



막연한 공포가 아닌 합리적인 변화

What's new

- 지난 주말 발표된 미국의 고용 지표가 예상치를 크게 뛰어 넘는 서프라이즈를 연출했습니다.
- 사전적으로는 미국의 고용지표 서프라이즈 발생 시 국내 주식 시장의 변동성이 크게 확대될 것이라는 우려들이 있었습니다.
- 최근 국내 증시의 섹터별 밸류에이션 격차는 IT 버블 이후 최고 수준에 도달해 있습니다.

Our view

- 미국의 경제지표들이 최근 연이어 호조를 보이면서 연준의 기준금리 인상 시점 기대가 앞당겨지고 있습니다.
- 그럼에도 불구하고 과거 텐트럼이라고 불렸던 것과 같은 막연한 공포감은 표출되지 않는 듯 합니다.
- 국내 증시의 업종 별, 시장 별 밸류에이션 격차가 극단적으로 벌어져 있다는 점을 염두에 둘 필요가 있습니다.

예상치를 상회하는 결과를 보인 미국 고용 지표

- 미국의 5월 비농업 부문 고용자수 증감이 28만 건을 기록하며 예상치와 전월치를 모두 상회
- 임금 역시 증가세를 보였으며 노동 시장 참여율도 증가하고 있어 질적인 개선도 이루어 지고 있는 것으로 보임
- 향후 미국 경기 모멘텀 강화와 더불어 연내 연준의 기준 금리 인상도 확실시되어 가고 있는 상황

우리 증시도 변화의 시점이 임박하고 있다

- 미국 기준금리 인상 가능성이 높아지고 있음에도, 글로벌 금융시장에서 나타나고 있는 혼란의 정도는 제한적
- 신흥 아시아 지역은 우려와는 달리 자금 이탈이 나타나지 않고 있음. 자금 이탈 보다는 시장 내에서의 스타일 변화가 이루어지고 있는 상황
- 국내 증시에서도 업종 별, 시장 간 밸류에이션 격차가 극단적으로 확대된 상황이라는 점에서 확률적으로도 밸류에이션 갭 축소 과정이 진행될 가능성이 높아 보임

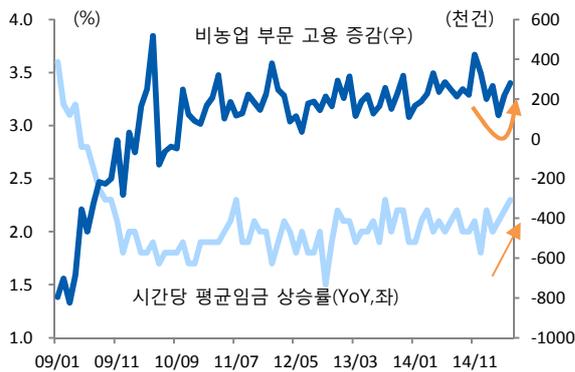
주식시장 투자전략

예상치를 상회하는 결과를 보인 미국 고용 지표

글로벌 금융시장의 이목이 집중되어 있었던 미국의 고용 지표가 지난 주말 발표됐다. 6월 FOMC 가 약 10여일 앞으로 다가온 상황에서 미국의 기준금리 인상 가능성과 관련해 가장 중요한 지표 중 하나인 5월 고용 지표는 전월 비 28만 건 증가를 기록, 컨센서스와 전월 치를 모두 큰 폭으로 상회했다. 부문별로 살펴 보더라도 -1.7만 건을 기록한 임업 및 광업 부문을 제외하면 전 부문에서 고른 고용의 회복세가 나타났다.

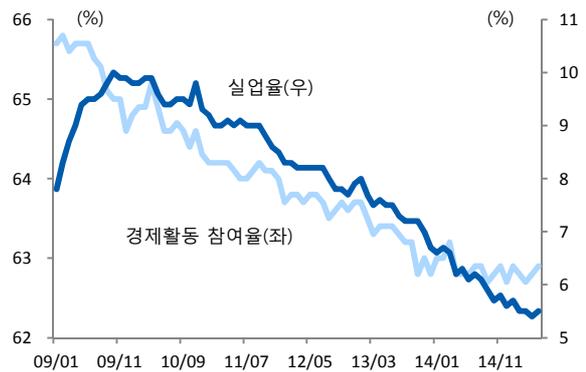
실업률은 5.5%를 기록하면서 전월 비 +0.1%p 상승한 것으로 나타났다. 하지만, 여전히 글로벌 금융위기 이후 최저치 수준에 머물고 있으며, 노동 시장 참여율이 4월 62.8%에서 62.9%로 늘어나는 모습을 보였다. 즉, 노동 참여자 수의 증가가 실업률의 소폭 상승을 유발한 것으로 해석되고 있어 부정적인 해석의 여지는 크지 않아 보인다.

