

데자뷰?

Korea Strategy | 2016. 5. 2

지난해 주식시장은 4월이 고점이었습니다. 올해도 비슷한 흐름을 보일 수 있다는 우려가 제기되고 있습니다. 하반기의 모습은 지난해와 다를 것입니다. 다만 2분기는 체크할 변수들이 있습니다.



오태동 (투자전략)

02)768-7281, tedoh@nhwm.com

지난해 4월 이후와 현 상황 비교

지난해 주식시장이 4월 이후 약세장에 진입한 이유는 다음과 같다.

첫째, Fed의 주식시장 버블 경고가 있었다. 둘째, 중국 경기는 부진했고, 신흥국 제조업 국가에 영향을 미치는 공산품 물가는 디플레이션 국면에 머물렀다. 셋째, 그리스 문제가 불거졌고, 치프라스 그리스 총리의 벼랑 끝 전술로 그리스 위기는 7월까지 지속되었다.

미국 주식시장의 밸류에이션은 지난해와 비슷하지만 옐런 의장은 자산 버블에 더 관대하다. 중국 경기 모멘텀은 회복되고 있고, 글로벌 공산품 가격 상승률도 마이너스 증가율이 축소되고 있다.

다만, 그리스 문제는 다시 원점으로 돌아온 모습이다. IMF가 그리스에 추가 긴축을 요구했고 그리스는 채무 재조정을 요구하며 추가 구제금융 협상은 난항이다. 그리스는 7월까지 대규모의 국채 원리금 상환이 예정되어 있기 때문에, 추가적인 구제금융을 지원받지 못하면 그리스 위기는 또 다시 수면위로 떠오르게 된다.

변동성 확대 국면

당사는 글로벌 경기 모멘텀이 2분기에 저점을 통과하고 하반기에 회복 국면에 진입할 것으로 전망하고 있다. 다만, 위험지표가 바닥권에 진입한 상황이고, 그리스 문제 등으로 위험지표가 상승할 수 있어 당분간 변동성 확대를 염두에 둘 필요가 있다.

달러는 하반기까지 약세 기조를 예상하는데, 그리스 상황 등으로 일시적으로 강세전환 가능성이 높다. 이는 원자재 가격 및 관련주의 단기 조정 요인으로 작용할 가능성이 높다.

지난해 5월 이후 지수 조정기에 코스닥이 상대적으로 강세를 보였다. 올해는 지난해와 달리 중소형 주식의 투자심리를 자극하는 정책 효과가 약한 상황이다. 주도주의 전환보다는 인플레이션 관련주의 단기 모멘텀이 약해지는 국면에서 상대적인 대안으로 염두에 둘 필요가 있다.

테자뷰?

투자전략 오태동 (02-768-7281)

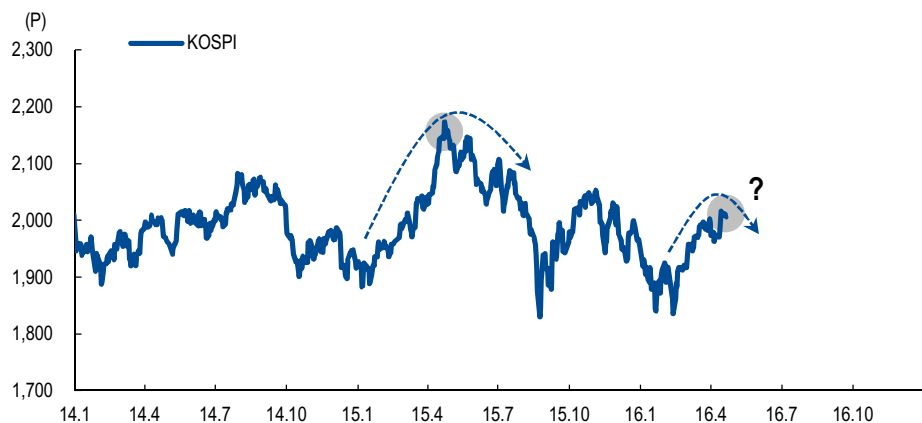
지난해 4월 이후와 현 상황 비교

Risk off 전환에 대한 우려

지난해 4월말에 KOSPI는 글로벌 통화완화정책 랠리를 마무리하고 하락 반전했다. 지난주 KOSPI의 부진은 마치 지난해 4월말처럼 랠리가 마무리되는 신호는 아니었는지 불안감을 갖게 한다(그림1 참조).

만약, 글로벌 주식시장이 다시 Risk off 환경으로 전환한다면, 신흥국 주식시장에 대한 우려가 다시 커질 수 있다. 지난해에도 신흥국 주식시장은 3~4월에 선진국 대비 일시적으로 강세를 보인 후, 5월부터 다시 수익률을 하회하기 시작했고, 그 흐름은 연말까지 지속되었다(그림2 참조).

