는 Fwd ROE가 일반적으로 매크로 사이클에 영향을 받는다는 점



자료: 유안티증권 리서치센터

자료: 유안티증권 리서치센터

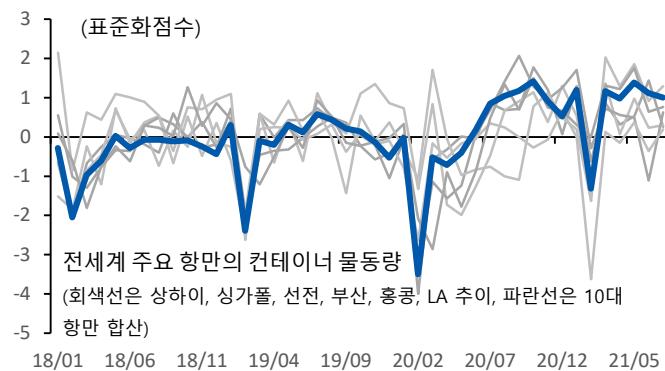
Key Chart

시차는 있다고 하더라도 유동성 정책의 방향성을 일단 정해진 것으로 볼 수 있음



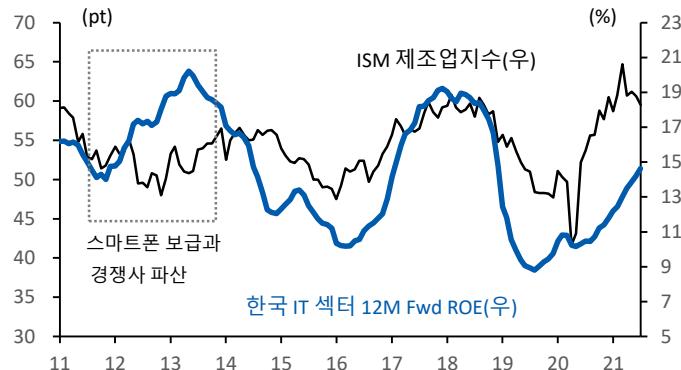
자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 컨테이너 물동량의 최근 추이가 의미 있게 증가했다고 보기는 어려움



자료: 유안타증권 리서치센터

한국의 대표적 고 ROE 섹터인 IT, ROE 역시 경기 사이클에 매우 밀접한 연관을 보임



자료: 유안타증권 리서치센터