고용과 임금이 모두 상승하는 흐름을 보임



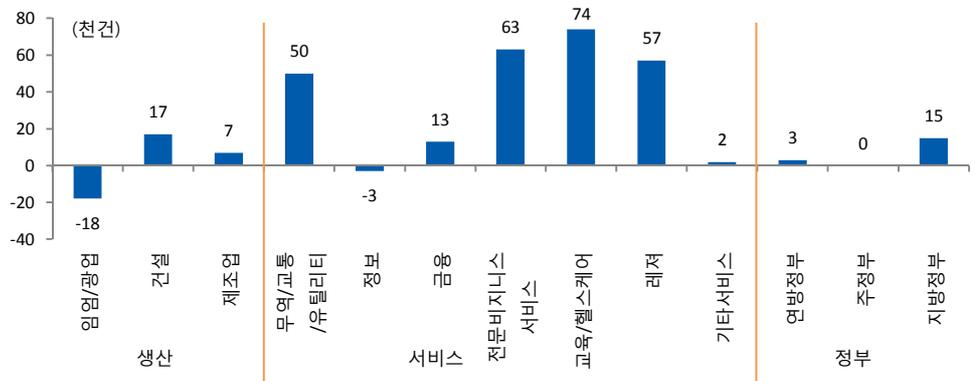
자료: 미 노동부, 유안타증권 리서치센터

경제 활동 참여율도 더 이상 악화되지 않고 있음



자료: 미 노동부, 유안타증권 리서치센터

임업/광업 부문을 제외하면 대부분의 부문에서 고용은 증가세를 보임



자료: 미 노동부, 유안타증권 리서치센터

주식시장 투자전략

우려는 있지만, 공포는 없다

매크로 펀더멘털 측면에서 미국의 경제가 회복세를 보이고 있다는 점은 결코 부정적인 이슈가 아니지만, 현재 주식시장 입장에서는 온전히 긍정적으로만 받아들이기도 힘든 것이 사실이다. 미국의 경기 회복은 연준의 통화정책 정상화, 즉, 기준금리 인상 시점을 앞당길 수 있는 이슈이기 때문이다.

사실 미국의 기준금리 인상 자체는 당위적인 통화정책 정상화 과정이고 그 자체로 경기의 회복세를 반영하는 것이라고는 하지만 풍부한 유동성에 기반한 상승세를 구가해왔던 증시, 특히 신흥국 증시 입장에서는 미국의 금리 상승과 달러 강세 이에 따른 자금 이탈 가능성에 대해서는 불편한 시각을 가질 수 밖에 없다.

그러다 보니 연준의 통화정책 정상화와 관련된 이슈가 등장할 때 마다 ‘tantrum(어린 아이 등이 성질을 부림)’이라는 말로 표현되는 변동성 확대 구간이 출현해왔던 것도 사실이다. 최근에도 마찬가지로 해석이 주를 이루고 있는데, 이번 고용 지표와 관련해서도 고용지표가 서프라이즈를 보일 경우 정책에 대한 부담이 확산되는 흐름을 보이면서 국내 증시 역시 변동성이 크게 확대될 수 있고, 그렇지 않은 경우 안도 구간이 나타날 수 있다는 의견들이 많은 것이 사실이다.

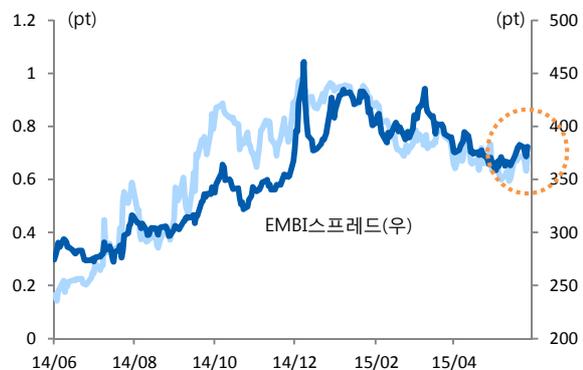
그런데 최근 금융시장의 움직임을 살펴 보면, 적어도 과거와 같이 발작적인 불안감의 표출이 많이 순화된 것으로 볼 수 있을 듯 하다. 5월 하순부터 미국의 경제 지표들이 연이어 서프라이즈를 연출하고 있는 상황인데, 이에 더해 지난 주말 고용 지표가 기대치 이상으로 발표되자 기준금리 인상에 대한 기대심리를 자극 하면서 미국채 10년 물 금리는 가파른 상승세를 이어가고 있는 모습이다.

