

연초 주식시장에 내재된 기대와 시사점

2021/ 1/ 6

Strategist

이동호

(2009-7062)

dhlee@leading.co.kr

지난 해 11 월 이후부터의 주가 강세가 연초에도 계속 이어지고 있다. 이제 코스피 기준 3,000p 를 얼마 남겨 놓고 있지 않은 상황이다. 아직 전세계적으로 코로나 19 바이러스 확산이 거세지만 백신, 각 국 정부의 고강도 부양 정책, 초저금리 상황, 풍부한 유동성 등이 주식시장 흐름에 계속 긍정적으로 작용하고 있기 때문이다.

늘 그렇듯이 주식시장이 미래를 선반영하는 경향은 강하다. 최근의 강세 흐름도 향후 코로나 19 사태 극복 이후의 경제 정상화를 선반영해 가는 것일 것이다. 다만 최근의 상승 속도가 당초 예상보다 많이 빠르다는 점에서 현재 주식시장은 금년 상황을 어떻게 보고 있는지, 즉 현 주가에 내재된 금년 상황은 어느 정도로 긍정적인 것인지를 한 차례 점검해 볼 필요성은 있다고 본다.

점검하는 방법론은 필자의 기존 자료('개와 주인의 간극과 시사점', 2020.6.25)를 업데이트하는 방식으로 하였다. 즉 '현재 주가(KOSPI)에 내재(implied)된 금년 예상 ROE'와 '애널리스트 추정 금년 ROE(컨센서스)'를 비교하고, 그 차이가 어느 정도인지, 그리고 향후에는 어떤 모습을 보일 수 있을 것인지를 판단해 보는 방식이다.

방법론을 다시 한번 더 상술하자면 다음과 같다. Gordon 모형을 응용한 $PBR = (ROE - g) / (CoE - g)$ 에서 논의를 시작한다. 여기서 $CoE = \text{무위험수익률}(rf) + \beta \times \text{리스크프리미엄}(rp)$ 이다. 무위험수익률은 국고채 3 년물을 사용하였다. 베타는 시장(KOSPI) 대상이기 때문에 1 이고, 리스크프리미엄은 yield gap(per 의 역수와 금리간의 갭)을 썼다. 그리고 PBR, PER 은 1 년 예상 기준이다.

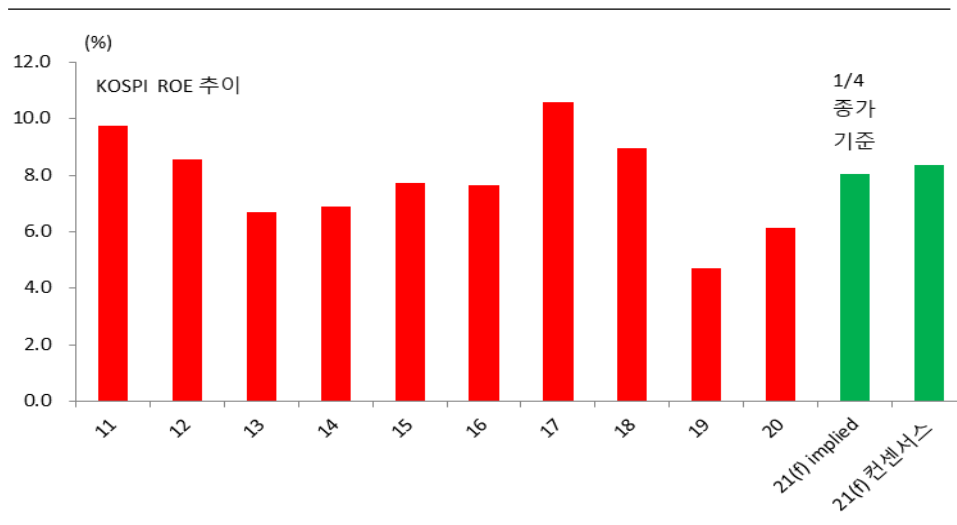
금년 1 월 4 일 KOSPI 증가 기준 PER 은 14.52 배, PBR 은 1.17 배이다(Dataguide). 그리고 국고채 3 년물은 0.95%이다. 장기 성장성 g 가 문제인데 금년 경제 흐름이 작년 베이스 효과로 인해 일시적 고성장을 보일 수는 있지만 내년부터는 다시 기존의 저성장 경제 구조로 회귀할 가능성이 높다는 점에서 장기 성장성 'g'는 보수적으로 '0'으로 설정하였다(내년부터의 기존 저성장 국면 회귀 가능성에 대해서는 필자의 '향후 금리 경로 전망과 시사점', 2020.11.10 참조).

