

에코퍼펙트이

김형렬 센터장

jeff2000@iprovest.com

황지연 책임연구원

20210105@iprovest.com

강민석 RA

20210092@iprovest.com

발간일자 2022 / 03 / 29

CON- TENTS

3	Executive Summary
4	2022 년 주식시장 전망 재조명
8	2022 년 시장전망 수정
10	에코 버블이 온다
12	경제심리선, 실물경제선을 활용한 투자판단
19	구조적 경기침체는 어떤 모습일까?
21	에코버블 시대의 투자, “나눠드림-돌려받음”
23	나눠-드림(Dream), 성장주를 구분해서 투자하자.
28	돌려-받음(Bottom), 탑다운 대응이 어려울 때 성공법으로..
32	자산배분전략

|Compliance Notice |

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성 되었음을 확인합니다.

이 조시자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며, 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조시자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

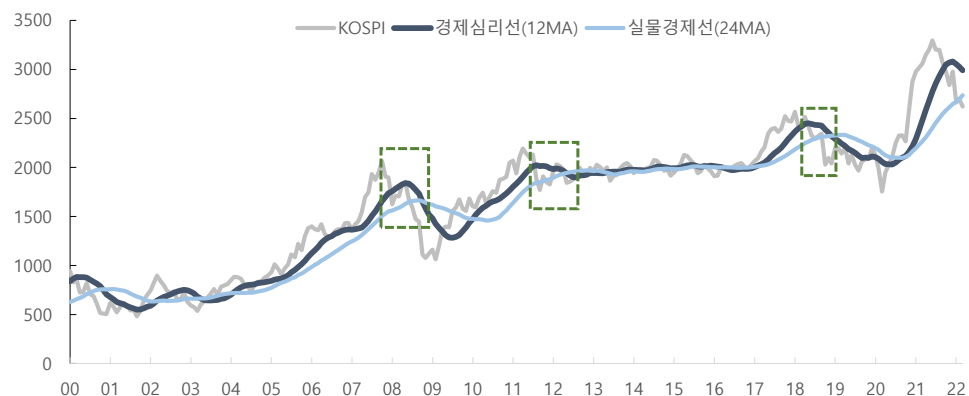
이 보고서는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다. 이 보고서는 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술적 목적으로 작성된 것이 아니므로 학술논문 등에 학술적인 목적으로 인용하려는 경우에는 당사에 먼저 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.

Executive Summary

- ① 에코(메아리) 버블이 온다. 세계경제는 코로나 경기침체를 정면돌파 하기 위해 엄청난 유동성을 사용했다. 글로벌 통화정책 변화는 자산효과에 영향을 줄 것이다. 다만, 예상보다 더딘 유동성 회수와 인플레이션으로 인해 에코 버블이 생겨날 가능성이 크다.
- ② 에코버블에 대한 예측은 상승국면 후반부 투자전략 수립을 위함이다. 상황 변화에 따라 신속한 위기관리 전환이 요구된다. 또한, 새로운 투자기회를 포착해야 한다.

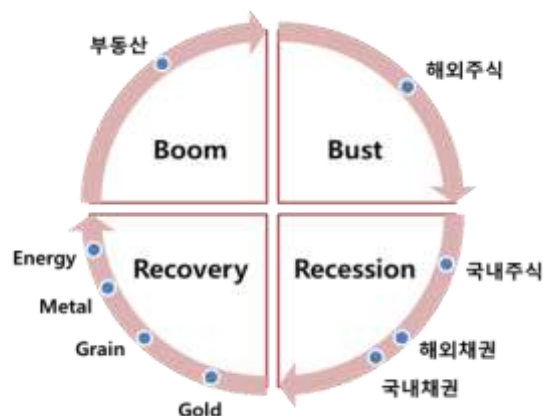
‘에코버블이 온다’는 이번 자료는 투자기회가 아직 남아 있음을 말하면서, 동시에 가까워지는 경기침체 위험을 대비하기 위함이다. 경기 순환 과정에서 발생하는 침체는 피하기 어려운 불가항력적 환경이다. 단지, 알고 맞는 때는 덜 아프다는 것처럼 예고된 경기침체는 충분히 극복할 수 있게 될 것이다. 극복 과정의 사회 변화도 주목해야 한다. 메아리 버블은 여러 번 경험이 있고, 정공법을 활용해 극복해 나갈 수 있다.

[도표 1] 실물경제 확장, 경제심리 둔화는 에코(메아리) 버블의 특징



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 주요 자산군 투자 순환도 위치



자료: 교보증권 리서치센터

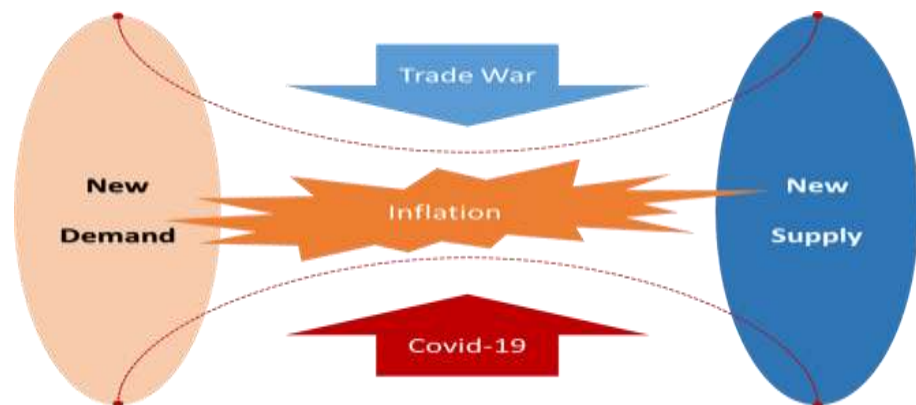
2022년 주식시장 전망 재조명

2022년 1분기도 추억과 기억의 저장공간에 보관해야 할 시간이 되었다.

지난해 10월 필자는 ‘지식포럼’을 통해 2022년 주식시장 전망을 작성했고, ‘병목경제와 인플레이션’이란 주제로 투자환경과 주식시장 전망을 했다. 어느덧 시간은 6개월이 흘러 전망에 대한 평가와 비교, 분석을 통해 2022년에 대한 투자 관점을 바꿔야 하는 것은 아닌지 고민을 시작했다. 6개월 전과 비교했을 때 예상했던 것의 변화 속도가 달라진 점이라든지, 전혀 예상하지 않았던 변수의 등장 등 ‘현재’가 시시각각 변하고 있다는 점을 의식하고 있다. 이번 자료를 통해 투자환경을 조금 더 직관적으로 판단하고, 간결한 해석을 통해 대응전략을 수립하려고 한다.

2022년 주식시장 전망 보고서가 작성된 지난해 9월말 해도 인플레이션 문제가 그렇게 심각하지 않았다. 경기침체를 벗어나는 과정에서 일시적으로 발생한 것이고, 저금리 환경은 생각보다 오래 유지될 것이라는 의견이 지배적이었다. 하지만 필자는 ‘병목경제(Bottleneck Economy)’를 키워드로 뽑고, 세계경제가 직면한 인플레이션 상황이 단순히 경기회복단계의 순환적 현상이 아닌 구조적 문제 일 수 있다는 점을 주장했다. 또한, 일시적이라는 인플레이션도 생각보다 강력하고, 긴 시간 경제를 괴롭힐 수 있다고 했다. 여기까지의 전망은 대체적으로 적중한 것으로 평가된다.

[도표 3] 병목현상에서 시작된 인플레이션은 강력하고 오래 간다



자료: 교보증권 리서치센터

필자가 예상하지 못한 것은 인플레이션의 강도가 예상범위를 뛰어넘었다는 것이다. 필자의 예상은 2022년 1분기 정도 미국을 기준으로 물가상승 위험이 점차 완화될 수 있다는 예상을 했고, 따라서 미국 연준의 통화정책도 2022년 하반기부터 정책금리 정상화 과정을 겪게 될 것이라고 예상했다. 그런데 우리가 전혀 예상하지 못한 변수가 등장했다.

먼저, 미국 연준의 정책스탠스 변화가 빠르게 달라진 것이다. 2022년 상반기 테이퍼링 가동과 하반기 금리인상이란 전망과 달리, 테이퍼링의 조기 종료 후 즉시 금리인상이란 컨센서스가 형성되며, 1월부터 미국 기술주를 중심으로 글로벌 금융시장이 충격을 받았다. 주식시장과 채권시장의 동반 패닉현상은 선제적으로 가격조정을 반영시켜 온 우리 주식시장에게 우는 아이 뺨 때린 상황이었다. 이후 3월 FOMC를 통해 금리인상이 시작되었고, 연내 남은 FOMC에서 금리인상을 지속할 뜻을 내비쳤다. 당분간 물가상황을 살피며 긴축의 강도가 강화될 지 주목할 필요가 있다.

