

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2022. 9. 6 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

주식시장의 본질: Micro > Macro

오늘의 차트

브라질 채권의 이유있는 강세

칼럼의 재해석

그린워싱 논란, Higg MSI

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



▲ 투자전략

Analyst 이진우

02. 6454-4890

jinwoo.lee@meritz.co.kr

주식시장의 본질: Micro > Macro

- ✓ 시장의 본질은 Macro보다는 Micro에 있어. 경기와 주가와의 괴리 이유
- ✓ 강한 Micro 기업이란 COE보다 높은 ROE 기업 찾는 것. 미국 기업의 선전 이유
- ✓ 주도주의 조건 역시 ROE, 내러티브와 숫자가 결합이 되어야 완성. 후보군은?

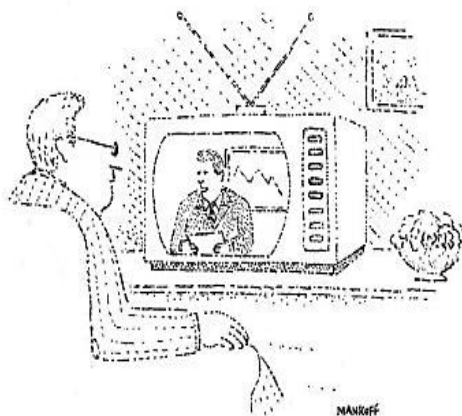
지긋지긋한 'Macro', 갑갑한 'Micro(기업)'

Macro 변수에 지쳐가는 시장.
하지만 냉정하게 보면
주식시장은 Micro의 함수

언제까지 주식시장은 미국 연방준비제도이사회(이하 연준, FED)와 러시아발 에너지 불확실성에 놓여있어야 할까. 두 이슈를 보는 시장 참가자들의 심리는 '공포'보다는 '신경 질환'에 가깝다. 사안의 중요성은 모두가 인정하지만 짧게는 연초 이후 길게는 작년부터 줄곧 시달려 온 이슈이기 때문이다. 특히 올해는 주식시장의 흐름을 Macro(경제, 정책&정치) 이슈가 압도하다 보니 '연준'과 '러시아의 에너지 안보 위협'이 금융시장의 방향을 결정하고 있는 듯 하다.

하지만 냉정하게 보면 주식시장의 본질은 Macro보다는 'Micro(기업)'에 있다. 본디 주식시장은 결국 '기업가치의 합'이기 때문이다. Macro는 기업의 주변환경을 결정한다는 점에서 중요하지만 좋은 환경이 꼭 우수한 기업실적으로 연결된다고 보기 어렵다. 기업실적은 경쟁력의 함수이기도 하기 때문이다. 반대로 마찬가지다.

그림1 금융시장의 만성질환: 'Macro 걱정병'...본질은 무엇인가



"On Wall Street today, news of lower interest rates sent the stock market up, but then the expectation that these rates would be inflationary sent the market down, until the realization that lower rates might stimulate the sluggish economy pushed the market up, before it ultimately went down on fears that an overheated economy would lead to a reimposition of higher interest rates."

오늘 월가(미국 증시)는 금리 인하 소식에 상승했다가, 이러한 조치가 인플레이션을 유발할 것이라는 우려에 하락했으나 금리 인하로 경기가 부양될 것이라는 기대에 다시 상승. 이후 경기가 과열되면 금리를 인상될 것이라는 부정적인 전망에 결국 하락 마감했다.

자료: 메리츠증권 리서치센터

파괴적인 경기상황이 아니면
Macro의 주가 설명 변수는 약해

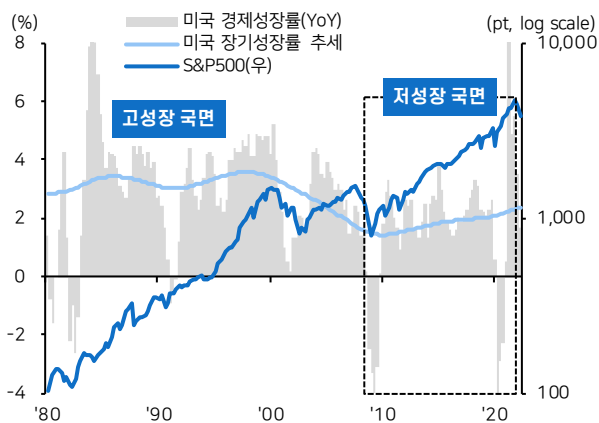
필자가 주장하는 바는 이렇다. “경기상황이 ‘파괴적(ex. 깊은 경기침체)’으로 흘러가지 않는다면 Macro지표에 과도하게 ‘몰입’하지는 말자”이다. Macro와 Micro(기업)간에 괴리가 발생할 수 있다는 점에서도.

