

Equity Strategy

Equity Strategy Overview

쏟림은 부정적으로 인식된다. 그러나 주식시장에서 쏟림 현상은 상승 국면에서 종종 발생한다. 쏟림 자체보다 경계해야 할 것은 가격 부담과 Valuation 이다. AI 붐에 맞서서는 안된다. 그래도 속도 조절이 필요해 보인다.

쏟림의 미학

글로벌 전략 허재환_02)368-6176_jaehwan.huh@eugenefn.com

- 최근 주식시장 상승 범위가 축소되는, 즉 쏟림이 심해짐.
- 쏟림 현상은 상승국면 중반 이후 종종 나타나는 현상임. 반드시 악재 또는 하락의 전조로 보기는 어려움.
- 쏟림보다 경계해야 할 것은 Valuation 부담. 엔비디아 PER은 닷컴버블 당시 시스코와 유사한 200배를 상회함.
- 반도체주의 상대강도, 미국 빅테크주들의 시가총액 비중은 2021년말 고점에 접근 중. 쉬어갈 시점

최근 금융시장에서 시장참여자들이 느끼는 부담 중 하나는 주식시장 상승 범위가 좁다는 점이다.

상승 종목 범위가 확산되는 현상은 종종 상승 국면 초기에 발생한다. 반면 상승 종목 수가 축소되는 현상, 즉 쏟림은 상승 중반 이후 발생한다. 소수 종목들이 견인하는 국면이 장기간 지속되기는 어렵다. 그래도 종종 상승 종목 범위와 주가지수 간 괴리는 자연스럽다. **상승 범위가 좁다고 반드시 하락의 전조로 볼 필요는 없다.**

더 경계해야 하는 것은 Valuation 이다. 지난주 엔비디아 PER은 200 배(Trailing)를 상회했다. 과거 닷컴버블 당시 인터넷 장비업체인 시스코/오라클 PER이 150~200 배 이상 올랐다. 그렇다고 PER 200 배를 성장 주식 Valuation의 한계로 보자는 뜻은 아니다. 가격 상승 속도에 대해 경계가 필요한 시점이라는 의미다. 빅테크의 시가총액 비중이나, 상대강도 모두 2021/22년 고점에 접근 중이다.

결론적으로 주가 상승 범위 축소, 즉 쏟림 현상을 반드시 악재로 보기는 어렵다. 그러나 Valuation에 대한 부담은 높아지고 있다. AI에 맞서서는 안 된다. 그래도 기대가 현실화되는 데 시간이 필요하다.

상승 범위가 좁다고 반드시 시장이 하락하지는 않아



자료: Refinitiv, 유진투자증권

필라델피아 반도체주 상대강도는 22년초를 상회



자료: Refinitiv, 유진투자증권

쏠림에 대한 부담

최근 금융시장에서 시장참여자들이 느끼는 부담 중 하나는 주식시장 상승 범위가 너무 좁다는 점이다.

국내외 증시
상승 종목 수 감소

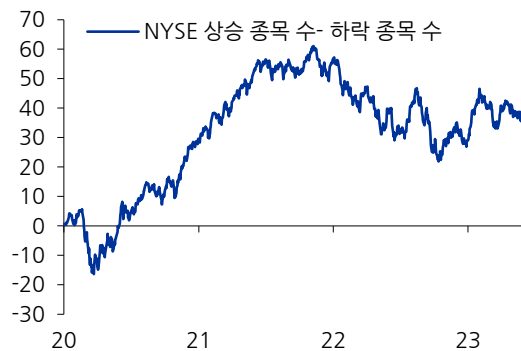
뉴욕증권 거래소와 나스닥 거래소에서 상승 종목 수는 줄어들고 있다(도표 1). 빅테크 주가 강세로 잘 드러나지 않을 뿐이다. 나스닥 거래소에서 2022년 이후 상승 종목 수보다 하락 종목 수가 더 많았다(도표 2).

시가총액 지수 대비
동일가중지수 부진

같은 맥락에서 시가총액 가중 지수보다 동일가중 지수가 부진하다. 미국과 국내에서 모두 나타나고 있다. S&P500은 지난 5/30일 4,200 선을 회복하며 올해 고점에 도달했다. 하지만 종목들의 흐름은 부진하다. 시가총액 가중 지수 대비 동일가중지수는 21/12월 이후 최저다(도표 3). 국내 주식시장도 동일하다. 일부 대형주만 올라가고 있다는 의미다(도표 4).

