

STRATEGY

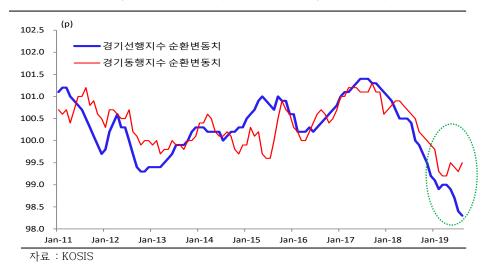
중요도가 낮아진 경기 전환점 논의

2019/10/2

Strategist 이동호 (2009-7062) dhlee@leading.co.kr

경기종합지수의 시그널이 혼재되어 있다. 8 월 기준 경기선행지수 순환변동치는 여전히 경기 회복의 신호를 보여 주지 못하고 있다. 그러나 동행지수 순환변동치는 저점 탈피의 가능성을 일정 부분 비추고 있다(다만 그 시그널이 연속적이지는 못하여 경기 회복 신호라고 주장하기는 힘들지만).

<그림 1> 혼재된 경기 시그널.. 회복 조짐 ? or 하강 국면 지속 ?



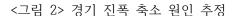
두 달전의 경기종합지수 모양세를 가지고 투자전략을 세울 수는 없다. 그리고리얼 타임의 관점에서 경기종합지수가 변곡점을 지나고 있는지 여부에 대해적시적으로 판단하는 것은 더 더욱 힘든 일이다. 만약 경기동행지수의 신호가현실을 제대로 반영한 것이고, 경기선행지수의 최근 모습은 false signal 이라면주식시장은 이미 경기 순환상 회복 국면에 접어든 상황이다. 그러나 그반대라면 주식시장은 아직 경기 하강 국면하에 있는 것이다.

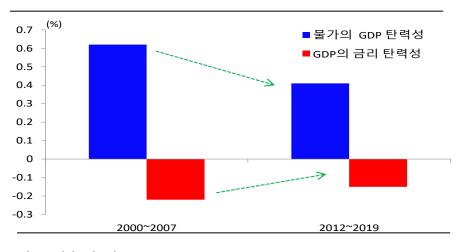
설사 경기동행지수의 시그널이 정확한 것이어서 경기가 회복 국면에 접어들었다고 하더라도 Mr. Market 이 같은 방향으로 갈지에 대해서는 섣불리 판단할 수 없다. 최근의 대표적 사례가 있다. 통계청이 공식적으로 표기한 직전 경기 상승 국면(2013.3~2017.9) 전반부에(2015 년까지) 오히려 주가 부진이 계속되었다는 점이다. 경제 구조적으로는 저성장, 경기 순환적으로는 저경기진폭 상황이기 때문이다. 밸류에이션 메리트가 없는 현재 KOSPI 레벨에서 볼 때는 더 더욱 그러한 생각을 해 볼 수 있다. 후술하겠지만 직전 경기 상승 국면 후반부였던 2016~17 년은 예외로 볼 필요가 있다. 그 기간은 반도체 경기만의 활황 국면이었기 때문이다. KOSPI 도 반도체 주식이 시세를 좌우했다.

따라서 필자는 다음과 같은 두 가지 이유로 경기 전환점 도래 여부와 그 시점에 대한 고민은 향후 주식투자전략에 있어서 그 중요도가 예전 대비 낮아졌다고 본다. 첫째, 앞서 언급한 바와 같이 구조적으로 저성장 국면인데다 경기 순환 진폭이 작은 흐름이 여전할 가능성이 높기 때문이다(필자의 '하반기 주식시장전망과 투자전략', 2019.7 참조). 중요한 것은 저성장 국면, 저경기진폭 환경하에서의 기업 경쟁력 또는 earnings driver 강화 여부이지 경기 순환에 주로 의존하는 이익 증가 여부가 아니라는 것이다. 과거 고성장-고경기진폭 때와는 다른 점이다.

저성장 구조가 고착화되고 있는 이유는 그 동안 시장에서 많은 논의들이 있었기 때문에 본 자료에서는 경기 진폭이 왜 작아졌는지에 대해 간략히 언급해 본다. 경기가 좋아지면 물가가 오르고, 물가가 오르면 금리가 오르고, 금리가 오르면 다시 경기가 나빠지고, 경기가 나빠지면 금리가 하락하여 추후의 경기회복을 자극하는 것이 경기순환의 핵심 메커니즘이다. 그런데 그 연결 강도가 약해지면서 경기 진폭이 작아졌다. GDP(경기)의 금리 탄력성이 낮아졌고, 물가의 GDP(경기) 탄력성이 낮아졌기 때문이다.