과거 스마트폰, 온라인 플랫폼, 전기차 유관 산업 등이 경기의 좋고 나쁨의 함수인가를 생각해보면 된다. 하루하루의 지표와 이벤트에 일희일비 하는 시장에 스트레스 받지 말자는 뜻이다. 돌이켜보면 지긋지긋한 ‘Macro’와 갑갑한 ‘Micro(기업)’는 종종 반복되는 현상이기도 하다.

경기과 주가의 괴리

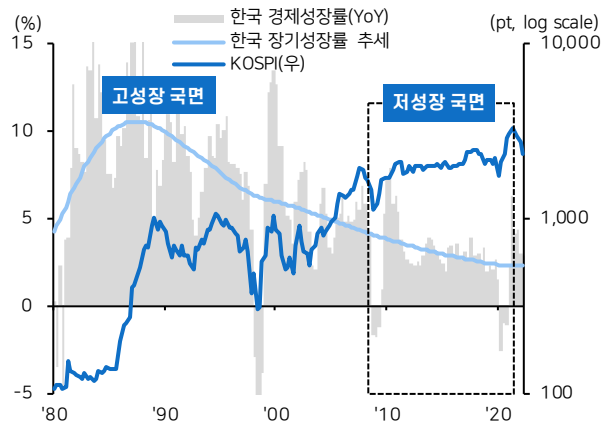
원론적인 이야기를 해보자. 경제성장의 높고 낮음은 주식시장에 어떤 의미를 지니는가? 연관성이 매우 높다고 말하기는 어렵다. 오히려 저성장 국면에서 주가 성과가 좋았던 국가(ex. 미국) 있지만 그렇지 못한 국가(ex. 일본, 유럽 등)도 공존한다. 결국 기업의 문제인 셈이다. 얼마나 ‘많은’ 기업이 그리고 ‘오래’ 성장했느냐를 반영하는 것이 주식시장의 핵심이다.

그림2 미국 경제성장률과 S&P500



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한국 경제성장률과 KOSPI



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

비전통적 기업의 성장이 대표적

저성장 국면의 고착화를 걱정했던 금융위기 이후 현재까지의 모습을 되돌아보면 분명해진다. S&P500은 2008년 저점 대비 200% 가까이 상승했지만 이 시장을 이끈 기업은 경기와는 연동성이 적은 기업이 대부분이다. 애플이 같은 기간 4,024%, 아마존이 3,833% 상승한 것이 지수 상승에 결정적 역할을 했고 상위 5개 기업의 지수 상승 기여도는 30%에 이른다.

한국도 사정은 비슷하다. 금융위기 저점 이후 KOSPI는 42% 상승했지만 이중 삼성전자가 지수 상승의 대부분(93.4%)을 기여했고, 지수 기여도 상위 Top 10 기업 내에 반도체, 자동차를 제외하면 대부분 경기와 무관한 혹은 새로운 기업(ex. 삼성바이오로직스, NAVER 등)이 포진해 있다.

표1 금융위기 이후 어떤 기업이 시장을 이끌었나(미국)

(pt)	2008년 3월	2022년 8월	등락 (pt)	등락률 (%)
S&P 500	1,330.60	3,955.00	2,624.40	197.2

종목	등락률 (%)	기여도 (pt)	기여도 (%)	동 기간 평균 ROE (%)
애플	4,024.0	343.7	13.1	49.6
마이크로소프트	1,199.7	228.7	8.7	34.4
아마존닷컴	3,832.7	113.9	4.3	15.9
알파벳	817.8	76.0	2.9	17.8
유나이티드헬스 그룹	1,250.5	56.3	2.1	20.3
존슨앤드존슨	299.2	44.9	1.7	22.2
버크셔 해서웨이	265.1	44.5	1.7	9.8
홈디포	1,479.0	44.4	1.7	67.5
제이피모간체이스	304.2	41.8	1.6	10.5
엔비디아	2,973.8	41.5	1.6	20.6

