

연말 위험자산 시장 전망과 전략

2021/ 10/ 5

Economist

이동호

(2009-7062)

dhlee@leading.co.kr

Strategist

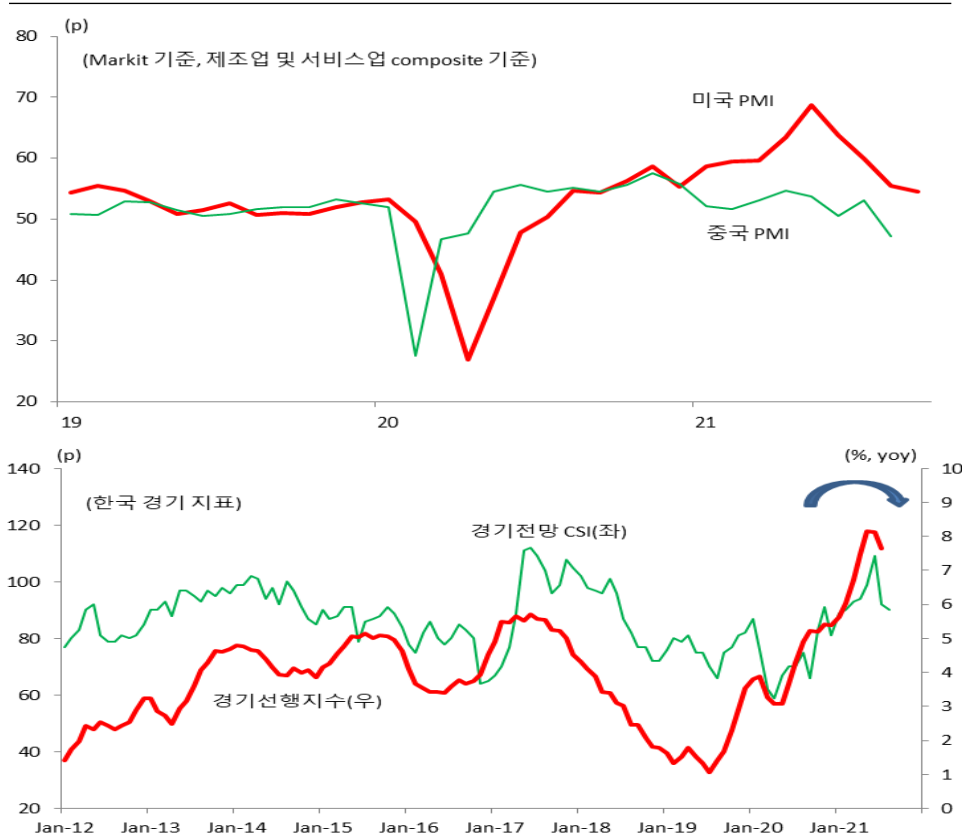
곽병열

(2009-7148)

brkwak@leading.co.kr

가파르게 올라오던 경제 지표들의 힘이 약해지면서 이래 저래 걱정 거리가 늘어나고 있다. 일단 코로나 19 대응력에 있어 선두권에 있는 미국의 경기 지표들이 연속적으로 모멘텀이 약화되고 있는 흐름이다. 제조업, 서비스업을 종합한 composite PMI(Markit 기준)로 볼 때 지난 5 월 고점 이후 9 월까지 4 개월 연속 둔화되고 있다. 중국은 경기지표가 힘이 빠진 지 오래다(작년 11 월이 고점). 한국의 경우도 경기선행지수 상승률이 둔화되는 모습으로 변한 가운데 경기전망 CSI 도 약화되고 있다.<그림 1> 참조).

<그림 1> 약화되는 한-미-중 경기 지표



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

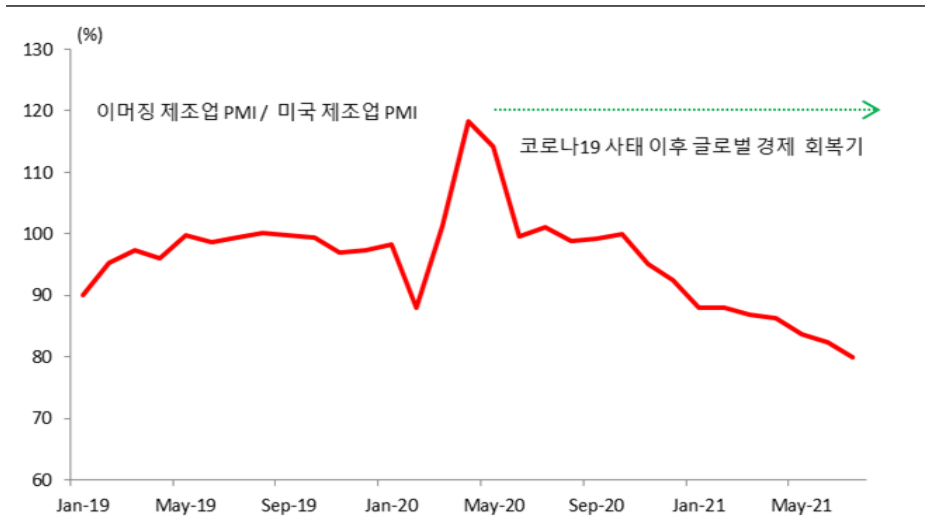
그 동안과는 달리 위험자산 가격 예상에 대한 섀범은 이제 복잡해졌다. 금년 상반기까지는 글로벌 어느 지역이나 하나의 예상 논리로 위험자산 가격에 대한 판단을 했다. ‘빠른 경제회복’이 그것이다. 그러나 경기 상승 속도가 더뎠고 있는 하반기부터는 지역별로 그 논리에 차이가 있다. 그리고 그 차이점에서 비롯되는 여러 논거들이 향후 위험자산 가격 예상 논리를 복잡하게 만들고 있다. 다음 세가지를 고려할 필요가 있다.