위의 수치들을 Gordon 모형에 대입하여 계산해 보면 1 월 4 일 KOSPI 증가에 내재(implied)된 금년 ROE 는 8.1%로 추정된다. 즉 1 월 4 일의 KOSPI 증가는 KOSPI 에 속한 기업들의 합산 ROE 가 금년 중 8.1% 정도가 될 것이라는 점을 반영하고 있다는 것이다. 그러면 현재 애널리스트들이 예상하고 있는 금년 ROE 는 KOSPI 가격에 내재된 ROE 와 얼마나 차이가 나는지를 살펴 보기로 한다.

<그림 1>에서와 같이 과거 10 년간 KOSPI ROE 는 6~10% 범위에서 등락하다가 2019 년 들어 글로벌 경기 하강, 반도체 경기 침체 등으로 인해 연간 4.6% 수준으로 급락하였다. 그러나 2020 년에는 코로나 19 사태 발발에도 불구하고, 성장 업체들을 중심으로 이익이 증가하면서 연간 6.1%를 달성한 것으로 추정된다(FnGuide). 그리고 금년(2021 년) ROE 는 코로나 19 사태 완화와 고강도 부양 정책 등에 힘입어 8.4% ROE 수준으로 더 높아질 것으로 기대된다(FnGuide 컨센서스(12/31) 기준).

그렇다면 최근 빠르게 올라온 주가에 내재되어 있는 기대치(ROE 8.1%)가 시장 컨센서스(ROE 8.4%)에 육박해 있어 이제는 주가의 업사이드 포텐셜에 별 여유가 없는 상황이 된 것으로 판단해 볼 수 있다. 만약 여기서 주가가 가파른 속도로 더 오를 경우 KOSPI 가격에 내재된 기대치는 컨센서스를 오버하면서 고평가 논란을 더 불러 일으킬 수도 있을 것이다.

