



글로벌 금융시장 Risk 수준의 Level Down

Why This Report

ECB 통화정책 회의에 세간의 관심이 쏠려 있었는데, 본 자료를 작성하고 있는 중에 결과가 발표 되었습니다. 드라기 총재는 25bp의 기준금리 인하를 단행했고 추가적인 대응책이 적용될 수도 있다는 언급을 해 주었습니다. 유로존 마저 적극적인 경기 부양 쪽으로 돌아서면서 글로벌 경기 회복에 대한 기대감이 형성된다면 증시 참여자 입장에서 상당히 고무적인 소식이었지만 아직까지는 조금 신중한 필요가 있을 듯 합니다. 다만, 단기적으로 리스크에 대한 태도 완화에 따른 지수 반등은 충분히 생각해 볼 수 있는 구간이라고 보고 있습니다.

글로벌 증시와 국내 증시의 연관성이 다시 높아지고 있다

- 지난해 말 이후 지속된 디커플링 현상으로 국내 증시에 대한 글로벌 증시의 설명력(R^2)이 0에 가까운 수준까지 떨어진 바 있음
- 그러나 최근들어 해당 수치가 반등을 시도하고 있는 모습. 국내 고유의 불확실성 요인이 진정되고 있는데다 주요국 중앙은행의 정책적 대응이라는 공통의 관심사가 형성되고 있기 때문

글로벌 증시는 우상향 흐름을 이어갈 것으로 기대

- 글로벌 증시는 경기 회복에 대한 기대감과 Risk 수준에 대한 우려 이 두가지 명제의 상대 강도가 그 방향성을 결정해 오고 있음
- 이와 같은 전제 하에서라면 당분간 글로벌 증시는 상승 흐름을 보일 개연성이 크다는 판단. 주요국 중앙은행들의 정책 공조가 기대되고 있어 이에 따른 Risk에 대한 선호도가 발생할 가능성이 높아 보이기 때문
- 경험적으로도 QE나 LTRO 같은 정책적 대응들은 글로벌 금융시장의 리스크 수준을 낮추는데 크게 기여했으며 이번에도 연준과 ECB의 움직임에 대한 기대가 높아지고 있는 상황

상승과정 예상되나 그 한계와 변동성에 대한 우려는 염두에 둘 필요

- 리스크에 대한 태도 완화로 반등이 예상된다는 전망은 가능하지만, 아직까지 펀더멘털을 기반으로 한 추세적인 상승 구간 출현 가능성은 제한적
- 아직까지 경기 회복 및 이익 신장에 대한 기대감이 강하지는 않다는 점을 고려한다면, PBR을 기준으로 한 보수적 관점에서의 저평가 메리트에 주목할 필요

리스크 완화에 따른 반등 국면 연장 가능성이 높아 보이는 시점

- Risk에 대한 태도 완화를 바탕으로 추가적인 반등 시도가 나타날 개연성이 높은 시점
- 그러나 경기 회복에 대한 기대감이 아직 미약한 만큼 변동성으로부터 자유롭기는 힘들 전망

글로벌 증시와의 상관관계가 다시 높아지고 있다

여전히 글로벌 증시와의 국내 증시의 간극이 크게 벌어져 있는 것은 사실이지만 최근 글로벌 증시의 국내 증시에 대한 설명력이 다시 높아지려는 조짐을 보이고 있다. 과거 Daily 자료를 통해서도 한번 언급한 바 있는데, 지난해 말 이후 글로벌 증시와 국내 증시간의 디커플링 현상이 장기화되면서 MSCI AC World 지수의 Korea 지수에 대한 설명력(R^2 , 주간 수익률을 이용 12주 기준)이 2~4월 들어서는 0에 가까운 수준까지 떨어지는 모습이 나타난 바 있었다.