주: 홈디포 평균 ROE는 자본잠식 기간 제외

자료: Bloomberg, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

표2 금융위기 이후 어떤 기업이 시장을 이끌었나(한국)

(pt)	2008년 3월	2022년 8월	등락 (pt)	등락률 (%)
코스피	1,711.60	2,431.70	720.1	42.1

종목	등락률 (%)	기여도 (pt)	기여도 (%)	동 기간 평균 ROE (%)
삼성전자	574.5	672.5	93.4	13.5
SK하이닉스	324.7	95.1	13.2	11.2
삼성바이오로직스	473.4	70.5	9.8	5.6
LG화학	576.1	67.7	9.4	13.2
현대차	278.4	65.7	9.1	8.6
NAVER	551.5	59.3	8.2	41.5
기아	941.3	55.5	7.7	13.7
삼성SDI	863.1	54.7	7.6	5.0
카카오	252.9	36.6	5.1	12.4
현대모비스	241.2	33.6	4.7	15.1

주: 참고로 KOSPI 지수 상승 기여도 Top 10 기업의 기여도 합이

100%를 넘는 이유는 KOSPI 하락 기여도 종목이 이를 상쇄하기 때문

자료: Bloomberg, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

Micro > Macro, Micro는 어떻게 평가할 수 있나?

지수 상승기여도 상위 종목의
공통점은 높은 ROE. COE 대비
ROE가 기업의 적정가치이기도

지수 상승 기여도 상위 기업들의 공통점은 '높은 ROE(Return On Equity)'이다. 장기간 높은 ROE를 유지하는 기업이 결국 시장 주도주 역할을 했다는 뜻이다. 경제 성장률이 둔화되어도 혹은 지금과 같이 비용(Cost)이 올라가는 국면이라도 이를 극복하는 기업이 많은 국가일수록 해당 주식시장이 선전하고 있다. 미국이 한국 주식시장에 비해 나은 성과를 보이는 이유도 비용(COE: Cost of Equity) 대비 높은 수익성(ROE)을 보이고 있기 때문이다.

그림4 적정가치(Value)란 무엇인가?

$$PBR = \frac{ROE - g}{COE - g}$$

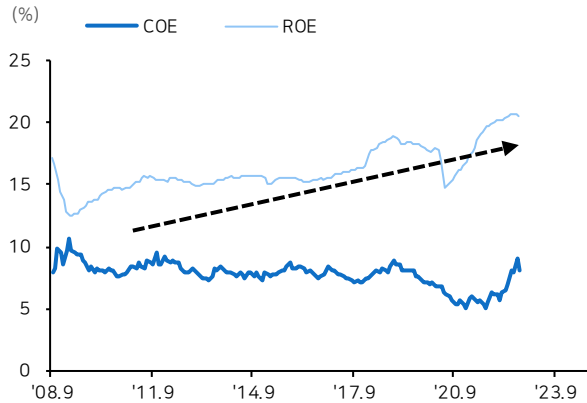
기업 가치

$$= f(ROE, COE, g)$$

자료: 메리츠증권 리서치센터

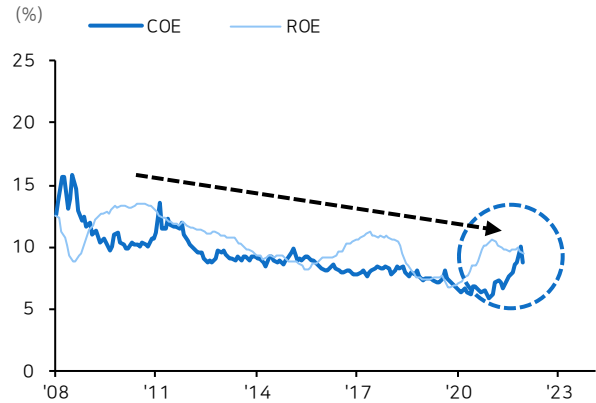
미국의 COE는 2020년 5%에서 현재 8%까지 급등했지만 ROE(12개월 예상)는 2009년 4월 12.4%를 저점으로 현재 20.6%로 레벨 업 됐다. 최근 Cost가 높아졌지만(COE 상승) ROE가 여전히 높은 레벨을 유지하고 있는 중이다. 반면 한국은 COE와 ROE가 유사한 수준으로 수렴 중이다. COE는 8.8%, ROE는 9.4%로 COE는 급등한 반면 ROE는 주춤한 탓이다. 미국이 상대적으로 높은 밸류에이션을 부여 받는 이유이기도 하다.