그림1. KOSPI, 지난해 5월 이후 흐름 재현?



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

그림2. 지난해 5월: 선진국 대비 신흥국 증시 성과는 다시 부진



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

지난해 5월 리뷰: 미국 주식 고평가 논쟁

통화정책 효과가 약화되면 펀더멘털의 민낯이 드러나게 된다. 본 보고서에서는 지난해 5월 이후 주식시장 환경을 되돌아보고 현재 상황과 비교해 봄으로써, 지난해 나타났던 Risk off 환경이 일시적인지 여부를 판단해보고자 한다.

지난해 5월 이후 글로벌 주식시장이 약세장에 진입했던 기저에는 자산시장 거품에 대한 우려가 깔려있었다.

지난해 5월 6일에 옐런 연준 의장은 라가르드 IMF 총재와의 대담에서 주식시장의 밸류에이션이 높은 편에 속하고, 금리인상 국면에서 장기금리가 가파르게 상승할 수 있다는 점을 언급했다(그림3 참조).

이는 지난해 3월 19일 FOMC 회의에서 연준 의원들이 금리인상에 인내심을 갖겠다는 문구를 삭제하고, 4월 21일에는 더들리 뉴욕연준 총재가 통화정책 정상화를 언급한 이후에, 옐런 의장이 주식시장이 비싸다는 발언을 함으로써 위험자산 선호 심리가 꺾이는데 영향을 미쳤다.

그 당시 S&P500지수의 12개월 예상 EPS 기준 PER은 17배 내외였다. 한편, 올해 4월 7일에 미국 연방준비제도(Fed) 전현직 의장들이 한자리에 모여 미국과 세계 경제 상황에 대해 논의하는 자리에서, 옐런 의장은 미국 경제에 거품이 없다고 언급했다. 지난해와 주식시장의 밸류에이션은 비슷하지만 통화정책 당국자의 스탠스는 훨씬 온건했다.

이는 Fed가 대외 환경에 대한 우려로 지난해 보다 주식시장의 거품을 더 용인할 가능성이 높아졌음을 시사한다.

실제로 미국 고용지표는 여전히 양호하고 주식시장은 연초 패닉에서 벗어났지만, 4월 FOMC 통화정책 결정문에 드러난 Fed의 견해는 금리인상 시점에 매우 신중을 기했다. 이에 따라 FF 금리선물에 반영된 6월 금리인상 확률은 12%로 더 낮아졌고, 12월 금리인상 확률도 다시 낮아졌다.

그림3. 2015년 5월 리뷰: 미국 주식 고평가 논쟁과 미국 금리 급등



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

그림4. 6월 FOMC 금리 인상 확률: 12%



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

그림5. 12월 FOMC 금리 인상 확률: 57.9%



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

지난해 5월 리뷰: 중국 경기 부진 심화

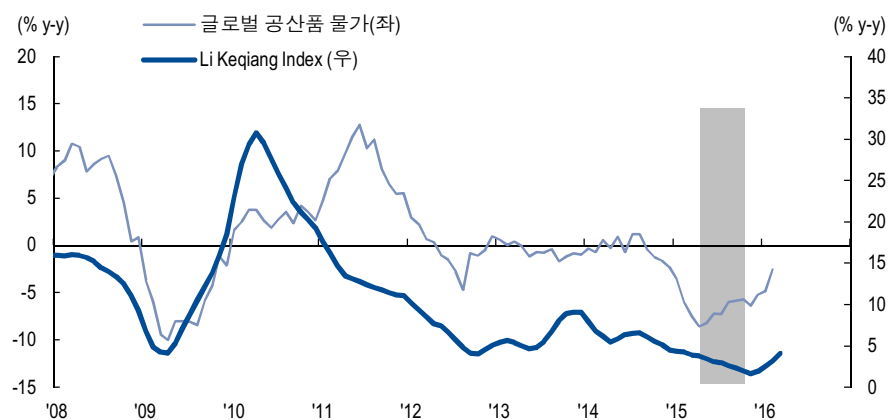
한편, 지난해 중국 경제는 금리인하 및 기준율 인하 등 통화완화 정책에도 불구하고 경기 모멘텀은 매우 부진했다. 중국 실물경기 상황을 잘 설명하는 리커창 인덱스는 지난해 11월까지 한번의 반등 없이 하락했다.

특히, 디플레이션 환경으로 글로벌 공산품 물가가 2015년 상반기까지 급락함에 따라 신흥국 제조업 국가들에 대한 위기감은 더욱 커졌다(그림6 참조).

