

‘버핏 지수’에 대한 오해와 시사점

2021/ 1/ 20

Strategist

이동호

(2009-7062)

dhlee@leading.co.kr

주식시장의 고평가 또는 저평가 여부와 관련해 자주 거론되는 대표적 지표가 ‘버핏 지수(시가총액/GDP)’이다. 버핏 지수는 특히 ‘주식시장’과 ‘실물경제’간의 괴리를 판단한다는 점에서 관련 지표로 널리 인식되고 있다. 통상 GDP 대비 시가총액 비율이 70~80% 수준이면 저평가, 100% 이상이면 고평가라고 하는데 최근 그 값이 130%를 넘어섰다는 주장이 제기되고 있고, 이에 따라 주식시장은 지나치게 과열되어 있다는 의견도 나오고 있는 상황이다.

본 보고서에서는 버핏 지수의 그 보편적인 활용성에 비해 계산 방법이나 지수 값을 해석함에 있어 신중하게 고려해 봐야 할 부분이 있다는 점을 제기하고자 한다. 특히 고평가 여부와 관련된 측면에서는 그릇된 판단을 내릴 위험성이 있음에 대해 주의를 기울여야 한다고 본다.

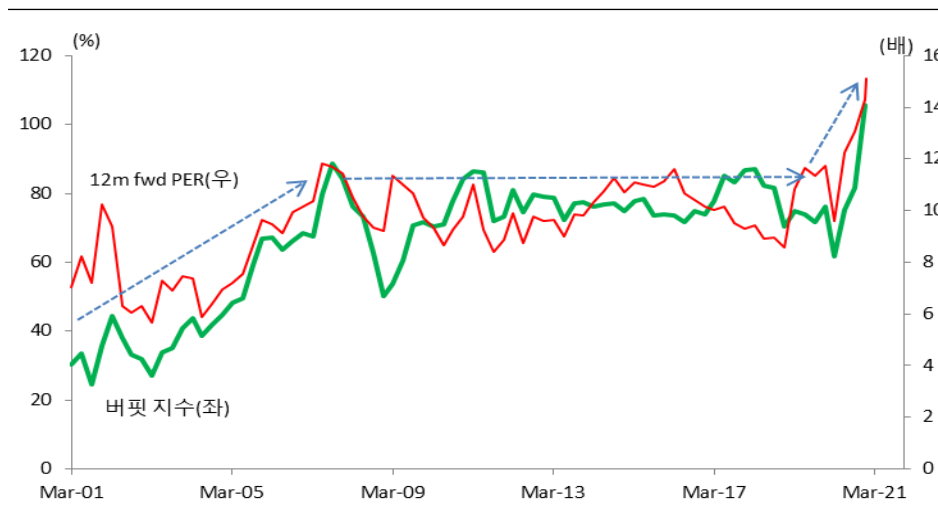
먼저 그 계산 방법과 관련된 점이다. 버핏 지수가 최근 130%를 넘어섰다는 것은 버핏 지수 계산 과정에서 실질 GDP 를 쓴 것으로 판단된다. 그런데 주식시장 시가총액은 명목 수치이다. 비율 변수를 판단함에 있어 분자는 명목 수치, 분모는 실질 수치를 놓고 보는 것은 바람직하지 않다는 생각이다. 따라서 GDP 또한 명목 GDP 값을 쓰는 것이 좋을 것으로 생각하는데 명목 GDP 값을 쓸 경우 전년 말 현재(4/4 분기 명목 GDP 는 필자가 추정) 버핏 지수는 106% 수준인 것으로 추정된다.

다음으로는 버핏 지수 값에 대한 해석과 관련된 점에 있어서 오해의 소지가 많다는 주장을 해 본다. 일단 버핏 지수는 평균 회귀의 성향을 가지는 오실레이터성 지표가 아니라는 점이 중요하다. 본 자료에 결과 표를 수록하지는 않았으나 버핏 지수는 육안으로 보아도 그렇고, 실제로 테스트를 해 보아도 평균회귀 여부를 판단하는 단위근(Unit root) 테스트를 통과하지 못하는 흐름이다(<그림 1> 참조). 후술하겠지만 필자는 버핏 지수에 경제내의 산업 구조 변화가 반영되어 있다고 본다. 따라서 버핏 지수의 특정 값을 가지고 저평가, 고평가를 논할 수는 없다는 생각이다.

