

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2023. 8. 17 (목)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

이야기와 숫자의 시간

오늘의 차트

최근 미국 채권시장 베어 스티프닝의 배경

칼럼의 재해석

미국 금리 인상기 신흥국 시장의 탄력적 회복

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 추천 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



▲ 주식 시황
Analyst 이수정
02. 6454-4893
sj_lee@meritz.co.kr

이야기와 숫자의 시간

- ✓ 증시의 계절성: 시기에 따라 이야기와 숫자의 영향력 차이
- ✓ 기업 라이프 사이클: 고성장기(윌리엄 오닐), 성숙기(워렌 버핏)
- ✓ 이야기와 숫자의 중요성에 따른 매매 전략

계절성(Sell in May)의 원인

Sell in May: 11~4월 > 5~10월

'Sell in May' 전략은 12개월중 11~4월 기간의 수익률이 5~10월 기간보다 좋다는 경험칙에서 비롯되었다. 봄(5월)에 주식을 팔고 시장을 떠났다가 가을(10월)에 다시 매수하는게 그 반대보다 우월하다는 주장이다.

역사적으로 KOSPI, KOSDAQ
11~4월 수익률 > 5~10월

달력 효과(Calendar Effect)에 대한 믿음은 효율적 시장 가설과 배치되지만 실증적으로는 입증되었다. Bouman과 Jacobsen(2002)의 연구는 37개 대상 국가 중 36개국에서 이러한 계절성이 발생하였음을 보여준다. 실제로 1990년 이후 KOSPI를 10월 말에 사서 4월 말에 팔았을 때 평균 수익률은 +8.2%로, 4월 말에 사서 10월 말에 팔았을 때의 -0.8%보다 8.9%p나 높았다. 1996년 이후 KOSDAQ 지수로 계산하면 이 차이는 16.3%p로 더 벌어진다.

여름은 주식이 어려운 시기

분기 단위로 보면 KOSPI와 KOSDAQ 모두 3분기 평균 수익률이 가장 저조했다. 과거 양(+)의 월간 수익률 기록 비중은 KOSPI가 6월, 8월, 2월 순으로 낮았고 KOSDAQ은 7월, 9월이 낮았다. 즉 서머 랠리에 대한 기대와 달리 여름은 역사적으로 주식이 안되는 시즌이다.

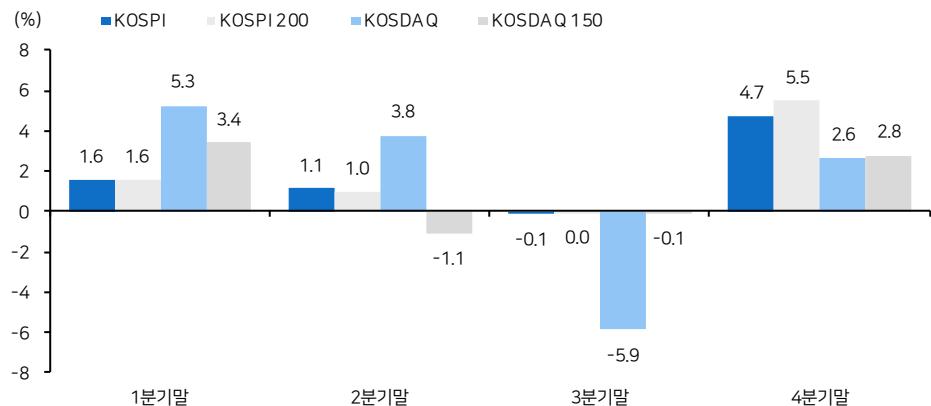
표1 한국 주가지수 과거 6개월 평균 수익률 비교

	KOSPI	KOSPI 200	KOSDAQ	KOSDAQ 150
11~4월 (10/31 ~ 4/30)	+8.2%	+8.6%	+10.3%	+6.0%
5~10월 (4/30 ~ 10/31)	-0.8%	-0.6%	-6.0%	-2.0%
격차	8.9%p	9.2%p	16.3%p	8.0%p

주: KOSPI/KOSPI 200 1990년 이후, KOSDAQ 1996년 이후, KOSDAQ 150 2010년 이후

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

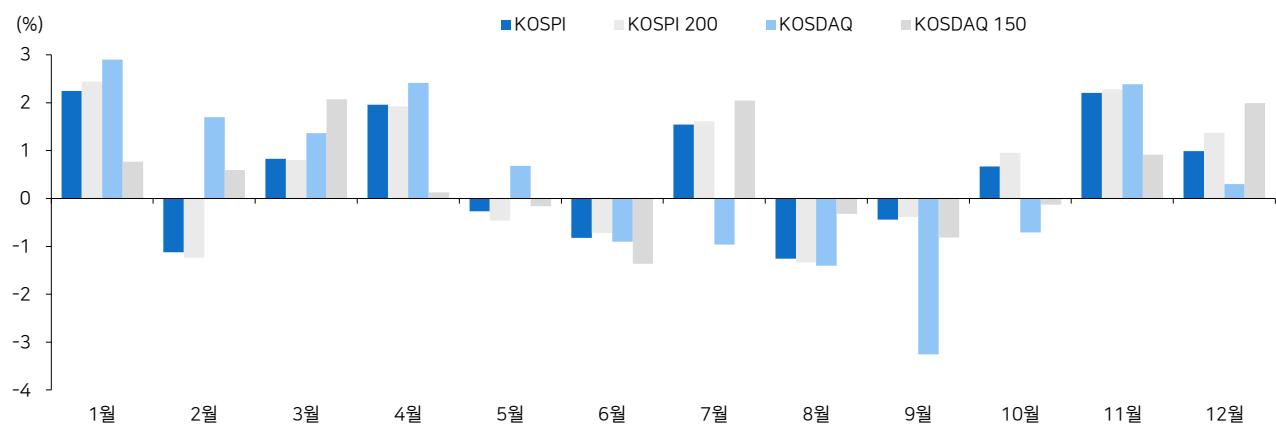
그림1 한국 주가지수 과거 분기(3개월) 평균 수익률



주: KOSPI/KOSPI 200 1990년 이후, KOSDAQ 1996년 이후, KOSDAQ 150 2010년 이후

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

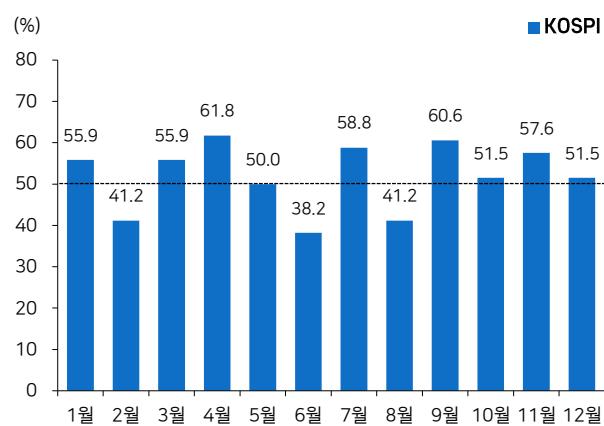
그림2 한국 주가지수 과거 월 평균 수익률



주: KOSPI/KOSPI 200 1990년 이후, KOSDAQ 1996년 이후, KOSDAQ 150 2010년 이후

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

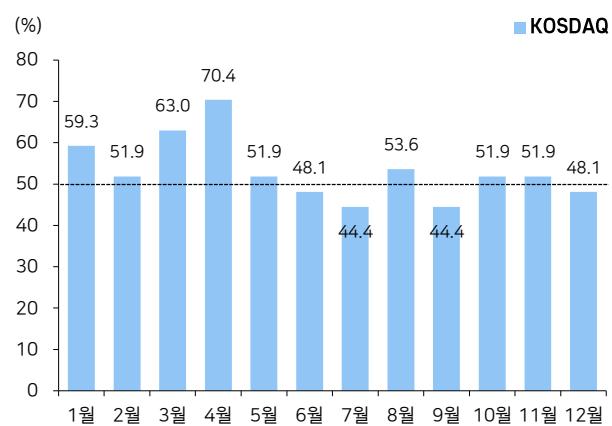
그림3 KOSPI 과거 월간 상승 기록 비율(1990년 이후)



주: 1990년 이후 34개의 1월 중 55.9%인 19개의 1월에서 지수 상승

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림4 KOSDAQ 과거 월간 상승 기록 비율(1996년 이후)



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

계절성의 원인은 어닝시즌

한국 정기보고서 제출대상법인은 분기(반기) 경과 후 45일 이내 분기(반기)보고서를 공시해야한다. 사업보고서는 결산 후 90일 이내다. 즉 1분기 보고서는 5월 15일, 2분기 혹은 반기보고서는 8월 14일, 3분기 보고서는 11월 14일까지 제출해야한다. 12월말 결산법인의 사업보고서는 3월말까지다. 따라서 2월 말~3월, 4월 말~5월, 7월말~8월, 10월말~11월은 어닝시즌이다.

연말연초: 숫자보다 내러티브

연말연초에는 산타 랠리와 1월 효과가 존재한다. 통상적으로 3분기 실적은 다음해에 대한 기대로 간파되고 배당 플레이어는 12월, 새해 시작에 따른 낙관과 신규 자금 집행은 1월 주식시장을 뒷받침한다. 장밋빛 미래를 그리는 연간 전망 자료가 쏟아지는 가을에 주식을 사서 이를 증명해야 하는 봄에 파는 전략은 합리적이다.

