



22년을 앞두고 살펴 본 증시의 성격

1. 펀더멘털 변수의 중요성이 높아질 22년

- 20년 코로나 충격 이후 글로벌 증시의 방향성에는 정책과 유동성이 지대한 영향력을 미친 것으로 볼 수 있음
- 그러나 연준은 최근 FOMC들을 통해 통화정책의 방향성 선회를 공식적으로 밝힌 상황. 향후 유동성은 긴축적인 움직임을 보일 것
- 풍부한 유동성에 의해 움직이던 시장에서 펀더멘털 변수의 중요성이 보다 높아지는 상황이 전개될 것으로 전망

2. 유동성에 대한 의존도가 낮아질 때 예상해 볼 수 있는 모습

- 멀티플의 정체나 하락이 주가 하락과 직결되는 것은 아니지만 탄력도 측면에서는 영향을 미칠 것으로 예상
- 기대감과 유동성에 의해 움직이는 시장보다 펀더멘털 변수들에 대한 신뢰도를 확인하면서 움직이는 시장은 상대적으로 느릴 개연성이 큼
- 과거 경험적인 측면에서 보더라도 유동성이 하락 사이클에 접어들거나 매크로 측면에서 긴장세가 둔화될 경우 증시의 탄력도도 낮아지는 경향

3. 기대의 영역에 있는 모습들

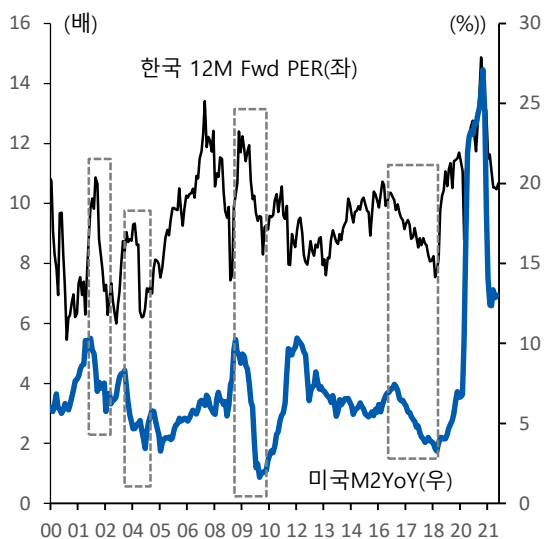
- 22년 매크로 측면에서 기대되는 모습 중 하나는 먼저 하강 사이클에 접어든 중국의 매크로 사이클이 미국 보다 상대적으로 강할 수 있다는 점
- 한국 증시는 경험적인 측면에서 중국의 매크로 모멘텀이 강할 때 보다 우호적인 퍼포먼스를 보인 바 있음
- 한편, 글로벌 전체 증시와의 상대 벨류에이션 관점에서 한국이 의미 있는 저점 부근에 위치하고 있다는 점도 유의할 필요가 있을 듯

1. 펀더멘털 변수의 중요성이 높아질 22년

유독 투자자들을 지치게 했던 21년의 증시가 마무리되고 있다. 다음 주부터는 새로운 22년의 증시가 시작되는 만큼 금일 자료에서는 조금 추상적일 수 있겠지만 내년에 마주하게 되는 시장 환경에 대한 생각을 정리해 보고자 한다.