첫째, 백신 접종률 상승으로 ‘위드 코로나’ 정책을 시행하고 있거나 조만간 시행하려는 선진 지역들은 이제 경제 정책의 정상화를 시도하고 있다는 점이다. 미국이 테이퍼링 정책을 조만간 시행할 예정인 가운데 한국은 기준 금리를 인상하기 시작했다. 아직 논의중인 단계지만 유로존도 내년 1 분기말에는 ECB 의 긴급자산매입 종료 가능성이 있는 것으로 보인다.

코로나 사태의 8 부 능선을 넘어가고 있는 지역들에서 경제 정책의 정상화가 고려되는 이유는 다른 아닌 ‘인플레이션 압력’ 때문이다. 물가 상승률이 당초에 예상했던 것보다 하방 경직성이 강하기 때문이다. 일부이긴 하지만 상방에 대한 견해도 있다. 이는 최근 시장 금리 흐름에도 영향을 미치고 있다. 경기 상승 속도의 둔화보다는 물가 상승률의 예상 궤적에 대한 불안 심리가 최근 금리 상승에 영향을 미치고 있는 것이다. 이는 당초 예상했던 것보다 통화정책의 매파적 성향이 더 강화될 수도 있지 않을까 하는 우려감을 만들고, 특히 높은 인플레이션 압력이 유지될 경우 향후 재정지출의 축소 가능성도 있지 않느냐는 불안감도 조성시키고 있는데 이러한 불안 심리들이 최근의 경기상승 속도 둔화와 어우러져 위험자산 투자심리에 부정적으로 반영되고 있다.

둘째, ‘위드 코로나’를 생각할 겨를이 아직 없는 이머징 지역, 특히 글로벌 경제에서 차지하는 비중이 높고, 제조업 밸류체인에도 많이 연계된 동남아 지역의 공장 섯다운 상황을 고려할 필요가 있다. 백신 접종률이 추가적으로 더 올라가야 할 상황인데다 동지역 제조업 생산품의 최종 수요처가 앞서 언급한 선진 지역군인데 그 지역 경기 회복 속도가 더뎠고 있다는 점을 추가로 감안할 필요가 있다는 것이다.

<그림 2> 미국 대비 이머징 경제의 상대적인 부진



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

셋째, 중국 경제 상황이다. 중국 경제는 작년에 코로나 사태로부터 가장 빨리 벗어나 회복했지만 이제 그 회복의 속도가 더뎠고 있고, 정치적 스탠스와 경제 흐름간에 마찰이 발생하고 있다. 코로나 사태 이후의 회복 과정에서 부의 차별적 배분이 더 심화되었다는 점이 핵심적인 이유인데 중국정부는 그 괴리가 더 벌어지게끔 하지 않으려는 정책 스탠스를 가지고 있는 것으로 보인다. 문제는 부의 차별적 배분 과정에서의 수혜 산업이나 테마(예 : 경제 디지털화의 수혜가 큰 쪽)가 향후 경제 성장 동력 측면에서 큰 비중을 차지한다는 점이다. 중국 경제의 성장 잠재력에 대한 우려가 발생하고 있는 것은 이 때문이다. 여기에서 최근 기업 크레딧 리스크 문제가 불거지고 있다는 점도 불안 요인이 되고 있다. 물론 중국 특유의 경제 시스템을 고려할 때 리먼 사태와 같은 최악의 상황을 고려할 필요는 없다는 생각이지만 성장 잠재력 약화, 글로벌 자금 이동 측면에서 잠재적인 위협 요인이 될 수는 있다는 판단이다. 최근 BoA, 노무라 등 글로벌 IB 들은 금년과 내년 중국 경제성장률 예상치를 하향 조정하고 있다.

그렇다면 이제부터 위험 자산 투자전략을 매도의 관점에서 세워야 할 것인가? 필자들은 아직 그럴 필요는 없다고 판단한다. 경기 지표의 흐름이 더딜 가능성이 높아 ‘업사이드 포텐셜을 크게 기대할 수는 없을 전망이지만 가격 회복은 가능’할 수 있다는 판단이다. 다음과 같은 이유에서이다.

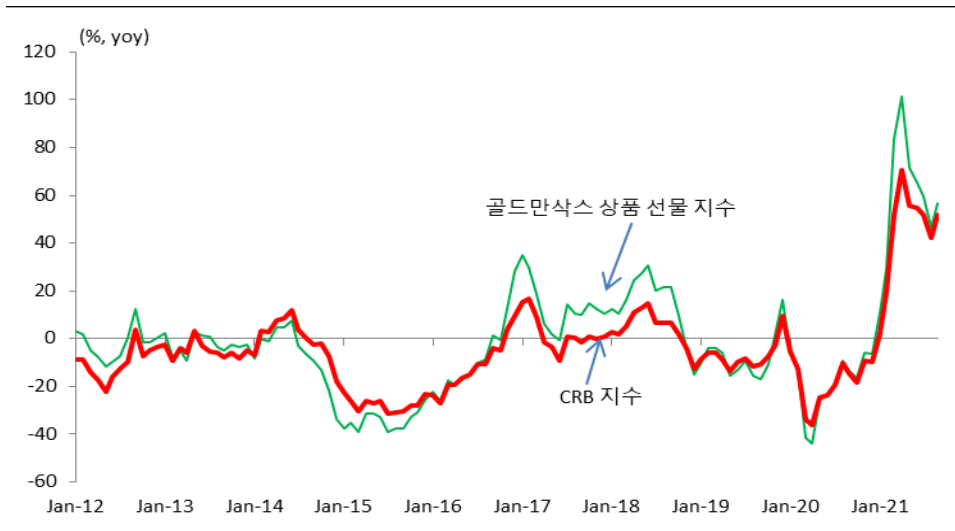
앞서 언급한 세가지 상황 논리에서 첫째와 둘째 논리는 그 해법에 있어 공통점을 가지고 있다. 그 공통점은 다름 아닌 ‘시간(time)’이다. 해결하기가 쉽지 않은 구조적인 측면에서의 문제라기 보다는 시간(time)이 경과함에 따라 우려감이 줄어들 수 있다는 것이다. 이러한 시간(time)의 문제는 ①경제정책의 정상화를 꾀하려는 선진 지역에서의 불안 요인이 되고 있는 인플레이션 리스크와도 연관되어 있고, ②동남아 지역으로부터 발생하고 있는 제조업 부품 공급 병목 현상과도 관련되어 있다.