도표 1. 뉴욕증시 상승 종목 수 정체

(2020.1.1 이후 누적, 천 개)



자료: NYSE, 유진투자증권

도표 2. 나스닥 증시, 하락 종목 수 우위

(2020.1.1 이후 일간 누적, 천 개)



자료: NASDAQ, 유진투자증권

도표 3. 미국 증시에서 상승 종목 수 축소

(2022.1.3=100)



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 4. 국내 증시도 마찬가지

(2022.1.3=100)



자료: Refinitiv, 유진투자증권

쏟림은 종종 상승 국면에서 발생

쏟림 현상이 반드시 하락 국면의 전조로 보기는 어렵다.

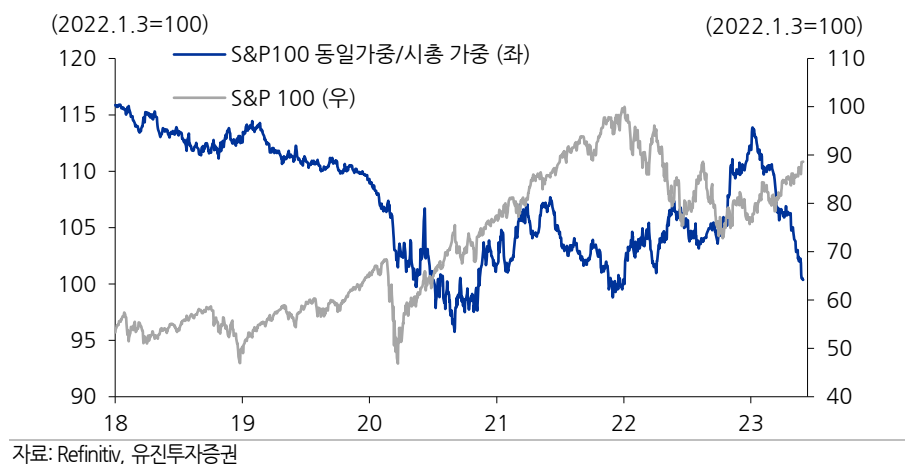
상승 범위 확산은
주가 상승 국면
초기에 종종 발생

상승 종목 범위 확산 현상은 상승 국면 초기에 나타난다. 상승 국면 중반 이후부터는 상승 종목들의 범위가 좁아진다. 2018~19년 주식시장 상승 국면에서도 상승 종목 수는 감소했다. 2020 10~11월 백신 개발 이후 6~7개월을 제외하면 코로나 19 이후 주가 상승 국면에서도 하락 종목 수가 더 많았다(도표 5).

상승 범위 축소가
반드시 하락의
전조는 아닌 듯

국내 주식시장에서도 시가총액 가중지수가 동일 가중지수보다 상승할 때, 즉 상승 종목 범위가 좁을 때 주가지수 상승세가 좀더 오래 이어졌다(도표 6). 상승 종목 범위와 주가지수 간 괴리는 상승 중후반 국면에서는 자연스러운 것이다. 상승 범위가 좁다고 반드시 주가가 향후 나쁠 것이라고 볼 필요는 없다.

도표 5. 상승종목 수가 많다고 주식시장이 상승 국면은 아닌 듯



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 6. 종종 상승 종목 수가 적을 때 주식시장 강세 국면이 지속되기도



자료: Refinitiv, 유진투자증권

쏟림보다 무서운 Valuation

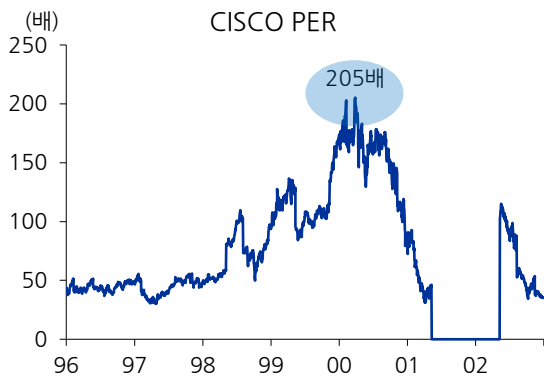
쏟림보다 투자자들이 경계해야 하는 것은 Valuation 부담이다. 미래 기대를 주가가 반영하는 과정에서 Valuation은 높아진다. 그러나 영원히 상승할 수는 없다.