2, 3분기 실적 발표: 숫자에 민감

반면 한국에서 어닝 랠리는 말이 존재하지 않는 것처럼 실적발표는 주가의 단기 고점을 만드는 경우가 많다. 실적이 예상치를 하회하면 어닝 쇼크, 예상치를 상회해도 'K-셀온'이 나온다. 연간 단위의 큰 그림보다는 단기 성과를 평가하게 되는 2, 3분기 실적발표 시즌, 여름이 상대적으로 불리한 이유다.

실적 발표는 이야기와 숫자를 교차검증하는 이벤트

실적 발표는 시장에서 회자되는 이야기(Narrative)의 힘으로 고평가되거나 저평가된 주식의 숫자(Numbers)를 확인하는 이벤트이기도 하다. 어닝 시즌에는 고공 행진을 하던 주식이 급락하고 소외된 주식이 재발견되는 순환매가 발생하기 쉽다. 이야기와 숫자가 교차검증되기 때문이다.

2008년 이후 내러티브 주도

2008년 금융위기 이후 연준의 양적완화는 모든 것의 버블(Everything Bubble)을 탄생시켰다. 미국 GDP 대비 시가총액과 기업이익 비율을 비교해보면, 2010년대에는 기업이익에 비해 시가총액의 증가세가 가팔랐다. 풍부한 유동성 환경에서 숫자보다는 이야기가 각광을 받으며 FANMAG(Facebook, Apple, Netflix, Microsoft, Amazon, Google)이 등장했다. 2021년 사상 최고가를 기록한 비트코인은 스토리텔링의 끝판왕이다.

그림5 미국 주식 시가총액 vs. 기업이익



자료: Wilshire Associates, U.S. Bureau of Economic Analysis, 메리츠증권 리서치센터

이야기와 숫자: 기업 라이프 사이클

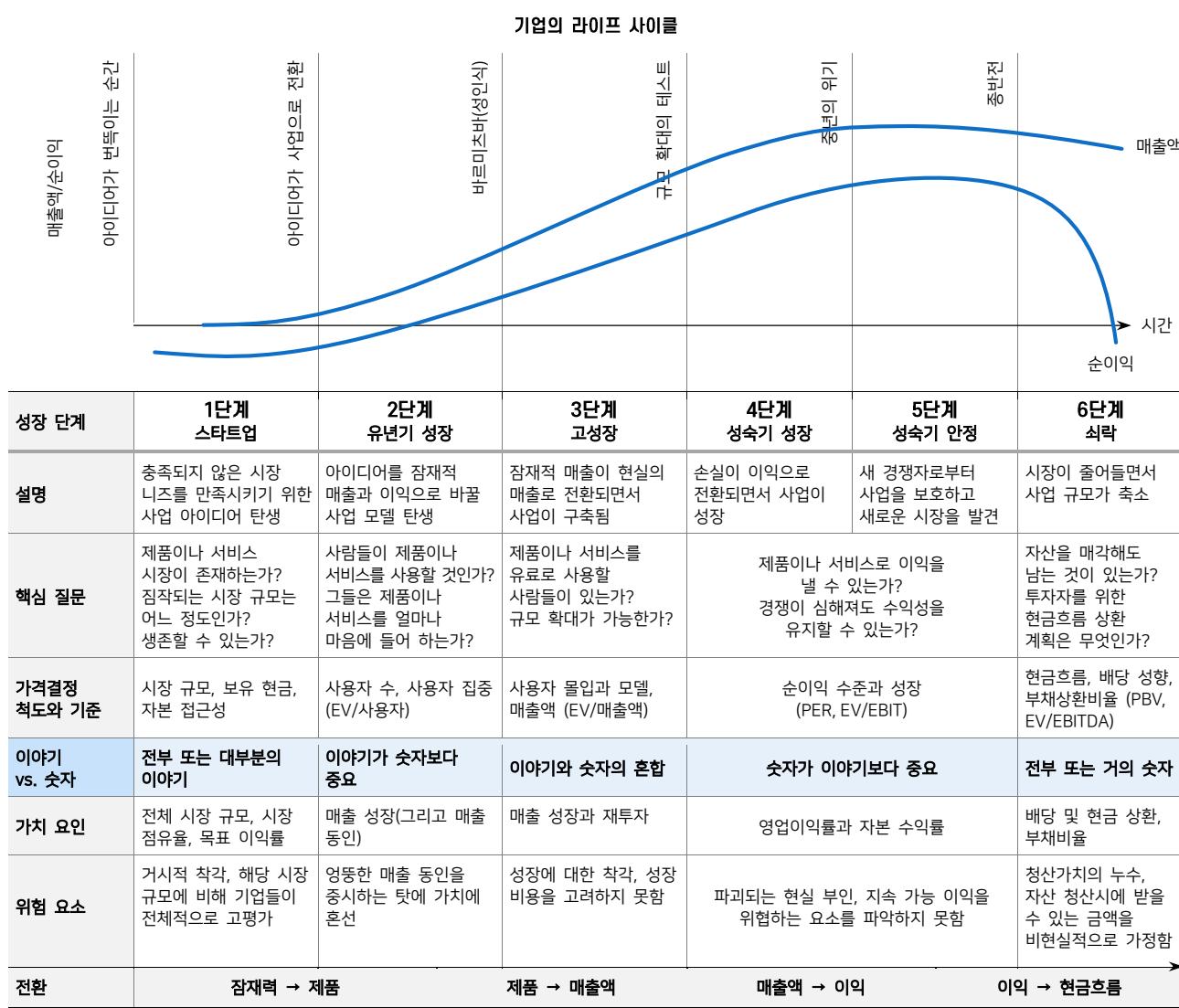
가치평가 = 이야기 + 숫자

애스워드 다모다란(Aswath Damodaran) 교수는 저서 『내러티브 앤 넘버스(Narrative and Numbers)』에서 좋은 가치평가는 이야기와 숫자를 모두 이용해야 한다고 강조했다. 또한 기업의 라이프사이클에 따라 이야기와 숫자의 상대적 중요성이 변화한다고 보았다.

기업 라이프 사이클 단계 투자

기업이 시작하는 단계에서는 내러티브가 대부분이다. 제품이 출시되어 상용화된 후에는 매출로 시장의 크기가 확인되어야 한다. 규모가 커지고 나서는 이 매출을 통해 흑자가 나길 바란다. 이익의 숫자가 안정되고 사업이 성숙기에 접어들면 초기 스토리가 가졌던 흥분은 사라지고 청산가치와 주주환원에 대한 계산만 남는다.

그림6 기업 라이프 사이클 단계에 따른 투자

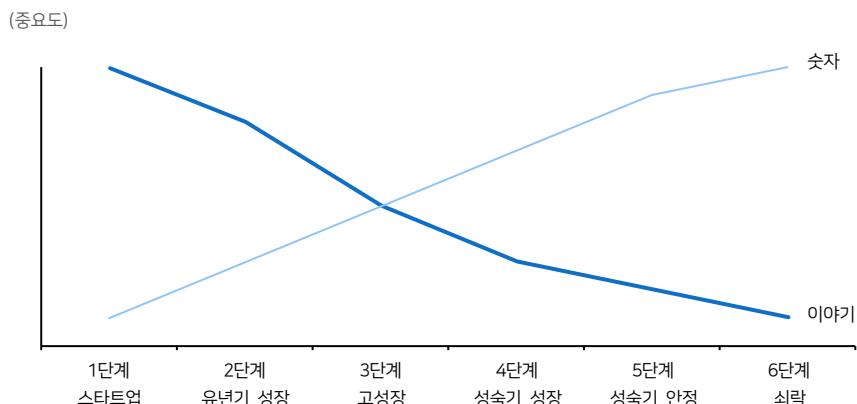


자료: 애스워드 다모다란, 『내러티브 앤 넘버스』

기업이 성장할수록 이야기→숫자

즉 기업이 성장할수록 이야기보다 숫자의 중요성이 커지고, 초점은 기업의 잠재력
→ 제품 → 매출 → 이익 → 현금흐름으로 이동한다.

그림7 기업 라이프 사이클 단계와 이야기 vs. 숫자의 상대 중요성 도식



자료: 메리츠증권 리서치센터

닷컴 버블 당시 Cisco 사례

미국 경제는 1990년대 들어 다수의 예상을 넘어서는 장기 호황을 지속했다. 전통적인 경기변동이론에 따르면 높은 경제성장은 인플레이션을 유발한다. 그러나 당시 미국 실업률이 4.5%로 낮았음에도 물가상승률 또한 1960년대 이후 가장 낮았다. 이를 규명하는 과정에서 신경제학파(New economics)가 등장했다.

신경제학자들은 고성장-저물가의 미스터리는 1980년대부터 일기 시작한 컴퓨터 등 정보통신분야의 기술혁신으로 수확체증과 네트워크 효과가 발생해 생산성이 향상된 결과라고 설명했다. 기업들이 정확한 전망을 통해 생산을 하므로 수급 불균형과 재고 누적에 따른 전통적인 경기사이클이 종식됐다고 주장한 것이다.

Cisco Systems는 신경제학파의 이론을 뒷받침해줄 수 있는 기업이었다. 1990년 IPO 후 세계 최대 인터넷 장비회사로 부상하며 10년 만에 주가가 1,000배 증가해 2000년 3월 시가총액은 4,650억 달러, PER은 120배였다. 당시 37개 IB 중 Cisco에 대해 SELL 또는 HOLD 의견을 낸 곳은 없었으며 모두 BUY 혹은 STRONG BUY 의견이었다. 이때 Microsoft의 시가총액은 약 5,100억달러, PER은 55배였는데 Morgan Stanley의 애널리스트 George Kelly는 낮은 PER은 투자자들이 불편함을 느낀다는 신호라며 Cisco를 Microsoft보다 높게 평가했다. Credit Suisse의 애널리스트 Paul Weinstein은 몇 년 안에 Cisco가 시가총액 1조 달러 기업이 될 수 있다며 강력 매수 의견을 냈다.