참고로 인플레이션 압력은 수요 측면과 공급 측면으로 분류해 판단할 수 있다. 수요 측면은 실제 GDP 와 잠재 GDP 간의 갭인 GDP 갭으로 측정 가능하고, GDP 갭은 경험적으로 실제 물가 상승률에 2~3 분기 선행하는 특성을 가진다. 이번 델타 변이 확산이 실제 GDP 에 일정 부분 부정적 영향을 주게 됨을 감안해 볼 때 원래 서서히 진행되던 수요 측면 인플레이션 압력 상승은 향후 그 속도가 더뎠을 가능성이 높다.

문제는 공급 측면이다. 공급측면의 인플레이션 압력은 원자재 가격과 앞서 언급한 병목 현상이 주요인이다. 그런데 원자재 가격 흐름은 <그림 3>에서 보는 바와 같이 그 상승률이 둔화되고 있다. 글로벌 경기 상승의 속도가 더뎠을 상황임을 감안하면 앞으로도 원자재 가격 상승률 둔화세는 더 이어질 전망이다. 따라서 남은 것은 병목 현상이다.

바로 이 병목 현상을 필자들은 시간의 함수라고 판단한다. 경제정책의 정상화를 꾀하려는 선진 지역들은 조만간 ‘위드 코로나’의 효과(리오프닝)를 보게 될 전망이다. 따라서 시간이 갈수록 공급 측면의 병목 현상은 진정될 가능성이 높다고 본다. 아직 백신 접종률이 낮은 동남아 지역도 시간이 갈수록 접종률이 상승할 가운데 섣달에 의한 제조업 부품 공급 부족 현상이 완화될 가능성이 높음을 감안하면 주요 제조업 부품 품귀 현상은 서서히 해소될 가능성이 높다고 예상한다. 이는 궁극적으로 공급측면의 인플레이션 압력을 진정시키는 모습으로 나타날 것이다.

<그림 3> 원자재 가격 상승률의 둔화세



자료 : Dataguide

앞선 언급한 세번째 상황 논리와 관련해서는 중국의 정치적 스탠스(공동부유 정책) 변화를 기대하기 힘들 수 있다는 생각이다. 그러나 경기 순환적인 측면에서는 경제 흐름의 추가적인 부진을 막기 위한 부양 정책이 동원될 가능성이 높다고 본다. 최근 기업 크레딧 리스크 문제마저 불거지고 있는 상황임을 감안할 때 중국 정부는 이를 시장 기능에 맡기기 보다는 부양 정책을 통해 경제 성장률의 다운사이드 리스크를 줄여 보려는 노력을 강구할 것으로 예상된다. 공동부유 정책을 계속 집행한다 하더라도 이를 위해 경기순환적 측면을 무시할 수는 없다. ‘파이’ 축소 문제가 있기 때문이다. 10 월말 중국 공산당 중앙위원회 전후로 하여 다소 의미있는 부양 정책이 나올 것으로 기대해 본다.

종합할 때 최근 위험자산 가격 예상의 셈법을 복잡하게 하는 세가지 상황 논리는 결국 시간(time), 중국 정부의 경기 부양책 집행 가능성으로 압축해서 판단해 볼 수 있지 않나 생각된다. 이 두가지 요인이 위험자산 가격 흐름에 반영된다면 향후 그 궤적은 ‘가늘고 길게’의 양상이 되지 않을까 예상된다. 그리고 이는 향후 위험자산 가격 흐름이 급격하게 등락할 가능성이 낮음을 아울러 시사한다.

인플레이션 리스크가 병목현상 해소와 관련된 시간의 함수일 가능성이 높다고 본다면 재정정책(not 통화정책)을 아울러 고려할 필요가 있다. 인플레이션 압력이 시간은 다소 소요되겠으나 서서히 약화될 것으로 전제한다면 부실까지 안고 온 그 동안의 경제 회복 상황을 고려할 때 경제에 대한 재정적 수혈은 계속될 필요성이 높다. 이는 향후 경기가 하강 국면으로 전환될 시기를 늦추는 요인이 된다는 점에서 중요하다. 미국의 인프라 투자, 한국의 한국형 뉴딜 정책 등이 이와 관련되어 있다. 장기적인 자금 투입이기 때문에 단기적인 측면에서는 경기순환에 큰 영향을 주지는 못할 것이지만 경제성장 속도 둔화 현상을 일정부분 콘트롤함으로써 경기하강 국면으로의 전환 시기를 늦추는 역할을 할 가능성은 높다고 예상된다. 그리고 이 또한 향후 위험자산 가격 흐름을 ‘가늘지만 길게’ 이어갈 수 있게 하는 요인이 되지 않을까 생각한다.