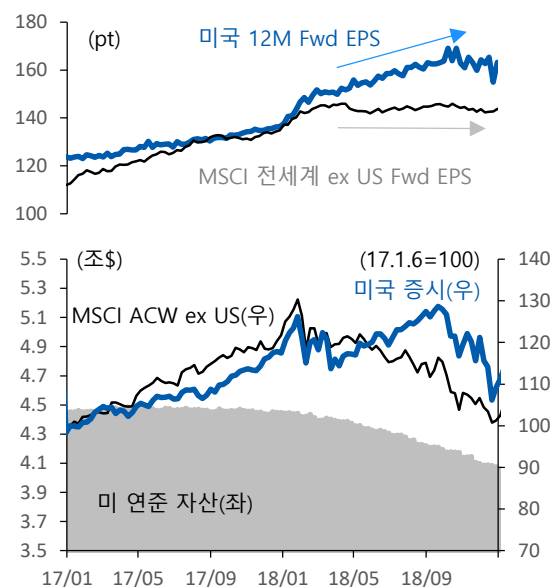
우선, 22년 증시에서 매크로나 기업 이익 같은 펀더멘털 지표들의 중요도가 높아질 것으로 예상된다. 굳이 나누어 보자면 2020년 코로나 충격 이후 증시의 등락은 유동성의 영향력이 더 컸다고 볼 수 있다. 연준을 비롯한 글로벌 주요 중앙은행들이 제공한 유동성은, 성장에 대한 기대감을 인정 받은 시장, 산업 그리고 기업으로 집중됐고 그 과정에서 우리가 확인한 다양한 결과들이 파생된 것으로 볼 수 있다. 주가를 펀더멘털에 멀티플(밸류에이션)을 곱한 것으로 풀어 쓸 수 있다면, 코로나 이후의 흐름은 펀더멘털에 대한 '기대감'이 존재하는 투자 대상들로 막대한 '유동성'이 몰리면서 멀티플의 확장을 이끌어 냈고, 여기서 탄력적인 주가의 상승이 나타난 것으로 볼 수 있다. 그러나 11월과 12월 FOMC에서 미 연준은 향후 통화정책의 방향성을 명확히 했다. 금리가 기존의 예상보다 빠르게 올라갈 것이라는 전망을 제시했고, 대차대조표 축소 논의도 있었음도 숨기지 않았다. 속도와 방식은 가변적일 수 있지만 명목적인 유동성의 방향이 바뀌었다는 점은 분명하다.