그림5 미국 COE & ROE



주: 1) 미국 ERP(Equity Risk Premium)은 Aswath Damodaran의 Implied ERP
 2) Rf는 미국채10년
 자료: Bloomberg, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림6 한국 COE & ROE



주: 1) 미국 ERP(Equity Risk Premium)은 Aswath Damodaran의 Implied ERP
 2) 한국 ERP = 미국 iERP + (한국 CDS - 미국 CDS) * (relative equity volatility)로 산출. Rf는 국고채10년
 자료: Bloomberg, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

ROE의 분해:

미국기업의 주특기는 다양

상대적으로 미국은 다양한 방식으로 ROE를 높이고 있는 기업이 포진해 있다. 1) 산업 본연의 높은 수익성을 지니고 있거나(마진↑), 2) 효율적인 매출관리를 통해 ROE를 높이고 있거나(총자산회전율↑), 3) 부채(Debt) 및 적극적인 주주환원을 통한 수익성 개선(레버리지↑)에 나서는 방식이다.

그림7 미국 고ROE 기업: 듀폰 분석(단위: %)



주: S&P500 내 시가총액 상위 100위 기업 대상. 각 기업 회기년도말 기준
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

사업의 이익률이 높은 IT S/W(ex. 엔비디아, 마이크로소프트), 바이오 산업(머크, 화이자) 및 독과점적인 산업이 여기에 해당된다. 총자산회전율 상위 기업은 범유통(코스트코, 월마트) & 의류업체(나이키)가 주로 포진해 있고, 레버리지 상위 기업은 부채활용도(GE)가 높거나, 오히려 높은 현금보유 비중으로 인해 대규모 자사주 소각에 나서는 '애플' 같은 기업이 대표적이다.

한국은 '마진' 팩터에 의존.
주도주가 자주 바뀌는 이유

이에 비해 한국은 산업 본연의 Cycle(마진 팩터)에 의존하는 경향이 많은 탓인지, 주도주는 2~3년 주기로 교체되는 경향이 있다. 아직은 자산의 효율성을 통해 ROE를 제고하는 기업이 많지는 않은 탓이기도 하다. 2010년 자동차·화학·정유, 2014년 소비재(화장품), 2017년 반도체, 2020년 온라인 플랫폼이 KOSPI의 새로운 주도주로 자리매김 한 것도 산업의 성장(개화) 이후 찾아오는 마진 Cycle로 풀이된다.

그림8 금융위기 이후 KOSPI 주도주 변화: 차화정부터 태조이방원(?)까지



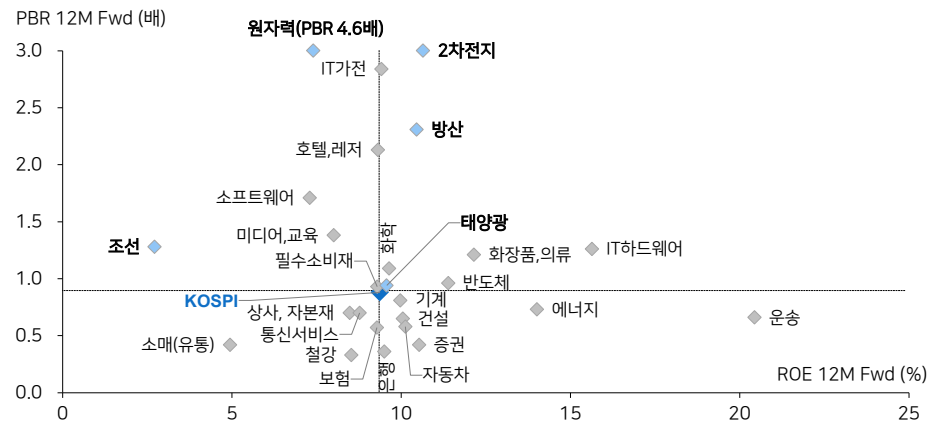
자료: KRX, WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