이에 대해서는 최근 PER 지표가 역사적 고점을 경신하는 흐름을 보였다는 것이 지나친 고평가 영역으로 들어갔다고 보기 보다는 과거보다 크게 낮아진 금리 레벨, 경제 내 산업구조의 변화와 관련된 바가 더 크다는 점과 일맥 상통한다고 본다. 정확한 비교는 아닐 수 있겠으나 다음과 같은 점에서 버핏 지수는 PER 과 비슷한 개념이기 때문이다.

즉 명목 GDP 를 분배적 측면의 국민소득 개념으로 판단할 경우 버핏 지수의 분모가 되는 명목 GDP 를 분배적 측면의 국민소득 구성 요소 중 하나인 기업이익으로 교체하면 PER(시가총액 / 기업이익)이 된다. 여기서 기업이익을 1년 예상치로 바꾸면 우리가 흔히 쓰는 지표인 1년 예상 PER 이 된다. <그림 1>은 버핏 지수와 1년 예상 PER 을 같이 도시한 것인데 앞서 언급한 바와 같이 정확한 비교는 아닐 수 있어도 그 흐름상 1년 예상 PER 과 유사한 궤적을 보여 주고 있다.

<그림 1> 버핏 지수와 PER(1년 예상) 추이

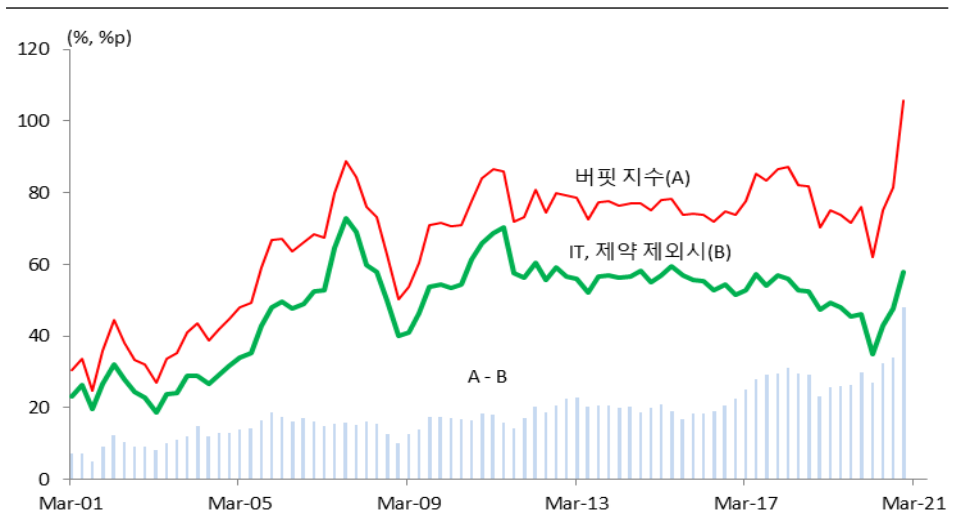


자료 : FnGuide, 한국은행, 리딩투자증권

버핏 지수에 경제내 산업 구조의 변화가 반영되어 있다는 점은 <그림 2>에서 뚜렷하게 짐작해 볼 수 있다. 버핏 지수는 지난 해 1/4 분기부터 급등세를 이어간 뒤 역사적 고점을 경신했는데 이는 대표적 성장 산업으로 분류되는 IT, 제약/바이어 업종에 의한 바가 크다. 그 업종들의 시가 총액을 제외하고 계산할 경우의 최근 값은 차트에서 보는 것처럼 아직 2017년 수준 정도이기 때문이다. 여기에서 향후 성장성이 높을 것으로 기대하는 그린(디지털 그린 포함), 온라인 서비스 업종의 시가총액까지 더 제외하면 그 값은 2017년보다 더 낮은 수준일 것으로 추정된다.

<그림 2>에 도시된 A - B 값이 시간이 갈수록 커진 것은 성장 산업들의 이익 성장성이 더욱 커지고 있고, 이에 따라 주식시장에서는 그 업종에 대한 밸류에이션 프리미엄을 부여하기 때문에 결국 주요 성장 산업들의 시가 총액이 주식시장 전체 시가 총액의 빠른 증가에 크게 기여했다는 것을 의미한다.