미국 시중 금리는 상승세를 이어가고 있지만, 달러의 상승세는 제한적



자료: Bloomberg 유안타증권 리서치센터

글로벌 금융시장의 리스크 지표들도 안정적인 흐름을 지속



자료: Bloomberg 유안타증권 리서치센터

주식시장 투자전략

그런데 시중 금리의 경우 직접적인 기준 금리 인상 전망이 반영되면서 비교적 빠른 상승세를 보였지만, 달러 인덱스는 상대적으로 제한적인 수준의 상승 흐름을 보여주고 있는 상황이다. Citi Macro Risk index 나 EMBI 스프레드 같이 금융 시장의 안전자산 선호도를 나타내는 일련의 지표들도 안정적인 흐름을 유지하고 있다. 금융시장 내에서 정책 변화에 대한 막연한 공포가 확산되는 것으로 보기는 어려운 모습이다.

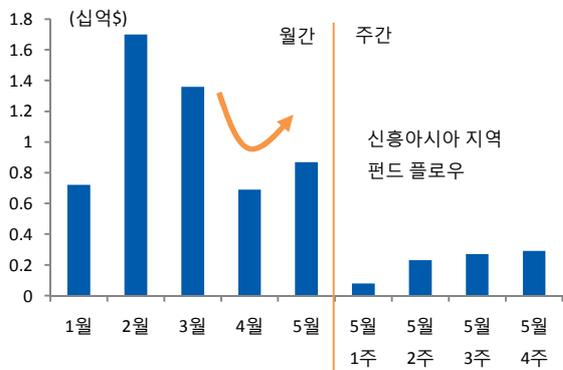
막연한 공포의 표출이 아닌, 합리적인 스타일의 변화

같은 맥락에서 미국의 기준금리 변화와 관련해 우리가 속한 신흥 아시아 지역으로부터의 자금 이탈이라는 우려도 형성이 되어 있는 것은 사실이지만, 아직까지 이에 대한 조짐 역시 찾아보기 힘든 상황이다. 당사 펀드 애널리스트가 집계한 신흥 아시아 지역의 펀드 플로우를 보면, 5월 중에도 신흥 아시아 지역으로의 자금 유입은 지속되고 있다.

다만, 신흥 아시아 지역 내에서의 자금 흐름의 변화는 나타나고 있다는 점은 염두에 둘 필요가 있다. 최근 신흥 아시아 주요 국가들 내에서의 외국인 자금 유출입 현황을 보면, 대만, 인도 등 그 간 양호한 자금 흐름을 보이고 있던 신흥 아시아 주요 국가들로의 자금 흐름이 최근 순유출로 전환되는 모습을 보인 반면, 한국으로의 자금 유입은 오히려 강화되는 모습을 나타내고 있다.

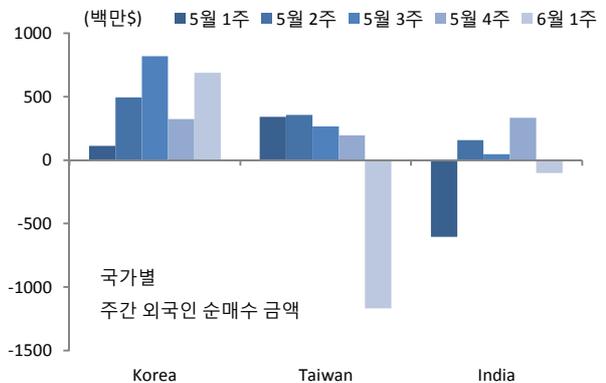
이는 결국 미국의 기준금리 인상에 대한 우려 때문에 신흥국 자산에서 전체적인 엑소더스 현상이 나타나는 것이 아니라, 기준금리 인상에 따른 시중금리 인상 흐름이 자산 성격에 따른 선호도 변화, 즉, 고벨류에서 저벨류로의 관심 변화를 유발하고 있다는 필자의 기존 주장을 뒷받침 해 주는 모습이라고 판단된다. 대만 가권지수와 인도 섀섹스 지수의 12M Fwd PBR 은 각각 1.66배와 2.73배인 반면 KOSPI 의 PBR 은 1.04배에 불과하다. (블룸버그 BEST 추정치 기준, 참고로 MSCI 신흥 아시아 지수의 PBR 은 1.52배)

