



## 빈자리가 채워질 글로벌 증시

### 1. 10년만에 가장 높은 수익률을 달성하고 있는 글로벌 증시

- 무역분쟁이 장기화 되면서 올해 전세계 무역상위 50개국 중 43개국의 교역 금액이 전년대비 감소, 글로벌 산업생산은 금융위기 이후 최저치 기록 중. MSCI 전세계 지수의 EPS 증감률은 +0.2%로 이익성장도 없을 것으로 추정
- 그러나 MSCI 전세계 지수의 수익률은 09년 이후 최고치(+19.2%)를 기록 중. 작년 9월말 고점 대비로도 +3.6% 상승

### 2. 이익의 성장과 경기의 모멘텀은 없었던 한 해

- 올해의 강세는, 낮아진 금리와 유동성 공급에 대한 기대감이 밸류에이션에 대한 tolerance를 높였기 때문으로 판단. MSCI 전세계 지수의 12MF PER은 작년 말 12.9배에서 현재 15.8배로 상승(+23.2%)
- 그러나 최근 시중금리의 흐름은 다시 반전된 모습을 보이고 있으며, 향후에도 완만한 상승 흐름이 지속될 것으로 판단

### 3. 금리의 방향성 전환과 향후 기대되는 변화

- 높아진 밸류에이션에 대한 부담이 생길 수 있는 시점이나, 그 영향은 크지 않을 것으로 판단. 시중금리의 상승속도가 가파르지 않을 것으로 예상되며, 밸류에이션의 또 다른 결정 요인인 '글로벌 경기'가 저점을 통과하고 있는 것으로 보이기 때문
- 올해 국채금리가 가파르게 하락하면서 나타났던 '주식 유출, 채권 유입'이라는 흐름에도 변화가 기대되는 상황



주식시장 투자전략

1. 10년만에 가장 높은 수익률을 달성하고 있는 글로벌 증시

올해 금융시장의 화두였던 미국과 중국의 무역분쟁은 전세계 교역과 제조업 경기가 위축되는 결과로 연결됐다. 올해 전세계 무역상위 50개국 중 43개국의 교역금액이 전년대비 감소, 글로벌 산업생산은 금융위기 이후 최저치를 기록하고 있는데, 이러한 영향이 장기화 되면서 미국의 경기침체 발생 가능성도 꾸준히 제기되고 있다.

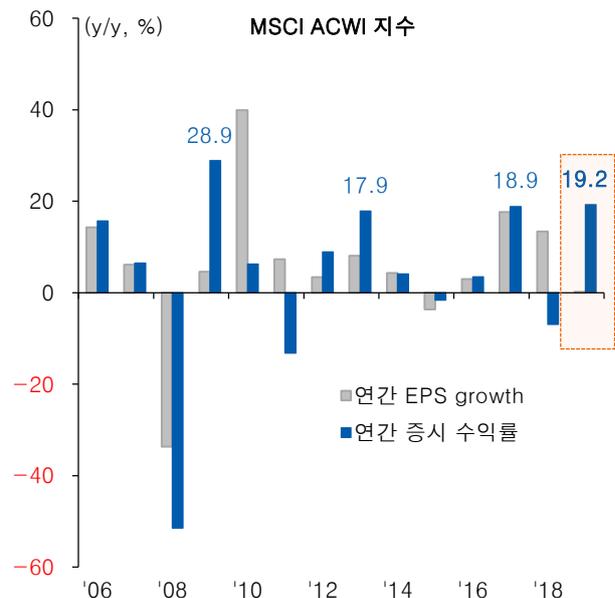
그러나 올해 글로벌 증시의 성적은 이러한 지표와는 전혀 다른 흐름을 보이고 있다. MSCI ACWI 지수 기준 연초대비 수익률은 +19.2%에 달하는데, 이는 09년 이후 10년만에 가장 높은 수익률(각 연도 11/23일 기준)에 해당하며, 작년 9월말의 고점 대비로도 +3.6% 높은 수준이다.