[차트1] 적어도 경험적으로는 유동성 공급이 줄어드는 국면에서 멀티플만 독립적으로 확장되는 상황은 기대가 어려움



자료: 유안타증권 리서치센터

[차트2] 2017년 당시 연준의 유동성 축소 국면에서 미국 증시와 글로벌 여타 증시는 상이한 흐름이 진행

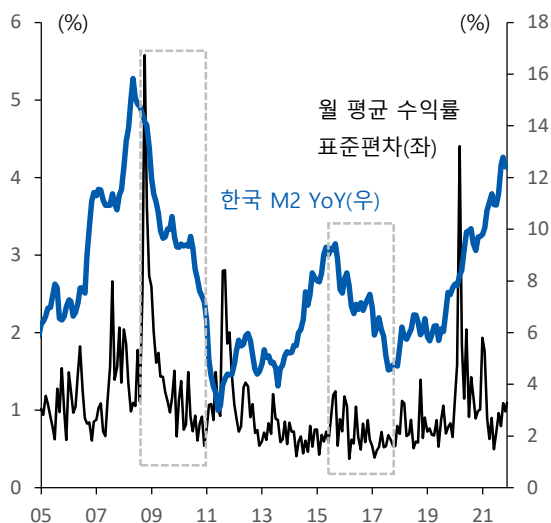


자료: 유안타증권 리서치센터

2. 유동성에 대한 의존도가 낮아질 때 예상해 볼 수 있는 모습

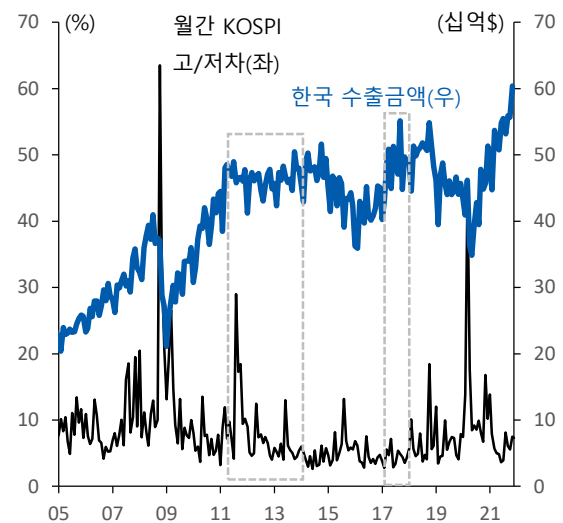
‘멀티플 정제(축소) = 주가의 하락’이라는 선입견을 가질 필요는 없다. 앞서 [차트2]에서도 17~18년 미 연준 대차대조표 축소에도 불구하고 미국 증시는 여타 글로벌 증시와 이질적인 상승세를 보였다. 이는 펀더멘털에 대한 기대치가 달랐기 때문이다. 미국은 트럼프의 법인세 인하라는 외생변수가 EPS에 대한 기대를 높여주는 국면이었다. 결국 언급한 바와 같이 유동성에 대한 기대가 축소되는 구간에서 펀더멘털 변수의 중요성이 더욱 높아진다는 것을 확인 시켜준 것으로 볼 수 있다. 같은 맥락에서 22년 증시의 포커스는 통화정책보다 글로벌 매크로 사이클이나 기업의 이익 등 펀더멘털 변수에 대한 관심이 높아질 수 있고, 단순한 장기적 기대감 이상으로 현실성에 대한 판단도 개입될 가능성이 높아 보인다. 한편, 증시가 트리거 변수로써 펀더멘털 쪽에 더 무게를 두기 시작할 때 증시의 탄력성은 둔화되는 쪽으로 영향을 받을 수 있다. 예를 들어 12M Fwd PER의 +20% 상승이라는 문장과 EPS YoY +20% 증가라는 문장의 속도감과 무게감을 생각해 보면 직관적인 차이가 꽤 있다고 느낄 수 있다. 경험적으로도 유동성이 급하게 확장되거나 펀더멘털이 레벨업 하는 구간에서는 증시가 탄력도 높은 움직임을 보일 수 있겠지만, 그 반대 방향일 경우 증시의 탄력성은 둔화되는 경향을 확인할 수 있다. 기대보다 확인에 반응하는 느리고 신중한 모습의 시장, 당분간은 후자에 가까운 상황이 예상된다고 볼 수 있다.

