

## 리딩 리서치의 급락장세 긴급점검

2022/ 5/ 11

Strategist

곽병열

(2009-7148)

brkwak@leading.co.kr

### I. 시장급락 원인 점검

- 최근 글로벌 증시 급락의 가장 큰 원인은 1) 미 연준의 통화정책 불확실성 우려, 그리고 관련된 인플레이션 요인으로 2) 중국의 봉쇄정책으로 인해 여전한 공급망 병목현상, 3) 전승기념일의 푸틴 연설을 통한 러시아-우크라이나 전쟁의 장기화 가능성, 증시 수급요인으로 4) 전기차 업체 리비안 오버행 이슈 등으로 성장주에 대한 매도압력 강화 등으로 판단함

- 미 연준은 5 월 FOMC 를 통해 시장우려보다 다소 완화된 매파적 성향(75bp 인상이 아닌 50bp 인상)을 드러내기도 했으나, 지난주 발표된 예상치를 상회했던 4 월 고용지표 및 G7 정상회담을 통한 러시아산 석유의 단계적 금수의 여파로 물가불안에 따른 매파적 기조는 재강화될 수 있다는 우려가 여전한 상황임. 4 월 미 고용지표 호조(비농가취업자수 42.8 만명 증가, 예상치 38 만명)는 추후 임금상승을 통한 물가인상 압력으로 미국 물가지표의 Negative Surprise(예상치 상회) 가능성을 내포함. 미국 시간당평균임금의 경우 4 월 5.5%(전년동월비)로 3 월 5.6%에서 여전히 고공행진 중임. 따라서 5 월 11~12 일 (우리시간 21:30) 예정된 4 월 소비자물가지수(CPI), 생산자물가지수(PPI) 발표에 대한 시장 참여자들의 확인심리는 극대화된 상황임

- 즉 '물가변수의 통제력 vs. 경기조절 능력'의 정책 딜레마에 처한 미 연준의 통화정책에 대한 신뢰도는 시험대에 오른 상황임. 기준금리 인상사이클 이후 후행할 경기둔화 국면에 대한 불확실성으로 경기방향성과 동조화 경향이 강한 주식시장 입장에는 부담이 클 수 밖에 없음

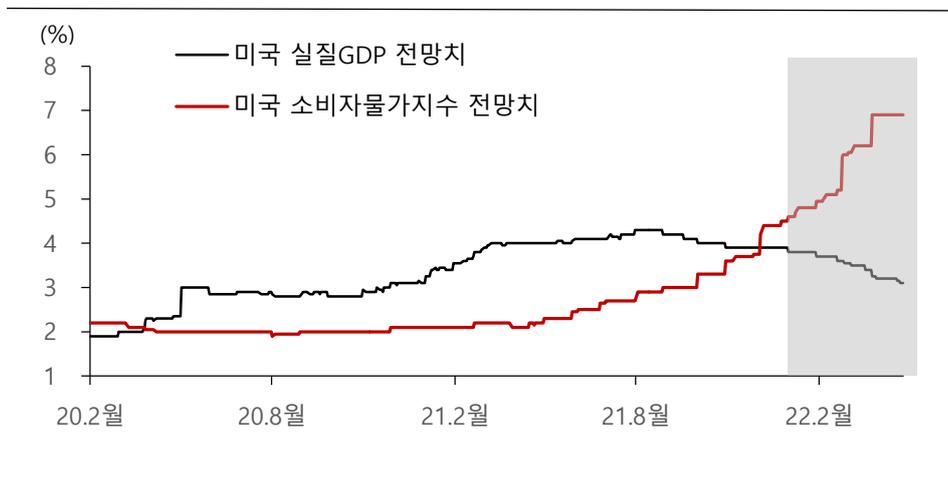
- 9 일 발표된 중국 수출입 지표는 예상보다는 선전했으나, 4 월 수출은 3.9%(전년동월비)로 3 월 14.7% 대비로 크게 후퇴하는 등 봉쇄정책의 영향이 본격적으로 경제지표로 반영되면서 글로벌 공산품 물가불안으로도 본격적으로 전이될 위험성 커졌음. 한편 9 일 전승기념일 푸틴연설 중 우려했던 국가총동원령은 제기되지 않았으나, 기존 정책의 변화가능성도 언급되지 않아 사실상 전쟁의 장기화 및 이에 따른 러시아 및 우크라이나산 농산물-에너지 수급불안정은 여전할 것으로 우려됨