닷컴버블 당시
시스코/오라클
PER 150~200 배

2000년 닷컴버블 붕괴 직전 시스코와 오라클의 PER은 각각 205배와 168배까지 올랐다(trailing 기준, 도표 7~8). 이들은 이익을 내는 우량기업이었다. 인터넷이 보편화되는 과정에서 통신장비를 제공했다. 성장의 가시성이 높았다. 지금의 AI 붐에 있어 반도체 수요가 늘어날 것이라는 엔비디아에 대한 기대와 유사하다.

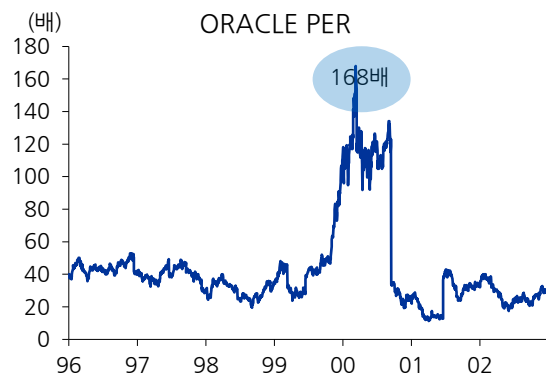
하지만 PER 상승은 영원하지 않았다. 주가 버블 붕괴 이후에는 닷컴버블 4~5년 전으로 되돌아갔다. 마이크로소프트와 IBM 사도 유사했다. 마이크로소프트사의 PER은 73배까지 올랐다(96~97년 30배). 이익을 선반영해서 PER이 올라가는 것에는 한계가 있다.

도표 7. 닷컴버블 당시 시스코 PER 205 배



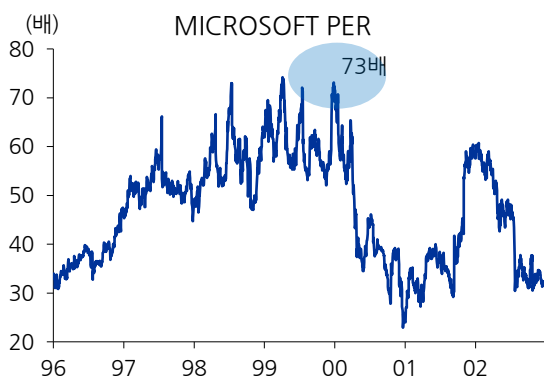
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 8. 오라클 PER 168 배



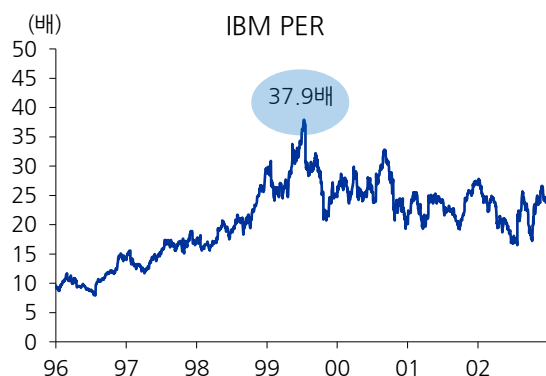
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 9. MSFT PER은 73 배까지 상승



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 10. IBM PER은 37 배까지 상승



자료: Refinitiv, 유진투자증권

AI에 맞서서는 안되지만...

엔비디아 PER 200 배를 상회

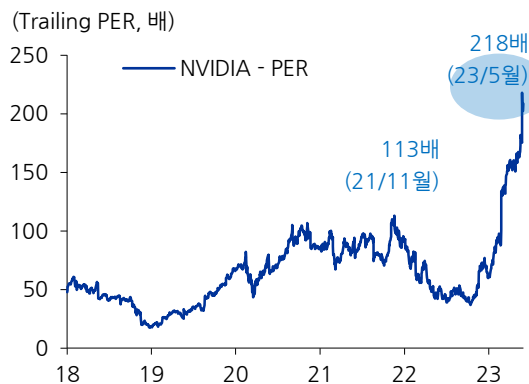
엔비디아 PER은 Trailing 기준으로 218 배까지 올랐다(도표 11). 200 배를 넘었다고 해서 반드시 주가가 하락하지는 않을 것이다. 그만큼 성장에 대한 기대가 있다는 뜻이다. Fed에 맞서서는 안되듯, AI에도 맞서서는 안될 것이다.

삼성전자 PER 25 배를 상회

그러나 주가 상승 속도에 대한 부담은 점차 드러날 가능성이 있다. 엔비디아 이외 마이크로소프트의 PER은 현재 36 배로, 22 년초 40 배에 접근 중이다. 2022 년 이후 하락했던 De-Rating 을 만회했다(도표 12). 삼성전자의 경우에도, 향후 12 개월 이후 예상 실적 기준으로 삼성전자 PER은 25 배에 달한다(도표 13).