또한 우크라이나, 러시아 전쟁 이슈도 예상할 수 없었다. 접경 지역의 분쟁은 계속되었던 상황인 만큼 실제 전쟁 상황으로 이어지지 않을 것으로 보았지만, 푸틴 대통령의 선택은 일반인의 생각과는 달랐다. 지정학적 리스크로 의미를 축소할 수도 있으나, 유럽, 미국을 중심으로 국제사회가 러시아 제재를 시작하며, 러시아 수출 비중이 큰 천연가스, 원유, 니켈 등 주요 상품가격이 폭등세로 바뀌는 변화를 준 것도 시나리오에는 없었다.

3월말 기준 전시 상황은 특별하게 바뀐 것이 없다. 푸틴 대통령에 대한 비난 여론과 경제제재가 가동되었음에도 러시아는 물러서려는 조짐을 보이지 않고 있다. 한편으로는 러시아 외환위기 위험과 더불어 디폴트 선언과 같은 금융시장의 파급 상황을 모니터링 해야 하는 상황에 서 있다. 또한 우크라이나와 러시아가 휴전에 돌입한다고 해도 불확실성 해소는 일시적일 가능성이 적지 않다. 러시아에 대한 경제제재가 쉽게 철회되기 쉽지 않을 수 있기 때문이다. 따라서 인플레이션 리스크가 적어도 2022년에는 제거되지 않을 것이라는 점을 시나리오에 반영시켜야 한다. 필자는 생각보다 긴 인플레이션을 경험할 것이란 것을 2022년 시장전망에서 주장했다. 여기서 추가할 점이 있다면, 지금 그렇게 걱정하는 인플레이션이 잡히는 상황에 세계경제와 자산시장의 반응은 어떠할까 이나는 점이다. 이 고민의 시작이 이번 보고서를 쓰게 된 이유이다.

[도표4]는 지난 지식포럼에서 2022년 코스피 전망을 위해 산출했던 일드갭 매트릭스와 코스피 예상밴드 시나리오를 다시 가져온 것이다. Scenario I, II, III은 Yield Gap matrix와 당사 채권전망에서 제시한 국고채3년 수익률의 밴드 및 중앙값을 기준으로 산출했다. 각각 Fair PER과 Target, Bottom PER을 예상하고, 이를 기초로 코스피 지수를 환산하는 방식을 사용했다.

당시에는 Scenario II를 채택해 코스피 예상밴드가 2,850p~3,450p로 산출되었다. 2021년 연말 기준 3,000p 수준에서 종료될 것으로 예상했고, 추세적 상승이 제한되는 박스권 전망을 제시했다. 펀더멘탈 모멘텀 둔화와 하반기 정책환경 변화를 고려해 ‘전약 후강’의 연중 트렌드를 제시했다. 6개월이 지난 상황에서 과거의 전망과 비교해 보자.

[도표 4] 일드갭 모형을 활용한 코스피 예상밴드 산출

(단위: %, 배, p)

구 분	Yield gap	Scenario 1			Scenario 2			Scenario 3		
		예상금리 1	PER	Kospi	예상금리 2	PER	Kospi	예상금리 3	PER	Kospi
Target	6.50	1.4	12.7	3,637	1.8	12.0	3,462	2.1	11.6	3,341
Fair	7.54	1.4	11.2	3,214	1.8	10.7	3,076	2.1	10.4	2,981
Bottom	8.30	1.4	10.3	2,962	1.8	9.9	2,845	2.1	9.6	2,763

자료: 교보증권 리서치센터

먼저 코스피 예상밴드 전망은 크게 빗나가게 되었다. 연초부터 코스피 하락폭이 더욱 확대 되어 예상밴드 하단을 하회했다. 1분기 기준 코스피 평균지수도 어느새 2,760p 수준까지 낮아진 만큼, 2022년 상반기 약세를 전망했다고 해도 가격 급락을 예상하지는 못했다. 코스피 전망이 어긋난 가장 큰 이유를 살펴보면 역시 무위험이자 수익률(금리) 변화가 크지 않을 것이란 소극적 해석이 낳은 결과로 보인다.

현재 금리상황을 반영해 보면 Scenario II 보다는 Scenario III이 적합성이 더욱 높았던 것으로 평가된다.

(2021년 10월 전망자료에서 발췌) Scenario III은 인플레이션 변수가 실물경제에 강한 충격을 주는 경우에 해당된다. 글로벌 경기 회복속도를 반영해 시장금리가 완만하게 상승하는 것은 큰 문제가 되지 않는다. 그런데 통화정책의 확장기조가 종료되기 이전 위험자산에 대해 공격적인 투기활동이 비정상적 가격을 만들 때 정책금리 인상 시점을 앞당겨 금융시장에 일시적 발작 증세가 발현될 수 있다. 완만한 시장금리 상승은 절대 문제가 되지 않지만 속도에 문제가 되는 경우라고 볼 수 있다.

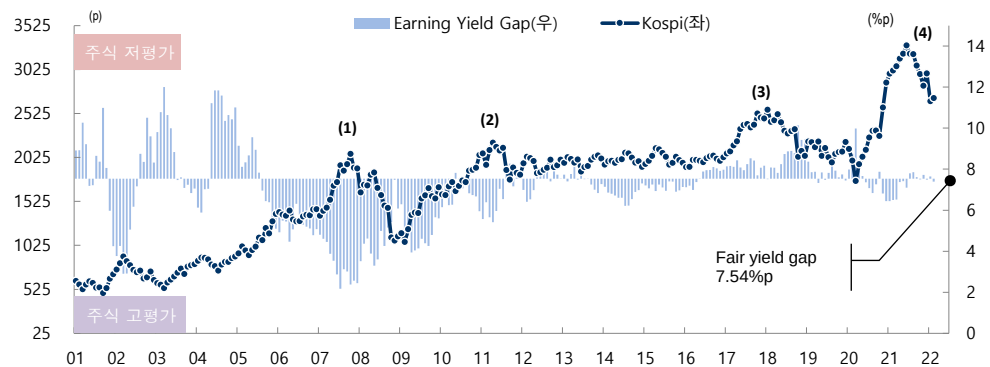
우리가 주목할 것은 미국 연준이 통화정책을 바꿀 때 직, 간접적인 변화가 분명히 발생한다는 것이다. 변화 자체만으로도 투자의 불확실성은 커진다고 볼 수 있고, 여기에 시장금리가 상승하는 것까지 더해서 본다면 ‘리스크 프리미엄’이 상당히 상승하는 것으로 해석할 수 있다...

Scenario III에서 적용된 국고채 3년 금리를 2.1%로 가정할 경우 코스피 예상밴드 하단이 2,750p까지 낮아진다. 그런데 3월말 기준 국고채 3년 금리가 2.4%까지 치솟았다. 미국 연준의 금리인상이 시작되었고, 빅스텝 가능성을 시사하는 매파적 발언이 이어지고 있는데다, 5월 이후 양적긴축(Quantitative Tightening)도 시행되는 것으로 알려져 시장금리 상승이 주식시장 밸류에이션 부담을 더욱 가중시킬 수 있다.

2022년 무위험이자 수익률(연평균 국고채 3년 금리)이 2.3% 라면, 코스피의 적정PER은 10.2배로 산출된다. 그런데, 지난해 연말 기준 코스피 10.1배는 약 2,980p 수준이었다. 새해가 시작된 후 주가가 급락했고, 2021년 기준 최대 실적을 기록한 상장기업은 인플레이션에 의한 생산비용 증가, 전쟁 이슈 등장으로 이익전망치가 빠르게 하향 조정되어 연말 보다 코스피가 200p 가까이 하락했음에도 PER은 제자리 상태이다.

바뀐 이익전망치를 기준으로 Target, Bottom PER을 산출하면 각각 11.4배, 9.4배이고, 코스피 지수로 환산하면, Target 코스피는 3,050p, Bottom 코스피는 2,550p 이다. 이를 근거로 전략을 수립한다면, 코스피 3천 시대로의 복귀는 연내 가능성이 낮아진 것으로 볼 수 있다. 적정가치 복구와 선제적으로 반영된 불확실성의 되돌림 정도를 2022년 주식시장에서 기대해야 하는 것으로 보여진다.