## II. 핵심 점검포인트

### 1. 미국 물가지표 점검

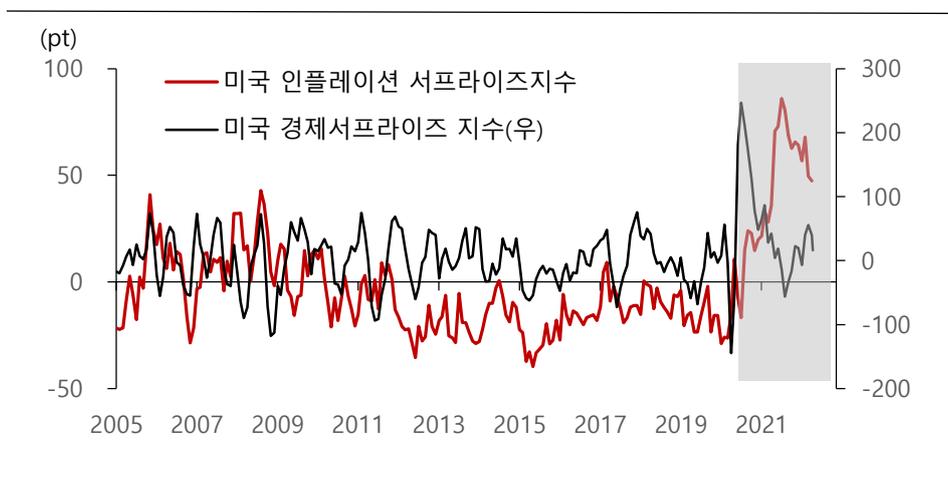
- 현재 블룸버그 전망치 기준 4 월 소비자물가지수(CPI)는 모두 전년동월대비 기고효과(base effect)로 인해 전월대비 소폭 둔화 예상되나 절대 레벨로는 여전히 높은 수준 전망됨(4 월 CPI 8.1% vs. 3 월 8.5%). 연준 위원들의 기존 긴축 스탠스에 대한 우호적인 변화를 기대하기는 여전히 물가 상승압력이 높은 상황임. 블룸버그 컨센서스 추이 상 2021 년 중반 이후 뚜렷하게 인플레이션 압력이 강화되는 반면, 실질 GDP 전망치는 점차적으로 둔화되는 양상임. 특히 미국 인플레이션 서프라이즈 지수는 여전히 역사적 고점수준으로 전망치를 초과하는 인플레이션 위험성은 높은 수준으로 해석함

<그림 1> 블룸버그 전망치 추이



자료: Bloomberg, 리딩투자증권 주: 블룸버그에서 추계하는 이코노미스트 최근 전망치 추이임

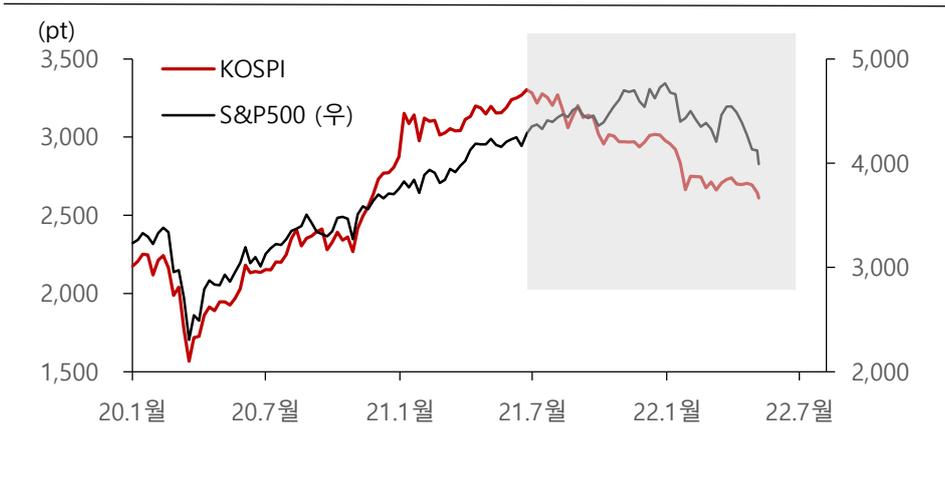
<그림 2> 미국 인플레이션-경제 서프라이즈 추이



자료: Bloomberg, 리딩투자증권 주: 씨티 서프라이즈 지수는 실제치와 전망치의 괴리율임

- <그림 1, 2>를 통해 경기(실질 GDP 전망치, 경제서프라이즈 지수)와 물가(소비자물가지수 전망치, 인플레이션 서프라이즈 지수)의 동조화 경향은 2021년 중순부터 어긋나면서, 인플레이션 압력은 경제펀더멘털 및 기업가치에도 공통적으로 부정적 영향을 주는 것을 엿볼 수 있음. 해당기간 중 한-미 증시 모두 조정국면을 보이면서 물가 불안정에 따른 비용변수의 불확실성은 부정적인 영향을 미쳤을 것으로 추론됨

