

2021/ 3/ 17

Strategist

이동호

(2009-7062)

dhlee@leading.co.kr

주식시장이 선반영해 갈 사항들

3 월 하순으로 접어들면서 이제 1/4 분기도 지나가고 있다. 전년 말 백신 개발 완료, 금년 초 이후 공급에 따라 2021 년은 코로나 19 사태로부터 벗어날 수 있다는 기대감으로 시작된 해이다. 그런데 주식시장은 연초에 잠깐 급하게 올랐을 뿐 그 이후로는 계속 기간 조정 양상을 이어가고 있다.

필자는 연초 자료('연초 주식시장에 내재된 기대와 시사점', 2021.1.6)를 통해 금년 중 예상되는 경기(기업이익) 회복을 주식시장이 미리 선반영한 바가 커서 다소간의 조정이 있을 수 있음을 주장하였는데 시장은 그 동안 기간 조정의 흐름을 보이고 있다. 여기에다 연말연초 바이러스 3 차 유행으로 인해 눌러 있던 금리가 경기회복을 뒤늦게 반영하면서 급하게 오른 점도 주식시장에 부담을 주었다.

그렇다면 1/4 분기가 완료되어 가는 현 시점 이후부터는 주식시장이 어떤 사항들을 선반영해 갈 것인가? 일단 주가(KOSPI)는 거기서 거기인 흐름이 계속되고 있다. 그러나 앞으로도 경기 회복이 계속된다면 향후 기업이익은 현재 주가에 내재(implied)된 미래 기업이익보다 점점 더 높아질 것이다. 여기에다 뒤늦게 급하게 오른 금리가 상승 속도를 늦출 경우 주가는 다시 업사이드 포텐셜을 형성해 가면서 우상향의 흐름으로 바뀔 수 있을 것이다.

본 보고서에서는 그 가능성을 점검해 보고자 한다. 그리고 투자전략 관점에서 주식시장 내부 흐름에 있어서도 바뀌어 질 수 있는 부분이 있는지에 대해 아울러 판단해 보고자 한다.

먼저 현재 주가에 내재(implied)되어 있는 예상 기업이익이 시장 컨센서스와 비교시 높은지, 낮은지를 살펴 보기로 한다. 우선 현재 주가(KOSPI)에 내재된 기업이익이다. 3 월 12 일 KOSPI 증가(3,054.4p) 기준으로 Gordon 모형의 응용 산식인 'PBR = (ROE - g) / (CoE - g)'로부터 추정된 KOSPI 내재 2021 년 ROE 는 8.5%이다. 그렇다면 금년 예상 KOSPI ROE 시장 컨센서스는 어느 정도일까? 공교롭게도 FnGuide 기준으로 3 월 12 일 현재 2021 년 KOSPI 예상 ROE 컨센서스 역시 8.5%로 형성되어 있다. 금년 초 기준 2021 년 KOSPI 예상 ROE 컨센서스는 8.4%였는데 그 동안 0.1%p 높아졌다. 이는 연초 시점의 금년 KOSPI 예상 순이익이 129.9 조원이었고, 3 월 12 일 현재 예상 순이익은 134.8 조원으로 그간 상향 조정의 폭이 그다지 높지는 않았고, 배당성향에 관련된 부분은 조정이 되지 않았던 때문인 것으로 추측된다.