또한, 올해 ACWI 지수의 EPS 성장률은 +0.2%로 추정되고 있다. 즉 경기에서 발생하는 모멘텀도 없었고, 기업의 이익성장도 없었던 것인데, 그럼에도 올해 글로벌 증시가 강세를 보인 것은 결국 중앙은행들의 정책 변화에 원인이 있는 것으로 판단된다. 연준의 경우 올해 3번 이상의 금리인상을 단행할 것으로 예상되었으나 오히려 두 차례 금리를 인하했고, 연준을 따라 통화긴축에 나설 것으로 예상되었던 ECB는 금리인하에 더해 월 200억 유로 규모의 양적완화를 재개했다.

[차트1] 미-중 무역분쟁이 장기화 되면서 글로벌 교역과 생산경기는 동반 악화되는 흐름이 지속



[차트2] 올해 MSCI 전세계 지수의 수익률은 금융위기 이후 최고치를 기록 중. 경제와 이익 지표의 흐름과는 다른 결과



주: '전세계 무역 개선국가 비율'은 전세계 무역 상위 50 개국 중, 전년대비 교역금액이 증가한 국가의 비율. 자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



주식시장 투자전략

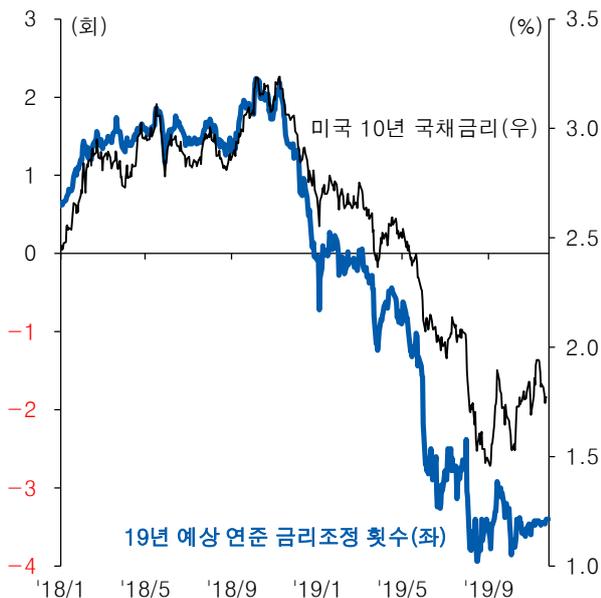
## 2. 이익의 성장과 경기의 모멘텀은 없었던 한 해

글로벌 중앙은행들의 급진적인 정책 변화는 국채금리와 같은 시장 지표에도 여과없이 반영됐다. 연방기금선물로 계산되는 연준의 19년 금리조정 횟수는 작년 최대 '2.2회 인상'에서 현재 '3.4회 인하'로 낮아졌고, 미국의 10년물 국채금리는 작년말 최대 3.24%에서 현재 1.77%로 하락했다.

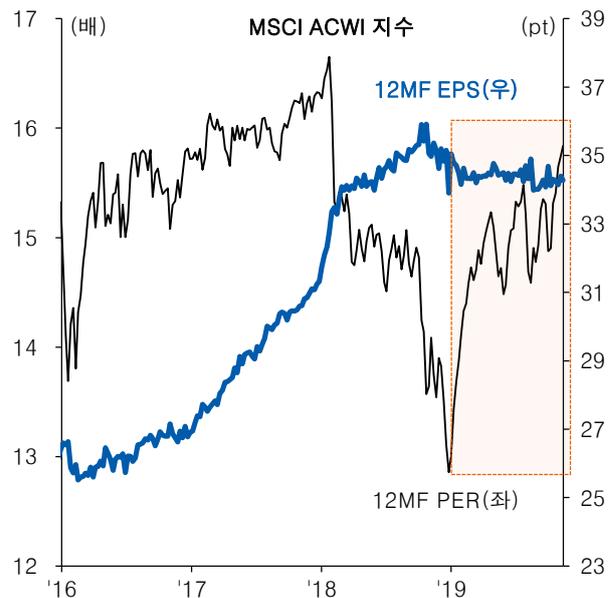
이렇듯 낮아진 금리는 올해 증시 밸류에이션에 대한 tolerance 를 높이는 요인이 된 것으로 판단된다. 주요 선진국의 M2 증가율, 중앙은행의 자산규모 등에서 확인되는 유동성 지표의 확장도 이러한 흐름에 기여했을 것으로 보이는데, 실제로 올해 ACWI 지수의 이익성장엔 없었지만, 12MF PER 밸류에이션은 작년 말 12.9배에서 현재 15.8배로 상승(+23.2%)해 있는 상태다.