<그림 3> 경기와 물가변수의 역 동조화 국면에서 조정출현

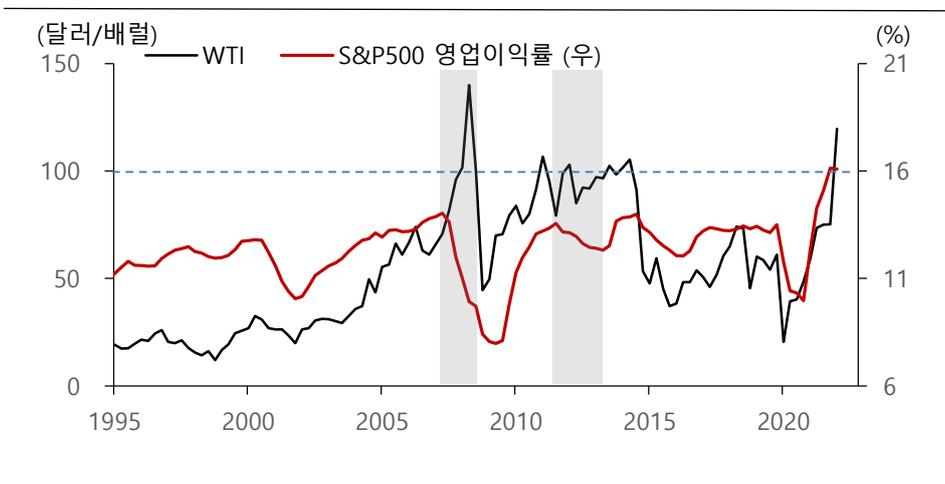


자료: Bloomberg, 리딩투자증권

## 2. 주가 밸류에이션 점검

- 역사적으로 S&P500 기업의 영업이익률은 고유가-고물가 시기에서 후행적인 하락세가 나타나는 경향성을 보임. 그렇다면 현재와 같은 미국 기업이익 전망의 상향흐름은 후행적으로 둔화될 가능성에 주목해야 함

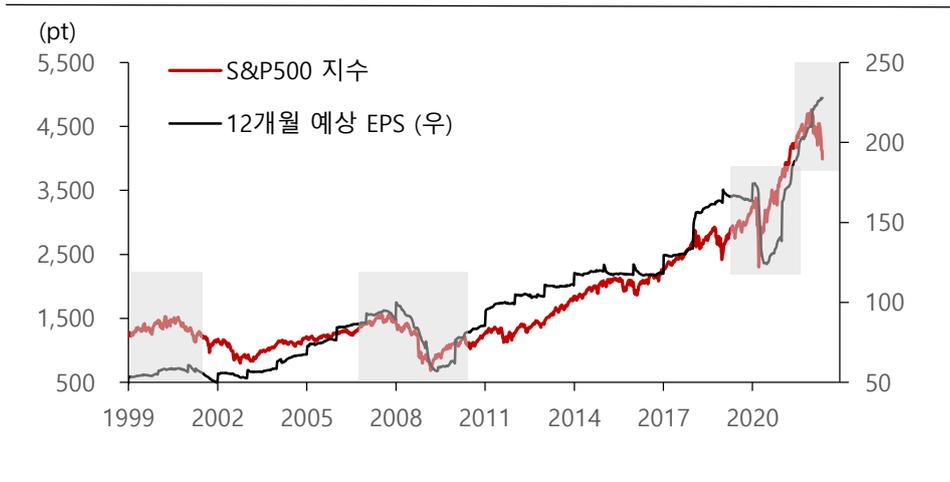
<그림 4> 고유가-고물가 시기에는 영업이익률 하락은 불가피



자료: Bloomberg, 리딩투자증권

- 현재 미국 S&P500 기업의 이익전망치(12개월 예상 EPS)는 감익 가능성은 전혀 반영되지 않고 있음. 앞서 고유가-고물가 국면에서 영업이익률의 훼손을 감안한다면 후행적인 이익둔화 가능성을 경계해야 함. 특히 미국 애널리스트의 이익추정도 대체로 주가 변수에는 후행적이었음. 2000년 IT 버블 붕괴, 2008년 리먼사태, 2020년 코로나팬데믹 국면에서 주가하락 이후 시차를 두고 이익하향조정이 나타난 바 있음

<그림 5> S&P500 지수와 이익전망 추이



자료: Dataguide, 리딩투자증권

- 뉴욕증시 급락으로 S&P500 지수의 12개월 예상 PER은 2015년 이후 평균인 18배를 하회(9일 종가기준 16.8배)하는 저평가 영역 진입했음. 다만 문제는 미국 기업이익 추정치는 아직 감익이 반영되지 않았다는 점에서 후행적인 반영가능성을 감안 시에는 밸류에이션 매력은 저하될 수 있음을 경계해야 할 것임

<그림 6> S&P500 지수와 PER 추이



자료: Dataguide, 리딩투자증권

---

### III. 결 론

- ▷ 미국 4 월 물가지표에 대한 확인심리는 극대화되었으나, 고물가 상황의 지속가능성 여전히
- ▷ 물가변수 전망 추이는 상향추세이며, 인플레이션 서프라이즈 지수도 역사적 고점수준
- ▷ 미국 기업이익 전망치는 영업이익률 훼손 미반영, 이익전망치는 주가에 후행하는 경향 고려
- ▷ S&P500 기업의 PER 은 2015 년 이후 평균 18 배를 하회, 다만 후행적인 감익 반영 시 밸류에이션 매력은 저하될 수 있음을 경계
- ▷ 이익 방어력 높은 경기방어주(필수소비재), Quality 스타일(생활용품, 음식료, 반도체, 통신, 의류) 중심으로 선별적인 대응 권함

#### ▶ 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.