[도표 5] 주가하락 하락했지만, 개선되지 않는 일드갭



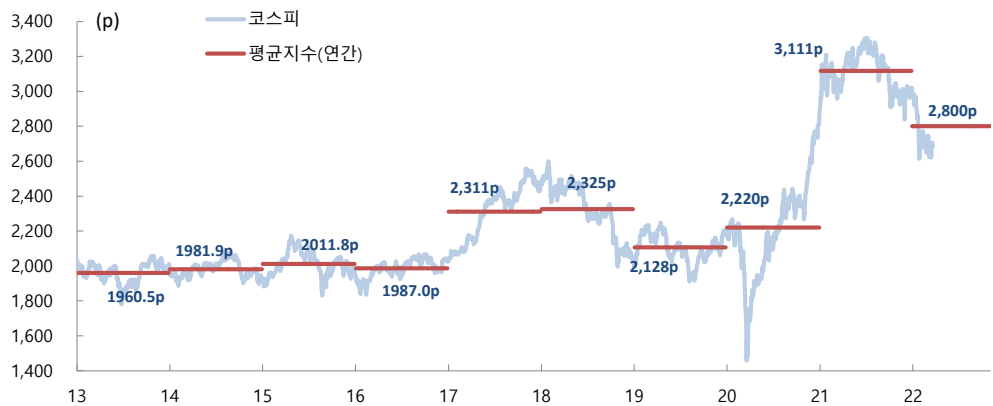
자료: 교보증권 리서치센터

현재 일드갭(주가 기대수익률과 무위험이자 수익률의 차)을 기준해서 보아도 코스피가 크게 후퇴했지만, 지난 연말과 비교해 저평가 매력을 부활시키지 못했다. 가장 큰 이유는 주식이 하락한 만큼 채권가격도 하락(채권 수익률 상승)이 진행되었다는 뜻이다. 만약 현재 경제상황이 악화되어 침체국면에 가까워 진다면, 주식시장은 경기침체 상황을 반영해 추가적인 가치반영(Devaluation)이 있을 수 있는데, 채권은 바닥을 다지고 투자의 대안이 될 수 있게 된다. 이런 위치에 있다 보니, 하락 변동성이 커지지 않는 한 주식투자에 관심을 돌리는 것이 쉽지 않다.

2022년 시장전망 수정

일드갭 모형에 적용된 2022년 금리 전망을 수정하면, 2022년 코스피 예상 밴드는 2,550p~3,050p로 계산된다. 3월말 기준 코스피 위치가 2,700p 근처에 있는 만큼, 낙관적인 시나리오를 수립한다고 해도 3,000p 탈환은 쉽지 않을 것이란 해석이 나온다. 그나마 위안을 삼을 수 있는 것은 1분기 중 코스피가 한 때 2,600p를 밀도는 상황을 겪었고, 이는 금리 상승과 모멘텀 둔화, 정책 불확실성을 충분히 반영시켰던 과정으로 볼 수 있어 추가적인 하락은 제한이 있을 것이란 생각을 할 수 있다.

[도표 6] 2022년 코스피 평균지수 수정(3,050p→2,800p)



자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

워낙 시장 변동성이 커지다 보니 급락하면 주식시장이 끝없이 추락할 것 같고, 시장 상황이 급변했던 만큼, 반등을 시도하면, 이전의 활황 분위기가 쉽게 되살아 날 것 같다는 생각을 할 수 있다. 하지만 조금은 냉정해질 필요가 있다. 지난해까지 주식시장은 풍부한 유동성을 바탕으로 투자의 ‘광풍’이 불었다고 해도 과언이 아니다. 코로나 발병 이전까지 주식투자 인구가 600만명이 채 되지 않았던 것과 비교하면, 어느새 주식투자 인구가 천만명을 넘어섰다는 것은 분명 투자 ‘문화’에 변화가 있었음을 뜻한다. 하지만 금리환경이 바뀌어 투자환경에도 분명한 차이가 있다는 점을 부정해서는 안된다. 새로운 상승국면에 진입하기 이전에 현재가치를 다시 평가하고, 미래가치를 생각하는 시간이 필요하다.

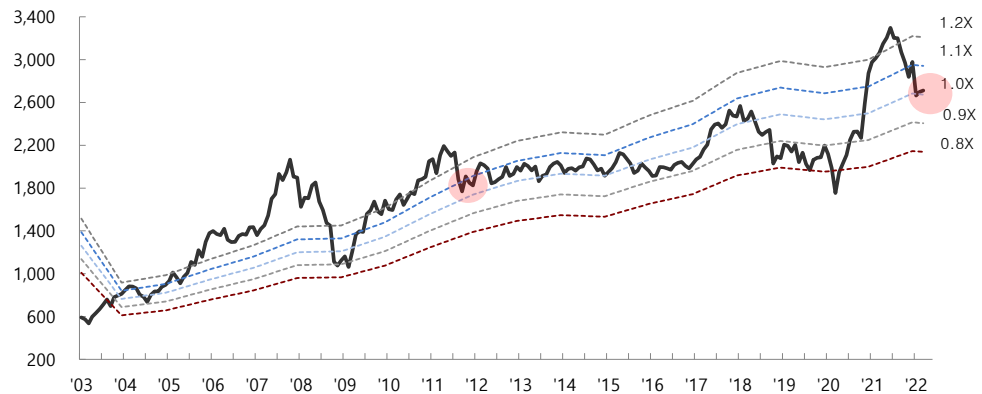
2022년 주식시장을 박스권 전망을 하며 필자가 강조했던 것 중에 하나는 평균지수 있다. 지난해 코스피 평균지수는 3,111p를 기록했고, 연간전망을 통해 필자는 약 3,050p 수준이 될 것으로 전망했다. 소폭 레벨다운을 예상했지만, 평균지수 변화와 가장 밀접한 수출 환경이 견고하고 지난해 만큼 증가하기는 어려워도 현 수준을 유지할 수 있을 것이란 믿음을 갖고 있기 때문에 평균지수가 3,000p 수준은 될 것으로 예상했다. 지난해 연말부터 올해 초까지 평균지수 3,000p를 주장하면, 필자에 대해 투자환경을 보수적으로 예상한다는 의견을 주었지만, 지금 상황에서는 과연 평균지수가 3,000p 근처라도 갈 수 있을까? 의문을 갖는 투자자가 대부분 일 것이다.

아직 한국수출이 역성장 할 수 있다는 신호는 없다. 생산비용이 급증한 문제는 있지만 과거에도 지금의 인플레이 상황과 유사한 사례가 있고, 그럴 때 마다 우리 기업은 어려운 상황을 극복해 냈다. 따라서 물가문제 만으로 수출이 감소할 것이란 시나리오는 옳지 않고, 평균지수의 변화를 주어야 할 필요도 없다.

그런데 인플레이션 외적 이유에 의한 교역량 감소 문제는 의식할 필요가 있다. 바로 러시아, 우크라이나 사태로 인해 러시아에 대한 경제 제재가 있고, 러시아와 중국의 연대 여부에 따라 서구권 국가들이 중국을 경제 제재 대상으로 삼는다면 2018년~2019년과 같은 2차 무역전쟁이 재발하게 될 것이다. 만약 이 같은 신호가 있다면, 글로벌 주식시장과 경제는 직격탄을 맞게 될 것으로 보인다.

물론 반대의 입장도 생각할 수 있다. 미국과 중국이 경계 상태를 서로 풀지 않고 있으나, 양국의 경제 상황을 생각하면 긴장상태를 더욱 높이기 보다 화해 시도가 있을 수도 있다. 지금의 높은 인플레이션 상황을 해결하기 위해서는 통화정책 만으로는 한계가 있다. 공급 부족에서 시작된 문제는 재화와 서비스의 대체재 공급을 확대해 시간을 버는 것도 필요하다. 따라서, 미국과 중국의 무역분쟁 완화가 협상카드로 다뤄진다면 세계경제의 펀더멘탈은 바뀐 것이 없으니 적정가치로 복귀하는 시도가 있을 수 있다.

