

숨 좀 돌릴 시간

2019/ 12/ 24

Strategist

이동호

(2009-7062)

dhlee@leading.co.kr

연말 주식시장이 온기에 차있다. 가장 큰 골치거리였던 미중 무역협상 문제가 어쨌든 1 단계는 합의에 이르는 상황인 가운데 글로벌 경기 지표들이 회복 조짐을 보이고 있기 때문이다. 여기에서 달러화 약세 흐름, 풍부한 유동성 공급 등이 가세해서 위험 자산에 우호적 환경을 제공해 주고 있다.

주식시장의 온기를 측정하는 지표는 여러 가지가 있는데 가장 대표적인 지표인 PER 로 그 온기와 향후 시사점을 판단해 본다. PER 은 Price - Earning Ratio, 즉 이익 대비 몇 배로 주가가 형성되고 있는냐이다. 현재 KOSPI 기준 PER 은 12 개월 예상 EPS 대비 11.8 배에 형성되어 있다(12/20 종가 기준). 향후 1 년 동안 벌어들일 주당 순이익에 12 배 가까이를 배수로 주고 있다는 것이다.

그렇다면 11.8 배의 PER 은 어느 정도 수준인지를 우선 역사적 관점에서 판단해 본다. 한국 경제는 2011 년부터 저성장 국면에 접어든 것으로 추정된다. 과거 고성장 고경기진폭 경제가 저성장 저경기진폭 경제로 구조변화 한 것이다. 필자는 PER 지표의 의미를 경제 구조변화 이전과 이후를 모두 망라하는 sample period 내에서 보다는 구조 변화 이후의 표본추출기간에서 판단하는 것이 더 정확하다고 본다. 2011 년 이후 최근까지의 기간 동안 PER 수준을 관찰해 보면 최근의 11.8 배가 가장 높다(<그림 1>). 한국 경제가 저성장 국면으로 접어든 이후 시장은 1 년 예상 EPS 에 부여하는 배수를 최근에 가장 높게 주고 있다는 것이다.

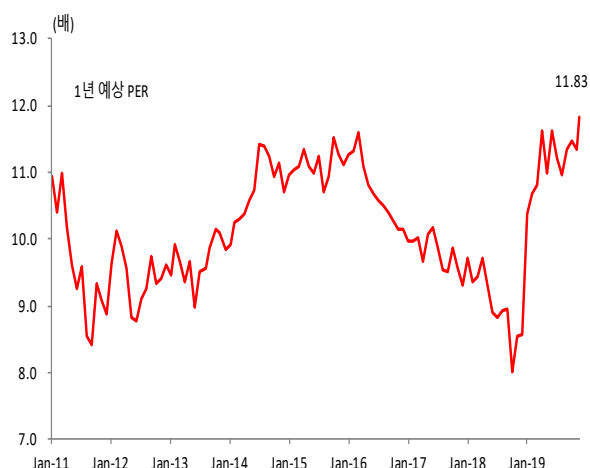
그렇다면 배수를 부여하는 근거가 무엇인지를 판단해 볼 필요가 있다. 재무이론에서 PER 은 '성장성과 금리의 함수'로 본다. 우선 성장성은 소위 말해 시장, 업종, 종목 등의 장기적인 이익 성장성이 어느 정도인가를 의미한다. 당연한 이야기지만 성장성이 높으면 PER 은 높고, 성장성이 낮으면 PER 은 낮아지게 된다.

금리는 향후 발생할 이익에 대한 할인율에 해당한다. 금리가 높아지면 미래에 발생할 이익을 많이 할인하게 되어 PER 이 낮아진다. 반대로 금리가 낮아지면 향후 이익을 적게 할인하게 되어 PER 을 높이는 요인으로 작용한다.

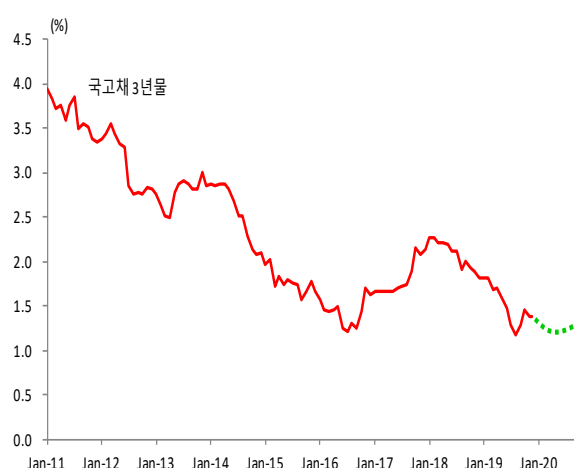
KOSPI 의 성장성, 즉 한국 주식시장에 상장된 기업들이 향후 벌어들일 주당 순이익의 장기 성장성을 가지고 볼 때 지금이 저성장 국면 도래 이후 역사적 최고치의 PER 을 부여 받을 수 있는 상황인가? 그렇지 못하다고 본다. 한국 경제의 잠재 성장률이 낮아지고 있기 때문이다. 내년 경제가 순환적인 회복은 가능하다고 판단하지만 구조적인 측면에서 최근의 저성장 흐름이 다시 고성장 국면으로 바뀔 확률은 매우 낮다고 본다.