**이야기와 함께 매출도 성장했으나
숫자가 망가지며 버블 붕괴**

하지만 몇 달 후 인터넷과 통신산업의 거품은 꺼져버렸다. 2001년 5월 8일 Cisco CEO인 John Chambers는 4월로 끝난 회계분기에서 매출 47억 달러에 적자 27억 달러를 기록했다고 밝혔다. 매출은 전 분기보다 30% 떨어졌고 다음 분기에도 10% 정도 감소할 것이라는 말을 덧붙였다. 그는 '100년만의 대홍수'라는 표현을 쓰며 적자요인을 외부 경제환경 탓으로 돌렸다. CEO 자신도 거품이 한 번에 꺼질 줄은 몰랐던 것이다.

Cisco 경영위기의 주범은 창고에 가득 쌓인 재고물량이었다. IT 거품이 꺼지기 시작한 2000년 11월에서 2001년 1월까지 한 회계분기에 25억 달러 어치의 재고가 쌓였다. 분기 매출의 절반에 이르는 엄청난 물량이다. 다음 분기 재고 역시 조금 줄었을뿐 22억 달러나 됐다.

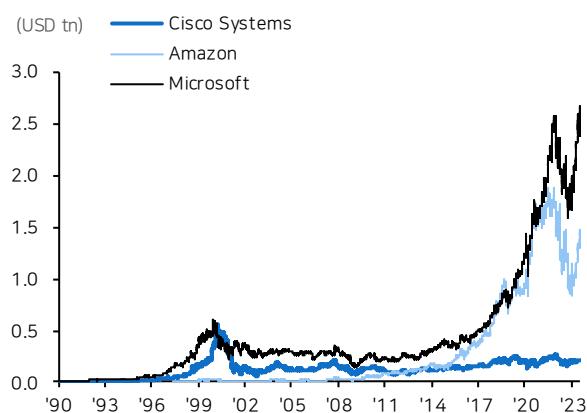
Cisco는 분기 재고의 3분의 2인 15억 달러 어치를 폐기 처분했다. IT 산업이 너무 빨리 변하기 때문에 9개월 전에 사들인 원료도 소용이 없다는 것이다. 신경제 이론가들은 새로운 시대에도 일시적인 수급 불균형이 생기지만 정보시스템에 의해 곧 균형을 되찾는다고 주장해왔다. 그러나 Cisco의 재고 누적은 이들이 주장해 온 경기사이클 소멸론을 정면으로 부정했다. 현대적 e-비즈니스의 선두 주자임을 자처해 온 Cisco는 인터넷을 이용한 사이버 공간에서 공정을 관리하고 비용을 줄이겠다고 공언했지만 그 결과를 현실에서 보여주지 못했다. 이는 이야기로 시작해 숫자로 끝나는 기업의 사이클을 단적으로 보여준다.

표2 닷컴 버블 당시 주요 기업 연간 매출성장률

(단위: YoY)	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Amazon	2981.41%	838.57%	312.63%	168.91%	68.43%	13.05%
Microsoft	46.05%	30.99%	34.37%	29.39%	16.25%	10.19%
Cisco Systems	83.46%	57.23%	31.34%	43.91%	55.49%	17.78%
Intel	28.67%	20.26%	4.80%	11.86%	14.76%	-21.31%

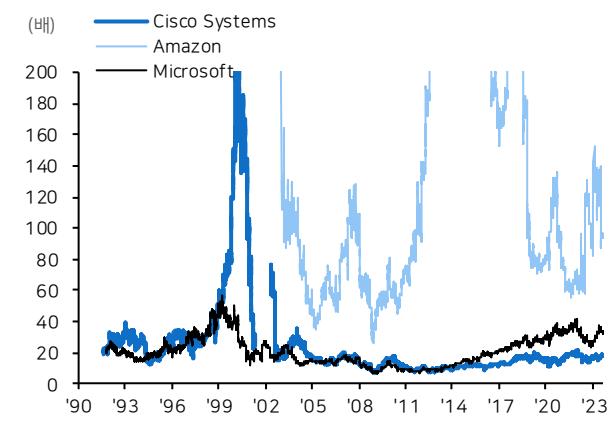
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 Cisco, Amazon, Microsoft 시가총액



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 Cisco, Amazon, Microsoft PER



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

새로운 이야기가 시작된 Amazon, Microsoft

Cisco와 달리 Amazon과 Microsoft는 새로운 이야기의 주인공이 됐다. 매출이나 EPS 추정치에도 내려티브는 가미된다. 숫자의 끝은 현금흐름이다. 현재 Amazon의 주가/잉여현금흐름(P/FCF) 배율은 450배다. P/FCF 배수를 2009년 1월 당시의 17배에 고정한다면 Amazon 주가는 140달러가 아니라 5달러여야 한다.

그림10 Amazon 주가: 이야기 vs. 숫자



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

워렌 버핏은 기업 라이프 사이클의 마지막 단계, 숫자에 집중

워렌 버핏은 기업 가치를 오너 어닝(Owner earnings) 개념으로 평가한다. 1986년 Berkshire Hathaway 주주서한에서 그는 '오너 어닝 = 순이익 + 감가상각 ± 기타 비현금성 비용 - 연간 평균 유지보수 자본적 지출 ± 운전자본 변동'이라고 소개했다.

영업으로 창출한 현금 유입에서 현재 경쟁상황에서의 위치를 유지하기 위해 필수적으로 지출해야만 하는 자본적 지출과 이에 따라 요구되는 부가적 운전자본을 뺀 이익이 소유주에게 의미 있는 이익이라고 본 것이다. 버핏이 계산하는 기업 내재 가치는 미래 오너 어닝의 현재가치 합이다($\text{Intrinsic Value} = \text{Owner Earnings}_1/(1+r) + \text{Owner Earnings}_2/(1+r)^2 + \dots$).

오너 어닝은 잉여현금흐름 개념과 유사하다. 버핏이 인수한 회사들은 대개 차입이 거의 필요 없을 정도의 재무 건전성을 갖고 있기 때문에 차입에 의한 현금흐름을 특별히 언급하지 않았을 뿐이다.

주목할 점은 오너 어닝에 성장의 개념이 배제되어 있다는 사실이다. 버핏은 기업을 볼 때 EPS보다 ROE를 중시한다. 좀처럼 바뀌지 않는 간단하고 이해하기 쉬운 사업 모델을 가진 기업에만 투자한다. 현금흐름을 예측하기 용이하기 때문이다. 즉 워렌 버핏은 기업 라이프 사이클의 마지막 단계에 초집중하는 투자자다. 버핏은 Amazon을 담지 않는다. 대신 Apple은 매수한다.

윌리엄 오닐은 기업 라이프 사이클
3~4단계에 집중,
이야기와 숫자 모두 고려

윌리엄 오닐(William J. O'Neil)은 기본적 분석과 기술적 분석을 결합한 성장주 투자기법으로 유명하다. 그는 과거 고수익을 안겼던 종목을 통계적으로 분석하여 CAN SLIM 투자전략을 만들었다. 여기서 C와 A는 숫자, N은 이야기에 해당된다.

오닐은 성장주를 연평균 20% 이상의 매출과 이익이 증가하는 기업으로 정의했다. 또한 최고의 주식들은 시세 대폭발 직전 분기에서 순이익의 급증이 나타난다고 했다. 순이익 증가율은 매분기마다 높아져야 한다. 이때 비용절감을 통한 순이익의 증가가 아니라 매출 성장이 동반된 순이익의 증가여야한다. 순이익 증가율이 감소하고 있다면 성장주로서의 생명은 끝난 것이며 매도해야 한다고 주장했다.

그는 잘 팔리는 신제품이나 호응도가 좋은 서비스를 보유한 회사의 주식을 좋아했다. 시장이 크고 반복구매가 일어나는 제품을 생산하는 회사인지 확인하라고 조언했다. 공급부족이나 판매가 상승이 나타나는 것도 좋다는 설명이다.

즉 오닐은 기업 라이프 사이클의 3단계 고성장 → 4단계 성숙기 성장 전후를 포착하는 투자자다. 이야기와 숫자를 모두 고려할 수밖에 없다.

표3 윌리엄 오닐, CAN SLIM

항목	내용
C: Current quarterly earnings per share (분기별 주당 순이익 증가율)	전년동기대비 이번 분기의 주당순이익이 최소 25%이상 증가했는가?
A: Annual earnings increase (연간 주당 순이익 증가율)	연간 주당 순이익이 최소 24%이상 증가했는가?
N: New (새로운 이슈 - 신제품, 신고가, 신경영 등)	신제품, 경영혁신, 신고가를 가지고 있는가?
S: Shares outstanding or Supply and demand (발행 주식수 또는 수급)	발행주식수가 적은가? 대주주지분은 많은가?
L: Leader or Laggard (선도주 또는 소외주)	강하게 주가가 상승하고 있는 종목(주도주)인가? 아닌가?
I: Institutional sponsorship (기관 혹은 외국인 투자자들의 관심 및 후원)	"기관투자가 선호하는 주식인가? 혹은 기관투자가 너무 많이 보유해서 더 이상 매수할 수 없는 종목인가?"
M: Market direction (시장 방향성)	시장은 강세인가? 약세인가?

