



2,000pt에서 생각해 보는 투자전략

Why This Report

일본 금융시장이 요동을 치고 있습니다. 증시, 환율, 금리 등 대부분 가격 지표들이 상당히 불안감을 자극하게 만들고 있습니다. 그럼에도 불구하고 국내 증시는 상승세를 이어가면서 결국 2,000pt를 다시 한 번 경험하게 되었습니다. 그러나 지금까지의 상승 과정에서 뚜렷한 주도주가 부각되지 않았던 탓에 2,000pt를 회복했다는 기쁨 보다는 향후 투자전략에 대한 고민이 깊어지는 시점이라는 생각이 듭니다. 이에 대한 고민을 함께 나누어 보도록 하겠습니다.

국내 증시의 디커플링은 생각보다 오래전에 시작되었다

- 올해들어 디커플링이라는 말이 다시 회자되고 있는 상황이지만, 실질적인 디커플링이 시작된 것은 2011년말 ~ 2012년 초반인 것으로 볼 수 있을 듯
- 해당 시기를 기점으로 한국 증시는 상단이 막힌 박스권 흐름을, 미국 증시는 전고점을 계속해서 경신하는 흐름을 보여 왔음
- 유사한 시기에 글로벌 PMI와 GDP 성장률 전망치의 레벨 다우이 확인되었다는 점을 감안하면 결국 글로벌 증시에 대한 우려가 이러한 디커플링을 만들어 낸 것으로 의심해 볼 수 있음

주가도 이러한 디커플링을 반영하고 있다

- 유사한 시기에 중국 증시 역시 2010년 저점을 하향돌파 한뒤 레벨다운되었다는 점을 참고할 필요. 중국과 한국은 글로벌 산업경기에 민감한 움직임을 보이는 대표적 증시들
- 내부적으로 보더라도 산업재와 소재 섹터의 상대적인 약세가 시작된 시점과 일치한다는 점도 참고

결국 글로벌 경기 회복에서 답을 찾아야 하는 상황

- 결과적으로 글로벌 경기에 대한 우려가 국내 증시의 깊은 디스카운트 구간을 형성한 원인이라면, 디스카운트 해소의 실마리도 글로벌 경기 모멘텀과 깊은 연관을 가질 것
- 미국, 일본을 비롯한 주요국 정부의 경기 부양에 대한 전향적인 태도와 최근 나타나고 있는 유럽 지역의 태도 변화는 이와 같은 모멘텀을 자극해 줄 수 있을 것으로 기대

벨류에이션 매력과 수익성에 대한 기대감은 여전히 유효한 투자판단 근거

- 최근 상승 과정을 살펴 보면 여전히 벨류에이션 메리트라는 개념은 유효하게 작용할 수 있어 보임
- 또한 성장성 우려 속에서도 수익성에 대한 기대가 형성되고 있는 업종이라면 관심을 가질 필요가 있을 듯

주식시장 투자전략

우여곡절 끝에 재회한 2,000pt

전일 다시 한번 일본 증시의 변동성이 확대되었음에도 불구하고 KOSPI는 결국 2,000pt를 지켜내며 마무리 되었다. 사실 지난해 이후 5번째 도달한 2,000pt이고, 직전 저점부터 2,000pt 도달까지 걸린 시간이 이번 보다 길었던 때가 없었던 것도 아니지만 이번 상승은 여느때 보다 길고 지루했던 느낌을 지울 수 없다.

이와 같은 느낌을 가지는 이유는 우선, 대외적으로 여러가지 불리한 여건들이 존재하고 있는 상황이었기 때문에 이전의 상승 구간과는 달리 지수가 단기간에 급등을 하면서 빠르게 상승했다는 느낌을 줄 만한 상황이 많이 연출되지 않았다는 점을 들 수 있다. 또 한 가지 이유는 상승 과정에서 특정 업종이 주도했다기 보다는 상당히 빠르고 빈번한 상승 주도 업종 교체가 이루어졌기 때문에 투자자들의 체감 수익률이 높지 않았을 가능성이 있기 때문이다.

이런 상황이다 보니 결과적으로는 2,000pt까지 도달했음에도 투자자들의 고민은 오히려 더욱 깊어지고 있는 듯 하다. 전체적인 시장에 대한 관점은 추가적인 상승이 가능하다는 House View를 전제로 한다고 하더라도 바로 투자 전략에 대한 문제가 상당히 골치아픈 난제로 남아있기 때문이다. 금일 자료를 통해서 이 문제에 대한 필자의 소견을 정리해 보고자 한다.