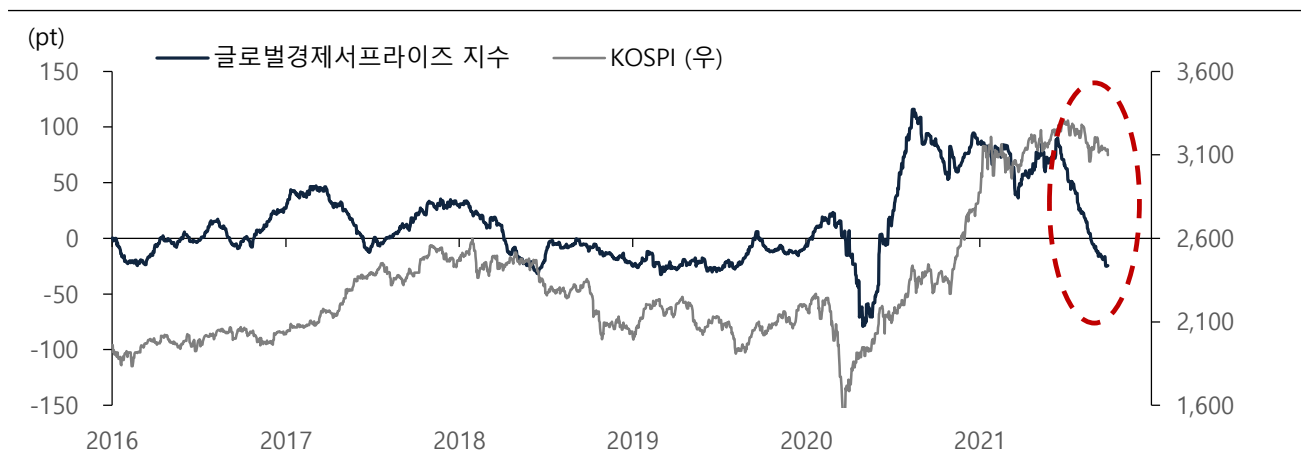
다만 리스크 요인은 있다. 이는 경제정책의 정상화를 피하려는 선진 지역에서 비롯될 수 있는 요인이다. 주지하다시피 이번 코로나 사태 이후의 경제 회복은 과거 주요 위기 국면을 탈피할 때와는 다른 모습이다. 즉 과거와는 달리 구조조정 없이 부실까지 안고 온 경제회복이라는 점에서 과거 위기 극복 이후의 경제 체력 대비해서 매우 취약(fragile)한 것으로 판단한다. 이러한 상황에서 인플레이션 리스크를 통제하기 위한 정책 정상화는 아주 섬세한 미세조정(fine tuning)을 필요로 할 것이다.

경제가 정상화된다고 하더라도 기존의 부채 문제가 경제 성장률의 상단을 제한할 가능성이 높은 상황에서 정책 실기가 발생할 경우 맞닥뜨릴 수 있는 리스크는 과거 어느 때 보다 크다. 시장과 소통하지 않은 상황에서 경제 체력이 감당하기 힘든 대파적 스탠스로의 갑작스런 전환 가능성이 가장 큰 정책 실기라고 할 수 있다. 그러나 정책 당국도 그 점에 대한 인식을 하고 있는 만큼 그 가능성은 매우 낮을 것으로 판단한다. 그리고 인플레이션 리스크(주로 공급측면의 병목현상에 기인)가 시간과 연관된 문제라고 본다면 관련 노이즈는 시간이 갈수록 찾아들(die down) 것이라고 판단한다.

위와 같은 논리를 근거로 해서 향후 주식시장 흐름을 예상해 본다. 앞서 언급한 바와 같이 하락에도 한계가 있고, 상단에도 한계가 있는 환경하에서 ‘가늘게 길게 간다’는 것이 필자들의 위험자산 가격 전망 기조이다. 다만 현재 시세가 급락한 상황이고, 그 위치가 필자들이 생각하는 하단 근처로 접근해 있다는 점에서 이제부터는 매도 관점에서의 전략은 피하는 것이 좋다는 판단이다. 즉 현 시점에서는 다시 금년 박스권 상단으로 시세 흐름이 복원될 수 있는 논리들이 무엇인지를 판단해 보는 것이 중요하다고 본다.

우선 당사의 국내증시 방향성 예측도구인 ‘Leading Scorecard’로 판단해 본다. 지난 7 월 이후 주간 기준으로 4 점 이하의 낮은 스코어를 나타내며 줄곧 부정적이었는데 이는 ‘Leading Scorecard’의 핵심 변수인 글로벌 경제 서프라이즈 지수가 지난 6 월부터 계속 하락한 것에 주로 기인한다. 지난 6 월 이후 최근까지 전문가들의 경제 전망치를 하회하는 실망스러운 경제지표 발표가 많았다는 것인데 글로벌 매크로 모멘텀 둔화의 악영향이 국내 주식시장으로도 전이되었던 것으로 판단한다.