자료: 메리츠증권 리서치센터

2003~2006년 Apple 3~4단계

그는 「How To Find & Own America's Greatest Opportunities」에서 매매 대상 주식을 선정하고 진입, 매집, 차익실현 하는 차트 타이밍에 대해 기술했다. 여기에는 2003~2006년의 Apple 매매가 소개되어 있다.

Apple은 1996년 스티브 잡스 복귀, 1998년 iMac, 2001년 iPod, 2007년 iPhone, 2010년 iPad를 연달아 출시하며 세계 시가총액 1위 기업이 된다. 윌리엄 오닐은 2000년 초반의 Apple에 대해 "새롭고 뛰어난 리더는 경쟁자와 극적으로 다르면서 더 나은, 독보적 제품이 있어야 한다. 매출과 EPS 추정치가 크게 오르고 기관 매수가 들어와야 한다. Apple은 언제나 혁신가였지만 수익을 창출하지 못했다. 하지만 잡스가 돌아온 뒤로 모든게 달라졌다."고 기술했다.

그림11 월리엄 오닐 「How To Find & Own America's Greatest Opportunities」: Apple 2003~2006년 사례

How To Find & Own America's Greatest Opportunities

By William O'Neil

It's always better to follow history-proven rules of when it's best to buy or sell. You will make fewer bad mistakes than you will when you just go by personal opinions or how you feel psychologically or listening to tips. Also note how when true big leaders correct, they tend to stop at the top area of the previous sound base or get professional support around their 10-week moving average line.

The real key is the outstanding new leaders need unique new products that are dramatically different and better than their competitors. Both sales and earnings should be up significantly as they gain share of market and institutional buyers.

You

PCs, the Internet, cell phones and now Apple's iPads.

Apple was always an innovator, but never fully capitalized on its products. That all changed after Steve Jobs returned to the company

19-week classic cup with handle
Buy
Note 6 weeks tight closes means accumulation

Big

earnings increases drive stocks and they are more important than the P/E ratio or dividend yield. America has more innovative new stocks than any other country

Apple (AAPL) Weekly Chart

Sell 3 weeks is not a flat base which must be 5 weeks or more. Stock has just doubled again.

Add after 4 weeks tight

Add

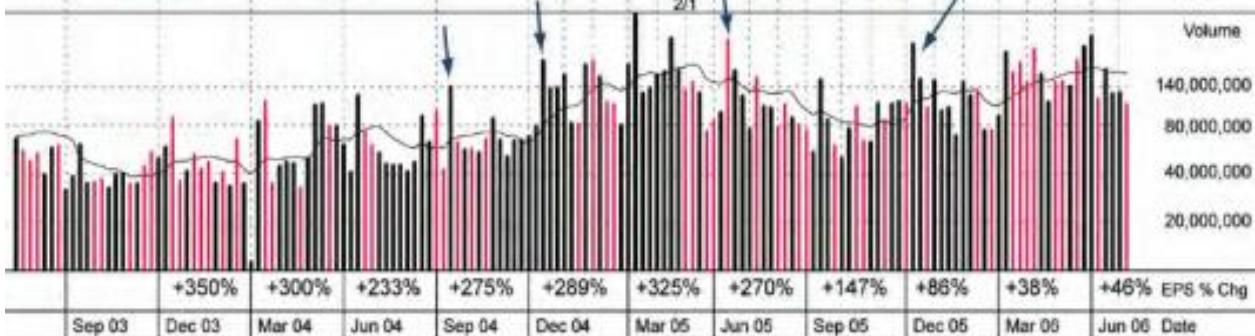
Buy

Add off 10-week moving average line on volume

Add off 10-week moving average line on volume.

Add off 10-week moving average line on volume. Also, 5th quarter of EPS over 200%

Do not sell on this big volume close below 10-week line. The first 2/1 split after big run up will correct and later move higher, especially when prior 3 quarters had huge EPS acceleration



자료: 월리엄 오닐, 「How To Find & Own America's Greatest Opportunities」

[월리엄 오닐 Apple 주식 신규 진입 시점 주요 지표]

- ① 최근 2개 분기 EPS YoY +300%, +433%
- ② 분기 매출 가속 -1% +8%, +19%, +36%
- ③ 상승 하락 거래량 1.4배, 신고경신
- ④ R&D 매출의 7.6%
- ⑤ 부채 없음
- ⑥ 경영진이 자사주 보유 4%
- ⑦ 차기연도 EPS 추정치 +130%
- ⑧ 스폰서십, Fidelity 상위 3개 펀드가 각각 2백만주 넘게 신규 매수
- ⑨ 직전 분기 EPS가 추정치 14% 상회
- ⑩ PER 비율 72배

2012년 이후 Apple 성숙 단계

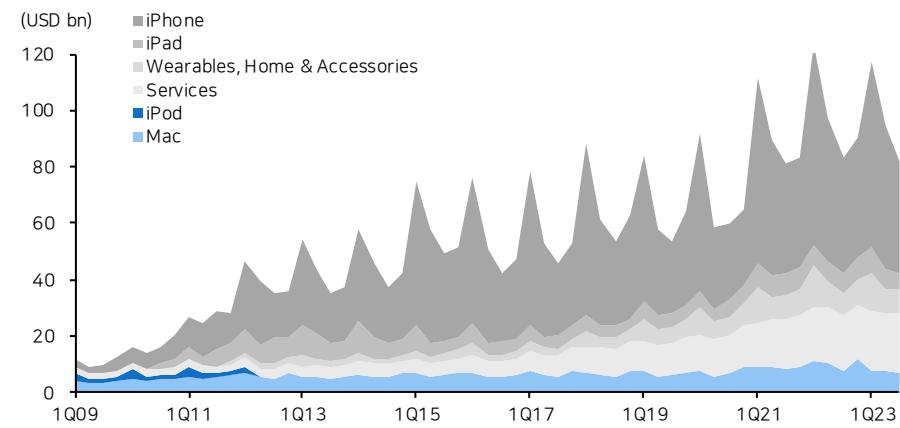
스티브 잡스는 혁신을 통해 이야기를 만드는 예술가형 CEO였다. 2011년 새로 선임된 팀 쿡은 숫자에 능한 관리자형 CEO다. 팀 쿡은 OM(Operations Management) 분야, 특히 공급사슬관리(Supply Chain Management: SCM) 전문가다. 그는 Apple에서 근무하며 100개에 이르던 부품공급사를 20개로 줄이고 생산공장을 가깝게 배치해 재고를 기존의 70일에서 10일 수준으로 낮추는 등 비용을 절감해 회사의 마진을 높이는데 기여했다. 잡스 사후 Apple의 혁신 지속 가능성에 대한 회의가 팽배했지만 팀 쿡은 혁신 대신 경영 능력으로 Apple을 전세계 시가총액 1위 기업으로 만들었다.

표4 스티브 잡스 사후 Apple 실적과 주가 반응

(단위: USD mn)	매출액			영업이익		주가 반응	
보고일	실제	추정치	서프라이즈 비율	영업이익	영업이익률	+1D	+1W
2012-07-24	35,020	37,250	-5.99%	11,573	33.05%	-4.32%	-11.12%
2012-10-23	35,966	35,816	0.42%	10,944	30.43%	-0.91%	-3.10%
2013-01-30	54,512	54,868	-0.65%	17,210	31.57%	-12.35%	-3.89%
2013-05-01	43,603	42,298	3.09%	12,558	28.80%	-0.16%	0.50%
2013-07-24	35,323	35,093	0.66%	9,201	26.05%	5.14%	-2.65%
2013-10-30	37,472	36,839	1.72%	10,030	26.77%	-2.49%	-1.85%
2014-01-29	57,594	57,476	0.21%	17,463	30.32%	-7.99%	-0.83%
2014-04-23	45,646	43,531	4.86%	13,593	29.78%	8.20%	4.17%
2014-07-23	37,432	37,929	-1.31%	10,282	27.47%	2.61%	-1.41%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 Apple 제품별 분기 매출액



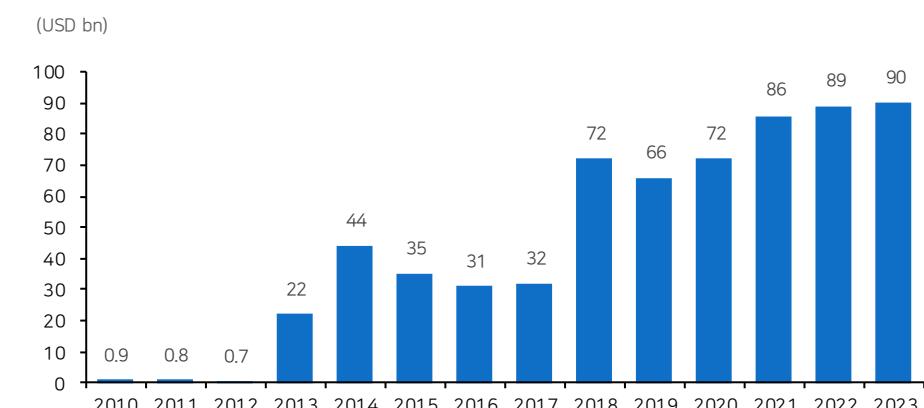
자료: Apple, 메리츠증권 리서치센터

워렌 버핏의 Apple 매수는 성숙~안정기 진입 의미

Apple은 2013년부터 의미 있는 규모의 자사주 매입을 시작했다. 워렌 버핏은 투자 기업의 현금 유동성과 자사주 매입, 배당을 포함한 주주환원을 중시한다. 버핏은 잡스 경영 당시만 해도 기술 기업을 이해할 수 없다고 했지만 2016년 처음 Apple을 매수했다. Apple은 이제 Berkshire Hathaway 투자 포트폴리오에서 가장 큰 비중을 차지하는 종목이다.