[차트3] 유동성의 공급 속도가 감속하는 구간에서 증시 움직임의 탄력도는 둔화되는 경향



자료: 유안타증권 리서치센터

[차트4] 펀더멘털 변수의 상승 속도가 둔화되는 구간에서 증시 탄력도가 함께 둔화되는 경향도 찾아볼 수 있음

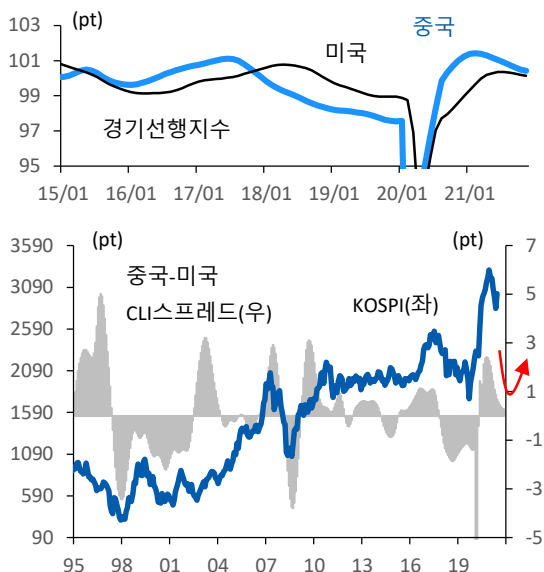


자료: 유안타증권 리서치센터

3. 기대의 영역에 있는 모습들

2020년초 이후 시장의 방향성을 좌우하던 정책과 유동성의 방향이 변곡점을 맞이했고, 이와 함께 기대감과 멀티플에 의해 자극되던 탄력적인 시장에서 펀더멘털의 확인을 요구하는 다소 비탄력적인 시장 분위기로의 이행을 예상해 볼 수 있다. 이상의 언급이 다소 부정적인 뉘앙스로 들릴 수도 있지만 그렇지만은 않다. 한국 입장에서 긍정적인 모습도 존재한다. [차트5]는 미국과 중국의 경기 사이클 차이를 확인할 수 있는데, 코로나 피해를 먼저 경험한 중국의 사이클이 먼저 하강 국면을 진행해 왔고, 미국은 이제 막 하강 국면에 접어들기 시작했다. 한국의 경우 중국이 사이클 상 우위에 있을 때 보다 긍정적인 퍼포먼스를 보이는 경향이 있는데, 22년에는 이 같은 국면이 도래할 것을 기대해 볼 여지가 있다. 여기에 코로나 영향력의 약화와 글로벌 병목 현상 완화에 따른 공급 체인(제조업) 정상화 움직임이 나타날 가능성이 존재하는 국면이라는 점도 같은 맥락에서 긍정적인 요소가 될 수 있다. 한편 상대적인 매력도 측면에서도 나쁘지 않은 환경이라는 점도 확인된다. 전 세계 증시 대비 상대 벨류에이션 측면에서 접근해 보면 미국은 사상 최고, 한국은 의미를 부여할 수 있는 경험적 저점 영역까지 하락해 있다. 유동성 여건과 자산 배분 측면의 매력도(부담) 그리고 펀더멘털 측면에서의 상대 우위 등을 종합적으로 고려해 보면 긍정적인 시장 방향성에 대한 기대도 충분히 가져볼 수 있다는 판단이다.

[차트5] 매크로 사이클 측면에서 중국의 상대 강도가 우위에 있을 때, 한국 증시가 긍정적인 퍼포먼스를 보이는 경향



자료: 유안타증권 리서치센터

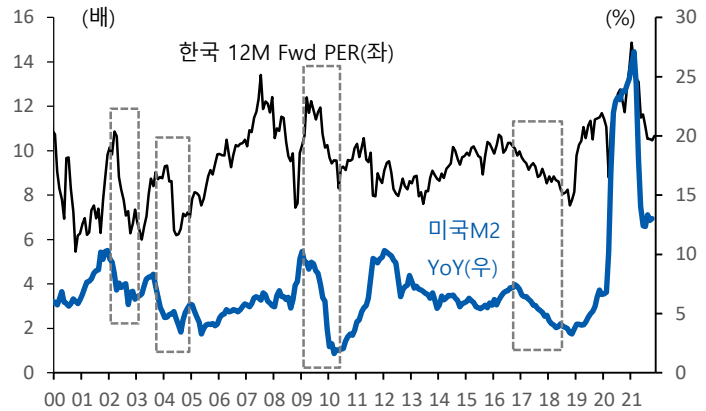
[차트6] 글로벌 증시 대비 미국과 한국의 상대적인 위치는 극명하게 다른 상황



자료: 유안타증권 리서치센터

Key Chart

적어도 경험적으로는 유동성 공급
이 줄어드는 국면에서 멀티플만
독립적으로 확장되는 상황은 기대
가 어려움



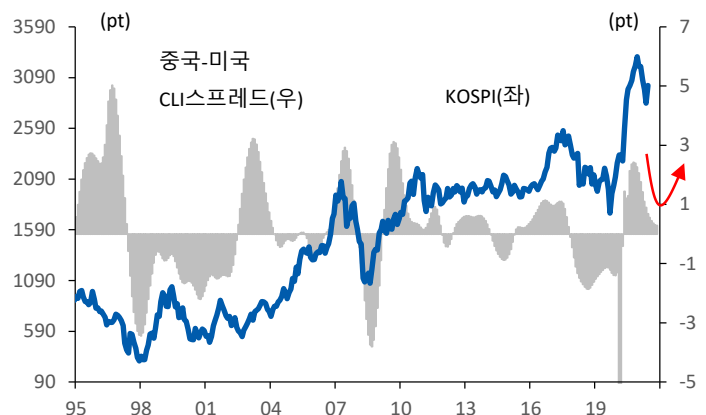
자료: 유안타증권 리서치센터

유동성의 공급 속도가 감속하는
구간에서 증시 움직임의 탄력도는
둔화되는 경향



자료: 유안타증권 리서치센터

매크로 사이클 측면에서 중국의
상대 강도가 우위에 있을 때, 한국
증시가 긍정적인 퍼포먼스를 보이
는 경향



자료: 유안타증권 리서치센터