하지만 최근들어 이 수치가 반등하는 모습을 보여주고 있으며, S&P500지수와 KOSPI 지수의 일간 등락 방향성의 일치 빈도도 상당히 높게 형성되고 있다. 전일 국내 증시만 보더라도 KOSPI와 KOSDAQ이 모두 미국에서 발표된 ISM 제조업 지수나 ADP 민간 고용 같은 거시 지표들의 악화, ECB 통화정책 회의를 앞둔 상황적 인식 등으로부터 자유롭지 못한 모습이 연출됐다.

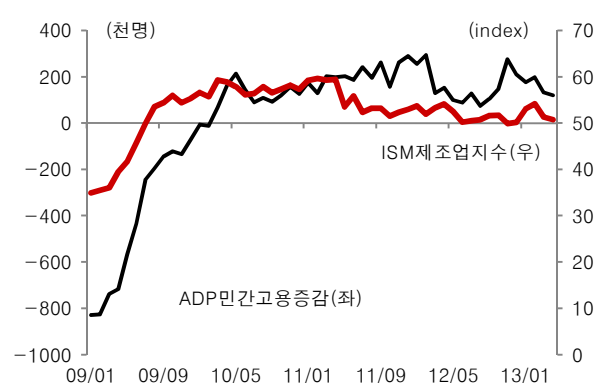
그 이유는 국내 증시가 가지고 있던 차별적인 문제점(엔 약세, 북한 리스크)등이 어느정도 반영이 마무리 된데다, 글로벌 금융시장의 관심이 다시 한번 중앙은행과 정치권으로 집중되고 있기 때문인듯 하다. 일단 이처럼 글로벌 증시와 국내 증시간의 상관관계가 다시 높아지는 모습이 나타나고 있다면 국내 증시의 개별적인 요인들에 앞서 우선 글로벌 증시의 방향성에 대한 부분으로부터 생각을 정리해 볼 필요가 있다.

글로벌 증시의 국내 증시에 대한 설명력이 높아지고 있는 모습



자료: Datastream 동양증권 리서치센터

전일 미국의 고용과 제조업 지수가 부진한 모습을 보임



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

글로벌 증시의 방향성은 우상향 가능성이 높아 보인다

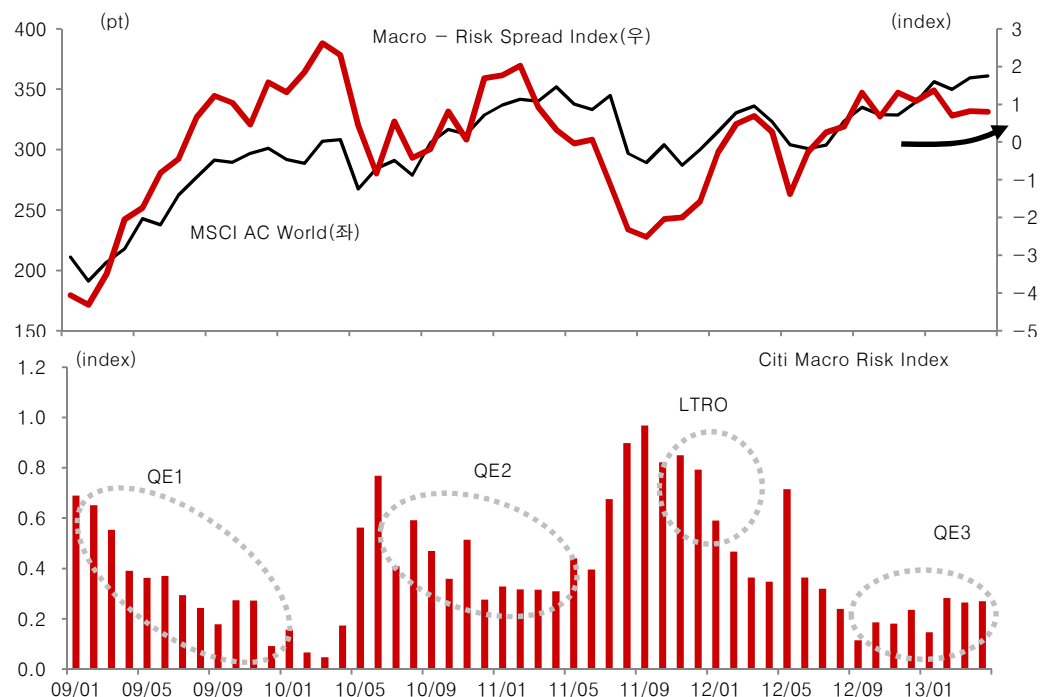
글로벌 증시와 관련해 가장 먼저 전제할 필요가 있는 부분은 글로벌 금융위기 이후 글로벌 금융시장에서 느끼는 Risk 수준과 경기 모멘텀의 상대적인 강도에 따라 증시(MSCI AC World 기준)의 방향성이 결정되어 왔다는 것이다. 각각 표준화 시킨 글로벌 PMI와 Macro Risk Index의