윌리엄 오닐이 매매할 당시 2003~2006년 Apple은 고성장 단계의 기업이었다. 반면 워렌 버핏이 매수하기 시작한 2010년대 이후의 Apple은 성숙 단계의 기업이다. Apple car가 나온다면 새로운 이야기가 시작되겠지만 예상 출시 일정은 2026년까지 미뤄졌다.

그림13 Apple 연간 자사주 매입 금액



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

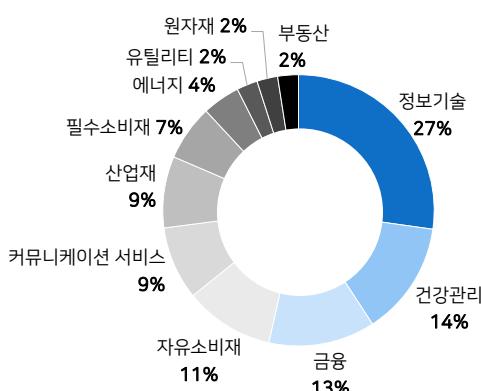
Berkshire Hathaway의 집중투자

Berkshire Hathaway의 투자 포트폴리오는 의외로 몇 개 업종에 집중되어 있다. 정보기술(Apple), 금융(Bank of America, American Express), 필수소비재(Coca-Cola, Kraft Heinz), 에너지(Chevron, Occidental Petroleum)의 4개 업종이 전체의 95%를 차지한다. S&P 500과 비교해보면 차이는 뚜렷하다.

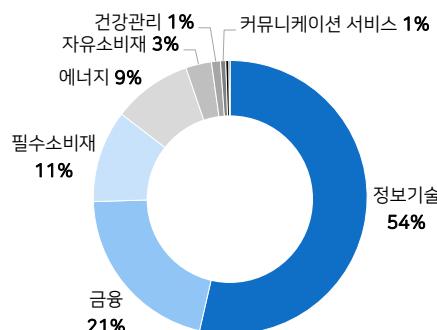
성숙 단계 기업은 저가 매수

업종 구성 추이를 보면 Apple 비중을 과반수 이상으로 늘리면서 2020년 들어 에너지 투자를 확대하고 있다. Berkshire Hathaway는 2020년부터 일본 5대 종합상사에 투자해왔다. 최근에는 미국 LNG 수출 터미널 중 하나인 Cove Point 지분 50%를 33억달러에 인수했다.

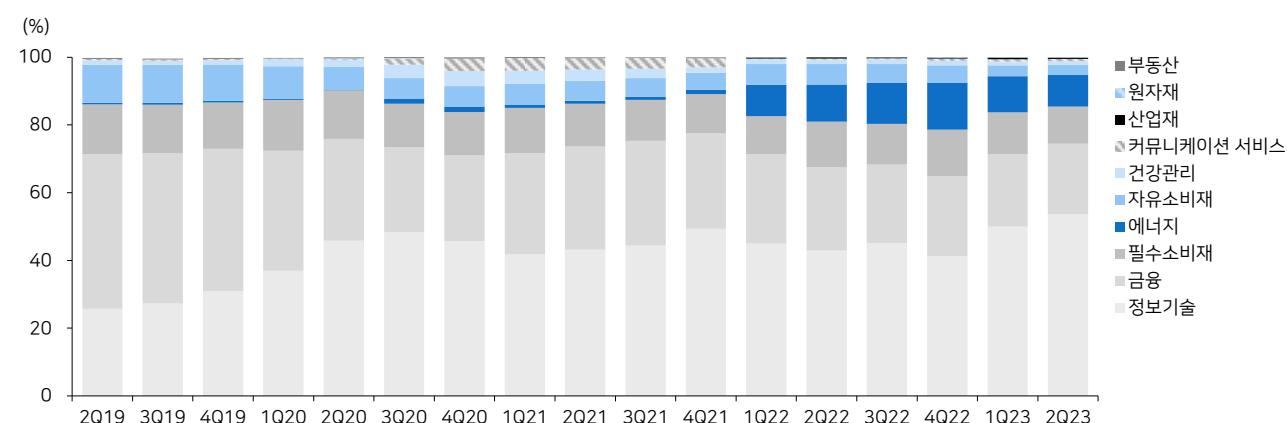
버핏은 2016년 Apple이 52주 신저가를 기록하고 칼 아이칸이 손절을 선언할 당시 매집을 시작한 것처럼, 원유와 천연가스 가격이 하락해 주가가 휘청일 때 투자를 단행했다. 탈세계화와 미국 리쇼어링으로 친환경 넷제로(Net-Zero) 시대에서도 화석연료가 여전히 주요 에너지원으로 쓰일 거라 판단한 것이다.

그림14 S&P 500 업종 구성

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 Berkshire Hathaway 투자 포트폴리오 ('23.06.30)

자료: SEC (Form 13F), 메리츠증권 리서치센터

그림16 Berkshire Hathaway 투자 포트폴리오 업종 구성 추이

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 Berkshire Hathaway 투자 포트폴리오 (2023.6.30)

기업명	티커	보유 금액 (2023.6.30)	주수	포트폴리오 내 비중	GICS 업종명
APPLE INC (COM)	AAPL	\$177,591,247,000	915,560,382	51.00%	정보기술
BANK OF AMERICA CORP (COM)	BAC	\$29,632,525,000	1,032,852,006	8.51%	금융
AMERICAN EXPRESS CO (COM)	AXP	\$26,410,584,000	151,610,700	7.59%	금융
COCA COLA CO (COM)	KO	\$24,087,999,000	400,000,000	6.92%	필수소비재
CHEVRON CORP (COM)	CVX	\$19,372,949,000	123,120,120	5.56%	에너지
OCCIDENTAL PETROLEUM (COM)	OXY	\$13,178,796,000	224,129,192	3.78%	에너지
KRAFT HEINZ CO (COM)	KHC	\$11,560,036,000	325,634,818	3.32%	필수소비재
MOODYS CORP (COM)	MCO	\$8,578,175,000	24,669,778	2.46%	금융
HP INC. (COM)	HPQ	\$3,714,461,000	120,952,818	1.07%	정보기술
DAVITA HEALTHCARE PARTNERS I (COM)	DVA	\$3,626,522,000	36,095,570	1.04%	건강관리
VERISIGN INC (COM)	VRSN	\$2,895,945,000	12,815,613	0.83%	정보기술
CITIGROUP INC. (COM)	C	\$2,543,471,000	55,244,797	0.73%	금융
KROGER CO. (COM)	KR	\$2,350,000,000	50,000,000	0.67%	필수소비재
VISA INC (COM CL A)	V	\$1,970,481,000	8,297,460	0.57%	금융
MASTERCARD INC (CL A)	MA	\$1,567,949,000	3,986,648	0.45%	금융
AON PLC (COM)	AON	\$1,496,442,000	4,335,000	0.43%	금융
PARAMOUNT GLOBAL (COM CL B)	PARA	\$1,491,259,000	93,730,975	0.43%	커뮤니케이션 서비스
LIBERTY MEDIA CORP DELAWARE (COM C SIRIUSXM)	LSXMK	\$1,414,207,000	43,208,291	0.41%	커뮤니케이션 서비스
AMAZON COM INC (COM)	AMZN	\$1,375,428,000	10,551,000	0.40%	자유소비재
CHARTER COMMUNICATIONS INC N (CL A)	CHTR	\$1,406,638,000	3,828,941	0.40%	커뮤니케이션 서비스
CAPITAL ONE FINANCIAL (COM)	COF	\$1,363,956,000	12,471,030	0.39%	금융
ACTIVISION BLIZZARD INC (COM)	ATVI	\$1,235,680,000	14,658,121	0.35%	커뮤니케이션 서비스
SNOWFLAKE INC (COM)	SNOW	\$1,077,944,000	6,125,376	0.31%	정보기술
GENERAL MTRS CO (COM)	GM	\$848,320,000	22,000,000	0.24%	자유소비재
NU HOLDINGS LTD	NU	\$845,167,000	107,118,784	0.24%	금융
ALLY FINANCIAL INC. (COM)	ALLY	\$783,290,000	29,000,000	0.22%	금융
D.R. HORTON (COM)	DHI	\$726,454,000	5,969,714	0.21%	자유소비재
T-MOBILE US INC (COM)	TMUS	\$728,114,000	5,242,000	0.21%	커뮤니케이션 서비스
LIBERTY SIRIUS XM SERIES A	LSXMA	\$663,014,000	20,207,680	0.19%	커뮤니케이션 서비스
MARKEL CORP. (COM)	MKL	\$652,392,000	471,661	0.19%	금융
CELANESE CORP. (COM)	CE	\$620,519,000	5,358,535	0.18%	소재
LIBERTY MEDIA CORP FORMULA ONE (COM SER C)	FWONK	\$581,347,000	7,722,451	0.17%	커뮤니케이션 서비스
LOUISIANA-PACIFIC CORP (COM)	LPX	\$528,227,000	7,044,909	0.15%	소재
FLOOR & DECOR HOLDINGS (COM)	FND	\$496,929,000	4,780,000	0.14%	자유소비재
GLOBE LIFE INC (COM)	GL	\$275,757,000	2,515,574	0.08%	금융
STONECO LTD (COM CL A)	STNE	\$136,260,000	10,695,448	0.04%	금융
JOHNSON & JOHNSON (COM)	JNJ	\$50,701,000	327,100	0.02%	건강관리
NVR INC	NVR	\$70,568,000	11,112	0.02%	자유소비재
DIAGEO ADR (COM)	DEO	\$39,510,000	227,750	0.01%	필수소비재
LIBERTY LATIN AMERICA LTD (COM CL A)	LILA	\$23,019,000	2,630,792	0.01%	커뮤니케이션 서비스
MONDELEZ INTL INC (CL A)	MDLZ	\$42,159,000	578,000	0.01%	필수소비재
PROCTER & GAMBLE CO (COM)	PG	\$47,859,000	315,400	0.01%	필수소비재
SPDR S&P 500 ETF TRUST	SPY	\$17,465,000	39,400	0.01%	-
VANGUARD S&P 500 ETF	VOO	\$17,513,000	43,000	0.01%	-
JEFFERIES FINANCIAL GROUP INC (COM CL C)	JEF	\$14,381,000	433,558	0.00%	금융
LENNAR CORP (CL B)	LEN.B	\$17,238,000	152,572	0.00%	자유소비재
LIBERTY LATIN AMERICA LTD (COM CL C)	LILAK	\$11,068,000	1,284,020	0.00%	커뮤니케이션 서비스
UNITED PARCEL SERVICE INC (CL B)	UPS	\$10,647,000	59,400	0.00%	산업재
합계		\$348,194,053,000		99.98%	