태·조·이·방·원 중 우선순위를
매겨본다면? 이차전지 > 방산 순

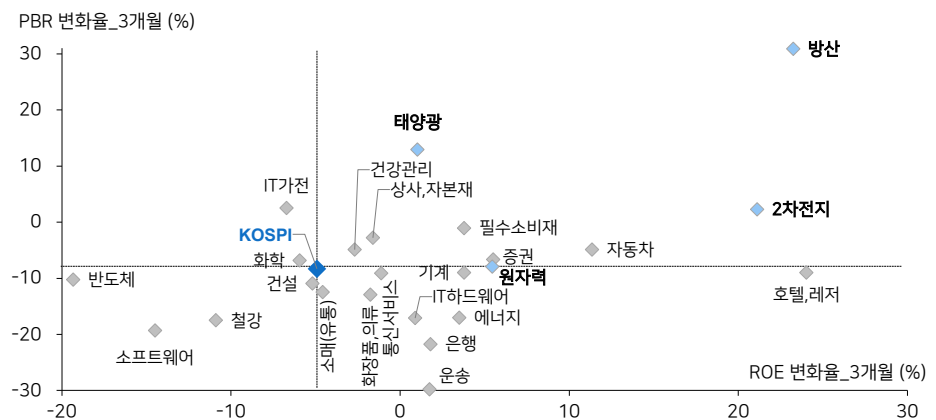
우리가 변동성 큰 시장 환경에서도 고민해 봐야 할 것은 혼란한 Macro 환경에서도 Micro가 강한 기업을 찾는 것이다. 요즘 태양광·조선·이차전지·방산·원자력이 새로운 후보군으로 거론되고 있지만 중요한 것은 내러티브 뿐만 아니라 '숫자'가 증명되는 후보군을 구분해 내는 것이다.

절대적인 ROE 수준이 높으며, ROE 전망 개선과 더불어 밸류에이션의 팽창(PBR 상향)이 수반되는 기업을 우선순위로 볼 수 있겠다. 필자는 5개 산업 중 이차전지, 방산이 상대적으로 우위에 있다고 본다. 태양광·원자력·조선은 수익성의 증명(추가 개선)이 필요한 듯 하다.

다시 시장으로 돌아와 보자. Macro 변수는 환경적인 요인이고 Micro(기업) 변수는 직접적인 요인이다. 앞서 기업의 적정가치에 빚대서 표현하면 Macro는 COE에 대응되는 함수이고, Micro는 ROE와 연결된다. 단순히 보면 주식투자자에 있어 가장 효과적인 것은 COE를 극복할 수 있는 높은 ROE 기업을 찾는 것이 아닐까. COE를 통해 시장의 변곡점을 찾으려 하지 말자.