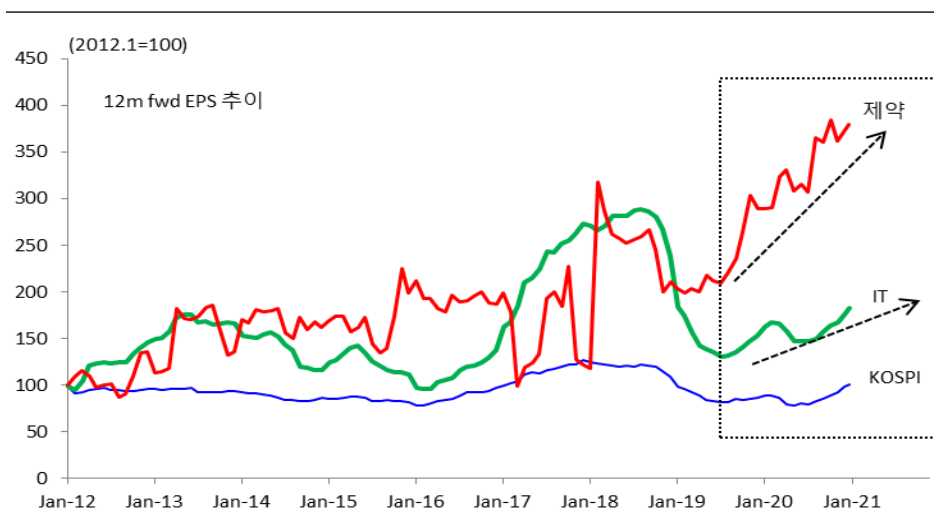
<그림 2> 산업 구조의 변화를 뚜렷하게 반영하는 버핏 지수



자료 : FnGuide, 한국은행, 리딩투자증권

<그림 3>은 대표적 성장 업종인 IT, 제약/바이오 업종, 그리고 KOSPI 전체 업종의 1년 예상 EPS 흐름을 도시한 것이다. 2019년 중반부터 시장 대비 성장성의 상대적 우위가 계속 커지고 있는 상황이다. 시가총액은 예상 EPS에 PER을 곱한 값이다. 그리고 성장성이 상대적으로 높은 업종 또는 종목은 멀티플 프리미엄을 받는다. 따라서 성장성 높은 업종 또는 종목의 시가총액은 시장 전체보다 더 빠른 속도로 확대되게 되는데 최근 버핏 지수가 역사적 최고치를 경신한 이유는 바로 여기에 있다고 볼 수 있다.

<그림 3> 업종간 이익 성장 차별성 강화



자료 : FnGuide, 리딩투자증권

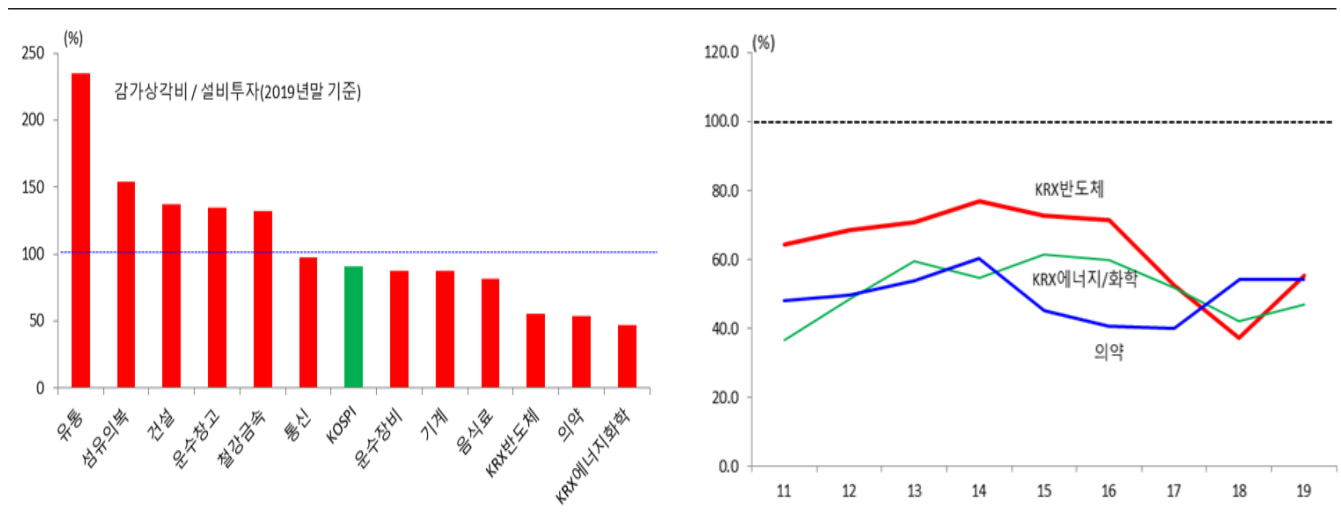
그렇다면 성장 차별성은 어디서 오는 것일까? 필자는 지난 자료('현금흐름표에서 찾아 본 업종별 성장 차별성', 2020.9.24)에서 업종별 성장 차별성은 설비투자 측면에서 비롯된다고 보았다. <그림 4> 좌측에 도시된 바와 같이 KOSPI에 상장된 전체 기업들의 감가상각비 / 설비투자액 비율은 2019년말 현재 91.1%,