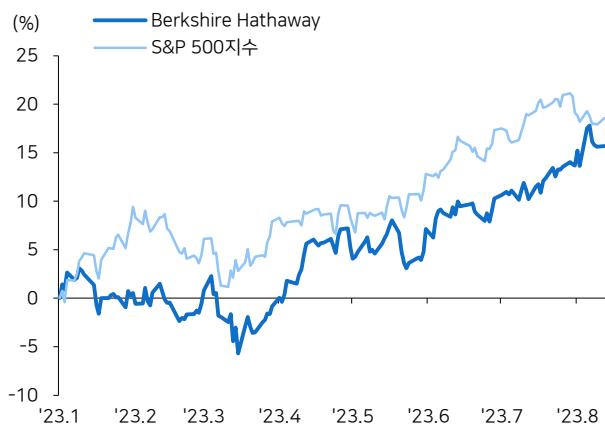
자료: Berkshire Hathaway Form 13F(2023.08.14 공시), 메리츠증권 리서치센터

기업 라이프 사이클,
이야기와 숫자의 중요성에 따라
매매 방식 차이

올해 누적 수익률 기준 Berkshire Hathaway는 S&P 500 지수를 하회하고 있다. 상반기까지 버핏이 선호하지 않는 내리티브형 주식이 득세했기 때문이다. 다만 2022년 초부터 누적 총수익을 계산하면 Berkshire Hathaway의 승리다. 작년 초 에너지 주식이 크게 선방한 덕분이다.

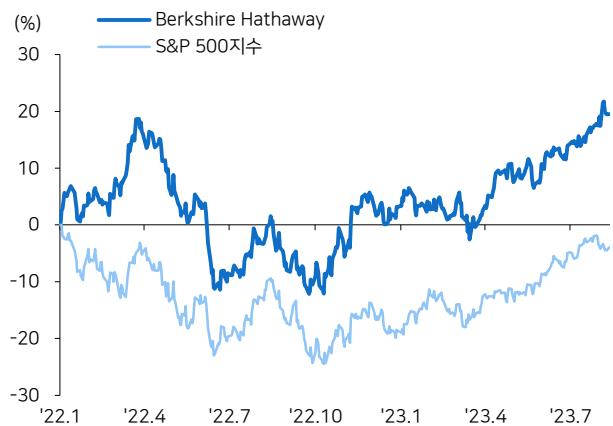
윌리엄 오닐이 커다란 시세가 나는 성장주를 추격매수하는 것과 반대로 워렌 버핏이 선호하는 성숙기의 FCF형 주식은 싸게 사는 것이 관건이다. 어떤 주식이 현재 이야기에 의해 움직이는지, 숫자에 의해 움직이는지를 파악하면 매매 방식도 결정 할 수 있다.

그림17 BRK/A vs. S&P 500 누적 총수익(Total return): YTD



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 BRK/A vs. S&P 500 누적 총수익: 2022년 이후



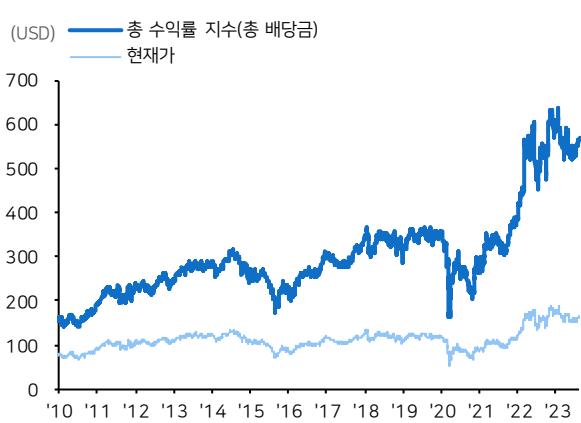
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 Apple(AAPL) 주가와 총 수익률 지수



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 Chevron(CVX) 주가와 총 수익률 지수



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Ex) HBM 주식: 고성장기
엔비디아 매출 성장 필요

예를 들어 HBM 주식에서 인공지능 반도체의 잠재력과 Nvidia 제품력에 대한 이견은 적다. 다음 스텝은 매출과 이익이다. 지난 분기 실적 발표에서 이미 Nvidia 데이터센터 부문의 두드러진 실적 개선이 확인됐다. 젠슨 황 CEO는 생성형 AI의 발전을 '아이폰 모멘트'라고 표현하며 내러티브를 만들었다. 다만 8월 초 컴퓨터 및 서버 제조업체인 Supermicro의 CEO 찰스 리양이 장 마감 후 실적 콘퍼런스콜에서 Nvidia의 AI용 GPU 공급에 제약을 느끼고 있다고 밝히면서 Nvidia가 당초 계획한 것만큼 생산을 원활히 하지 못할 수 있다는 우려가 불거졌다.

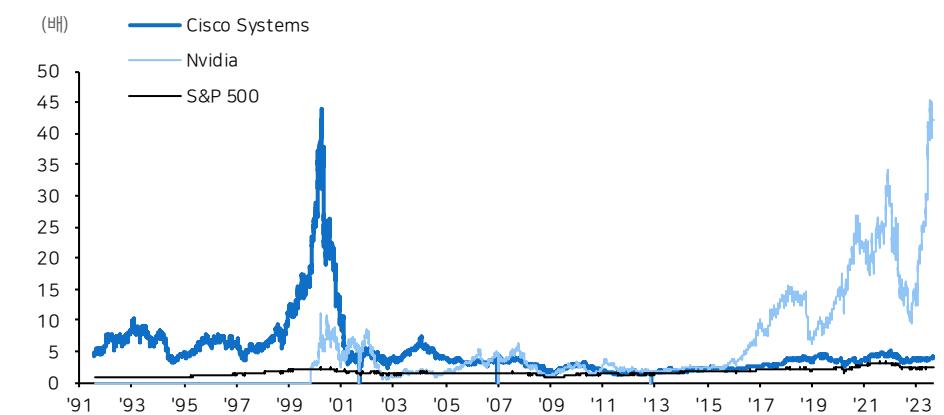
연말연초가 아닌 지금은 숫자가 주도하는 시기다. Nvidia가 공급 차질에 대한 우려를 극복하고 역대 최대 분기 매출을 기록한다면 2000년의 Cisco와 달리 성장은 계속된다.

표6 HBM 시장 점유율 전망

기업	2022	2023E	2024E
SK하이닉스	50%	46~49%	47~49%
삼성전자	40%	46~49%	47~49%
Micron	10%	4~6%	3~5%
합계	100%	100%	100%

자료: TrendForce (2023년 8월)

그림21 Cisco Systems, Nvidia 주가/매출액(PSR) 추이

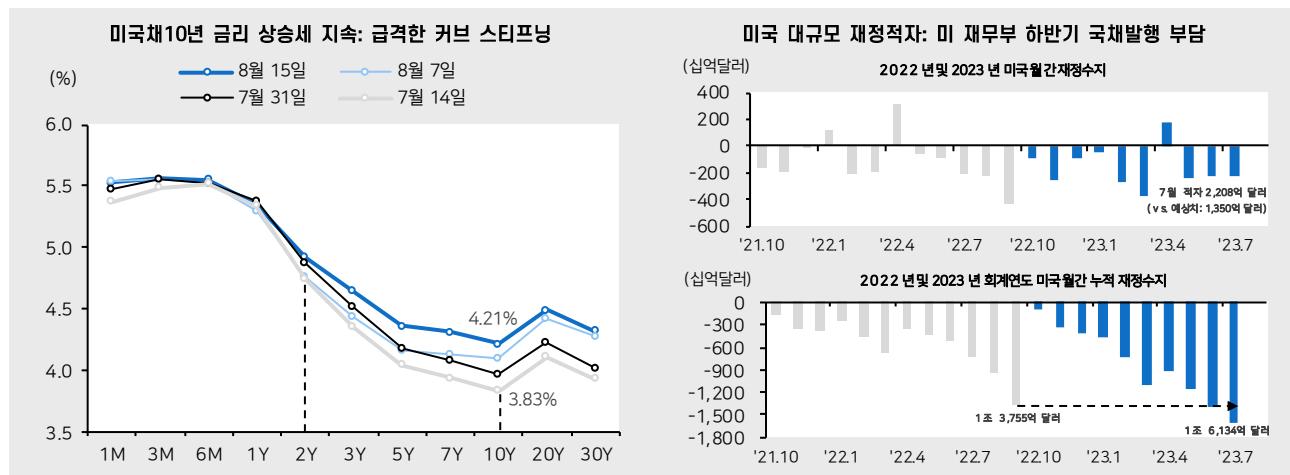


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

윤여삼 연구위원

최근 미국 채권시장 베어 스티프닝의 배경



자료: FRB, US Treasury, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2년물 대비 10년물 금리 상승 폭 커지며 베어 스티프닝 진행 중