그림9 업종별 PBR vs ROE(12M Fwd) : 후보군 검증 #1 절대적 ROE 높은 기업 찾기

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

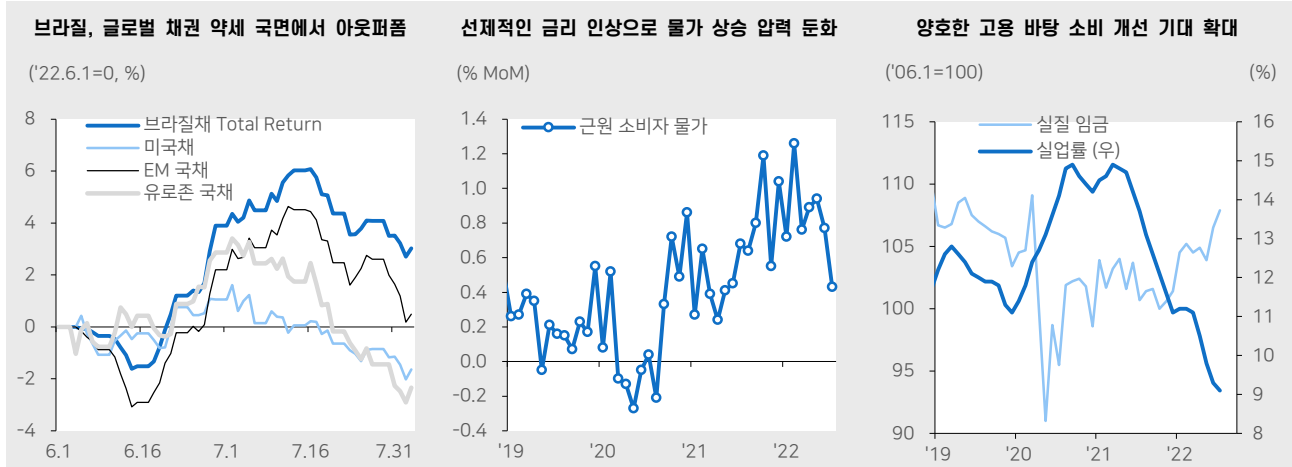
그림10 업종별 PBR, ROE 변화율_최근 3개월: 후보군 검증 #2: 개선 & 지속 가능성 여부

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

임제혁 연구원

브라질 채권의 이유있는 강세



자료: BCB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 채권 약세장에서
브라질채 아웃퍼폼

안정화되던 글로벌 채권시장이 8월 들어 긴축 우려가 채부각되며 약세가 심화되고 있다. 신흥국 채권금리는 주요 선진국에 연동되며 상승압력이 확대되었으나, 브라질 10년금리는 8월 이후 현재 88bp 이상 하락했다. 또한 헤알화의 절하폭이 상대적으로 제한되며 총수익률 기준으로 타권역대비 아웃퍼폼했다.

인플레이션 압력 둔화되며
금리하락 압력 강화

이는 BCB가 '21년 상반기부터 기준금리를 11.75%p 선제적으로 인상하며 근원물가 상승 압력이 상대적으로 빠르게 둔화되고 있는 부분이 작용하고 있는 것으로 보인다. 공급측 물가 압력 또한 최근 완화되고 있는 측면을 고려할 때, 브라질채 금리는 하락세가 이어질 가능성에 무게를 둔다. 선물시장은 13.75%에서 동결기조가 이어지다 '23년 6월경부터 금리인하를 프라이싱하고 있다.

헤알화, 강달러 지속되며
변동성 확대우려 있으나

반면 강달러 압력이 지속되면서 헤알화의 변동성이 확대될 리스크는 존재하는 것으로 보인다. 글로벌 긴축으로 인해 원자재 수요가 둔화되며 주요 수출품목인 철광석 등 원자재 가격의 하락압력이 강해지고 있고, 이에 더해 10월 대선을 앞두고 정치적 혼란이 불거질 가능성 또한 존재한다.

절하폭 타 신흥국 대비
제한적일 가능성

다만 헤알화는 1) 우-러 분쟁이 장기화되며 주요 수출품목인 철광석 등 가격이 높은 수준을 유지, 양호한 무역수지가 지속되고 있는 점 2) 재정건전성 개선 3) 인플레이션 둔화와 함께 살아나고 있는 경기 회복 모멘텀을 바탕으로 절하폭이 제한적일 가능성이 있다. 브라질은 '21년 기초재정수지가 (+)를 기록한 이후 지출을 줄이며 정부부채를 줄여나가고 있으며 7월 Fitch 또한 이를 바탕으로 브라질의 신용등급을 BB- 부정적→안정적으로 상향조정했다. 소비여건 또한 견조한 고용시장을 바탕으로 개선되며 경기 개선 기대가 확대되고 있다. 브라질의 2분기 GDP는 +1.2% QoQ를 기록하며 완만히 회복하고 있다. 이러한 요인들은 원화를 포함한 타신흥국 대비 헤알화의 절하폭이 제한적인 상황을 설명하고 있는 것으로 보인다.