즉 100%에 육박해 있는데 이는 유지 보수 정도의 투자만 이루어지고 있다는 의미이다(100%가 넘어가면 설비투자 감소를 의미). 그러나 성장 업종이라고 칭하는 업종들은 다르다(<그림 4> 우측). 감가상각비보다 더 많은 설비투자가 이루어지고 있으며 그로 인해 <그림 3>에서 본 바와 같이 이익 성장성도 높아지게 되는 것이다.

이와 같은 상황에서 필자가 지난 자료('주식시장의 장기 경로 전망', 2020.12.1)에서 주장한 바와 같이 금년 초부터 순환주기 9 ~ 10 년의 주글러(설비투자) 사이클(상승 국면 4~5 년)이 ICT, 제약/바이오, 그린(디지털 그린 포함) 업종을 중심으로 회복될 가능성이 높다고 예상하고 있는 점은 관련 업종의 시가총액을 계속 상승케 함으로써 버핏 지수가 중장기적으로 100%를 지속적으로 웃도는 흐름이 이어질 가능성이 높다는 판단이다. 따라서 현재 버핏 지수가 100%를 넘어 있다고 해서 주식시장이 지나치게 과열되어 있다고 주장할 수는 없다는 생각이다.

물론 향후 경기 회복을 반영하면서 금리가 올라 성장 업종에 부정적 영향을 줄 수는 있다. 그러나 필자의 지난 자료('연초 주식시장에 내재된 기대와 시사점', 2021.1.6)에서와 같이 향후 금리 상승폭은 제한적일 가능성이 높다는 판단이다(이유는 같은 자료 참조). 소폭 올라도 과거 대비 절대 저금리 국면은 유지될 전망이다. 관련 업종들의 이익 성장이 금리 상승의 부정적 영향(예상이익 할인폭, 멀티플 프리미엄 축소)을 상쇄하고도 남을 가능성이 높다는 판단하에 중간 중간 조정은 있더라도 성장 업종의 시가총액 증가가 주식시장 전체 시가 총액 증가를 리드하는 흐름은 계속 이어질 것으로 본다.

<그림 4> 주요 업종의 감가상각비 / 설비투자액 비율



자료 : FnGuide, 리딩투자증권

종합해 볼 때 버핏 지수는 주식시장의 고평가, 저평가를 판단할 지표로서는 그 유용성이 크지 않다는 판단이다. 물론 명목 GDP 성장률과 시가총액 성장률이 장기간에 걸쳐 거의 비슷할 경우에는 의미있게 활용해 볼 수 있다. 그러나 최근과 같이 앞서 언급한 성장 산업군의 시가총액 비중이 이미 많이 커져 있고, 그 사업군의 성장성이 앞으로도 유지될 수 있는 시기에는 명목 GDP 성장률과 시가총액 성장률이 비슷할 수가 없다. 이미 성장 산업의 시가총액 비중이 많이 커져 있는 상황에서 앞으로도 성장 산업의 이익은 시장 전체보다 빠르게 증가하고, 이에 따라 관련 업종에 대한 멀티플 프리미엄도 시장보다는 높게 형성될

것이기 때문에 결국 주식시장 전체의 시가총액 성장률은 명목 GDP 성장률을 계속 앞지를 가능성이 높다. 그러할 경우 특히 주식시장 고평가 여부(100% 이상)를 판단함에 있어서의 버핏 지수의 유용성은 크게 저하되게 된다.

▶ 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.