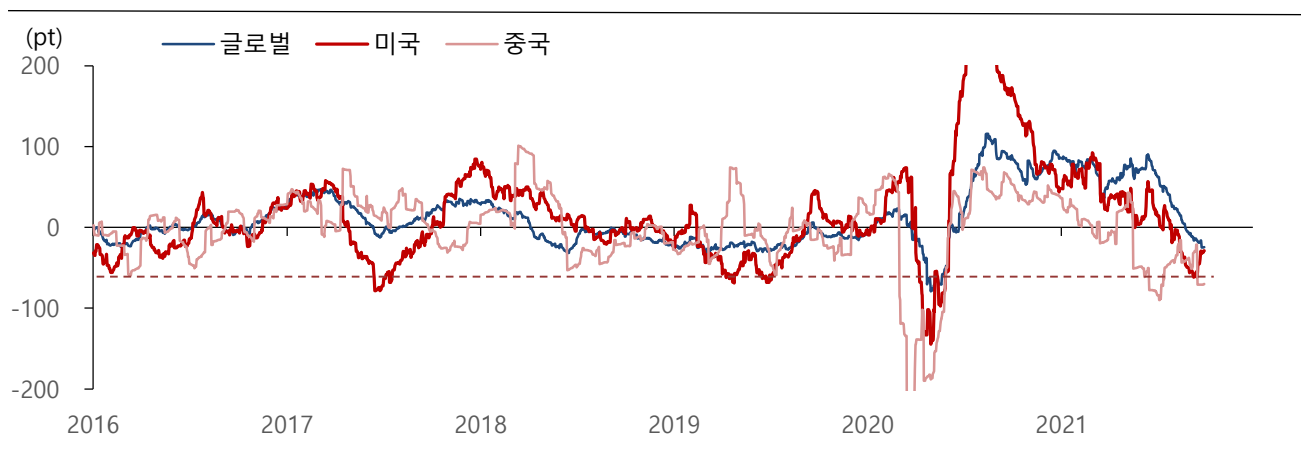
<그림 4> 글로벌 경제 서프라이즈 지수와 KOSPI



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

그런데 글로벌 경제 서프라이즈 지수의 가장 큰 지분을 차지하는 미국에서 최근 반전 시그널이 감지되고 있다. 코로나 사태 우려감이 극심했던 기간을 제외하면 미국 경제 서프라이즈 지수는 -70pt 전후에서 바닥이 형성되는데, 금번 역시 유사한 흐름이 관찰되고 있다. 미국 경제 서프라이즈 지수가 글로벌보다 2 주 선행하는 시차 상관성이 있음을 감안할 경우 글로벌 경제 서프라이즈 지수 역시 점차적으로 바닥 형성 이후 회복을 시도할 것으로 추론해 볼 수 있다. 그러한 호전 기대는 국내 수출의 연말 특수 수혜 여부와도 연관되어 있다는 판단이다.

<그림 5> 경제 서프라이즈 지수의 Breakdown: 미국은 바닥 형성 후 반전 시도

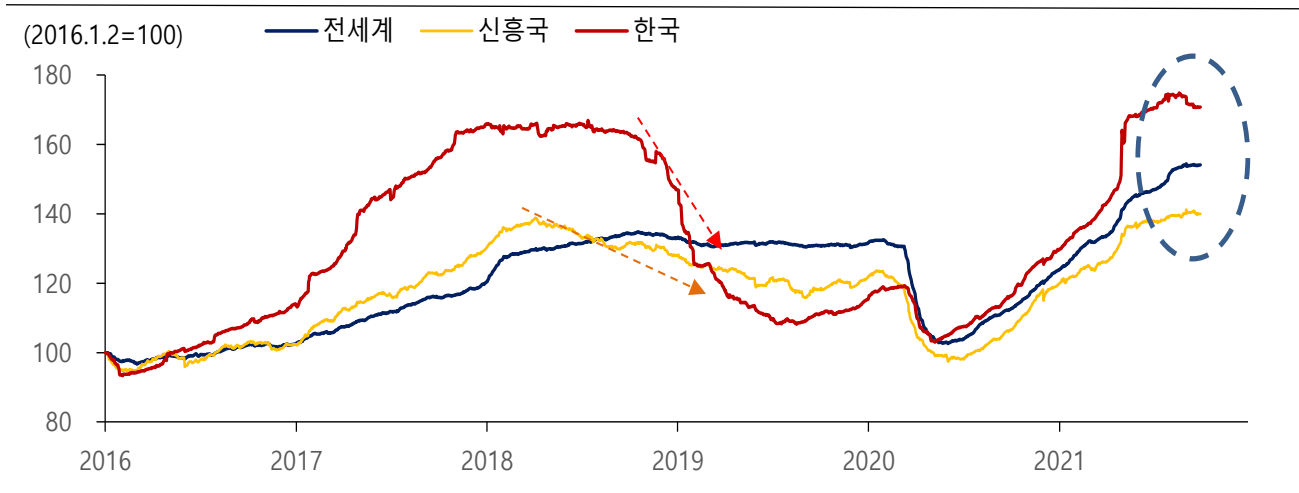


자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

다음으로 한국기업의 예상이익 방향성과 관련된 점을 언급해 본다. 지난 8 월 중순부터 소폭 하향조정 중이다. 향후 추이는 면밀하게 따져봐야 하는데 아직 전세계 및 신흥국 기업의 예상이익 방향성은 견조한 흐름이 유지되고 있다(<그림 6> 참조). 따라서 글로벌 동시 다발적인 추정치 하향이라기보다는 국내만의 미세조정 수준으로 해석한다. 한국기업에 대한 애널리스트들의 12 개월 예상이익에 대한 상관관계수가 전세계와는 0.64, 신흥국과는 0.87 로 높은 상관성(2016 년 이후)을 지닌 점을 감안할 때, 애널리스트들의 이익 추정에는 상당한 동조화 경향이 있는 것으로 판단되기 때문이다. 이는 글로벌화로 인한 외부 환경 변수가 대체로 비슷하고, 애널리스트들의 평균적인 이익 추정값은 이를 반영하는 경향을 잘 보여주는 것이다. 2018 년 이후 이익 추정치의 하향조정 순서는 신흥국, 한국, 전세계 순서였음을 감안하면 금번의 소폭 하향조정이 전세계적인 현상인지를 판단하기 위해서는 아직 시간이 더 필요하다는 생각이다.

이런 관점에서 코스피 구성기업의 1 년 예상 순이익으로 산출한 1 년 예상 ROE 컨센서스는 10% 중반대 수준이다(10.4%). 물론 <그림 1>에서 본 바와 같이 한국의 경기선행지수 상승률이 둔화되고 있고, 이는 기업이익 예상 기조에 영향을 미치기 때문에 현 시점에서의 기업 이익 예상치를 보수적으로 볼 필요는 있다. 다만 앞서 언급한 바와 같이 경기 하강 국면이 시작되는 시점이 지연될 가능성 또한 높다는 점을 감안하면 예상 ROE 가 크게 낮아질 확률은 낮을 것으로 본다. 필자들은 1 년 예상 ROE 가 10% 수준은 가능하다고 예상하는데 현재(10/1 기준) KOSPI 는 ROE 9% 수준을 프라이싱하고 있는 것으로 추정된다.