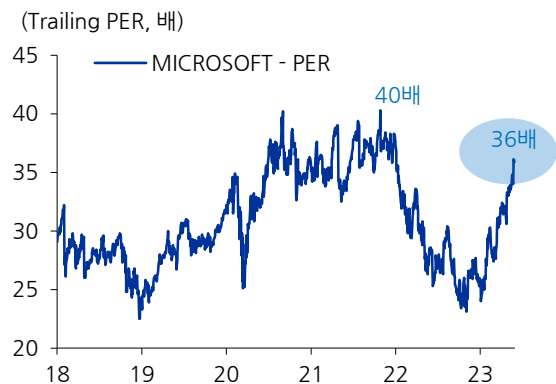
PER이 높다고 주가가 하락해야 하는 것은 아니다. 그러나 주가가 기대를 반영한다고 해도, 실제 이익이 늘어나는데 시간이 필요하다. 2016 년을 제외하면 주가 저점 당시 PER이 10 배 이상에서 형성된 경우는 드물다(현재 12.9 배, 도표 14).

도표 11. 엔비디아 PER, 200 배를 상회



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 12. MSFT PER, 2022 년 고점에 접근



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 13. 삼성전자 12 개월 예상 실적 기준 25 배



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 14. PER이 높을 때 주가 상승 경우 많지 않아



자료: Refinitiv, 유진투자증권

새로운 세상에 대한 기대, 그래도 쉬어갈 시점

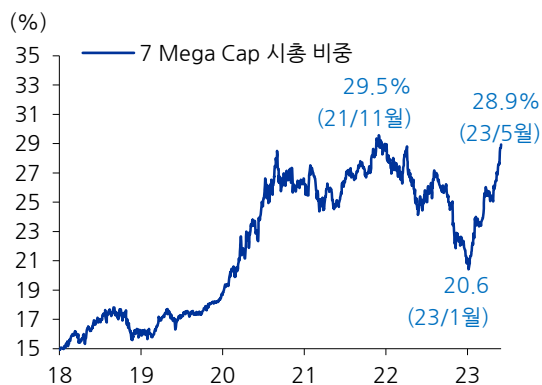
미국 빅테크
시가총액 비중
30%에 육박

AI 붐 덕분에 미국 빅테크주들의 저력을 재차 확인했다. 미국 빅테크 7개 기업들의 시가총액 비중은 지난 5월말 28.9%로, 2021/11월 고점을 거의 회복했다(도표 15). S&P500 대비 상대주가도 2021/12 월 이후 최고다(도표 16). 필라델피아 반도체주의 상대강도는 2022 년초를 넘어섰다(도표 17). 2022 년의 패자였던 빅테크와 반도체주가 AI 붐과 함께 화려하게 부활한 것이다.

FANG 와 반도체
상대강도, 21/22 년
고점에 접근

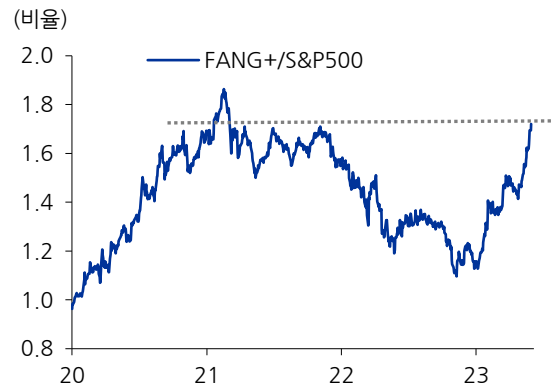
그러나 시가총액 비중이나, 상대강도 모두 주가가 이전 고점에 접근했다. 상대적으로 국내 반도체주들의 상대강도는 2022 년 고점에 비해 여유가 있다(도표 18). 미국 증시에 비해 국내 AI/반도체 테마가 취약하지 않을 것이다. 그래도 쓸림이 더 강화되기 보다는 주춤할 시점에 접근 중인 것으로 판단된다.

도표 15. 미국 빅테크 시가총액 비중 30%에 접근



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 16. FANG+ 상대강도 2021 년 고점에 접근



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 17. 반도체주 상대강도는 22 년초를 상회



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 18. 국내 반도체주는 아직 여유 남아 있어



자료: Refinitiv, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다