<그림 1> KOSPI 연간 ROE 추이



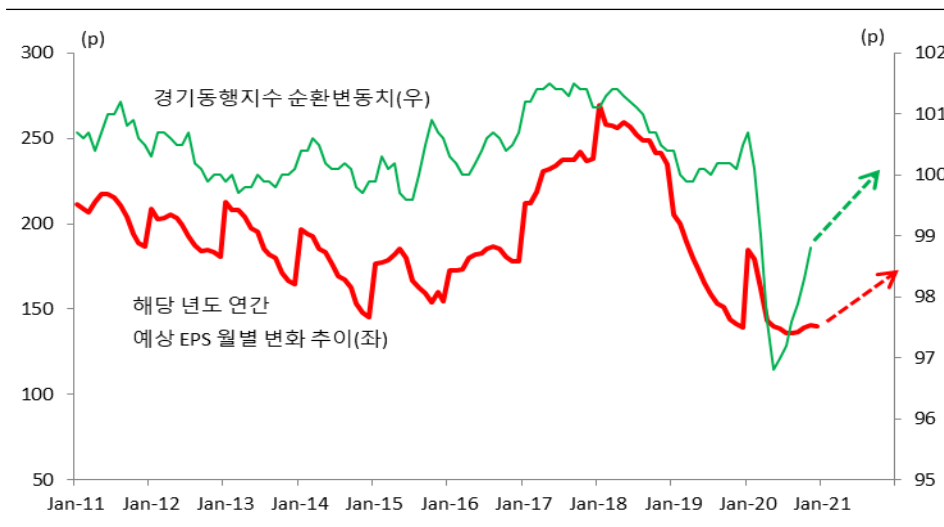
자료 : FnGuide, 리딩투자증권

그렇다면 현 주가 레벨에서 향후 주식시장 흐름을 판단함에 있어서는 앞으로의 컨센서스 변화가 어떤 모습이 될 지가 우선적인 관심사가 될 것이다. 이와 관련해서는 <그림 2>를 참조할 필요가 있다. <그림 2>는 매년 그 해당 년도의 연간 예상이익 추정치가 1 월부터 12 월까지 어떤 변화를 보이는지를 10 년간 추적해 본 것이다. 보다시피 2016, 2017 년을 제외하면 연초 추정치가 제일 높고, 이후 달이 경과할 수록 추정치가 하향 조정되는 모습이다.

2011년 하반기부터 2013년 초까지는 경기 지표가 하강하는 구간이라 그러한 경향이 강하고, 2013 ~ 15년의 경우는 경기 지표가 하강하는 모습은 아니지만 횡보하는 양상이어서 연초 추정치가 가장 높고, 달이 갈수록 하향 조정되는 흐름이 반복되었다. 2020년의 경우 연초에 경기 회복 기대가 컸으나 코로나 19 사태 발발로 인해 하향 조정되는 모습을 보였다.

그러나 2016 ~ 17년은 경기 지표가 뚜렷한 회복 양상을 보였음에 따라 연간 이익 추정치도 연초에서 연말로 갈수록 상향 조정되는 흐름이었다. 그렇다면 금년은 어떨 것인가? 이번 동절기를 지나면 코로나 19 사태가 지금보다는 완화될 가능성이 있고, 백신 접종도 이루어 질 것이며 정책 당국의 확장적 정책 기조도 여전히 계속될 가능성이 높음을 고려할 때 경기 지표는 금년 중 계속 회복될 가능성이 높다고 본다. 그렇다면 금년 연간 이익 추정치가 연초에 정점을 찍고 이후 계속 하향 조정되는 모습을 보일 확률은 낮을 것으로 판단한다. 오히려 연초 추정치 대비 오름세를 보일 가능성이 더 높지 않나 예상된다.