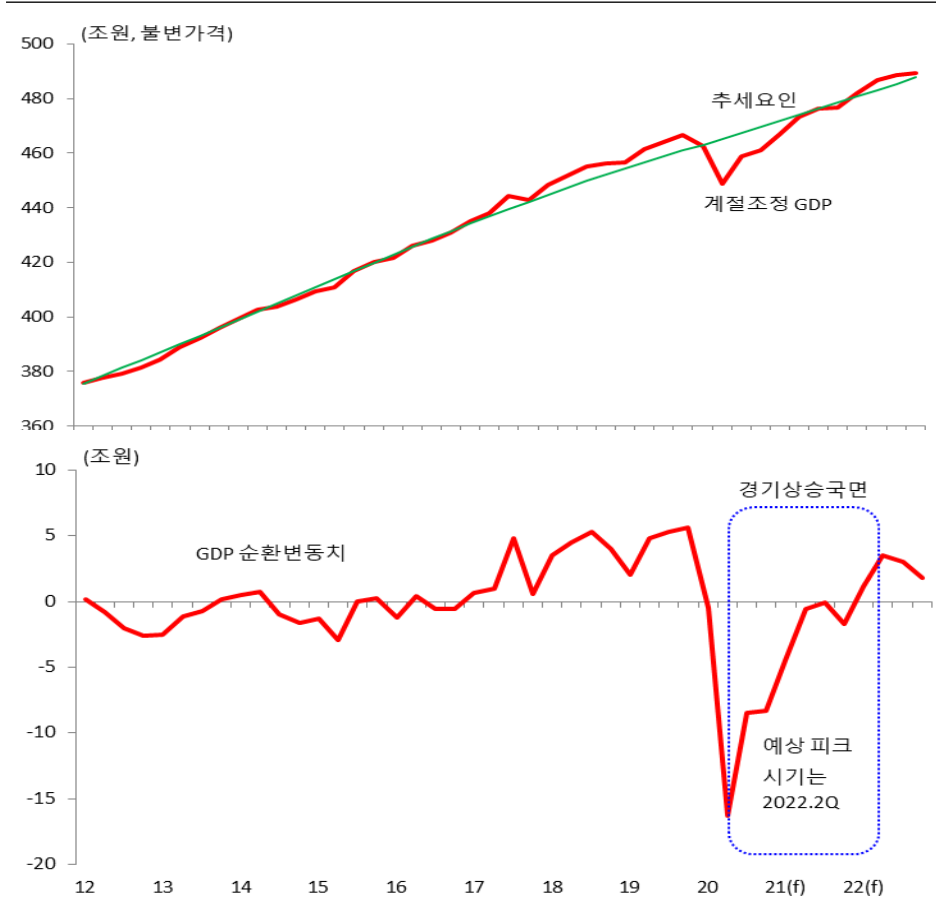
어쨌든 위 두 수치(2021 년 ROE 에 대한 KOSPI 내재 값 vs. 시장 컨센서스)만을 놓고 볼 때는 현 시점에서는 KOSPI 가 당장 우상향으로의 방향 전환이 여의치 않음을 짐작해 볼 수 있다. 향후 경기 상승 국면이 계속 이어지면서 예상이익에 대한 컨센서스가 상향 조정되는 기간과 폭이 더 필요함을 시사하는 대목이다. 그렇다면 지금이 경기 상승의 전반부라서 예상 이익의 상향 조정이 앞으로 계속될 수 있는 시기냐, 아니면 경기 상승의 후반부라서 조만간 예상 이익이 하향 조정될 수 있는 시기에 근접해 가고 있느냐에 대한 판단이 중요하다.

이를 위해 언제까지 경기상승 국면이 이어질 수 있을지에 대해 판단해 보았다. 다음과 같은 방법을 활용하였다. 우선 금년 및 내년 경제성장률 전망치(블룸버그 컨센서스 : 금년 3.4% 성장, 내년 2.8% 성장)를 활용하여 금년과 내년 연간 GDP 를 추정하였다. 이후 분기별로 GDP 를 추정하고, 추세적 요인을 제거하여 순환적 요인만을 추출했다. 이렇게 구한 'GDP 순환변동치'로 판단해 볼 경우 이번 경기 순환(재고 순환)은 내년 상반기까지는 상승 국면이 이어질 수 있다는 결론을 얻었다(<그림 1> 참조). 통상적인 재고 순환상의 경기 상승 기간보다는 1~2 분기 더 길어지는 흐름인데 이는 굳이 계량 모형을 사용하지 않는다 하더라도 향후 예상되는 백신 효과, 최근에야 바닥을 지난 내수 소비 경기, 경제 정상화를 위한 정책 당국의 부양적 정책 기조 지속 등을 고려할 때 통상적인 경기 사이클에 비해서는 조금 더 상승 국면이 길어질 수 있다는 판단이다.

이에 관련하여 과거 리먼 사태 때의 경험을 참고해 볼 필요도 있다. 당시에 통상적인 경기 하강이 아닌 큰 충격 이후 침체를 벗어나는 과정에서 경제 정상화를 위한 정책 당국의 부양적 정책 기조가 상당기간 지속되었음에 따라 경기 상승 국면(경기동행지수 순환변동치 기준)은 2009 년 2/4 분기부터 2011 년 2/4 분기까지 9 분기 동안 이어진 바 있고, 이에 따라 기업이익 예상 기조는 2009 ~ 2010 년 2 년 연속 상향 조정되는 흐름을 보였다(<그림 2> 참조).