주식시장 투자전략

스프레드를 구해보면 단순한 계산으로 글로벌 금융시장에 반영되고 있는 경기 모멘텀과 리스크의 상대 강도를 가늠해 볼 수 있다. 이는 다음의 그림에 나온 바와 같이 글로벌 증시의 흐름과 상당히 밀접한 움직임을 보이고 있다. 그렇다면 현 상황에서 해당 지표의 방향성은 어느 쪽으로 방향을 잡아가게 될 것인가?

향후 발표되는 주요 국의 경제 지표들이 연이어 쇼크 수준의 결과를 내 놓지만 않는다면 적어도 하락 쪽으로 방향을 잡을 가능성은 높지 않다고 생각하고 있는데, 그 이유는 Risk 지표가 낮아질 가능성이 높다는 판단 때문이다.

글로벌 증시의 방향성을 잘 설명하고 있는 Global PMI와 Macro Risk Index의 상대 강도



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

현 시대의 Risk 지표는 결국 중앙은행의 의사 결정이 그 방향성을 좌우한다고 볼 수 있는데, 미국의 QE 나 OT, 유로존의 LTRO 등의 정책이 발표될 때 마다 높아지던 리스크 지표들은 빠르게 진정되는 모습을 보였다는 점이 이를 반증해 준다. 그리고 현 상황은 다시 한번 중앙은행(FRB와 ECB)들에 대한 기대감이 높아지고 있는 국면이다.

1일 진행된 미 연준의 FOMC에서 추가적인 정책이 등장하지는 않았지만 일단 현재 진행 중인 양적완화 기조가 실업률이 목표 수준에 도달할 때까지 이어질 것이라는 확신을 다시 한번 언급했다. 그리고 보다 긍정적으로 평가할 수 있는 부분은 QE의 규모를 상황에 따라 유동적으로 가져가겠다는 언급을 했다는 점이다.

주식시장 투자전략

연준이 자산매입 규모를 유동적으로 하겠다는 언급은 QE의 규모를 줄일 수 있다는 쪽으로 해석될 수도 있다. 하지만, 최근 미국의 경제지표가 시퀘스터와 감세 혜택 종료 효과의 반영으로 둔화되는 모습이 나타나고 있다는 점. 그리고 디플레에 대한 우려가 형성되는 구간에 진입할 때 마다 연준의 조치들이 단행되었다는 점 등을 고려해 본다면 현 시점에서 나온 QE 규모 조절에 대한 언급은 축소 보다는 추가적인 정책 가능성을 제시한 것으로 해석하는 것이 바람직해 보인다.