PER 과 역관계에 있는 금리 측면에서도 향후 주식시장에 (+) 모멘텀을 계속 줄 것으로 보기는 힘들다. 물론 저성장 경제 구조를 감안할 때 최근의 저금리 흐름이 구조적으로 바뀔 것 같지는 않다. 그러나 내년에는 경기가 순환적으로 회복될 수 있다는 전망기조에 근거하여 금리가 그 동안의 흐름과 같이 일방적인 하락세를 보일 확률은 낮다고 본다. 최근 급상승 후 반락하는 과정에 있는데 그 반락이 하락 추세로 이어지기 보다는 내년 초 이후 경기 순환 지표가 회복되면서 미미하나마 상승 흐름을 보일 것으로 전망한다(<그림 2>). PER 을 추가 상승시킬 수 있는 동력이 더 이상 되지는 못한다는 것이다.

<그림 1> 역사적 최고치 수준의 PER



<그림 2> 일방적 하락세를 보일 확률은 낮을 금리



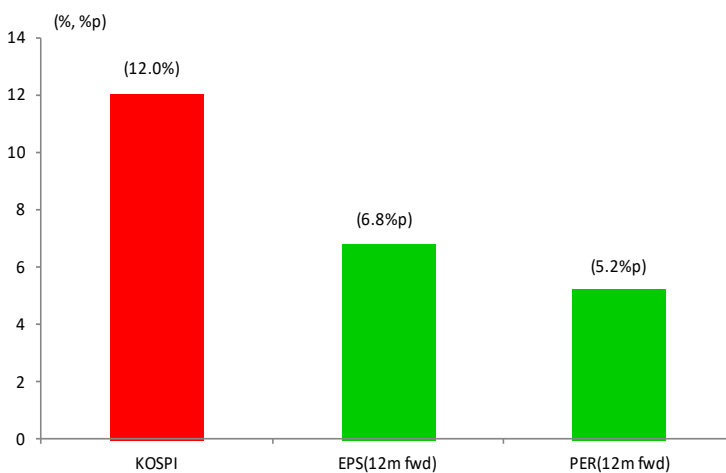
자료 : DataGuide

전술한 성장성, 금리에 대한 판단을 근거로 볼 때 저성장 국면 도래 이후 역사적 고점에 있는 PER 이 계속 더 올라가면서 주식시장의 상승 흐름을 견인할 근거는 약하다고 본다. 주가 변화율은 그 정의상 'PER 변화율 + EPS 변화율'이라는 산식으로 판단시 이제는 EPS 변화율이 주가 상승을 주도적으로 이끌어야 할 시기이다. 물론 향후 EPS 변화율은 내년 경기의 순환적 회복에 의거하여 꾸준히 개선될 것으로 기대한다. 다만 그 속도가 관건인데 그 개선 속도가 금방 급격히 빨라질 것으로 보이지는 않는다. 경기 지표가 아직 바닥을 다지는 시기인데다 내년 글로벌 경제 성장률과 물가 상승률, 즉 기업 매출에 해당하는 부분이 V 자형 회복 패턴을 보일 확률은 낮기 때문이다. 비용 측면에 해당하는 유가 등도 일정 부분 오를 것이라는 점을 감안해야 한다.

이렇듯 내년 경제 환경 전망에 근거하면 주식시장은 꾸역꾸역 올라가는 것이 바람직한 흐름이다. 그러나 원래 그러하듯이 주가 흐름은 펀더멘털 상황을 중심으로 위 아래 등락한다. 그렇다면 현재 주식시장은 펀더멘털 상황과 비교할 때 어느 정도의 위치에 있을까? 그 정도를 정확하게 판단할 수는 없지만 펀더멘털 위의 영역에 있다는 것은 분명해 보인다. 지난 8 월말 이후 최근까지 KOSPI 는 12.0% 상승했다(12/20 종가 기준). 이를 EPS(12m fwd)와 PER(12m fwd) 각각의 기여분으로 구분해서 볼 때 EPS 는 KOSPI 상승률에 +57%p 기여하는 6.8% 증가했고, PER 은 8 월 이후 금리 레벨이 높아졌음에도 +43%p 기여하면서 5.2% 상승하였다(6.8% + 5.2% = 12%). 금리 상승에도 불구하고, PER 이 높아지는 특이 사항도 보인 것이다. 물론 향후 EPS 가 개선되면서 주가 흐름에 대한 긍정적 기여도가 점점 더 높아질 것으로 예상한다. 그러나 이제 PER 은 더 이상의 상승 동력이 되기 보다는 마이너스 요인으로 전환될 수 있음을 고려해야 한다.

펀더멘털을 중심으로 위 아래 등락하는 주식시장 흐름을 흔히 개(주가)와 주인(펀더멘털)으로 비유한다. 앞서 언급한 논리를 종합해 보면 현재 주식시장은 주인이 앞으로 걸어가는 속도 대비 개가 앞서가는 속도가 더 빠른 상황에 있다. 개와 주인은 목 줄로 연결되어 있고, 그 목 줄의 길이는 한계가 있다. 그 목 줄의 길이가 어느 정도인지는 구체적으로 알 수 없으나 조만간 개의 목에 통증이 오는 상황이 도래할 확률이 높아지고 있다는 판단이다. 내년 전체 기간으로 볼 때는 지금의 KOSPI 레벨보다 더 위로 상승하는 흐름을 예상하지만(당사의 내년 KOSPI 고점 예상치는 2,350p) 현 시점에서는 잠시 쉬어가는 장세가 조만간 올 수 있다는 점을 생각해 볼 필요가 있다.

<그림 3> 8 월말 이후 KOSPI 상승의 요인별 분해



주 : 12/20 종가 기준

자료 : DataGuide

► 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.