최근 미국 채권시장에서 급격한 커브 스티프닝이 진행중이다. 연준의 금리 인상 사이클이 막바지에 다다르자 미국채2년 금리는 4.9% 전후에서 등락하며 상승이 제한적이다. 반면, 미국채10년 금리는 7월 말 대비 25.2bp 상승한 4.211%(8/15 일 종가 기준)까지 올랐다. 베어 스티프닝은 미국 채권시장 역사상 10% 미만의 기간 동안 나타났다는 점을 감안할 때 흔치 않은 현상으로 미국채 금리 움직임에 대한 시장의 해석이 분분하다.

하반기 국채발행 확대로 인한 미국채 수급 우려가 스텁을 야기

베어 스티프닝은 일반적으로 경기가 양호하고 미래 인플레이션이 높을 때 장기금리 상승 우려가 반영된 결과이다. 문제는 이번 베어 스티프닝의 배경에는 경기 기대감 외에 미국 재무부의 하반기 국채발행 확대로 인한 미국채 수급 우려가 자리 잡고 있다는 점이다. 미국 재무부는 3분기 국채 발행 규모를 1조 70억 달러로 발표했는데, 이는 5월 추정치 대비 2,740억 달러 증가한 수준이다.

7월 미국 재정적자는 예상치 상회, 미국 재정 이슈는 부담 재료

미 재무부 재정관리국에 따르면 7월 미국 적자 폭은 2,208억 달러로 예상치인 1,350억 달러를 크게 상회했다. 2023년 회계연도('22.10~'23.9) 재정적자 규모 또한 7월까지 1조 6,134억 달러로 전년 동기의 7,260억 달러에서 120% 가량 증가했다. 이와 같은 대규모 재정적자는 피치의 미국 신용등급 강등 및 3분기 재무부 국채 발행 증가 이슈를 재차 부각시키며 미국 재정 우려를 증폭시켰다. 내년 대선을 앞두고 미국 재정 이슈는 채권시장에 부담이 될 전망이다.

금리인하 기대감 유입 시 단기금리 하락하며 스텁 성격 변화할 수도

양호한 펀더멘탈과 수급부담으로 장기금리 중심 하방 경직성이 심화되었다. 그러나 높아진 금리의 반작용 또한 커질 수 있다. 통화긴축 긴장을 해소하는 차원에서 단기금리가 하락해 향후 스티프닝의 성격이 달라질 수 있어 그 변화에 주목할 필요가 있다.

칼럼의 재해석

윤여삼 연구위원

미국 금리 인상기 신흥국 시장의 탄력적 회복 (Federal Reserve Bank of Dallas)

8월 2일 브라질은 주요 신흥국 중 처음으로 금리 인하를 단행했다. 일각에서는 브라질과 같은 신흥국의 금리 인하 결정이 다소 성급했다는 의견을 제기함과 동시에 미국과의 금리차로 인한 외국인 자금이탈의 위험을 거론하고 있다. 실제로 기존 금리 인상기에는 달러화 강세로 신흥국의 자금유출우려가 커지며 신흥국 통화가치가 급락한 바 있다. 그러나 이번 금리 인상 사이클은 기존과 달라 보인다.

이번 긴축 사이클에서 멕시코 폐소화 및 브라질 해알화를 중심으로 하는 신흥국 통화는 달러화 및 여타 선진국 통화 대비 상대적 강세를 보였다. 신흥국 경제가 높은 회복 탄력성을 보인 배경에는 1) 신흥국의 선제적인 금리 인상, 2) 대외부채 중 달러표시 채권 비중의 감소를 통한 부채구조의 개선, 3) 충분한 외환보유액 축적을 통한 외환시장 안정 도모가 자리잡고 있다. 그 결과 신흥국 거시경제정책과 펀더멘탈의 개선은 연준의 고강도 긴축 사이클을 동안 신흥국 경제의 회복 탄력성을 강화해왔다. 이러한 변화는 신흥국 시장에 대한 외국인 투자자들의 선호를 높이고 있다는 점에서 향후 신흥국에 대한 투자 활성화를 기대해볼 수 있을 것이다.

신흥국 시장, 이전 긴축 사이클과는 다르다

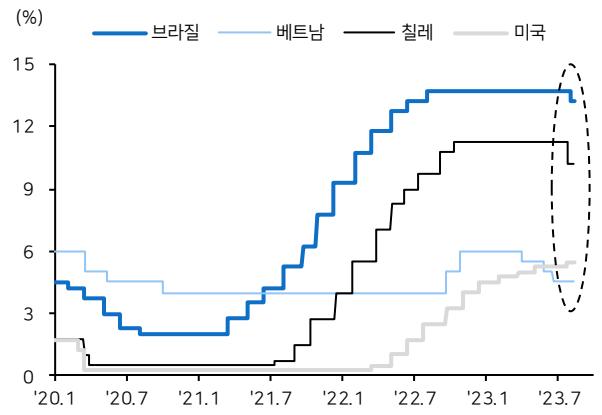
8월 브라질은 주요 신흥국 중 처음으로 금리 인하를 단행

8월 2일 브라질은 베트남(3월), 칠레(7월)에 이어 주요 신흥국 중 처음으로 금리 인하(50bp)를 단행했다<그림 1>. 브라질의 기준금리 인하는 팬데믹 이후 신흥국의 통화긴축 사이클이 인하로 전환되는 시작점으로 평가되며, 향후 남미 국가들을 중심으로 금리 인하 움직임이 더 강화될 것이라는 전망이 제시되고 있다.

신흥국 통화가치가 급락했던 기존 미국 긴축 사이클과는 상이

일각에서는 우크라이나 전쟁, 식량수급 불안, 엘니뇨 등으로 인한 물가 상방압력을 감안할 때 브라질과 같은 신흥국의 금리 인하 결정이 빠를 수도 있다는 의견을 제기하고 있다. 더불어 미국과의 금리차로 인한 외국인 자금이탈의 위험도 거론되고 있다. 실제로 미국의 1994~1995년(300bp), 2004~2006년(425bp) 금리인상기에는 달러화 강세로 신흥국의 자금유출 우려가 커지며 신흥국 전반에서 통화가치가 급락한 바 있다<그림 2>. 그러나 이번 사이클은 달라 보인다.

그림1 미국과 달리 신흥국의 통화긴축 사이클은 인하로 전환



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 달러 강세 시기와 신흥국 외환위기 발생



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

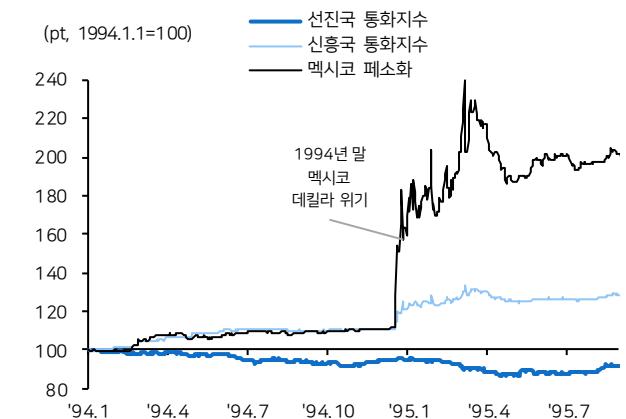
과거 미국 금리 인상기에는
신흥국 통화가치가 큰 폭 절하

이번 긴축 사이클에서는 신흥국
통화가 선진국 통화 대비 양호

미 연준이 1979~1980년(1,000bp)에 걸쳐 고강도의 긴축을 단행한 후 신흥국 통화가치는 달러화 대비 30% 절하되었고, 특히 멕시코 폐소화 가치는 달러화 대비 80% 가량 큰 폭으로 하락하였다. 반면, 동 기간 달러는 선진국 통화 대비 10% 절상되었다. 이러한 패턴은 1994년~1995년(300bp) 연준 금리 인상기에도 반복되었다. 동 기간 신흥국 통화가치는 달러화 대비 20% 절하된 반면, 선진국 통화가치는 달러화 대비 13% 절상되었다<그림 3>.

그러나 이번 미국의 금리 인상 사이클(2022년~2023년)에서는 신흥국 통화가치가 달러 대비 2.5% 가량 소폭 절하되는데 그쳤다. 특히 멕시코 폐소화 및 브라질 헤알화 가치는 각각 6.1%, 10% 상승하며 양호한 모습을 보였다. 반면, 선진국 통화는 달러 대비 6.4% 절하되며 신흥국 통화보다도 약세를 보였다<그림 4>.