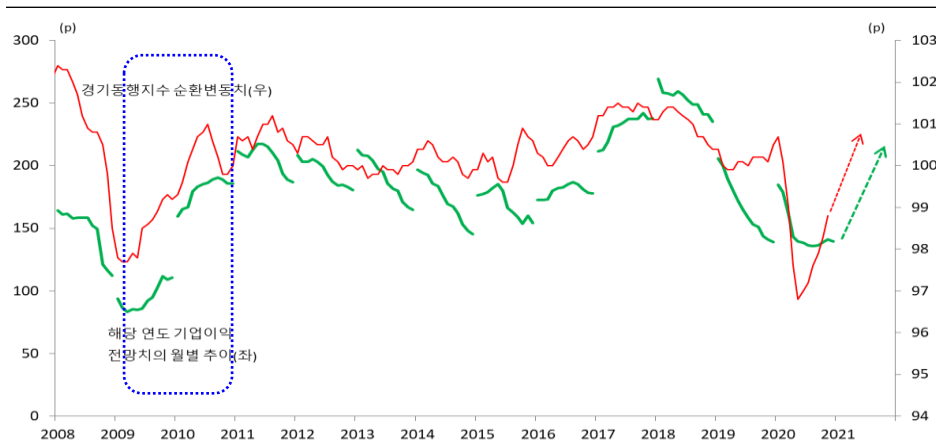
결국 내년 상반기까지는 경기 상승국면이 지속될 수 있다는 점에서 볼 때 향후 기업이익 예상치가 상향 조정될 기간은 충분하다는 판단이고, 이는 결국 주가의 업사이드 포텐셜이 누적되어 가면서 KOSPI 의 흐름도 다시 우상향 방향을 형성케 할 수 있는 요인으로 작용할 전망이다.

<그림 1> 내년 상반기까지는 재고 순환상의 상승 국면이 이어질 전망



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

<그림 2> 리먼 사태 이후 9 분기 동안 경기 회복 & 2 년에 걸친 예상이익 상향 조정



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

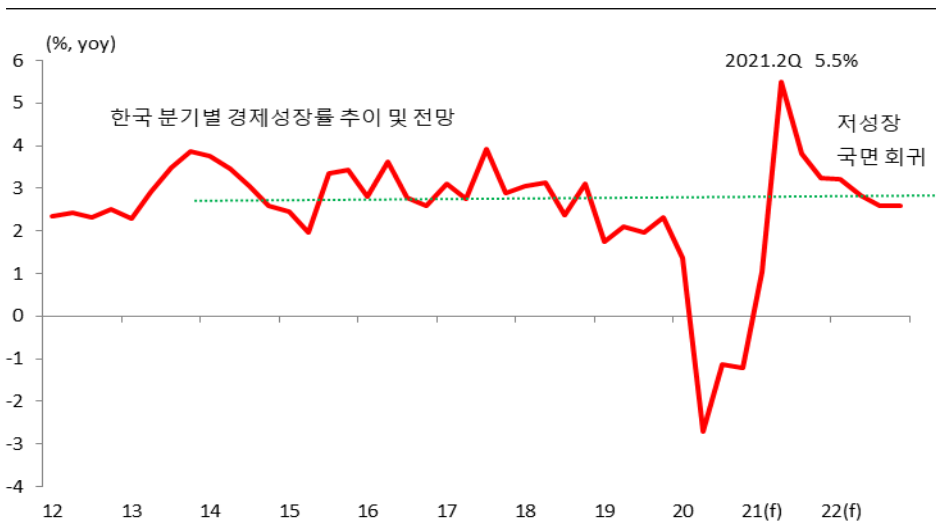
그렇다면 그 동안 급하게 오른 금리 흐름은 어떨 것인가? 이에 대해서는 경기 회복의 속도와 관련된 접근이 필요하다고 본다. 최근 금리가 급하게 상승한 것은 바이러스 3 차 유행으로 눌러있던 금리 흐름이 경기 회복을 뒤늦게 반영한데다 현 시점이 경제성장률의 모멘텀이 가장 큰 시기 근처에 와 있기 때문이다. <그림 3>에서와 같이 경제 성장률 흐름은 금년 2/4 분기중 5%대까지 올라갈 가능성이 높다는 판단이다. 전년도 베이스 효과가 크기 때문이다. 여기에다 물가 상승률 또한 전년 기저효과로 인해 2/4 분기가 연중 가장 높게 나올 가능성이 높다는 점도 최근 금리 급상승에 한 몫했다고 본다.

그러나 경제성장률은 베이스 효과가 약화되는 금년 하반기부터는 2/4 분기 대비 둔화될 확률이 높다(<그림 3> 참조). 2/4 분기에 5.5%까지 올라 갈 경제성장률은 3/4 분기 3.8%, 4/4 분기 3.2%, 그리고 내년에는 2%대 후반으로 둔화될 것으로 추정된다. 경기 순환적 측면에서는 내년 2/4 분기까지 상승 국면이 이어질 수 있지만 경제성장률의 모멘텀으로 보자면 금년 2/4 분기가 가장 높은 셈이다.