4월 중순 저점 형성 이후 2,000pt 도달 과정에서 각 주별 수익률 상위 5개 업종

순위	업종	4/18~4/26	업종	4/26~5/3	업종	5/3~5/10	업종	5/10~5/16	업종	5/16~5/24	업종	5/24~5/30
1	운수창고	8.62	통신업	12.03	건설업	7.08	보험업	3.82	운수장비	2.63	전기전자	3.64
2	종이목재	6.44	운수장비	2.79	비금속	2.97	운수장비	3.47	통신업	2.16	건설업	2.97
3	기계	4.97	철강금속	2.65	증권	2.71	운수창고	3.43	비금속	1.82	기계	2.45
4	철강금속	4.08	의약품	2.42	기계	2.27	기계	3.22	종이목재	1.12	운수장비	2.28
5	화학	3.78	전기전자	2.22	금융업	1.54	금융업	2.98	섬유의복	0.67	은행	1.92

자료: Myresearch, 동양증권 리서치센터

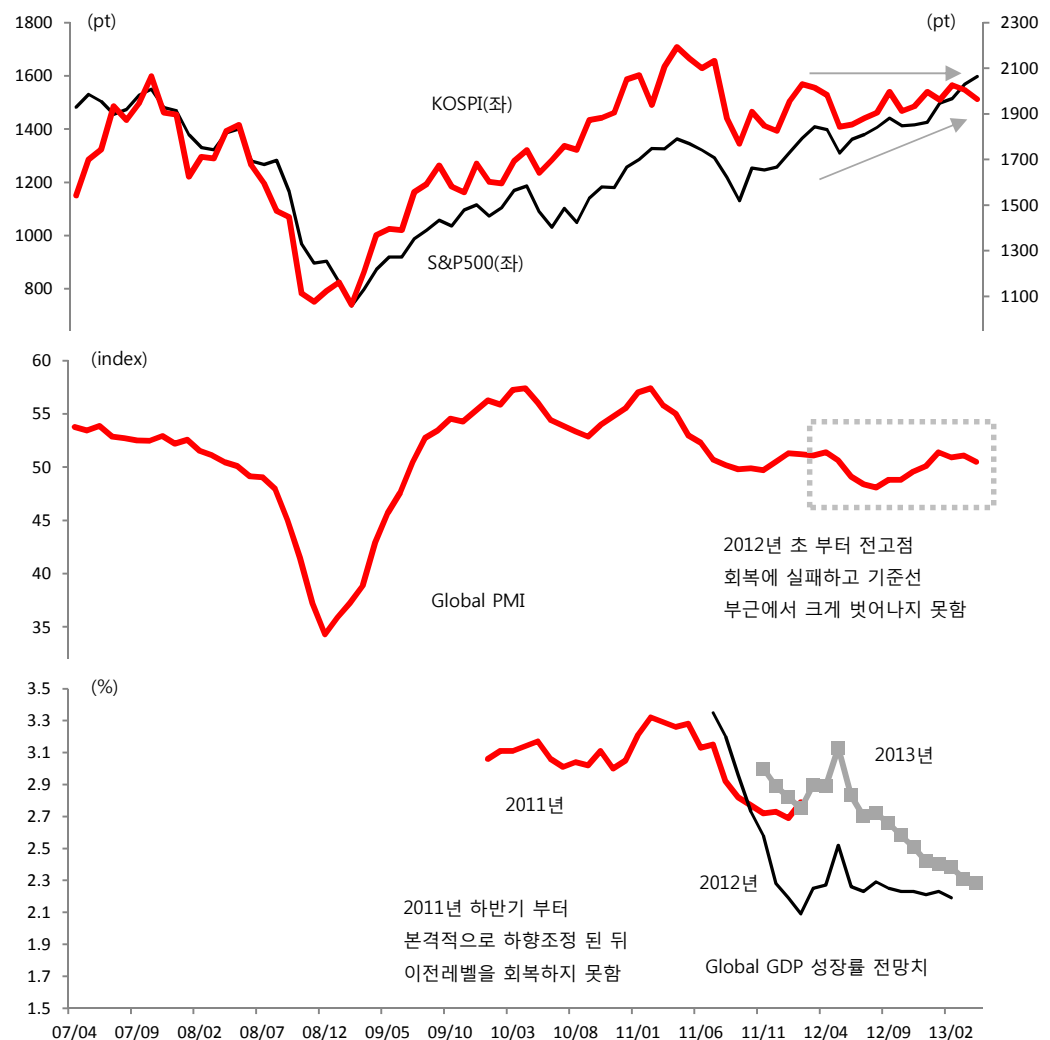
국내 증시의 디커플링은 생각보다 오래전에 시작되었다

다소 뽕뽕맞은 출발점일 수도 있겠지만 우선 국내 증시와 선진국(특히 미국) 증시와의 디커플링이라는 부분에서부터 이야기를 풀어 보도록 하자. 올해 들어 디커플링이라는 말이 다시 한번 유행하기 시작했다. 특히 지난해 연말 이후 글로벌 증시의 기울기와 국내 증시의 기울기가 부호를 달리하기 시작하고, 상관계수나 R^2 값이 극단적으로 낮아지기 시작하면서부터 디커플링이라는 단어의 등장 빈도가 높아지기 시작된 경향이 있다.

주식시장 투자전략