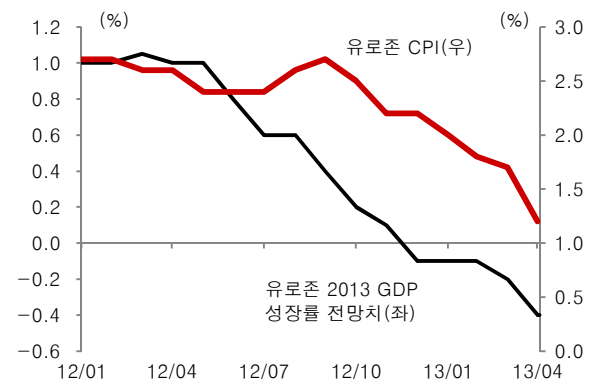
한편, 본고를 작성하고 있는 중간에 ECB의 기준금리 인하가 발표되었다. 드라기 총재는 25bp의 기준금리 인하를 발표 했으며, 이어 기자회견을 통해 기대 인플레이션이 안정되어 있으며, 필요할 때 까지 경기 부양 기조를 유지할 것이라는 의사를 전달했다. 사실 기준금리 인하 만으로는 한계가 있다는 지적이 주류를 이루고 있는 상황이라는 점에서 실질적인 경기 회복 유발 효과가 당장 나타날 것을 기대하기는 힘들 수도 있다. 다만, 추가적인 대응에 대한 기대감을 형성시키면서 글로벌 유동성의 Risk에 대한 태도를 보다 완화 시킬 여지가 있다. 결론적으로 리스크 지표의 완화에 따른 글로벌 증시의 상승 가능성에 대한 기대감을 유지할 필요가 있는 구간이라는 판단이다.

미국 TIPS 스프레드의 하락은 디플레에 대한 우려를 반영하고 있는 듯



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

유로존의 경제 전망이 악화되고 인플레이션 우려는 낮아지고 있음



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

그러나 상승 폭의 한계와 변동성은 염두에 두어야 한다

이상에서 논의한 바와 같이 리스크 지표의 완화에 따라 글로벌 증시의 상승 흐름이 추가적으로 진행될 가능성이 상존하는 것으로 보고는 있지만 아직까지는 한계가 있는 상승일 가능성과 그 과정에서 변동성이 확대될 수 있다는 점에 대해서는 분명히 염두에 둘 필요가 있다.

이유는 현재 글로벌 금융시장이 체감하고 있는 리스크 수준이라는 것이 그리 높지 않아 보이기 때문이다. 잘 알고 있는 바와 같이 기 시행된 QE나 LTRO의 영향으로 금융시장의 시스템 리스크에 대한 우려는 2010년~2012년 높아졌던 구간들에 비해 큰 폭으로 Level-Down 되어 있는

상황이다.

다시 말해 리스크에 대한 우려가 경감된다 해도 이미 낮은 수준에 머물고 있는 리스크 지표가 완화되면서 이끌어 줄 수 있는 증시의 상승 정도에는 한계가 있을 수 밖에 없는 상황으로 보아야 한다. 이런 상황이라면 결과적으로 글로벌 증시가 추세적인 상승 구간을 형성하기 위해서는 경기 모멘텀의 회복(혹은 그에 대한 기대감 형성)이라는 재료가 필수불가결한 요건 중 하나가 될 것이고, 아직까지는 확인해야 할 부분들이 많이 남아 있는 것으로 보는 편이 바람직하다.

마지막으로 투자 전략과 관련해서는 Risk-on 추세에 편승한 저평가 메리트에 대한 베팅이 아작은 가능한 시점이라고 보고 있다. 그간 리스크에 대한 경직된 태도가 형성되며 일부 경기 민감주들에 대한 저평가 메리트가 형성되었다면, 리스크에 대한 태도가 완화되는 국면에서는 이에 대한 되돌림 또한 충분히 기대해 볼 수 있기 때문이다.

하지만 앞서 언급한 바와 같이 아직은 전반적으로 Macro 대한 신뢰도나 이익 모멘텀에 대한 높지 않은 상황임을 감안한다면, 경기에 보다 민감한 영향을 받는 기업의 이익에 근간한 밸류에이션인 PER 보다는 보다 본질적인 기업가치 저평가의 척도가 되는 PBR 을 기준으로 한 접근 방식이 최소한의 안정성을 확보할 수 있을 듯 하다. 전일 발간된 당사 Macro Strategy 자료에 언급한 바와 같이 낮은 PBR 수준과 상대적으로 높은 ROE 수준을 보이고 있는 자동차 및 화학 업종에 대한 기대가 여전히 유효할 것이라는 관점을 유지한다.