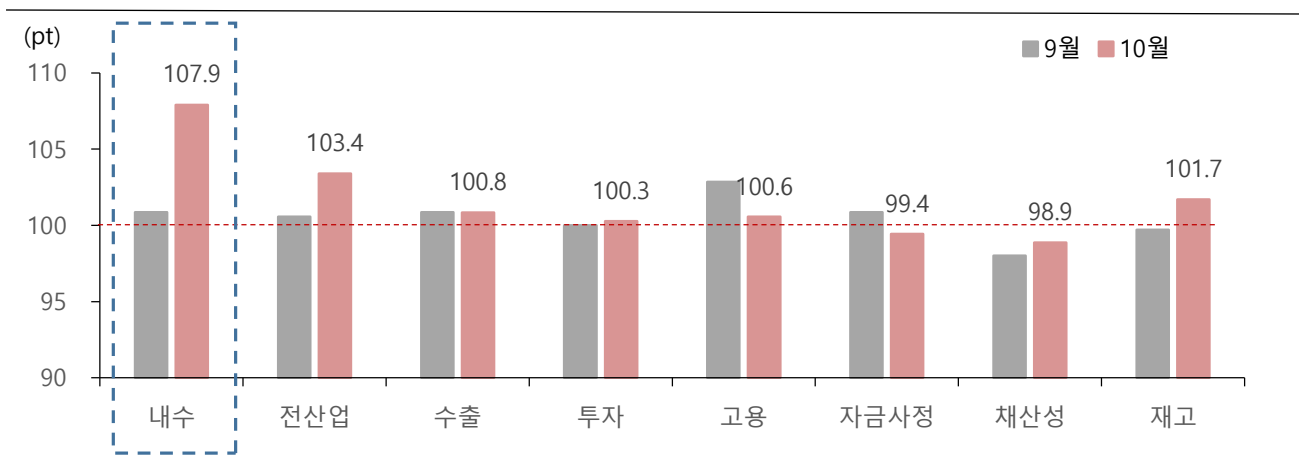
<그림 6> 주요 지역별 12 개월 예상 순이익 추이



주: MSCI 전세계, MSCI 신홍국, MSCI 한국 지수로 산출함
 자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

‘위드 코로나’ 전환 기대감으로 부각될 리오프닝(Reopening) 효과도 이제 기대해 볼 만한 요인이다. 정부는 전 국민의 70% 백신 접종 등을 조건으로 하는 ‘단계적 일상 회복(위드 코로나)’ 정책을 고려하고 있다. 정부 주관하에 카드 이용금액의 일부를 포인트로 되돌려주는 ‘상생소비지원금’도 시행되면서 위드 코로나 국면에서 내수 진작도 시도될 수 있다. 이러한 위드 코로나 전환 기대감은 10 월 기업경기실사지수(BSI, 한경연)상 내수 부문, 특히 비제조업 기업심리 호조세로 반영되고 있다. 관련된 소비 관련 기업군의 리오프닝 효과가 부각될 경우 국내 증시는 반등 활력을 가질 수 있다.

<그림 7> 부문별 9 월 및 10 월 BSI 전망치

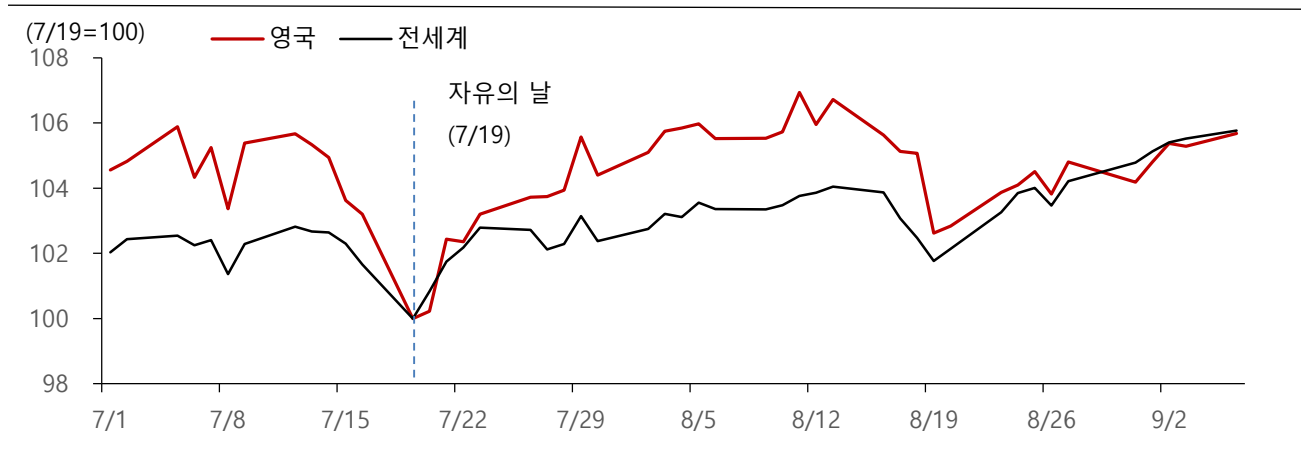


자료 : 한국경제연구원, 리딩투자증권

‘위드 코로나’로 인한 금융시장 반응을 판단할 때 좋은 참고 사례는 ‘영국’이 될 것이다. 영국은 지난 7 월 19 일 63%의 높은 백신 접종률을 기반으로 ‘자유의 날’을 선포하고 방역 규제를 전면적으로 완화시킨 바

있다. ‘위드 코로나’ 이후 영국 증시는 글로벌 증시 대비 뚜렷한 상대적 호조 현상이 발견되는데, 자유의 날(7/19) 이후 약 1개월간 글로벌 증시 대비 최대 3%p 대의 누적 초과 수익률을 시현하면서, 경제 정상화 기대감을 반영했다.