다만 최근 국채금리의 흐름을 보면, 중앙은행들이 추가적으로 공격적인 금리인하를 단행할 것이라는 기대를 갖는 투자자가 감소하면서 지표의 되돌림이 나타나고 있다. 미-중 무역분쟁의 1단계 합의 가능성이 높아졌다는 점과, 연준이 이미 상당히 완화된 통화정책(중립금리 보다 낮은 기준금리)을 사용하고 있다는 점이 인식되고 있기 때문으로 보이며, 당사는 향후에도 금리의 완만한 상승 흐름이 지속될 것이라는 전망을 가지고 있다.

[차트3] 19년 연준의 금리정책 전망은 기존 2.2회 인상에서 3.4회 인하로 급격히 하락. 국채금리도 이를 가격에 반영



[차트4] 낮아진 금리와 유동성 공급에 대한 기대감은, 밸류 확장에 기반한 증시의 상승으로 연결



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



주식시장 투자전략

### 3. 금리의 방향성 전환과 향후 기대되는 변화

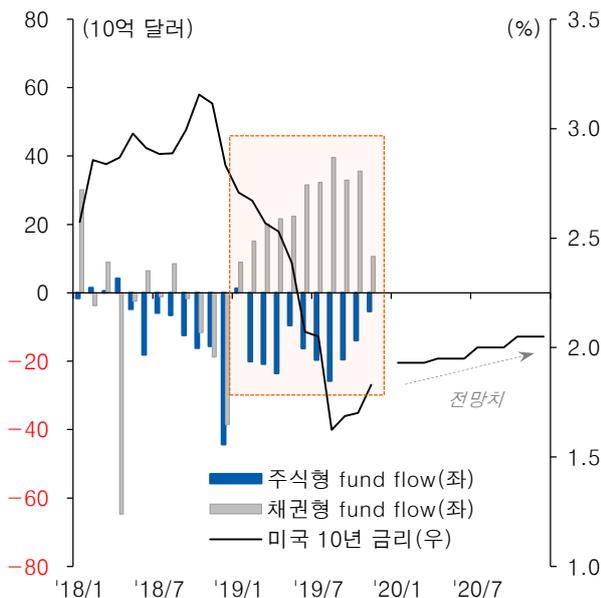
금리의 방향성 변화는 증시에 두 가지 상반된 영향을 가져올 것으로 판단된다.

첫 번째는 수급 측면의 부담 완화인데, 올해 국채금리 하락이 가파르게 진행되면서 글로벌 투자자금은 주식에서 유출, 채권으로 유입되는 흐름이 분명하게 나타났다. 그러나 향후에는 금리 저점에 대한 기대감이 강화되면서 이러한 흐름에도 반전이 생길 것으로 보인다.

두 번째는 글로벌 증시의 높아진 밸류에이션에 대한 tolerance 가 낮아질 수 있다는 점인데, 그 강도는 크지 않을 것으로 보인다. 시중금리의 상승속도가 가파르지 않을 것(통화정책의 긴축전환이 아닌 현상 유지)으로 예상되며, 또 다른 밸류에이션 결정 요인인 '글로벌 경기'가 저점을 통과하고 있는 것으로 판단되기 때문이다.

중국, 멕시코 등 신흥국을 중심으로 회복세를 보이고 있는 경기선행지수, 3개월 연속 회복세를 보이고 있는 글로벌 제조업 PMI, 역전 현상이 해소된 미국의 장단기금리, 주요 선진국에서 동반 회복세를 보이고 있는 기대인플레이션 등이 이러한 판단의 근거가 되며, MSCI ACWI 지수 기준 +9.9% 수준의 성장이 예상되는 20년의 EPS growth 역시 향후 펀더멘탈 측면에서 증시의 추가 상승을 견인하는 동력이 될 것으로 보인다.

[차트5] 미국의 국채금리는 8월 저점이라는 방향성이 확보된 것으로 보이나, 상승 흐름은 완만하게 진행될 전망



[차트6] 경기 저점을 통과하고 있는 것으로 보이는 글로벌 경기사이클은, 밸류 부담을 낮추는 요인이 될 것으로 판단



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