그러나 과연 디커플링이 그때부터 시작된 것일까? 필자는 조금 넓은 범위에서 보면 미국 증시와 국내 증시의 디커플링은 2011년 말~2012년 초에 시작된 것으로 볼 수 있다고 생각하고 있다. 그 이유는 우선 현상적인 차원에서 보았을 때 당시부터 미국 증시와 국내 증시의 단기적인 방향성은 같지만 추세상의 이질성이 형성되기 시작한 것으로 볼 수 있기 때문이다. 한 쪽은 박스권 상단이 견고하게 형성되기 시작했고 다른 한쪽은 전고점을 연속해서 갱신하는 흐름이 나타났기 때문이다.

- 상) 2012년 초부터 사실상 디커플링이 시작된 KOSPI
 중) 글로벌 PMI가 기준선 부근을 횡보하기 시작한 것도 이 무렵
 하) 2011년 하반기부터 본격적으로 하향조정 된 뒤 이전레벨을 회복하지 못함



자료: CEIC, Datastream, 동양증권 리서치센터

주식시장 투자전략

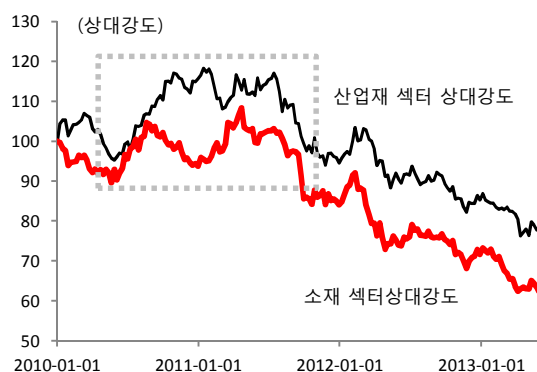
이러한 디커플링이 발생하게된 원인은 이 시점부터 글로벌 경기, 조금 더 정확하게는 글로벌 제조업과 관련된 부정적인 견해(저성장에 대한 우려)들이 은연 중에 형성되기 시작했기 때문인 것으로 볼 수 있다. 대표적으로 관련된 지표들을 찾아보게 되면 2011년 하반기 퍼펙트 스톰(미국 신용등급 + 유로존 우려 재부각)을 기점으로 글로벌 GDP 성장률 전망치가 급격하게 하락하기 시작했고 2012년 초 부터는 저성장에 대한 전망이 지배하기 시작했다.

그리고 유사한 시기에 글로벌 PMI 지수의 레벨 다운이 발생했다. 당시에는 미국의 신용등급 강등, 유로존 위기 재확산 등에 따른 일시적인 제조업 경기의 위축이라고 판단하는 관점이 주류를 이루었지만 그 이후 글로벌 PMI 지수는 여전히 이전 수준을 회복하지 못하고 있다. 물론 비제조업 PMI도 기존에 비해 레벨이 다소 낮아진 것은 사실이지만 제조업 PMI에 비해 그 정도는 훨씬 경미하고 이를 참고할 때 결국 글로벌 경기에 대한 우려는 제조업과 관련된 것이 더 강하게 작용한 것으로 판단할 수 있다.