<그림 8> > ‘위드 코로나’ 시행에 따른 영국 증시의 상대적 호조 관찰



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권
주: MSCI, 달러환산 기준

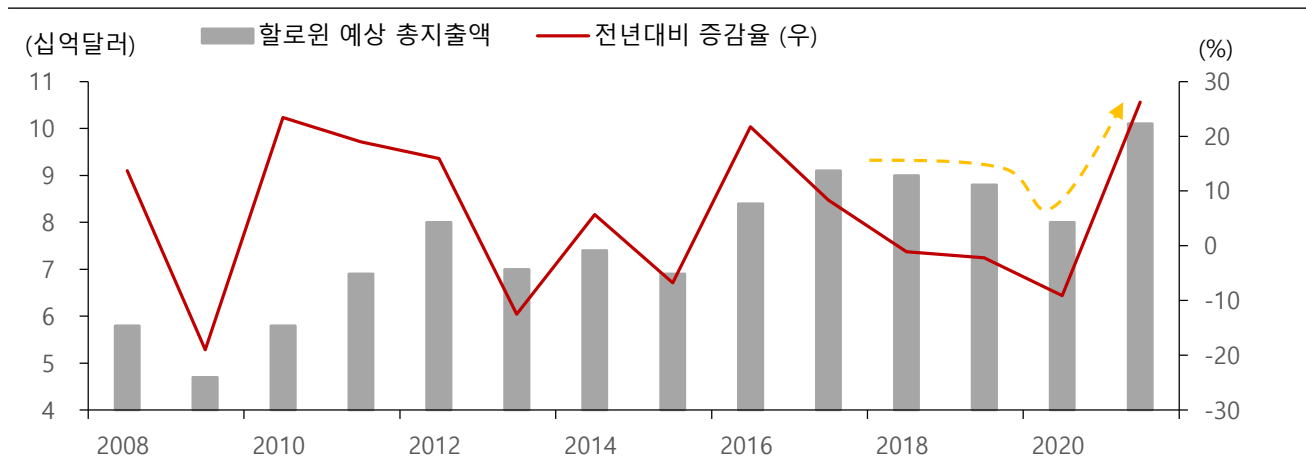
동 기간 중 업종 반응을 살펴 본 결과, 글로벌 업종지수 대비 초과수익률은 경기소비재(7.3%p), 에너지(5.1%p), IT(3.7%p), 산업재(3.4%p) 등에서 나타났다. ‘위드 코로나’로 인한 경제 정상화 기대감은 내구재 소비심리 개선과 관련하여 나타났고, 경기소비재(자동차, 유통)와 IT 업종, 경제봉쇄 해제로 인한 생산시설 가동률 정상화 가능성은 에너지와 산업재 업종 등의 강한 반등과 연동되었을 것으로 추정한다.

세부 종목별로 FTSE100 구성종목 중 동 기간 가장 좋은 성과를 나타낸 상위 5개 종목은 롤스로이스(자동차, 22.3%), CRODA INTERNATIONAL(화장품원료, 18.9%), JUST EAT TAKEAWAY.COM(음식배달, 18.4%), Flutter Entertainment(스포츠베팅, 14.7%), Taylor Wimpey(부동산개발, 14.3%)이다. 주목되는 점은 고급차, 화장품, 도박 등 ‘사치재 및 엔터테인먼트’에 대한 영국 증시 참여자들의 선호도가 높았다는 점이다. 코로나 봉쇄 국면 중 참아왔던 ‘보복소비(pending demand)’에 대한 욕구표출이 주식시장의 종목선호를 통해 반영되었을 것으로 해석된다. 이러한 영국의 사례를 참조할 경우 국내 리오프닝 수혜로서 1 차적으로는 <유통-레저(항공여행)-엔터-의류>, 2 차적으로는 글로벌 리오프닝 연쇄효과에 따른 연말특수 기대감으로 <IT-자동차> 등이 주목될 것이다.

앞서 언급한 ‘위드 코로나’ 기대 효과에 더하여 ‘선진국 연말 특수 & 중국 광군절 특수’의 소비 성수기 효과도 고려해 볼 만하다. 연말 소비 성수기 효과는 곧 국내 수출기업의 연말 이익 방향성의 바로미터가 된다는 점에서 중요할 것이다. 먼저 미국의 경우 연말특수(Holiday Sales: 블랙프라이데이~크리스마스 세일기간)를 가늠할 전초전 단계가 할로윈데이 시즌인데 전미소매협회(NRF)의 전망치에 따르면 2021년 예상 총지출액은 101억달러(약 12조원)로 지난해 80억달러 대비 14년래 가장 큰 증가 폭인 +26% 증가가 예상된다. 미국의 코로나백신 접종률이 높아지면서 사실상 미국인들의 할로윈파티 참여도가 지난해보다 대폭

늘어날 것이라는 점을 엿볼 수 있다. 이는 소비자행태 측면에서 위드 코로나 국면으로의 이행이 연말특수 시즌에 연결될 수 있음을 시사하는 것이기도 하다.