<그림 2> 경기 지표 방향성과 해당 연도 연간 예상이익의 월별 변화 비교

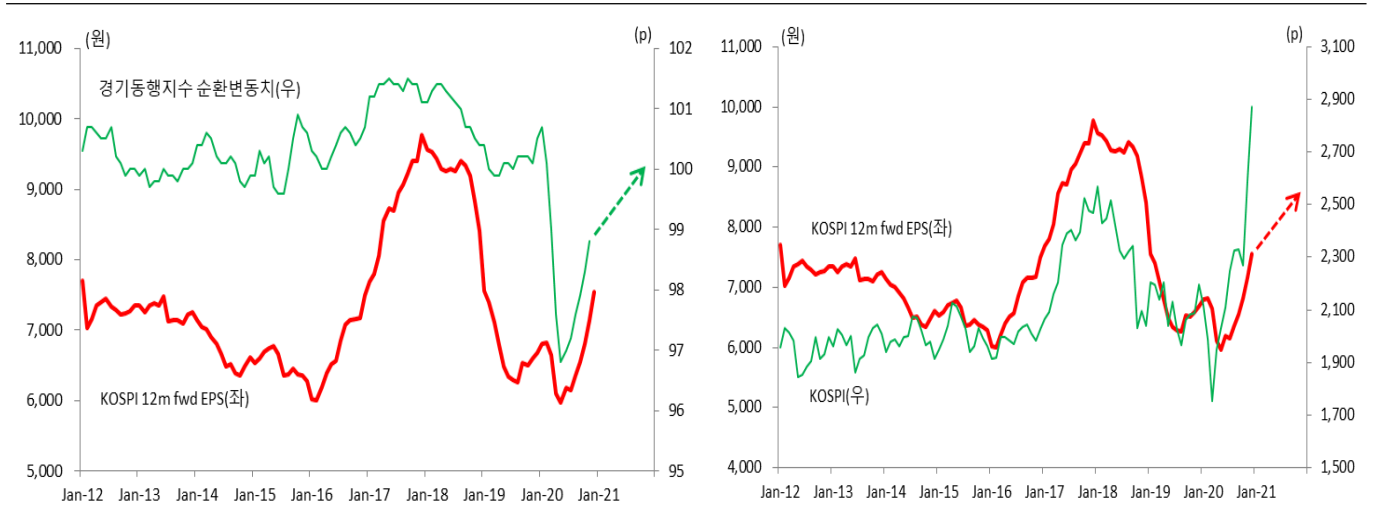


자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

그러할 경우 최근 애널리스트 컨센서스 ROE(2021년)는 현재 주가 레벨에 내재된 금년 예상 ROE 보다 더 높아질 것이고, 이에 따라 주가의 업사이드 포텐셜에도 여유가 생기게 될 것이다. 현재 양자간의 차이가 크지 않은 상황으로 인해 주가가 단기적으로 조정을 보일지라도 그 폭은 크지 않고, 기간도 길지 않을 수 있음을 아울러 시사하는 부분이라 하겠다.

한편 해당 연도 연간 예상 EPS의 월별 변화 추이가 아닌 12개월 예상 EPS의 추이도 경기 순환과 밀접한 관계를 가진다. <그림 3, 좌>에서 보는 바와 같이 12개월 예상 EPS의 월별 흐름 또한 경기 지표(동행지수 순환변동치)와 정의 상관관계가 높다. 향후 경기 지표의 우상향 흐름이 이어질 가능성이 높다는 점에서 12개월 예상 EPS 또한 동일한 방향성을 가질 것으로 보는데 이는 <그림 3, 우>에서 보는 바와 같이 궁극적으로 주가에 긍정적인 영향을 미친다.