리커창 인덱스는 지난해 11월을 저점으로 회복 중이다. 글로벌 공산물 물가도 아직은 마이너스 증가율을 기록하고 있지만, 지난해 상반기에 저점을 통과한 모습이다.

최근 중국 및 신흥국 경기 상황을 판단해 볼 때, 올해는 지난해 보다는 개선될 가능성이 높음을 시사한다.

그림6. 2015년 5월 리뷰: 제조업 국가의 수출환경 악화 및 중국 경기 침체



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

지난해 5월 리뷰: 그리스 문제 재점화

지난해 5월을 기점으로 신흥국 위기가 커진 배경에는 그리스의 그렉시트 우려가 있었다.

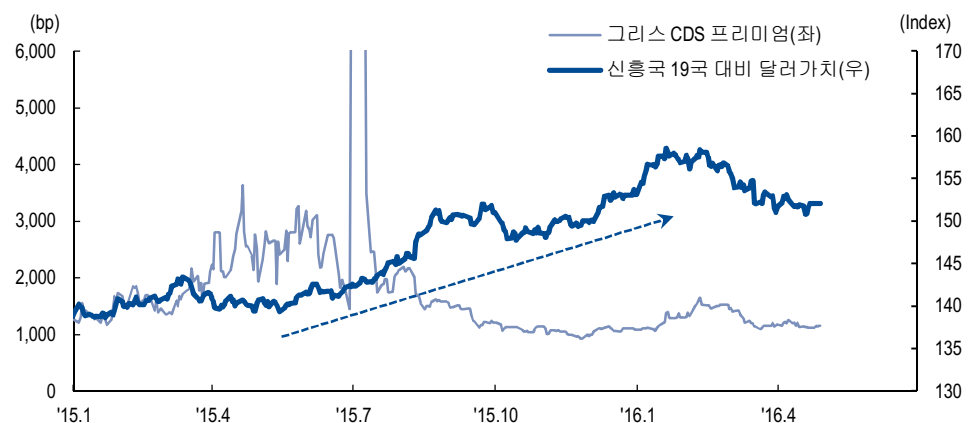
지난해 4월 27일에 그리스와 채권단 간의 개혁안 협상이 실패하고, 이후 회의에서도 협상은 계속 결렬되면서 그리스 위기가 본격화되었다. 치프라스 그리스 총리는 그리스의 유로존 탈퇴 카드를 통해 자금 지원을 이끌어 내려고 했고, 그리스 문제는 3차 구제금융에 대한 합의가 도출되었던 7월까지 지속되었다. 이 과정에서 그리스의 CDS 프리미엄 급등과 신흥국의 통화가치는 약세를 지속했다(그림7 참조).

최근 들어 그리스 재정위기가 또 다시 언론 지면에 나타났다. 지난해 3차 구제금융 합의 당시에 목표했던 그리스의 재정수지목표 달성이 불가능해지면서, IMF가 그리스에 추가 긴축을 요구했고 그리스는 채무 재조정을 요구하고 있다.

그러나 독일이 그리스 부채에 대한 채무 재조정을 거부하고 있어, 그리스 구제금융 협상은 진전을 보이지 못하고 있다. 그리스는 7월까지 대규모의 국채 원리금 상환이 예정되어 있기 때문에, 추가적인 구제금융을 지원받지 못하면 또 다시 디폴트 위기에 직면하게 된다(다음 페이지 그림8 참조).

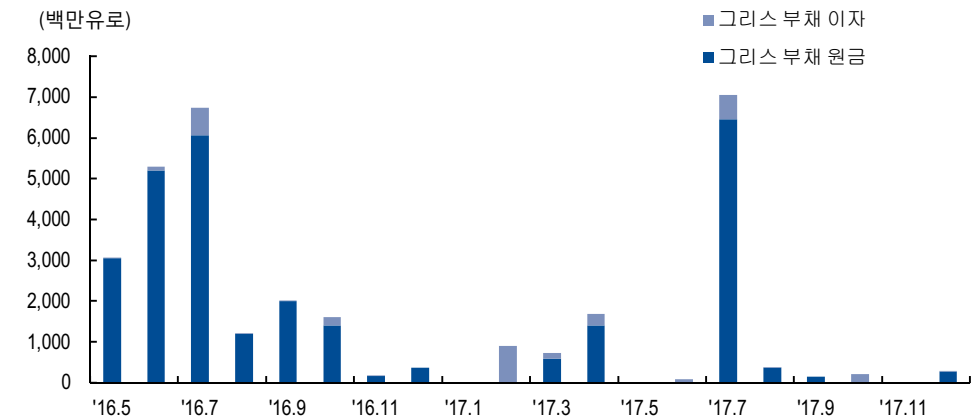
추가 지원을 위한 합의가 연기되면, 비록 지난해 만큼 강하지는 않더라도 또 다시 그리스 發 위험자산 회피심리가 재현될 가능성이 높다. 특히 올해는 6월에 영국이 EU 탈퇴 여부를 위한 선거를 치를 예정이어서 유럽 상황이 돌발 악재로 작용할 가능성이 있다.