[도표 7] 코스피와 PBR 밴드(12개월 예상이익 기준)



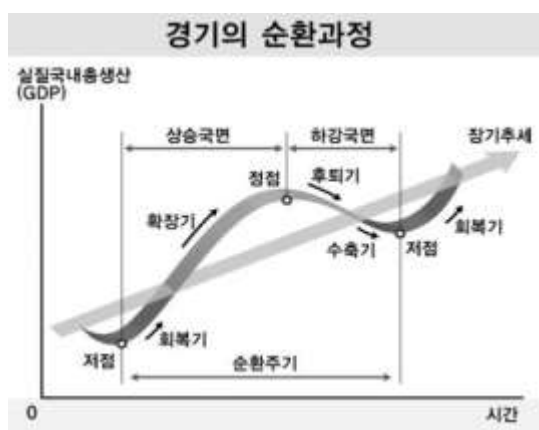
자료: 교보증권 리서치센터

미국과 중국의 패권전쟁은 단시간에 끝난다고 볼 수 없다. 우리는 그 변화의 시간선상에서 있을 뿐, 그 끝을 우리 세대에서 볼 가능성은 낮다고 생각된다. 현재 우리 주식시장은 적어도 저가인식을 일으킬 만한 위치에는 서 있다고 생각한다. 단지, 중요한 투자판단은 지금부터 투자가 새로운 시작을 뜻하는 것인지, 아니면 기존의 상승국면의 후반부에 해당되는지 구분을 하며, 대응하는 것이 필요하다. 필자는 이번 자료를 통해 현재의 투자자 위치를 파악하기 위해 고민을 했고, 그 결과 '에코 버블이 온다'는 타이틀을 뽑을 수 있었다. 우리는 새로운 출발선에 다가서기 보다, 아직은 마지막 결승점을 완주해야 하는 의무를 갖고 있다는 생각을 한다.

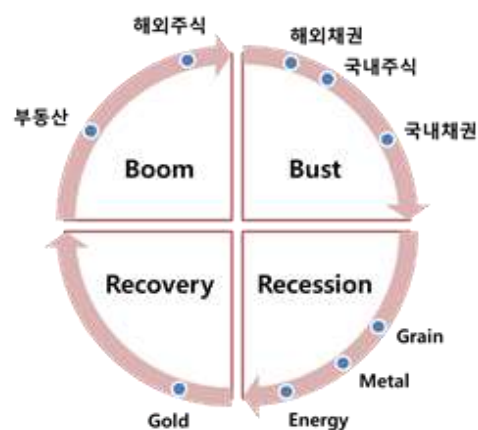
우리는 현재 어디에 서 있는 것일까? 코로나, 오미크론 확진자가 수십만명 나오는 것을 보면서 언제 나도 감염될 것인가 불안해 하면서도 한편으로는 이 또한 지나가리 생각하며 한편으로는 유럽, 미국 지역처럼 자가면역 시대로 진입해 마스크 없는 세상에서 살게 되지 않을까 기대를 한다. 투자는 어떤가? 미국 금리인상과 인플레이션이란 예방 주사를 강하게 맞았으니 이제 새로운 투자시대로 진입하지 않을까 기대를 한다.

하지만 필자는 글로벌 경제가 확장국면의 후반부에 위치해 있으며, 경기침체와 만나기 전에 유동성 효과의 잔상과 투자의 관성으로 인해 형성되는 에코버블(Echo Bubble)을 향한다고 생각한다. 일명 메아리 버블로 불리는 현재 상황은 경기하강 국면에 들어 섰지만, 시장경제에 공급된 유동성을 회수하는 과정에서 기존에 공급된 유동성의 크기가 워낙 커 투자가 계속되고, 이 과정에 또 한번의 버블이 형성되는 것을 말한다.

[도표 9] 주요 자산군 투자순환 위치(2021년 하반기 기준)



자료: 교보증권 리서치센터

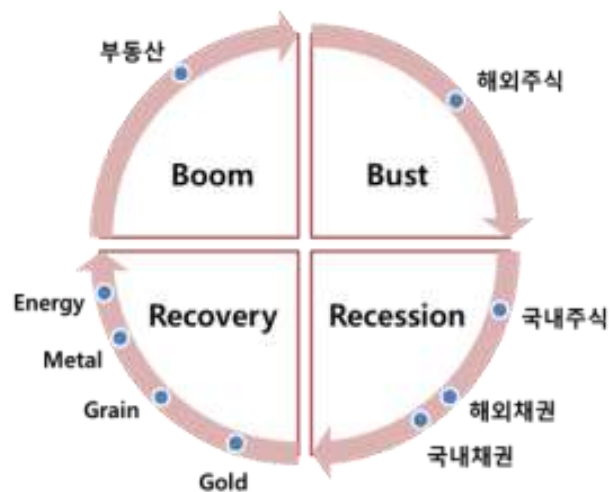


시야를 넓혀 보면 코로나 발병 이전부터 우리경제는 침체 위험이 컸다. 2018년부터 미중 무역전쟁으로 인해 한국수출은 역성장을 기록했고, 급기야 2019년 실질 성장률은 마이너스를 기록할 만큼 어려움을 겪었다. 이런 상황에서 코로나 감염 확산이 락다운과 섯다운을 일으켜 강력한 경기침체와 만났다. 글로벌 중앙은행은 신속하게 유동성을 투하했고, 정부도 재정부양을 통해 납세자의 경제적 피해를 줄여주는 노력을 했다. 시장경제에 공급된 유동성은 즉시 새로운 ‘성장’을 찾기 위해 이동을 시작했고, 미국 성장산업이 글로벌 지배력을 강화하며, 시장경제에 숨겨져 있던 무형자산의 가치를 ‘재평가’하는 노력이 제 2의 IT버블을 만들어 냈다. 물론 버블 형성이 나쁜 것만은 아니다. 시장경제에 공급된 유동성이 순환하지 못하고, 금융기관에 잠을 자는 일은 디플레이션 심리를 자극해 소극적인 투자와 만성적인 실업을 상승 등의 문제를 만들어 낼 수 있다. 우리는 침체에서 벗어나기 위해 무형자산에 대한 새로운 모습을 보기를 바랬다.

현재 상황을 되돌아 보자. 무형자산의 가치를 새롭게 평가하고, 잠재되어 있는 성장성과 확장성에 대해서는 아직 믿음을 보이고 있다. 우리 사회와 경제 시스템이 발전하기 위해서는 무형자산의 재평가를 통해 실질경제에 기여할 수 있도록 유도하는 것은 분명히 필요하다. 그런데, 우리가 서 있는 경제 및 투자계절이 바뀌어 간다는 점을 의식해야 한다. 더 이상 통화 및 재정정책이 투자를 촉진시키기 위해 우호적인 입장을 보이지 않고 있다. 오히려 물가위험을 제거하기 위해 시장경제에 공급된 유동성을 회수하고, 무분별하게 성장에 채찍질을 하던 산업과 기업을 조금씩 규제하려는 조짐이 나타나고 있다. 또한 인플레이션이 본격적으로 시작된 후 무형자산 보다 물가와 연계되는 ‘유형자산’을 다시 평가해야 하는 것은 아닌지 태세가 전환되었다.

[도표10]에 표시된 주요 자산별 투자위치는 지난 6개월 전 상황으로 볼 수 있다. 당시 채권은 침체에 가까워져 갔고, 주식은 정점을 통과하고 있었다. 투자 관점에서 소외되었던 것은 에너지, 상품 등 인플레이션과 관련된 대상들이었다. 그런데 이 투자자산이 시계가 빠르게 태엽이 감기며 투자위치가 바뀌게 된 것이다.

[도표 10] 주요 자산군 투자순환 위치(현재)



자료: 교보증권 리서치센터

우리가 서 있는 투자계절이 역금융장세로 정의된다면, 채권은 침체의 정점을 향하고 있으며, 주식도 큰 매력을 갖는다 볼 수 없다. 인플레이션과 연관된 투자자산은 일시적으로 주목 받게 될 가능성은 큰데 투자매력이 크다고 말하는 것은 어렵다. 만약 구조적인 경기침체 이유가 등장한다면, 즉각적으로 가격에 반영될 가능성이 크기 때문이다. 미국 연준은 2022년 1년 동은 쉽 없이 정책금리를 인상할 것이라 예고하고 있다. 당장은 채권 투자매력이 크다고 볼 수 없으나, 경제환경의 변화가 있다면 그 첫 번째 대상은 채권이 될 가능성이 크다. 그리고, 주식시장은 경기침체에 대한 과도한 가격반응을 경험하고 난 이후 2020년 1분기 때와 같은 또 한번의 투자기회가 발생할 것으로 보인다. 지금부터는 투자 대상의 범위를 좁히는 작업이 필요하다는 것을 시사한다.