경제성장률 흐름과 비슷한 궤적을 보이는 물가 상승률도 마찬가지로일 것이다. <그림 4>는 현재의 소비자물가지수가 앞으로 똑 같은 레벨을 보일 경우 전년도 베이스 효과에 의해 2/4 분기가 가장 높게 나올 수 있다는 점을 보여 주고 있는데 최근 크게 오른 유가의 영향까지 고려하면 2/4 분기 효과는 더 크게 나올 전망이다(하반기 유가는 그 동안의 자료에서 언급한 바와 같이 상승 속도가 둔화될 가능성이 높은 것으로 예상함).

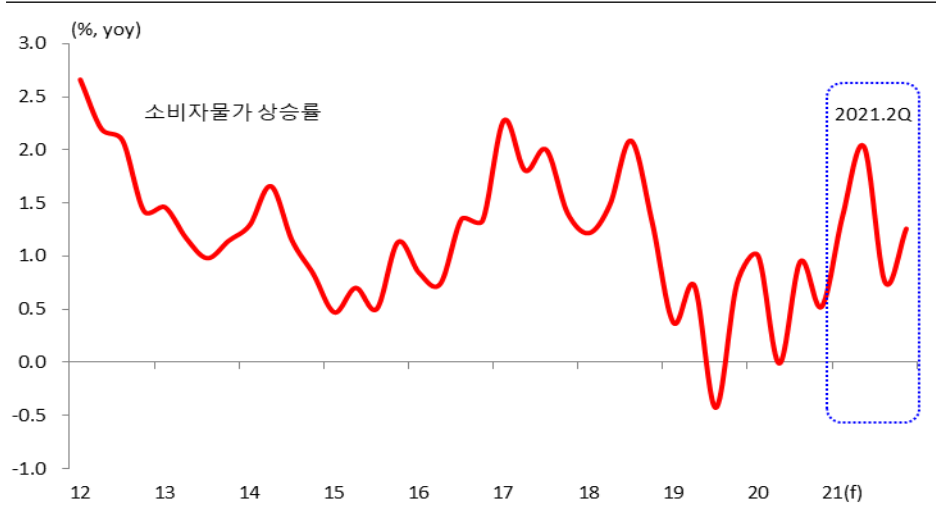
이러한 점들을 고려할 때 2/4 분기 이후의 금리 상승 속도는 최근의 상승 속도 대비 현저히 둔화될 가능성이 높다는 판단이다. 특히 경제성장률 모멘텀 둔화가 잠깐 동안이 아니라 2/4 분기가 지나고 나면 계속 둔화되다가 결국 내년 하반기부터는 경기 하강국면으로 이어지는 흐름이라는 것이 중요한 포인트인 것이다.

<그림 3> 경제성장률(yoy)은 금년 2/4 분기가 가장 높을 전망



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

<그림 4> 2/4 분기 물가의 높은 베이스 효과(현재 물가지수 지속 가정)



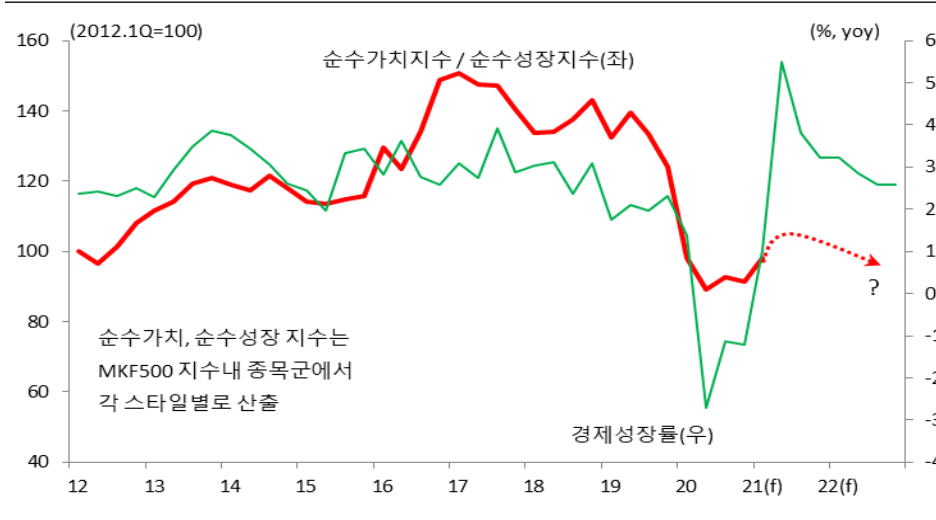
자료 : Dataguide, 리딩투자증권

그렇다면 향후 투자전략의 방향성도 새롭게 모색해 볼 필요성이 있지 않나 싶다. 주식시장은 미래를 선반영하는 경향이 강하기 때문에 이제부터는 향후 도래할 경기 상승 국면의 후반부(경제성장률 모멘텀이 가장 높은 시기를 지난 시기)에 적합한 전략이 무엇인지를 고민하고, 액션 플랜을 미리 짜 볼 필요가 있다는 것이다. 다음의 두가지 전략을 제안하고자 한다.