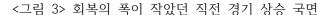
<그림 2>는 리먼 사태 이전과 이후 기간 동안의 실증 분석 결과를 보여 준다. 리먼 사태 이후 저성장 국면으로 전환된 상황하에서 GDP 의 금리 탄력성, 물가의 GDP 탄력성은 낮아졌다. GDP 의 금리 탄력성이 낮아진 이유는 성장 잠재력 저하에 따른 금리 하락의 경기 자극 강도 약화, 높은 가계 부채부담으로 인한 금리 하락의 소비 심리 자극 강도 약화가 그 이유일 것으로 판단한다. 그리고 물가의 GDP 탄력성이 낮아진 이유는 저성장세가 지속되면서 인플레이션 기대 심리가 계속 낮아진 가운데 전자상거래 확산 추세로 유통마진이 축소된데 따른 것으로 추정한다.

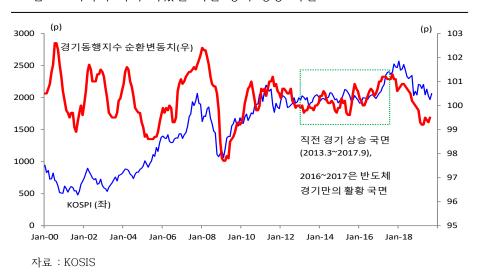




자료 : 리딩투자증권

이렇듯 저성장 국면인데다가 경기 진폭도 작아졌다는 것은 향후 경기가 회복되어도 경제 활력이나 기업이익 개선의 폭이 크지 않을 수 있다는 것을 시사한다. <그림 3>에서 보는 바와 같이 2013 년 3 월 이후의 경기 상승 국면 전반부(후반부는 반도체 경기가 주도)에서 경기동행지수 순환변동치의 개선 폭은 리먼 사태 이전 고성장-고경기진폭 때와 비교해 볼 때 그 크기가 매우 작고, 동기간중 KOSPI도 지지부진했다.





스타일별, 업종별 주가 퍼포먼스를 통해 저성장-저경기진폭 상황하에서의 투자전략적 시사점을 도출해 볼 수있다. <그림 4>, <그림 5>는 2012 년 이후 고착화된 저성장-저경기진폭 환경하에서 퀄리티 스타일의 퍼포먼스가 상대적으로 우월함을 보여 준다. 그리고 과거 고성장-고경기진폭 시기의 경기 회복 국면에서 큰성과를 내던 씨클리컬 업종들의 주가 퍼포먼스는 계속 부진함을 아울러 보여 준다.

반도체 경기만 활황이었고, 반도체 주가가 KOSPI 시세를 좌우했던 2016~17 년 시기를 제외한 2012 년 이후의 기간에서 KOSPI 는 저성장-저경기진폭의 영향을 받으며 횡보 또는 하락 장세를 보였다. 그 기간동안 높은 ROE 가 큰 변동 없이 유지되는 퀄리티 스타일 주식은 시장을 아웃퍼폼하고 있다. 반면 과거 고성장-고경기진폭 국면에서 경기 순환에 민감하게 반응했던 씨클리컬 주식들은 시장을 계속 언더퍼폼하고 있다. 향후 경기 회복의 시점이 언제일지는 단언할 수 없으나 회복 이후에도 그 동안의 저성장-저경기진폭 성격이 계속 유지되는 한 전술한 스타일/업종 주가 퍼포먼스의 패턴이 크게 바뀔 것 같지는 않다(필자의 '시장을 이기는 투자전략', '경기하강 국면에서 유리한 퀄리티 스타일', '서비스업내 퀄리티 스타일 찾기', 2019.8 참조) .

저성장-저경기진폭 경제하에서는 성장에 대한 목마름이 크다. 따라서 경기 순환에 큰 영향을 받지 않고 꾸준한 이익 성장세를 보이는 퀄리티 주식들의 아웃퍼폼 확률은 더 높다고 볼 수 있겠다. 금리도 저성장의 영향을 받아 낮게 유지되기 때문에 미래 이익을 할인하는 폭도 예전보다 적다는 잇점을 누린다. Long-term investor, 주식 편입비중을 일정하게 가져가는 기관투자자들에게는 좋은 방안이 될 수 있다고 본다.