경제심리선, 실물경제선을 활용한 투자판단

필자도 현재 경제 및 주식시장의 진단이 쉽지 않다. 직업상 시장과 거리를 둘 수 없고, 매일 변화하는 데이터, 숫자를 보고 있자면, 중장기 시각을 바꾸는 것이 더욱 어렵다. 지난 연말까지는 경기확장과 우리 주식시장의 재평가에 대해 강한 믿음을 가지고 있었다. 주가 수익률의 일시적 부진이 과대 해석되는 것은 잘못된 것이라 믿었다. 하지만, 1월 이후 미국 기술주의 급락과 그 빌미가 된 미국 연준의 정책행보, 이를 뒷받침 하는 물가상향을 종합할 때 현재 시장국면에 대한 새로운 정의가 필요하다고 느꼈다. 현재 시장국면의 정의를 쉽게 해석하기 위해 찾게 된 것이 경제심리선과 실물경제선이다.

주식시장은 경제 뿐만 아니라 사회, 문화, 정치, 외교까지 가까운 미래의 변화를 가장 먼저 반영하는 지표라고 생각된다. 예로부터 주식시장은 경제를 선행한다는 것도 틀리지 않았다. 사회와 경제에 대한 해석을 주가지수로 풀어가는 것은 조금 비약적인 측면이 있을 수 있지만, 필자는 주식시장의 12개월 이동평균선을 현재 투자환경과 경제심리를 반영하는 ‘경제심리선’으로 주장하려고 한다.

[도표 11] 코스피와 경제심리선(12개월 이동평균선) 추이



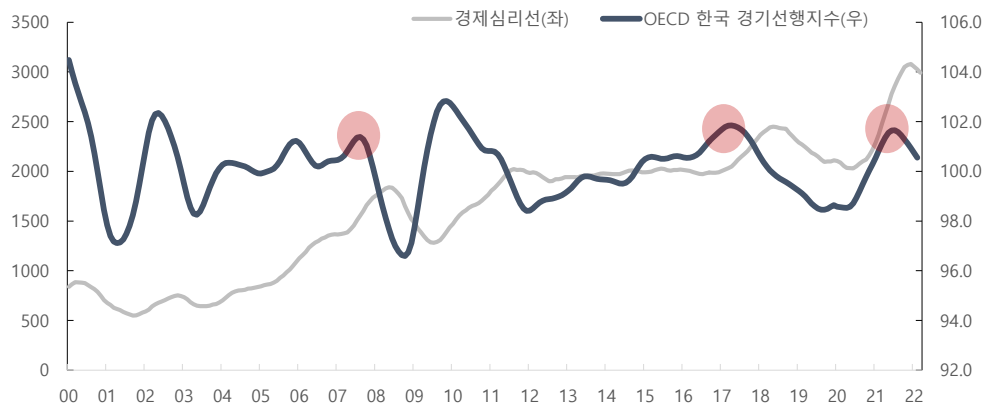
자료: 교보증권 리서치센터

지난 12개월 데이터를 사용해 단순평균화 한 숫자가 무슨 의미가 있느냐 할 수 있다. 우리가 흔히 이동평균선으로 불리는 것과 차이는 하나도 없다. 따라서, 이미 1년이 지난 데이터의 평균을 가지고 미래를 예측할 수 있는 근거는 찾는 것은 불가능에 가까울 것이다. 그런데 왜 12개월 이동평균선을 ‘경제심리선’이라 말하고 싶은 걸까?

필자도 기술적 분석에 사용되는 이동평균선에 의미를 크게 두지 않으려고도 했다. 그런데 이 데이터를 꼼꼼히 살펴보면 들었던 생각은 정보 비대칭성이 해소된 현대 금융시장은 한편으로는 가짜뉴스와 정확하지 않는 뉴스의 과대해석이 수시로 발생해 지나치게 변동폭이 크기 때문에 제거해야 할 데이터도 상당하다는 판단을 했다. 따라서 추세의 판단은 6개월 또는 12개월의 평균값이 보다 정확하다는 판단이 들었다.

경제심리선은 주식시장을 진단하는데 있어 동행성이 강한 지표로 생각된다. 경제심리선과 OECD 한국 경기선행지수를 비교하면, 경기둔화 및 경기회복에 앞서 약 6개월의 선행성을 갖는 것이 확인된다. 한국 경기선행지수는 지난해 8월 이후 하강곡선을 그리고 있으며, 경제심리선은 올해 1월을 기점으로 본격적인 하락이 시작되고 있다. 필자의 개인적인 느낌만 보아도 지난 연말까지 코스피 3천시대의 정착을 기대했던 믿음이 1월 이후 실종되었던 것을 보면 경제심리선의 효용이 있을 것이라 생각된다.

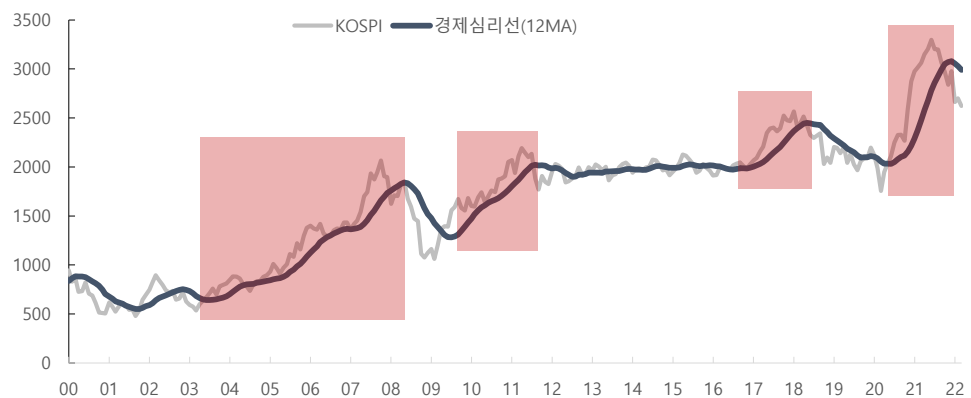
[도표 12] 경제심리선과 OECD 한국 경기선행지수



자료: 교보증권 리서치센터

경제심리선은 어떻게 활용해야 할까? 주식시장이 활황이 시기에는 상승추세에 대한 신뢰를 강화시키는 지표로 활용된다. [도표13]에서 표시된 것처럼 코스피가 경제심리선을 돌파하고 우상향을 그리기 시작한 이후로 상당기간 추세의 지지선이 되어 주었고, 상승추세의 가늠자 역할을 해 주었다. 코스피 3천시대가 보다 강력해지기 위해서는 지난해 10월 3,000p가 위협을 받을 때 절대적으로 방어가 되었어야 할 마지노선이었던 것이다. 현재는 이미 경제심리선을 밀돌아 시장참여자가 작은 악재에도 예민한 반응을 보이는 공황상태에 위치해 있다.

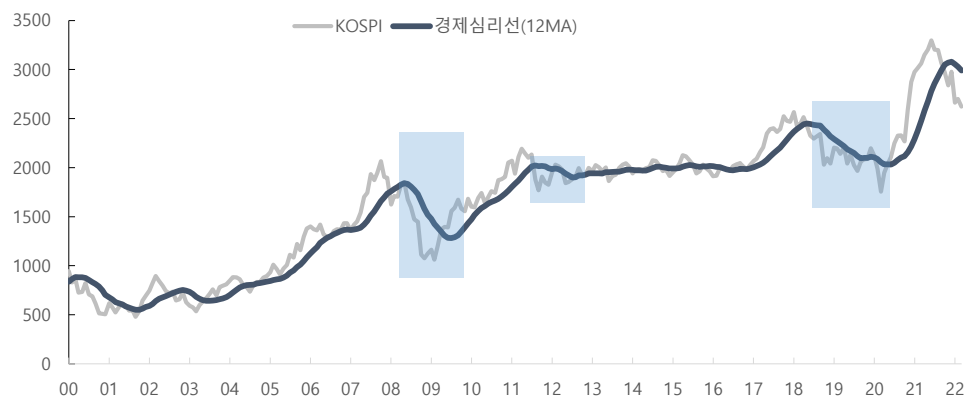
[도표 13] 코스피와 경제심리선



자료: 교보증권 리서치센터

상승추세의 가늠자 역할을 해주는 경제심리선을 주식시장을 하회하면 당나귀 등에 올려져 있던 솜이불이 물에 빠져 엄청나게 무거워지듯 강력한 저항선의 역할을 하게 된다. 주식 시장이 경제심리선을 처음 하회하는 상황에는 지금의 주가 급락이 일시적이란 표현을 전 부했을 것이다. 2008년 리먼 브러더스의 파산 가능성은 현실성 없는 얘기라고 했고, 2011년 미국 신용등급 강등은 오바마 정부의 길들이기라고 했으며, 2018년 트럼프 정부의 관세부과와 무역전쟁 시장은 인기를 끌려는 ‘Show’라고 했다. 이렇다 보니, 현재에도 우크라이나, 러시아 전쟁 시나리오가 어떤 변화를 줄 것인지, 중국은 어떤 대응을 할 것인지, 120불까지 상승한 국제유가는 얼마나 더 오르게 될 것인지, 정말 스테그플레이션은 오는 것이 아닌지 의식을 하지 않을 수 없다.