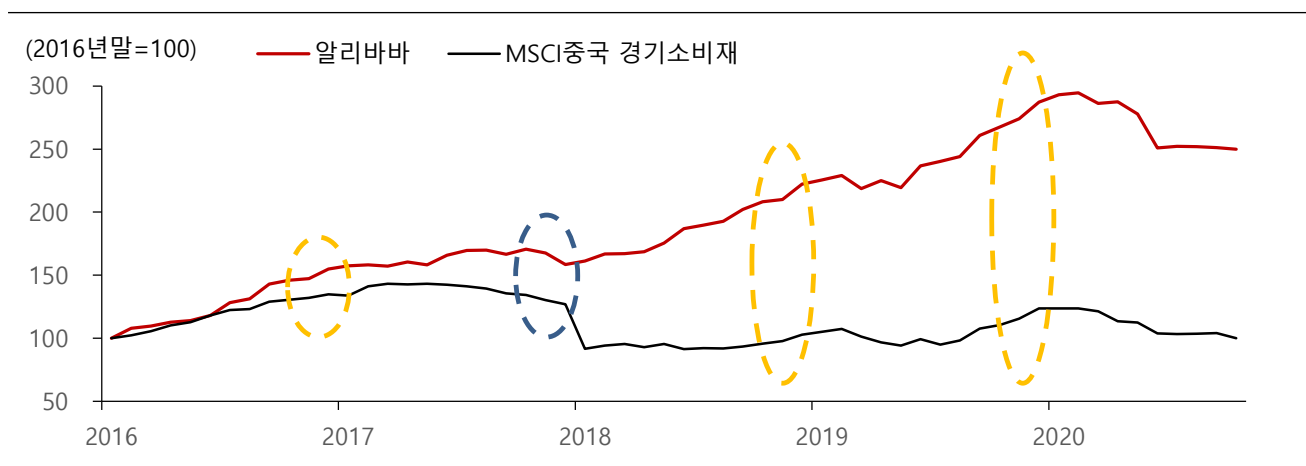
<그림 9> > 할로윈 예상 총지출액: 2021 년 약 12 조원으로 지난해대비 26% 증가



자료 : 전미소매협회(NRF), 리딩투자증권

중국의 경우 국경절 연휴부터 광군절 특수까지 최대 소비시즌을 맞았으나, 헝다 사태 및 일부 지역의 전력난 등 내부적인 악재로 인해 과거처럼 연말 계절효과가 반복될 지 미리 판단하기는 쉽지 않은 상황이다. 다만 중국 당국도 10 월말 중국 공산당 중앙위원회 개최 전후를 계기로 순환적 경기하강을 저지할 만한 부양정책을 투입하고, 연말 금융시장 및 소비심리 안정화를 도모할 것으로 기대한다. 지난 4 년간 4 분기중 알리바바와 중국 소비재들의 이익전망을 살펴본 결과, 2017 년을 제외하면 상향조정이 관찰되면서 연말 소비시즌 효과는 대체로 존재함을 짐작해 볼 수 있다.

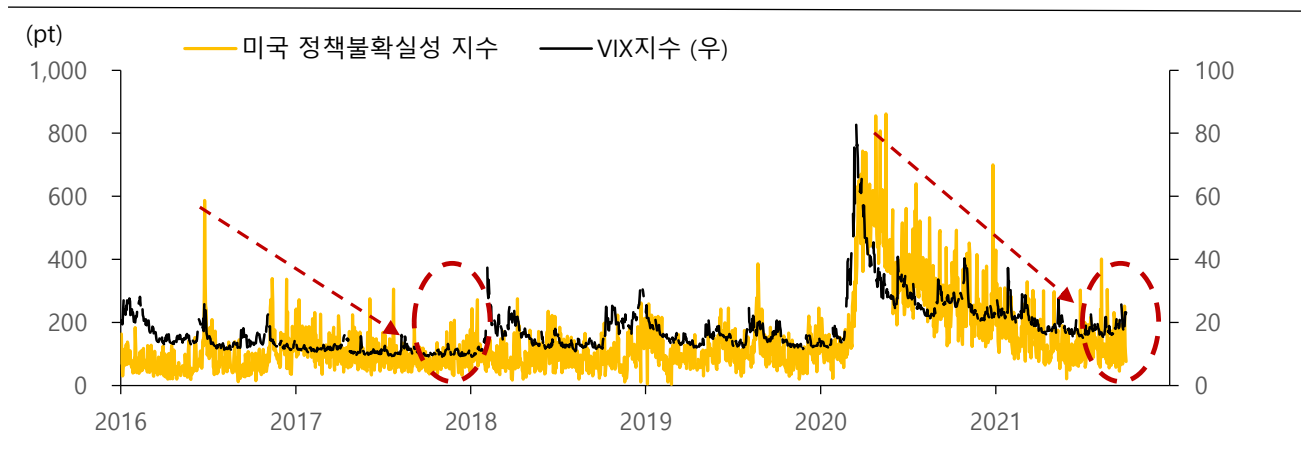
<그림 10> > 알리바바 및 MSCI 중국 경기소비재 업종의 12 개월 예상 주당순이익



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

한편 미국의 부채한도 협상 및 인프라 법안 통과 여부가 증시 변동성을 좌우할 중요 변수라 판단한다. 아직까지는 양당의 정치적 대립으로 미 행정부의 섣다운 리스크가 해소된 상황이 아니고, 인프라 예산집행이 지연되면서 미 정부의 재정정책 가시성도 훼손되어 있는 상황이다. 그러나 미 정치권의 협상 패턴 상 최악으로 진행되기 보다는 협상 중간단계의 미봉책 및 여론압박 등에 의해서 시간을 가지고 점차 해소될 것으로 예상된다. 대선국면 이후 신임 대통령 임기 1년 후반의 정부예산 통과 과정으로 볼 때 진통은 동반되나 시간을 두고 해소되면서 정책 불확실성 지수는 대선국면보다는 완화되는 추세를 보여왔다는 점을 참조할 필요가 있다.

<그림 11> 미국 정책불확실성 지수 및 VIX 지수



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

앞서 언급한 내용들을 다시 종합해 볼 때 현재 코스피 흐름은 부정적인 측면을 과도하게 반영하고 있는 것으로 판단된다. 물론 전술한 바와 같이 향후 코스피의 높은 업사이드 포텐셜을 기대하기는 어려운 환경일 것으로 예상된다. 다만 리오프닝 수혜업종(레저/항공/유통/엔터(공연)), 연말 소비 호조 가능 업종 (IT 제품 관련)은 전술적인 관점에서 관심을 가져볼 만하다 판단한다. 필자들이 계속 긍정적인 뷰를 가지고 있는 환경, 디지털 경제 관련 업종은 중장기 관점에서 추천하고자 한다.