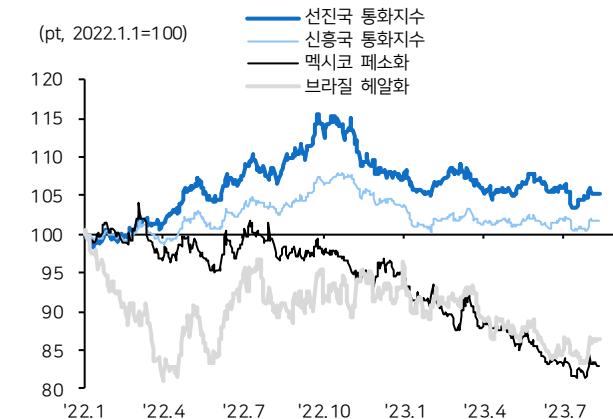
그림3 1994~1995년 미국 금리 인상 사이클



주: 지수의 양(+)의 변화는 달러 대비 외화의 절하를 의미

자료: FRB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 2022~2023년 미국 금리 인상 사이클



주: 지수의 양(+)의 변화는 달러 대비 외화의 절하를 의미

자료: FRB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

신흥국 시장의 탄력적 회복의 배경: (1) 선제적인 금리 인상

브라질 중앙은행은 미 연준보다

1년 앞서 금리 인상을 단행

신흥국 통화의 상대적인 강세에는 2000년대 변동환율제 및 물가안정목표제 도입을 통한 금융시스템 안정성 제고 및 여러 정치경제적(ex. 멕시코의 경우 최근 '니어쇼어링(Near-shoring)에 힘입은 제조업 활성화 및 그에 따른 해외투자증가) 요인이 기여해왔다. 그러나 이번 금리 인상 사이클에서 주목할 만한 요인은 선진국 대비 선제적으로 이루어진 금리 인상이라 볼 수 있다.

이번 긴축 사이클에서 미국 연준의 첫 금리 인상(2022년 3월)에 1년 앞선 2021년 3월 브라질 중앙은행은 선제적으로 금리 인상을 시작했으며 멕시코(2021년 6월), 칠레(2021년 7월), 남아프리카 중앙은행(2021년 11월)이 그 뒤를 이어 금리를 인상하기 시작했다. 이와 같은 신흥국의 선제적인 금리 인상은 과거 금리 인상기와는 현저한 대조를 이루는 모습으로 2021년과 2022년에 걸쳐 신흥국과 선진국 간 금리차를 눈에 띄게 확대시켰고, 신흥국 자산시장의 실질 수익률을 끌어 올렸다.

신흥국 시장의 탄력적 회복의 배경: (2) 부채구조의 개선

2000년대 초까지만 하더라도 달러표시 채권의 비중이 압도적

신흥국 통화의 회복 탄력성에 기여한 또 다른 요인은 신흥국 부채구조의 변화이다. 1980~1990년대까지만 해도 신흥국의 대외부채 중 달러표시 채권의 비중이 100%에 이르는 모습을 보였다. 당시 신흥국 금융시장은 현지 통화의 불안정성과 높은 인플레이션에 취약했기 때문에 외국인 투자자들은 달러로 표시되는 채권을 선호했기 때문이다. 문제는 달러 강세 현상이 지속될 경우 달러 조달 비용이 늘어남에 따라 달러표시 채권의 디폴트 가능성 또한 그만큼 커진다는 것이다.

신흥국 외채 중 달러표시 채권 비중 하락하며 부채구조 개선

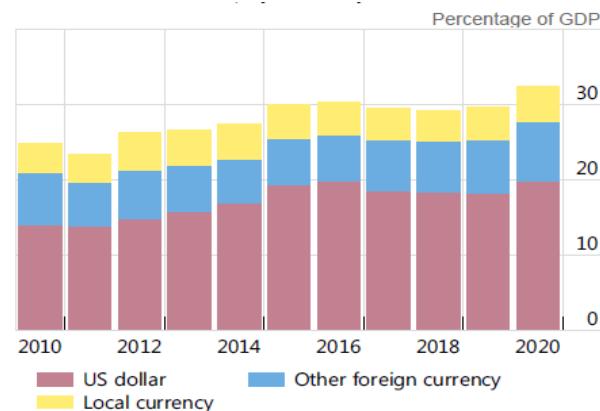
이러한 부채구조는 1990년대 수 차례 신흥국 금융위기를 겪은 후 지난 20년 동안 크게 개선되었다. 외채 중 달러표시 채권의 비중은 20년 전 100%에서 2022년 말 기준 약 60% 수준으로 현저히 하락했다<그림 5>. 2000년대에 접어든 이후 신흥국 대외부채 중 현지통화 부채의 GDP 대비 비중도 꾸준히 증가하여 신흥국 대외부채의 통화불일치를 해소하는데 기여했다<그림 6>.

그림5 신흥국 외채 중 달러표시 채권 비중은 꾸준히 하락



자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

그림6 신흥국 대외부채의 GDP 대비 통화별 비중



자료: BIS, 메리츠증권 리서치센터

신흥국 시장의 탄력적 회복의 배경: (3) 외환보유고 확대

적정 외환보유액의 핵심은 내년 외채를 충당할 수 있는지 여부

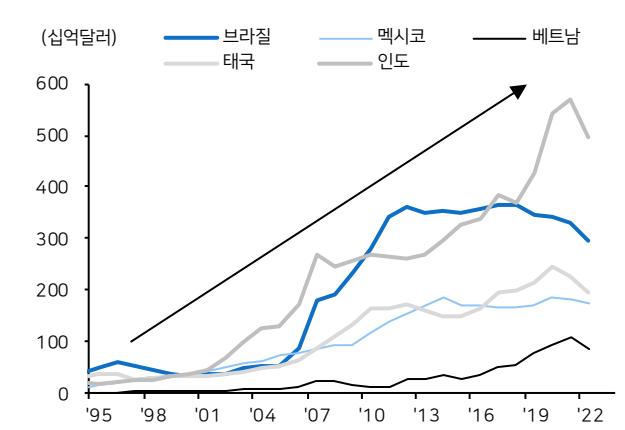
미국의 금리 인상은 투자자로 하여금 수익률이 높은 미국 자산에 자본을 재배분하도록 유도함으로써 신흥국의 급격한 자본유출을 일으킬 수 있다. 그리고 급격한 자본유출은 현지 통화가치의 절하로 이어지며 국가의 채무 불이행 가능성을 높일 수 있다. 외환보유액은 그러한 비상상황에서 외환시장 안정을 도모하기 위한 재원으로서 중앙은행이 보유하는 비상금과 같은 성격의 대외지급준비자산이다.

1999년 그린스펀 당시 연준 의장이 발표한 '그린스펀-기도티 룰'에 따르면 적정 외환보유액은 1년이내 단기외채와 3개월치 수입액의 합으로 결정된다. 즉, 적정 외환보유액의 핵심은 해당 준비금이 내년 외채를 충당할 수 있는지 여부이다. 이를 고려할 때 외채 중 달러표시 부채의 감소 또한 신흥국의 외환보유고 적정성 지수를 개선하는데 기여했다.

지난 20년 간 신흥국 외환보유고
확대, 단기외채 비율도 안정화

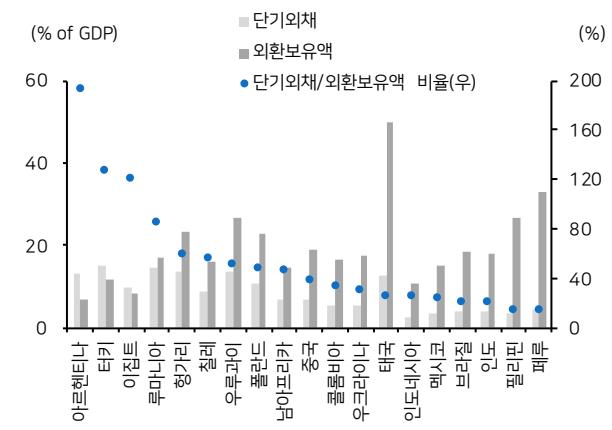
그 결과 지난 20년 간 신흥국들은 외환보유액을 축적, 단기외채 비중을 감소시키며 대외안정성을 확보해왔다. 신흥국의 외환보유액은 인도와 브라질을 중심으로 1995년 대비 많게는 30배 가까이 증가했다<그림 7>. 2022년 연간 기준 대다수 신흥국의 단기외채/GDP 비율이 20%를 하회하고 있으며, 단기외채/외환보유액 비율도 현재는 50% 이내로 대체로 안정화된 상태이다<그림 8>.

그림7 신흥국 외환보유액은 '95년 대비 30배 가까이 증대



자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림8 신흥국의 단기외채/외환보유액 비율도 안정화



자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

신흥국 시장에 대한 투자 활성화
기대해 볼 수 있을 것

거시경제정책 및 퍼더메탈 개선에 따른 신흥국 시장 활성화 기대

신흥국의 거시경제정책과 펀더멘탈의 광범위하고 장기적인 개선은 미국 연준과 다른 선진국 중앙은행의 가파른 긴축 사이클 동안 신흥국 경제의 탄력적인 회복을 이끌었다. 이러한 변화는 신흥국 시장에 대한 외국인 투자자들의 선호를 높여왔다는 점에서 향후 신흥국에 대한 투자 활성화를 기대해볼 수 있을 것을 시사한다.

원문: Emerging-market countries insulate themselves from Fed rate hikes (Federal Reserve Bank of Dallas)