[도표 14] 코스피와 경제심리선



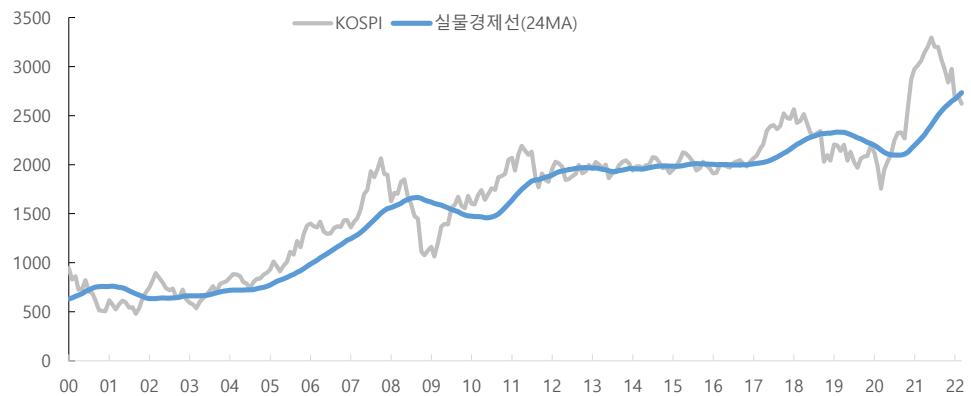
자료: 교보증권 리서치센터

무작정 비관적인 시나리오만 써보자는 뜻은 아니다. 그 만큼 투자심리가 약해져 있는 시간이란 뜻이고, 주식시장을 짓누른 잠재불안 요소가 제거되어도 기존 추세에 복귀하기까지 어려운 과정을 겪게 될 것이라는 것을 알리는 것이다. 유럽 지정학적 리스크가 해소되고, 유가가 안정되어 일시적인 투자심리 안정기를 보인다고 해도, 바뀌지 않는 것은 물가 상승 위험이 계속된다는 점, 이로 인해 정책금리 인상 및 정상화는 최소한 1년 이상 유지된다는 점이다. 이처럼 바뀐 환경에 따라 사회를 구성하는 경제주체는 상황이 바뀐 것에 적응하고 대응하기 시작할 것이다.

현재로써는 경제심리선 하락이 계속된다는 것을 참고해야 한다. 일정 수준 주가가 회복되었을 때 괜한 욕심이 더 큰 화를 불러올 수 있다. 2022년 연간전망에서 주장했던 ‘박스피 부활’의 가능성은 더욱 커진 것으로 볼 수 있다. 2011년~2016년의 코스피 2,000p를 기준으로 약 5년간 유지되었던 저주받은 시간이 당시와 비교해 주가수준은 상향되었지만, 지루함을 느끼게 될 가능성이 커졌다는 뜻이다. 과연 주식시장의 기대수익률이 축소되었을 때 지난 2년 동안 유입된 신규투자자 중 얼마가 남아 있게 될까?

경제심리선에 대한 분석을 통해서 ‘희망’보다 ‘절망’을 더 크게 느끼게 된다. 주식시장의 상승에 제약이 있고, 고점이 낮아진다는 것은 투자환경이 많이 불편하다는 뜻으로 해석할 수 있다. 그런데 실물경제는 어떤가? 경제심리는 일시적으로 바뀔 수 있다. 그런데 주식시장에 앞서 경제의 본질이 발전하느냐 후퇴하느냐는 다른 얘기로 보아야 한다. 과연 우리는 구조적인 침체와 만나게 될 것인가? 필자는 실물경제 진단을 위해 코스피 24개월(2년) 이동평균선을 실물경제선으로 정의한다.

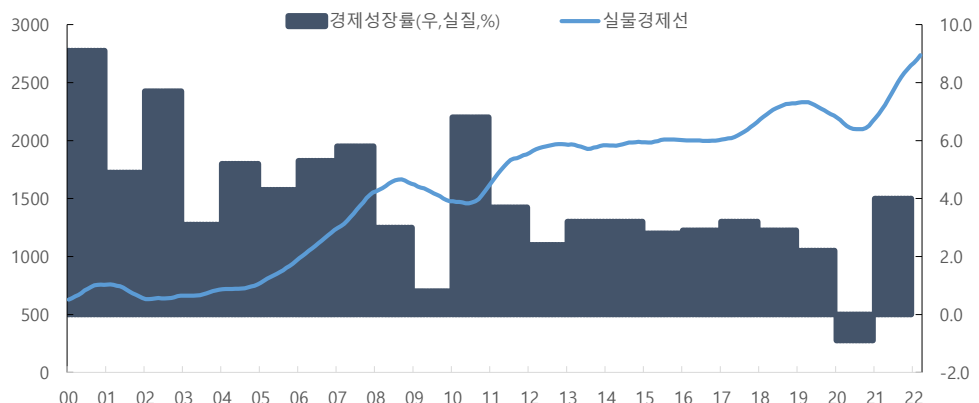
[도표 15] 한국 코스피와 실물경제선(24개월 이동평균선)



자료: 교보증권 리서치센터

주식시장은 경제를 선행한다. 경기회복 조짐이 보이면 기업은 투자활동을 강화하고, 생산 기반시설 확보와 근로자를 채용해 경기호황의 수혜를 입으려고 한다. 투자환경의 변화가 생기면 가계는 공격적인 투자로 자산을 불려 간다. 경제는 발전하고 후퇴는 그렇게 쉽게 발견되지 않는다. [도표16]을 보면 실물경제선이 우하향 했던 시간은 금융위기(2008~2009년), 무역전쟁(2018~2019년) 두 차례 뿐이다. 실물경제선과 한국 경제성장률을 비교해 봐도 확인이 된다. 현재 실물경제선을 본다면 지금은 경기확장국면이 진행 중이고 아직 침체 국면과는 거리를 두고 있음을 유추할 수 있다.

[도표 16] 실물경제선과 한국 경제성장률(실질, %)

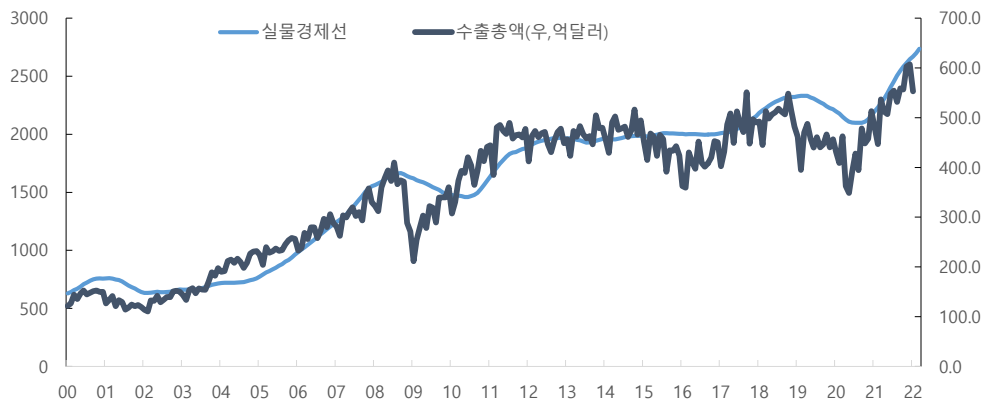


자료: 교보증권 리서치센터

필자는 여러 데이터를 살피면서 가장 놀라웠던 것은 실물경제선(코스피 24개월 이동평균선)과 한국 수출총액 추이가 거진 똑같이 그려진다는 것이 신기했다. 한국 수출이 역성장했던 것은 드문 경우고, 그 상황이 실물경제선에서 확인이 된다는 점이다. 우리는 여기에서 두 가지 힌트를 얻을 수 있다.