<그림 4> 박스권/하락장에서 퀄리티 스타일의 아웃퍼폼 <그림 5> 씨클리컬 주식의 언더퍼폼





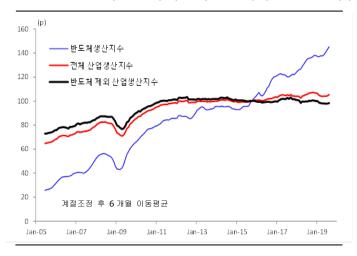
자료: Dataquide, 리딩투자증권

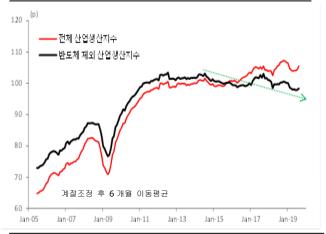
자료: Dataquide, 리딩투자증권

경기 전환점 관련 고민이 향후 주식 투자전략에 있어서 그 중요도가 낮아졌다고 보는 두번째 이유를 논해 본다. 'aggregate data'의 이면에 간과할 수 없는 구조적 문제가 있다는 점이다. <그림 6>, <그림 7>이 이를 여실히 보여 준다. 전체 산업생산 지수를 분해해 보면 한국 경제의 구조적 문제점이 엿보인다. 초저성장 국면에 있는 일본을 제외할 경우 경제 지표(특히 물량지표)는 우상향 흐름을 보이는 것이 일반적이다. 그러나 한국의 경우 반도체를 제외한 산업생산지수는 2014 년부터 우하향세이다. 2013 년 3 월에서 2017 년 9월까지가 경기상승 국면이었는데 그 후반부에 잠깐 증가한 것을 제외하면 반도체를 제외한 산업생산지수는 경기상승 국면에서도 오히려 우하향한 것이다. 전체 산업생산지수는 완만하나마 우상향하는 흐름이니 한국 경제가 반도체 산업에 의존하는 바가 계속 커지고 있는 셈이다.

만약 4 차 산업의 성장성과 내년부터 예상되는 반도체 가격의 회복을 고려하여 내년 이후 반도체 설비가 신규 증설된다면 전체 경기 지표의 방향성은 반도체 산업에 의존하는 바가 더욱 더 커질 수 있다. 이제는 aggregate 경기 데이터의 변화를 판단할 때 반도체와 반도체 이외를 구분해서 볼 필요성이 더 커졌다. 이는 주식시장의 관점에서도 마찬가지이다.

<그림 6> 반도체 업종이 주도하는 한국의 산업생산지수 <그림 7> 반도체 제외 산업생산지수의 우하향세





자료: Bloomberg, 리딩투자증권

자료: Bloomberg, 리딩투자증권

내년 반도체 경기는 금년 말~내년 초 정도까지의 재고 소진 이후 가격 상승을 통한 회복이 예상된다는 것이 중론이다. 아직 설비 증설의 가능성은 낮아 보이지만 4 차 산업의 성장성을 고려하면 내후년 정도에는 증설의 가능성을 배제할 수도 없을 것이다. 주식시장의 반도체 산업에 대한 기대감이 쉽사리 식을 것 같지 않아 보이는 이유이다.

반면 반도체 이외 전통 제조업 부문은 글로벌 경기 흐름과 맥을 같이 할 것으로 예상한다. 저성장 환경이 앞으로도 지속될 확률이 높을 가운데 그 동안 대외 경쟁력이 크게 향상된 것도 아닌 점이 문제이다. 씨클리컬 특성이 강한 범용 제품을 생산하는 업종은 더욱 그러할 것이다. 직전의 경기 상승 국면에서 동부문의 산업생산지수가 오히려 우하향하는 흐름이었다는 점은 향후 글로벌 경기가 고만고만할 경우 그회복이 쉽지 않을 것임을 시사한다. 따라서 만약 향후 전체 경기지표의 회복 반전이 반도체 이외 부문에서 비롯된다고 하더라도 그 의미를 크게 부여하기는 쉽지 않을 것 같다. 물론 회복 전후의 밸류에이션 레벨이 단기적으로는 주가 흐름에 중요한 관심사일 수 있다. 그러나 회복의 강도가 약할 가능성이 높다는 점을 감안해야 할 것이다.

이제 결론을 다시 요약해 본다. 우선 aggregate 경기 지표의 전환점 도래 여부와 그 시점에 대한 고민은 예전보다 그 중요도가 낮아졌다고 본다. 저성장 구조하에서 경기 진폭이 계속 작을 가능성이 높아 경기회복 전환이 주식시장에 주는 긍정적 의미가 예전보다 약할 것이라는 점이 가장 큰 이유이다. 그리고 반도체가 회복을 주도하느냐 아니면 반도체 제외 전통 제조업이 전체 경기지표의 회복 반전을 주도하느냐에 관련된 부분인데 반도체 업종에 대한 긍정적 뷰를 가지고 있는 투자자의 입장에서는 큰 의미가 없을 것 같다. 전체 경기 지표의 회복 반전이 반도체에 의한 것이라면 반도체 주식에 대한 기존의 긍정적 의견을 계속 가져가면 된다. 그런데 회복 반전이 반도체 제외 산업에 의한 것이라면 그 강도는 약할 가능성이 높다는 점을 감안하면 되는 것이다.

따라서 중기 이상의 investment horizon 관점에서 '1) 반도체 이외의 전통 제조업을 대체할 수 있는 퀄리티스타일, 2) 성장 잠재력을 내포하고 있는 반도체 업종'에 대한 관심을 계속 가질 것을 추천한다. 전술한 바와 같이 저성장-저경기진폭 환경하에서는 성장성과 퀄리티가 투자 의사결정에 있어 중요한 잣대가된다는 판단인데 이 두가지 포인트는 경기 회복 전환 시점에 대한 고민, Mr. Market 의 행보 등에 크게 신경쓰지 않으면서 투자전략을 수립할 수 있는 방편이 될 수 있으리라 기대한다.

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.