그림7. 2015년 5월 리뷰: 그리스 디폴트 위기 재점화 및 신흥국 통화 약세



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

그림8. 그리스의 월별 원리금 도래



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

변동성 확대 국면

아직 경기회복에 대한 신뢰는 낮아

연초 이후 글로벌 중앙은행들의 통화부양정책이 주식시장을 안정시키는데 크게 기여했다. 당사는 글로벌 경기 모멘텀이 2분기에 저점을 통과하고 하반기에 회복국면에 진입할 것으로 전망하고 있다. 이에 따라 주식시장의 상승동력은 통화정책에서 경기회복 요인으로 전환할 것으로 전망한다.

다만, 아직까지 경기회복에 대한 신뢰는 낮다. 구리와 금의 상대가격은 여전히 금융위기 이후 저점 수준에 머물러 있는 등 경기회복에 대한 심리는 자산가격에 반영되지 않고 있다(그림9 참조).

반면, 위험지표는 단기적으로 바닥권까지 하락

반면, 위험지표는 바닥권까지 하락했다. Citi Macro risk index는 Fed가 2014년 6월 FOMC에서 QE3를 종료하겠다고 언급한 이후부터, 줄곧 평균을 상회하는 수준에서 머물고 있다(다음 페이지 그림10 참조).

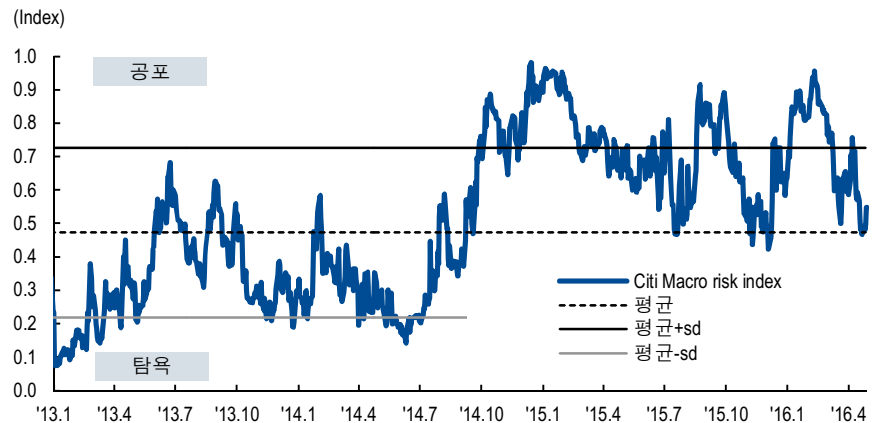
그림9. 구리 / 금 상대가격



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

Fed가 다시 QE4나 금리를 인하하지 않는 상황에서, 글로벌 경제지표가 투자자들의 기대를 만족할 만큼 회복되기 전까지는 위험지표는 “평균과 평균+SD” 사이에서 움직일 가능성이 높다.

그림10. Citi Macro risk index



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

변동성 확대 염두

이처럼 위험이 단기적으로 바닥권에 진입한 상황에서는 주식시장은 악재에 민감하게 반응한다. 특히 지난주부터 그리스 문제가 다시 인식되기 시작했고, 그리스가 7월까지 대규모 원리금 상환에 나서야 한다는 점에서 당분간 주식시장의 변동성은 확대할 가능성이 높다.

달러는 하반기까지 약세 기조를 예상하는데, 그리스 상황 등으로 일시적으로 강세 전환 할 가능성이 높다. 달러가 강세를 보일 경우, 원자재 가격의 조정 요인으로 작용할 것으로 예상된다. 인플레이션 플레이어(에너지, 소재, 산업재)는 하반기까지 상승을 염두에 두고 조정시에 비중을 늘려가는 전략이 유리하다.

한편, 인플레이션 관련주의 상승 탄력이 약화되면 자연스럽게 중소형주식에 대한 관심이 커질 것이다. 지난해에도 5월 이후 지수 조정기에 코스닥이 상대적으로 강세를 보였던 경험이 있다.

그러나 올해는 지난해와 달리 중소형 주식의 투자심리를 자극하는 정책 효과가 약한 상황이다. 주도주의 전환보다는 주도주인 인플레이션 관련주의 단기 모멘텀이 약해지는 국면에서 상대적인 대안으로 작용할 것임을 염두에 두고 대응하는 것이 유리하다.

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.