첫 째, 유럽 지정학적 리스크와 인플레이션, 미국 금리인상 등 불편하게 들리는 뉴스가 많지만, 한국 수출에 실질 변화를 주지 않는다면 실물경제선이 추세가 바뀔 위험은 적다는 것이다. 2008년과 2018년 코스피가 실물경제선을 하회하고 패닉셀이 발생한 것은 수출 감소가 실제 일어났기 때문이다. 그런데 현재 수출전선의 변화가 없다면? 국내증시가 추가적으로 하락하지 않고, 단기 저점을 형성할 수 있다는 시나리오를 그려볼 수 있다.

[도표 17] 실물경제선과 한국 수출총액(월별)



자료: 교보증권 리서치센터

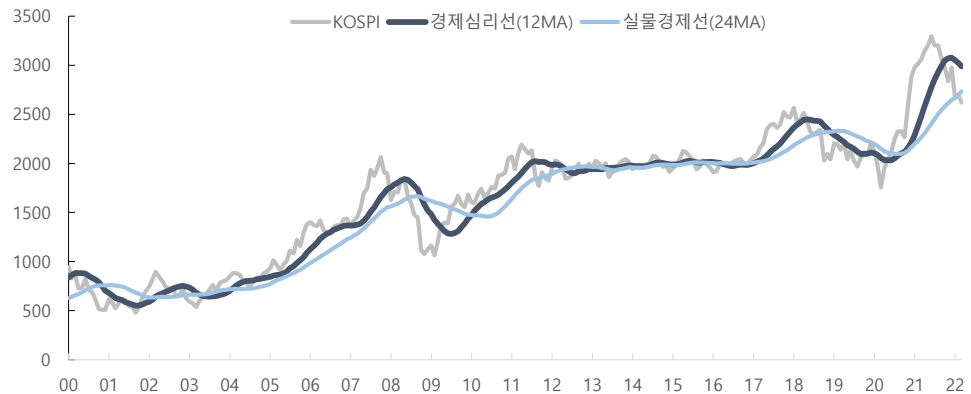
둘째는 정 반대의 생각이다. 결국 실물경제선이 꺾일 것이라고 가정한다면, 우리는 곧 수출 총액이 하락하는 것을 보게 될 것이라는 가정이다. 그렇다면 지금 현재 수출이 감소하게 될 이유는 무엇이 있을까? 먼저 공급망 이슈와 인플레이션 영향을 들 수 있다. 에너지와 원자재 가격 상승과 신흥국 통화가치 하락의 조합은 한국 수출기업의 생산비용을 급격히 높여 채산성을 낮추어 수출 총액을 감소시키는 영향을 주는 경우다.

또 다른 시나리오는 우크라이나, 러시아 전쟁 문제가 확전으로 이어지는 경우다. 만약 러시아와 중국의 협력 관계가 드러나고 서방세계의 경제제재 대상이 러시아를 넘어 중국을 향하게 된다면, 즉각적으로 글로벌 교역량은 급감하게 될 가능성이 크다. 많은 사람들은 3차 세계대전을 걱정하지만, 필자는 그 보다 확률적으로 2차 무역전쟁의 가능성이 더 크다고 느껴진다. 이 정 반대 시나리오도 가능하다. 만약 수출이 더욱 급증하는 경우인데, 이는 미국과 중국이 러시아 문제를 수습하며 경쟁관계에서 협력관계로 전환되는 상황이다. 미국도 인플레이션 문제를 빨리 제거하는데 중국의 도움이 필요하다고 느끼고 있을 것이다. 따라서, 러시아를 고립시키고, 자국의 이익을 위해 무역전쟁의 종전 시도가 있다면 가능할 수도 있다.

이제 경제심리선과 실물경제선의 조합을 통해 현재 투자시존의 위치를 가늠해 볼 수 있다.

먼저 경제심리선은 올해 1월을 기점으로 우하향 하는 추세로 전환되었다. 지난 하반기 코스피 하락을 단기 급등에 대한 숨고르기 정도로 이야기 해왔지만, 이제는 추세가 꺾였다는 것을 받아 들여야 한다. 대신 실물경제선은 우상향이 유지된다. 경제심리는 냉각되었지만, 실물경제의 확장 기조가 아직은 유지된다는 뜻이다. 그래서 현재 투자시존의 위치가 경기 확장국면에 후반부에 해당하는 위치에 있음을 주장하려 하고, 우리는 경제심리선이 실물경제선을 하회하는 시점에 구조적 경기침체의 확률이 높아진다는 것을 대비할 필요가 있다.

[도표 18] 코스피와 경제심리선, 그리고 실물경제선



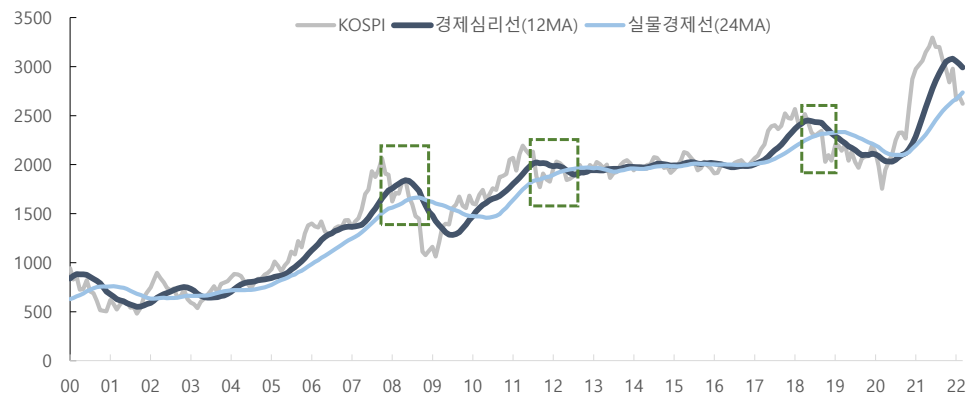
자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

3월말 기준 경제심리선은 2,990p에 위치해 있다. 그리고 실물경제선은 2,735p에 위치해 있다. 선형예측 함수를 사용하기 위해 표본의 기간설정을 어떻게 할지 정하는 것이 중요하겠지만, 경제심리선이 지난 12월 3,079p에서 빠르게 하강곡선을 보이는 것을 고려해 표본의 기간을 지난 6개월로 한정해 선형예측을 해보았다.

글로벌 경제환경과 주식시장의 변동성에 따라 오차가 있을 수 있겠지만, 현재 추세를 기준으로 선형예측을 한다면, 경제심리선이 실물경제선을 하회(데드크로스)하는 것은 2,930p 수준에서 2022년 10월 정도에 발생할 것으로 예상된다. 최근 추세상황이 지속된다는 전제를 한 것이고, 2~3분기 중 강력한 주가 회복이 있다면, 데드크로스 시점은 2023년 1분기 정도로 미뤄질 가능성도 없지 않다. 필자가 이 같은 예측모형을 점검하려 하는 것은 현재 주식시장의 투자위치가 리스크를 부담해야 할 만큼 기대수익이 높은 구간이라 볼 수 없기 때문이다.

일정 수준의 가격 복원이 있더라도 또 다른 경기저항 위험과 만날 가능성이 높고, 펀더멘탈 모멘텀 약화가 경제주체의 투자활동에 직접적인 변화를 일으킬 가능성이 크다고 생각한다. 그나마 실물경제가 받쳐주고 있는 점에서 순환적 투자기회를 최대한 활용하는 것이 현재 투자자의 의무라고 할 수 있다.

[도표 19] 에코(메아리) 버블이 오는 순간



자료: 교보증권 리서치센터

절대수익이 중요한 개인투자자라면 운용규모를 축소하는 것도 필요해 보인다. 가급적 레버리지 투자를 지양하고, 투자성도가 개인적인 재무환경에 영향을 주지 않는 수준에서 투자활동을 이어가는 것이 중요하다. 거시적인 침체 사유가 등장하는 것은 또 다른 투자 기회가 올 수 있다는 점이다. 일정 시간의 보수적 운용전략은 차후 공격적인 투자의 기반이 될 수 있다는 점을 생각해야 한다.

중, 장기 기관투자자는 위험자산의 전술적 조정과 안전자산의 전략적 비중확대 시기를 고민하는 것이 필요하다. 가까운 미래에 거시적인 침체 사유가 등장하는 것은 마음을 불편하게 하지만, 우량 채권을 중심으로 안정적 자금운용을 할 수 있는 기회가 가까워 진다는 점을 주목해야 한다. 또한, 지난 2년의 팬데믹 상황은 우리 사회와 경제의 변화를 가져왔다. 그 변화가 단순한 유동성 효과에 그치지 않고, 실질 경제활동의 시스템적 발전을 유도한 것이라면, 경기침체는 발전을 촉진시키는 Trigger가 될 수 있다고 생각해야 한다.