칼럼의 재해석

하누리 수석연구원

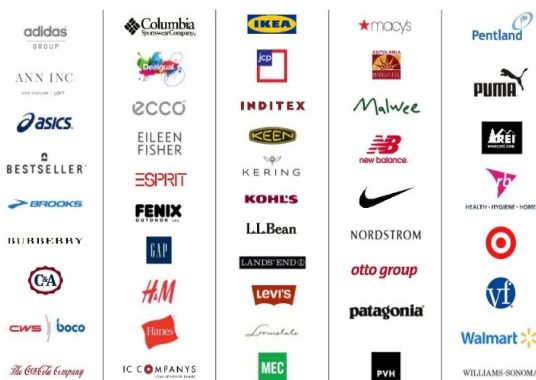
그린워싱 논란, Higg MSI (The New York Times)

의류 산업이 환경 부담을 가중시킨다는 문제 의식이 확산되면서 소비자들은 소재부터 제조 공정 전반에 걸쳐 친환경적이고 윤리적으로 만들어진 의류를 선호하기 시작했다. 이에 의류 업계는 과거 어느 때보다 환경에 집중하는 분위기이다. 세계 최대 패션기업들은 자발적으로 SAC를 구성하고 글로벌 공급망의 사회적 및 환경적 영향을 모니터링하는 Higg Index를 개발했다. 그런데 최근 Higg Index 중 Higg MSI(의류, 신발, 섬유 산업의 물 사용, 온실가스 배출, 화석연료 사용 등 환경 영향력 전반을 평가하는 스코어카드)가 그린워싱이라는 논란이 제기됐다. SAC가 천연 소재인 가죽이나 목화 또는 양모보다도 합성섬유에 훨씬 더 좋은 점수를 부여하고 있다는 지적이다. 가장 대표적인 친환경 지수로 인정받던 Higg Index에 관한 논란이 벌어지면서, 기업에서 활용하는 블록체인 기술을 Higg Index에 도입하자는 의견이 제시되고 있다.

의류 산업 내 지속가능성

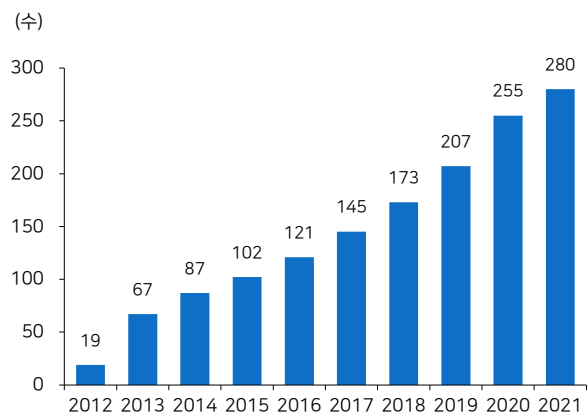
의류 산업은 과한 패션쇼, 재고 소각 등의 문제로 환경 우려를 야기했다. 유엔(UN)에 따르면 의류 산업은 전 세계 탄소 배출량의 8~10%를 차지한다. 이는 항공과 해운 분야를 합친 것보다 더 많다. 또한, 염색 등 제조 과정에서 대량의 화학 물질과 물, 많은 연료가 소비되어 환경에 부정적인 영향을 미친다. 이 같은 문제 의식이 확산되면서 소재부터 제조 공정 전반에 걸쳐 친환경적이고 윤리적으로 만들어진 의류를 선호하기 시작했고, 의류 업계는 업사이클, 비건패션 등 과거 어느 때보다 환경에 집중하는 분위기이다. 이러한 분위기에 따라 세계 최대 의류기업 280개로 구성된 SAC(Sustainable Apparel Coalition)는 의류 산업의 글로벌 공급망의 사회적 및 환경적 영향을 모니터링하는 Higg Index를 개발했다. 의류 등과 같은 소재 1kg을 생산하는데 들어가는 환경부담 요인을 지수로 나타낸 것이다. Higg Index는 소재 생산부터 폐기까지의 전 과정을 모니터링하고 얼마나 친환경적으로 제품을 만드는지를 수치화해 글로벌 표준으로 자리잡았다.