주가도 이러한 디커플링을 반영하고 있었다

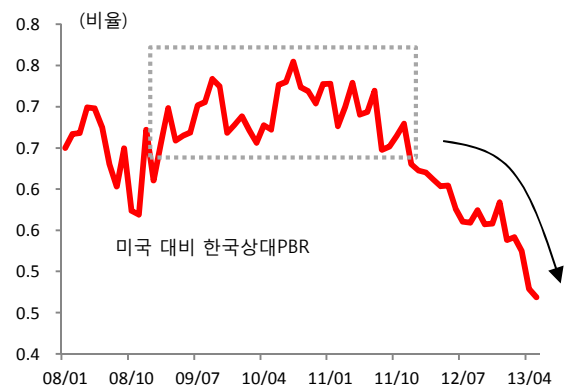
이처럼 제조업의 부진을 중심으로 한 글로벌 저성장에 대한 우려는 주가에도 확연히 드러난다. 앞서 언급한 바와 같이 국내 증시가 박스권 상단을 번번히 돌파하지 못하는 현상이 반복되기 시작했고, 중국 증시는 2010년 유로존 위기 발발 당시 형성된 저점을 하향돌파 하면서 레벨다운되는 모습이 나타났다. 국내 증시와 중국 증시의 공통점은 바로 글로벌 산업(제조업) 경기에 가장 민감한 증시 중 하나라는 것임을 상기할 필요가 있다. 그리고 국내 섹터 별 지수 움직임에서도 유사한 현상을 찾아볼 수 있다. 바로 소재, 산업재 섹터의 상대적인 약세흐름이 이 당시부터 시작되어 최근까지 이어져 왔음을 그림을 통해 쉽게 알 수 있다.

MSCI KOREA 소재 산업재 섹터 지수의 상대적인 부진이 시작된 것 또한 2011년 말



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

국내 증시의 상대적인 PBR 수준이 본격적으로 하락하기 시작한 것도 2011년 말



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

여기에 더해서 국내 증시의 상대 벨류에이션도 한번 확인해 보자. 선진국(미국) 증시 대비 국내 증시의 상대 벨류에이션(PBR)을 계산해 보면 최근 글로벌 금융위기 당시 보다 낮은 수준까지 디스카운트 되어 있음을 알 수 있는데, 추세적인 하락이 시작되었던 것 또한 시점이 거의 일치한다. 결국 국내 증시에 대한 디스카운트는 글로벌 제조업 경기의 부진을 반영하면서 상당히 오랜 기간 동안 지속되어 온 것임을 알 수 있다.

극심한 디스카운트 국면, 벗어날 수 있을까?

앞서도 언급한 바와 같이 국내 증시의 디스카운트 구간은 글로벌 경기의 저성장, 특히 제조업 부문에 대한 우려로부터 시작된 것으로 볼 수 있다. 결국 국내 증시의 디스카운트 해소는 글로벌 경기 회복에 대한 기대감에서 그 해답을 찾을 필요가 있는 것으로 볼 수 있다. 이러한 관점에서 보면 여전히 글로벌 PMI 지수가 의미 있는 반등에 나서고 있지 못하다는 점이 상당한 약점으로 작용할 수 있다. 그러나 이러한 흐름은 개선될 가능성을 가지고 있다는 판단이다.

그 이유는 과거에는 리스크와 성장성 사이에서 조율하는 움직임이 보여왔던 주요국 정부 및 중앙은행들이 보다 성장성 제고에 무게를 두는 움직임을 보이고 있기 때문이다. 이미 미국과 일본은 여러가지 부작용에 대한 우려에도 불구하고 경기 부양에 대한 의지를 확고히 하고 있음을 잘 알려진 사실이다. 이에 더해 인도, 호주, 이스라엘 등 여러 국가들 또한 경기 부양을 위한 움직임을 재촉하고 있다.

그리고 무엇보다 고무적인 것이 전일자 글로벌 시장 자료에서도 언급한 바와 같이 유로존의 전향적인 움직임이 나타나고 있다는 점이다. 독일이 미니 마샬플랜을 들고 나왔으며 EC도 주요국들에 대한 재정적자 축소 기한을 연장해 주는 방안을 제시하면서 보조를 맞추고 있다. 이에 더해 ECB는 추가 금리 인하 가능성을 포함한 부양책에 대한 논의를 진행 중에 있다.