<그림 3> 경기지표, 예상 EPS & 주가



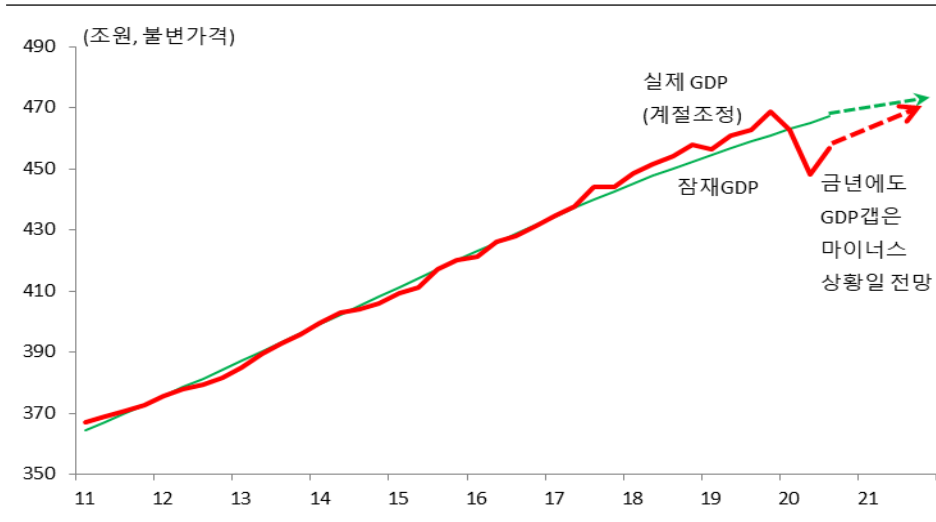
자료 : Dataguide, 리딩투자증권

그렇다면 금리가 관건이다. 금리가 이익 예상치에 대한 할인, 밸류에이션 멀티플에 미치는 영향(역관계)에 관련되어 있기 때문이다. 필자는 금년 중 금리가 크게 오르지 않으면 전술한 긍정적 주식시장 흐름이 이어질 수 있을 것으로 예상한다. 물론 단기적인 주가 조정은 발생할 수 있다. 그러나 금리가 현 수준에서 크게 높아지지 않는다면 주식시장 환경이 크게 디스카운트될 가능성이 낮다고 보기 때문에 긍정적인 방향성은 유지할 수 있다고 본다. 물론 경제 환경이 좋아지면서 금리가 오르지 않을 수는 없다. 그러나 경제 정상화를 위한 정책 당국의 완화적 통화 정책이 지속되고, 특히 금리 상단을 제어하려는 정책 스탠스가 유지된다면 금리가 크게 오를 가능성은 낮다는 판단이다. 인플레이션 압력이 금년 중 크게 높아질 확률이 낮다고 보기 때문이다.

<그림 4>는 인플레이션 압력의 선행지표로 널리 활용되는 GDP 갭을 도시한 것이다. 금년 3% 정도의 실질 경제 성장률을 가정할 때 GDP 갭은 금년에도 여전히 마이너스 상황일 것으로 추정된다. 즉 실제 GDP가 우상향할 것이지만 3% 정도의 성장률로는 잠재 GDP 아래에 계속 머무를 것으로 판단된다는 것이다. 그 외 비용 측면 인플레이션 압력의 대표적인 유가의 경우도 인플레이션 압력을 크게 높이지는 않을 것으로 전망한다. 글로벌 경기 회복으로 인한 유가 상승이 예상되고, 이 요인이 금년 물가 상승률을 전년 대비 높이는 주요인으로 작용할 것으로 보지만 금년에는 OPEC의 기존 감산 정책이 와해될 확률이 높을 전망이어서 유가의 큰 폭 상승이 우려되지는 않는다는 판단이다.

인플레이션 압력이 크게 우려되지 않는 상황이라면 정책 당국으로서는 경제 정상화를 기하기 위한 초저금리 정책 스탠스를 유지할 수 있다. 그렇다면 향후 예상되는 기업이익 규모를 크게 디스카운트할 이유가 없어지게 되는 것이고, 금리 흐름과 역 상관관계를 가지는 밸류에이션 멀티플 또한 크게 하락할 확률은 낮아진다. 즉 밸류에이션 멀티플 하락폭이 크지 않을 가운데 현재가치화된 기업이익 증가폭이 멀티플 하락폭을 상쇄하고도 남게 되면 주가는 오를 수 있는 상황이 된다는 것이다(주가 변화율 = EPS 변화율 + PER 변화율). 필자는 금년 중 그런 상황이 될 확률이 높다고 판단한다.

<그림 4> 경기 회복되어도 금년 중에는 마이너스 GDP 갭 상황일 전망



자료 : 한국은행, 리딩투자증권

백신이 출시되었지만 최근 코로나 19 바이러스 확산의 악영향과 관련된 컨션이 여전히 강하고, 미국의 정치적 이슈(조지아주 상원의원 투표 결과에 따른 시장 반응 컨션)로 인한 노이즈가 있는 상황이긴 하다. 그러나 궁극적으로 코로나 19 사태는 시간이 갈수록 완화될 확률이 여전히 높다는 점, 이에 따라 경기 지표 회복세는 이어진다는 점, 정책 당국은 경제 정상화를 위해 확장적 정책 기조를 금년 중 계속 이어가고, 금리 상단은 정책적으로 제어할 확률이 높다는 점, 유동성 또한 상당기간 풍부할 수 있다는 점 등을 감안하면 조정 발생시 이를 매수의 기회로 활용할 필요성이 높다는 판단이다.

▶ 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.