첫째, 그 동안 상대적으로 뒤쳐져 있던 성장주에 대한 관심을 다시 가져볼 필요가 있다는 것이다. 전술한 바와 같이 금년 하반기부터 예상되는 '경기상승 국면 후반부'의 특징은 '경제성장률 모멘텀 둔화'와 '금리 상승 속도 둔화'이다. 특히 경제성장률(yoy)은 금년 2/4 분기에 피크를 치고, 계속 둔화될 것으로 예상된다. 이에 주목할 필요가 있다. 경기 사이클을 타는 업종들의 주가 탄력이 서서히 약화되는 쪽으로 갈 확률이 높다는 것이다. 이와 관련해서는 <그림 5>를 참고할 필요가 있다. 사이클릭 업종이 많이 포진되어 있는 가치 스타일의 성장 스타일 대비 주가 상대 강도 흐름은 경제성장률의 흐름과 유사한 궤적을 보인다는 점을 참고할 필요가 있다는 것이다.

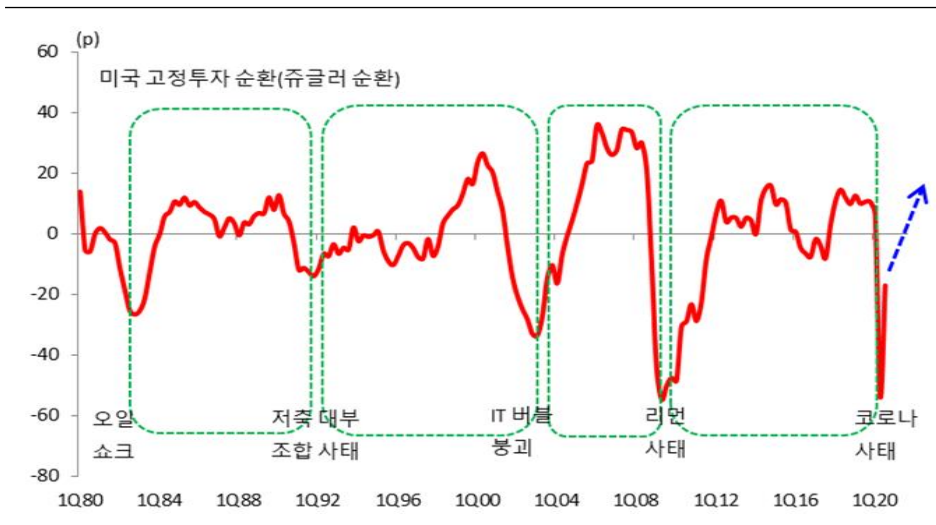
둘째, 전술한 경제성장률 모멘텀 둔화 흐름과는 다른 관점에서 볼 필요가 있는 업종이 있다. 인프라 투자 관련 업종이다. 이는 금년부터 순환주기 9~10 년(상승 기간 4~5 년)의 투자 순환(쥬글러 순환)이 한국은 물론 미국에서도 상승 국면에 접어들기 때문이다(관련 내용은 필자의 '주식시장의 장기 경로 전망', 2020.12.1 참조). 내년 하반기부터 재고 순환은 하강 국면으로 접어들 가능성이 있지만 쥬글러 순환은 상승세를 이어갈 전망이다. 때문에 인프라 관련 업종은 여타 경기민감 업종과는 다른 흐름을 보일 수 있다는 판단에서이다. 특히 인프라 투자 수요가 많고, 정책 당국도 이를 강하게 인식하고 있는 미국의 쥬글러 순환 상승 국면과 연관된 종목군에 관심을 가질 필요가 있다고 생각한다(<그림 6> 참조).

<그림 5> 경제성장률과 유사한 궤적을 보이는 가치/성장 스타일 상대성과



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

<그림 6> 대형 위기 이후 항상 회복되는 미국의 슈글러 순환



자료 : FRED, 리딩투자증권

▶ 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 하시기를 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.