신흥아시아 지역에 대한 펀드 플로우도 회복세를 보이고 있음



자료: Morningstar, 유안타증권 리서치센터

글로벌 금융시장의 리스크 지표들도 안정적인 흐름을 지속



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주식시장 투자전략

우리 증시도 변화의 시점이 임박하고 있다

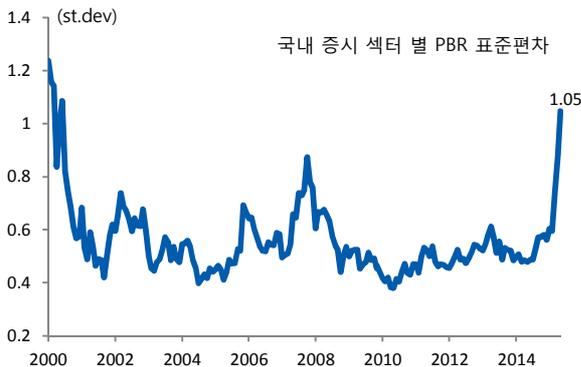
이상에서 살펴 본 바와 같이 미국의 기준금리 인상에 따른 막연한 공포감의 표출이 아닌 시중 금리 추세 변화에 따른 합리적인 스타일 상의 선택이라고 볼 수 있는 자금 흐름 상의 변화가 글로벌 금융시장에서 나타나기 시작했다면, 그리고 여전히 국내 증시의 수급에 있어서 중추적인 역할을 하는 수급 주체가 외국인이라는 점을 감안한다면, 국내 증시에서도 이에 준하는 변화의 흐름이 나타날 시점이 임박한 것으로 판단된다.

이와 같은 관점에서 다음에 제시된 두 개의 그림을 살펴볼 것을 권유한다.

우선 좌측의 그림은 국내 증시 섹터 별 PBR 의 표준편차이다. 상당기간 지속된 유동성 랠리의 결과로 국내 증시 섹터별 벨류에이션의 이격은 2000년대 초반 IT 버블 당시를 제외하면 사상 최대 수준으로 벌어져 있는 상황이다. 성장성이 뒷받침 된 고벨류 주식들을 폼하하는 것은 아니지만, 벨류에이션 자체에 대한 부담이 극단적인 상황까지 진입한 것으로 볼 수 있는 모습이다. 다음으로 우측 그림은 KOSPI 와 KOSDAQ 의 벨류에이션 이격인데, 역시 마찬가지로 맥락에서의 모습이 나타나고 있다.

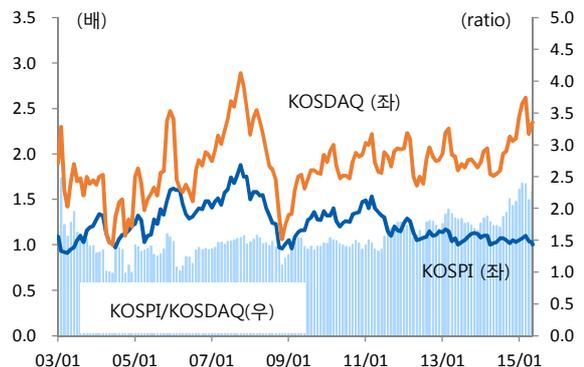
이처럼 극단적인 쏠림 현상이 진행되어 있다는 점을 감안하면, 확률적으로도 시장 전체적인 벨류에이션 이격 축소 과정이 진행될 가능성이 높아 보인다. 그리고 이와 같은 변화의 트리거는 당사가 지속적으로 주장하는 바와 같이 금리의 변곡점이 만들어 줄 것으로 판단된다. 미국뿐만 아니라 국내 시중금리 역시 6월 금통위를 전후로 바닥에 대한 확신이 견고해 질 가능성이 높다는 점을 감안하면, 변화의 시점이 임박했다고 볼 수 있다.

국내 증시 섹터별 벨류에이션의 이격은 이미 극단적인 영역에 진입



자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

KOSPI와 KOSDAQ의 벨류에이션 격차 역시 극단적인 수준



자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터