그림1 SAC 소속 기업 - 브랜드사 및 유통사



자료: SAC, 메리츠증권 리서치센터

그림2 SAC 회원 수 증가 추이



자료: SAC, 메리츠증권 리서치센터

투명성 및 신뢰성 논란

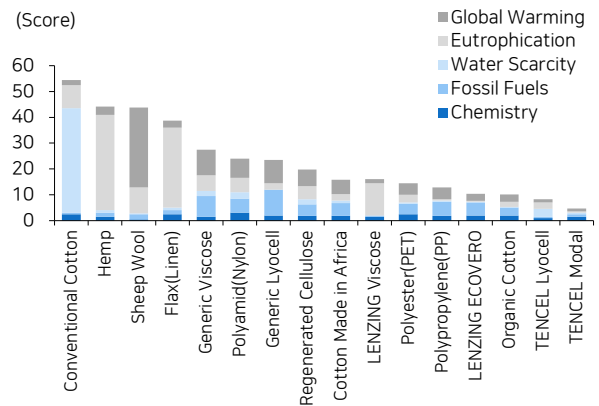
2019년 SAC는 Higg Index에 기반해 의류, 신발, 섬유 산업의 물 사용, 온실가스 배출, 화석연료 사용 등 환경 영향력 전반을 평가할 수 있는 새로운 스코어카드 'Materials Sustainability Index(MSI)'를 개발했다. 그런데 최근 Higg MSI가 그린워싱이라는 논란이 제기됐다. SAC가 천연 소재인 가죽이나 목화 또는 양모보다도 합성섬유에 훨씬 더 좋은 점수를 부여하고 있다는 지적이 나오면서 지표의 신뢰도가 하락하고 있다. 글로벌 패션 기업들이 입김을 넣어 제품 평가시스템을 통해 화학 유래 합성섬유 제품을 친환경이나 동물 친화적이라고 포장해 판매하는 등 소비자를 호도하고 있다는 것이다. 또한, 합성물질의 환경적 피해에도 불구하고 마치 합성 물질 사용 증가가 환경적으로 바람직한 것처럼 묘사하기 위해 사용되고 있다. 일례로, Higg MSI는 폴리에스테르를 매우 지속가능한 섬유 소재로 평가하는데, 이는 유럽산 폴리에스테르 데이터를 기반으로 하고 있다. 그러나 글로벌 시장에서 유통되는 대부분의 폴리에스테르는 아시아에서 생산되며, 아시아의 폴리에스테르 제조 공정에는 환경오염으로 이어지고 있음에도 환경과 관련한 엄격한 규정이 적용되지도 않고 있으며, 또한 SAC의 주요 구성원에는 최근 빠르게 발전하고 있는 패스트 패션 브랜드 업체가 많은데, 이들 브랜드는 모두 합성섬유를 주로 사용하고 있다. 이들 업체가 Higg MSI를 만들면서 합성섬유에 대한 좋은 이미지를 퍼트리며 마케팅에 적극 활용해 왔다는 것이다. 현재 SAC는 비판받은 부분을 해결하고 업데이트가 필요한 지점을 재설계하기 위해 Higg MSI 사용을 일시 중단했다. 대표적인 친환경 지수로 인정받던 Higg Index에 관한 논란이 벌어지면서, 일부에서는 기업에서 활용하는 블록체인 기술을 Higg Index에 도입하자는 제안도 나오고 있다. 블록체인의 장점은 정보를 소급해서 수정할 수 없어 공급업체가 신중히 정보를 제공하도록 만든다는 점이다. 이를 활용하면 Higg Index의 투명성이 확보되고, 전 세계 패션 산업을 이루는 수천 가지 공급망의 환경·사회적 정보를 목록으로 만들어 산업 전반에서 활용이 가능한 기준을 만들 수 있을 것이라는 기대가 나온다.

표1 Higg Index 종류

생산 설비 및 시설 모듈	브랜드 및 유통 모듈	제품 모듈
<ul style="list-style-type: none"> 시설 환경 모듈 (FEM) 시설 사회 및 노동 모듈(FSLM) 	<ul style="list-style-type: none"> 브랜드 환경 모듈(BEM) 브랜드 사회 및 노동 모듈(BSLM) 브랜드 및 유통 모듈 	<ul style="list-style-type: none"> 소재 지속가능성 지표(MSI) 디자인 및 개발 모듈(DDM) 탄소발자국 측정 도구

자료: SAC, 메리츠증권 리서치센터

그림3 소재별 MSI 점수



자료: Lenzing, 메리츠증권 리서치센터

원문: How Fashion Giants Recast Plastic as Good for the Planet(The New York Times)