결국 이와 같은 사안들이 보다 구체화 될 수 있는 6월 중 예정된 이벤트들(ECB 통화정책 회의와 EU 정상회담 등)은 글로벌 경기 둔화에 대한 우려를 완화시켜줄 수 있는 소재로 작용할 가능성이 높아 보이며 이와 관련해 깊은 영역에 진입해 있는 국내 증시의 디스카운트 수준을 완화시켜주는 소재로 작용할 가능성이 있어 보인다.

결론적으로, 투자 전략은?

이상에서 논의한 바대로라면 글로벌 (제조업)경기에 대한 우려로 상대적인 약세를 보였던 섹터나 업종에 대한 접근이 유의할 수 있는 시점이다. 그러나 관심이 필요한 것은 인정한다 하더라도 당장의 상황을 고려한다면 우선 순위는 조금 바뀔 수 있을 듯 하다. 미국의 QE 종료에 대한 우려와 일본의 아베노믹스의 부작용 및 실패에 대한 우려가 변동성을 확대 시킬 우려가 상존하고 있기 때문에 당장의 우선 순위는 조금 더 확실한 쪽으로 무게를 둘 필요가 있어 보인다.

결론적으로 우선순위 투자전략과 관련해서는 두 가지 조건을 생각해 볼 수 있다.

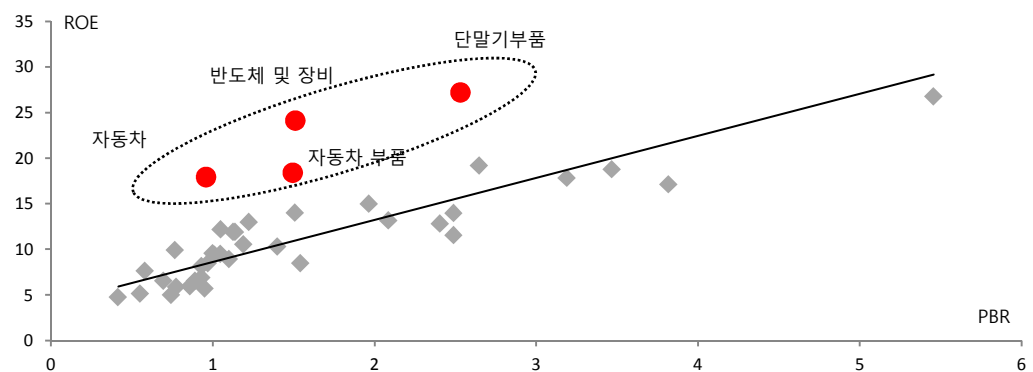
주식시장 투자전략

한 가지는 지난 4월 말 이후 최근 여러가지 부담 요인들에도 불구하고 PBR 1배 수준에서 저점을 확인하고 국내 증시의 상승과 외국인의 매수세가 유입되었다는 점, 또 최근 주도 업종들이 상당히 빠르게 손바뀜이 되기는 했지만 운수장비, 철강, 기계, 건설, 금융 업종 등 저평가 메리트가 부각된 업종들이 관심을 받는 빈도가 많았다는 점, 반대로 기존의 상승 구간들을 이끌어 왔던 내수주나 중국 관련주 등이 밸류에이션에 대한 고민을 쉽게 떨치지 못하고 있다는 점 등을 고려할 때, 여전히 업종 선택에 있어서 저평가라는 개념은 메리트를 가지는 것으로 볼 수 있어 보인다.

또 한가지 조건은 수익성에 대한 기대이다. 앞서 언급한 바와 같이 국내 증시가 디커플링 구간을 경합한 이유는 결국 글로벌 경기 둔화에 따른 기업들의 수익성 악화에 대한 우려라고 정의할 수 있다. 그렇다면, 아직까지 이러한 문제들이 해소가 되지 않고 있는 상황에서도 수익성에 대한 기대가 상대적으로 강하게 형성되고 있는 업종들을 우선적인 투자의 대상으로 고려할 필요가 있어 보인다.

이와 같은 관점에서 상대적으로 낮은 밸류에이션(PBR) 수준과 높은 수익성(ROE)이 예상되고 있는 업종(당사 유니버스와 퀀트 애널리스트의 추정치 기준)들의 교집합을 구해 보면, 반도체 및 장비, 자동차, 자동차 부품, 단말기부품 업종이 해당됨을 알 수 있다.

밸류에이션에 대한 메리트와 수익성에 대한 기대감이 동시에 형성된 업종들



자료: Myresearch, 동양증권 리서치센터