지난 2년의 시간 동안 성장의 기회가 있었다. 특정 경제주체는 충분한 성과를 얻었고, 그 기회를 상실한 주체도 분명 있을 것이다. 에코버블은 지난 2년의 시간을 놓친 이들을 위한 시간일 뿐이다. 성장의 과정에서 역차별을 당하고, 소외되었던 산업 및 아이템이 복구되는 과정에서 메아리 버블이 만들어 질 수 있다. 하지만 메아리는 음파가 반사될 수 있는 벽이 있을 때 들을 수 있을 텐데, 경기침체란 황량한 벌판에 경제가 위치하게 된다면 아무 것도 얻을 수 없는 위치에 서게 된다. 필자는 에코버블을 쫓으라는 주장이 아니라 경기 확장국면에 있어 여운을 최대한 느끼고, 다음 스테이지를 준비하는데 시간을 사용하라는 조언을 하고 싶다.

구조적 경기침체는 어떤 모습일까?

필자는 경기침체가 온다는 사실이 전혀 반갑지 않다. 이 글을 읽는 독자 및 투자자의 공포감을 자극해 주목 받고 싶은 마음도 없다. 단지, 투자에 있어 순환적으로 찾아오는 경기 수출 위험을 잘 견디면 그 위험의 극복 과정이 우리에게도 또 한번의 성공투자 여정이 될 것이기 때문이다. 앞선 챕터에서 다룬 에코버블의 유지되는 기간은 경기침체가 우리에게 오기까지 남은 시간을 뜻하는 것일 수 있다. 생각보다 빨리 올 수도, 아니면 조금 늦어질 지 모르지만 그 상황 자체는 없을 것이란 속단이 어찌면 더욱 허황된 분석일지 모른다.

지난 1월 필자가 작성했던 “경제는 퍼즐, 투자는 미로찾기”에서 미국 소비자물가와 정책 금리의 역전 시점이 경기침체 직전에 발생하는 장단기 금리 역전과 일치할 것이란 분석과 크게 다르지 않다. 우리에게도 아직 시간이 남아 있고, 세계경제를 불편하게 만드는 침체의 실체는 조금 더 시간이 지나 등장할 것으로 보인다.

[도표 20] 미국 소비자물가지수 변화율과 연준 정책금리



자료: 교보증권 리서치센터

경기침체의 모습은 우리가 전혀 모르던 것에서 있지 않을 것이다. 분명 우리와 가까운 곳에 특별히 의식하지 않은 상태에 있을 것이다. 하지만 현재의 거시여건이 지속되었을 때 펀더멘탈을 훼손시키거나 그 위험을 갖고 있는 요소로 ‘변질’되어 우리에게 찾아올 가능성이 크다. 더욱 중요한 것은 그런 침체 원인이 등장했을 때 우리가 버틸 수 있는 힘을 가지고 있는지가 중요하고, 그 체크를 통해 침체의 깊이와 강도, 시간 등이 결정될 것이다.

코로나 경기침체 이후에 찾아오는 침체는 무엇이 될까? 막연히 자산시장에 거품이 꺼 있다고 해서 가격이 몰락할 것이란 분석은 수 십년 동안 제기되어 왔던 ‘부동산 붕괴론’과 다를 바 없다는 생각이다. 우리에게 찾아 올 구조적 침체는 사회를 구성하는 경제주체의 기초체력을 진단해 준비가 덜 되어 있는 곳에서 시작될 가능성이 크고, 이 과정에서 경기 침체의 성격도 정해될 가능성이 크다.

사회를 구성하는 경제주체인 정부, 기업, 가계의 기초체력을 점검하는 것이 필요하다.

우리는 짧지 않은 시간 동안 코로나 질병이란 특수한 사안에 대응하고자 기존의 사회적 합의와 관계를 무시하고 상당한 시간을 보냈다. 코로나 경기침체 극복할 수 있게끔 도움을 얻은 것이 있다면, 그 도움에 대한 원래의 위치로 돌려놓기 위한 ‘보상’행위도 필요하다고 볼 수 있다. 글로벌 정부는 엄청난 재정부양을 일으켜 국가와 사회를 보호하기 위해 금전적 지원을 했다. 과연 이 재정은 축적된 자본을 활용한 것인가? 아니면 미래의 납세자, 즉 우리의 자녀세대의 금전적 부담을 미리 끌어다 쓴 것은 아닌가? 그 부담을 줄여주기 위해서는 보상행위가 있어야 하고, 이는 재정건전성에 대한 답을 찾아야 한다.

기업과 가계의 재정상황이 썩 좋다고만 할 수는 없을 것이다. 하지만 경제의 외형이 팽창하며 투자활동을 게을리 하지 않은 두 주체는 침체에 맞서 버틸 수 있는 힘을 길렀다고 생각한다. 만약 기업의 기초체력이 실체가 없던 것이라면 주식시장의 붕괴가 가장 먼저 찾아오게 될 것이다. 그리고 가계 재무상태가 강화된 것이 단순히 자산효과와 부채를 활용한 것 뿐 이라면, 부동산 시장의 위험이 커지게 될 것이다.

필자의 판단은 현재까지 기업과 가계의 문제 보다 글로벌 정부의 재정상황은 극도로 취약하고, 문제가 발생될 위험의 소지가 있다고 생각된다. 즉, 앞으로 직면하게 될 구조적 경기침체는 2011년 남유럽 국가로 시작되었던 재정위기와 성격이 비슷할 것으로 생각하고 있다.

에코버블 시대의 투자, “나눠드림-돌려받음”

과거 에코버블 상황의 특징은 무엇인가?

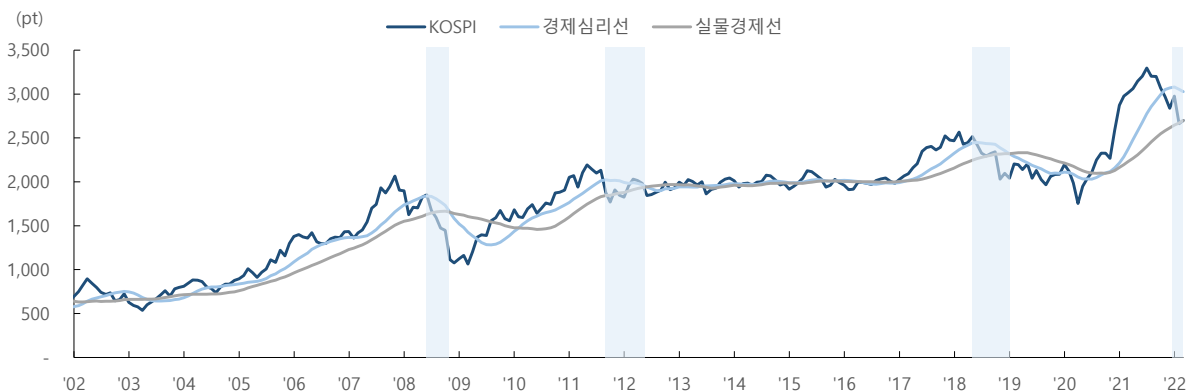
에코버블이란 경제심리선(12개월 이동평균선)의 상승세가 꺾인 후부터, 실물경제선(24개월 이동평균선과)이 만날 때까지 의미한다. 2000년 이후 에코버블은 1) 2008년 5월 ~ 2008년 10월, 2) 2011년 8월 ~ 2012년 5월, 3) 2018년 5월 ~ 2018년 12월 총 3구간 발생한다.

1구간은 서브프라임 모기지 부실로 발생한 글로벌 금융위기이다. 금리상승으로 인해 주택 담보대출의 연체율이 높아지고, 경기하락의 영향으로 집값이 폭락하자 서브프라임 모기지를 이용하여 만든 자산들이 망가졌다. 이러한 자산을 보유한 금융기관들이 연이어 무너졌다. 심지어 당시 대형 투자은행 리먼 브라더스가 파산하고, 미국 최대 주택보증기관인 패니메이와 프레디맥에는 정부의 공적자금까지 투입된 시기이다.

2구간은 PIIGS¹ 국가들의 방만한 재정지출로 발생한 유럽 재정위기이다. 2008년 글로벌 금융위기로 인해 경기 침체를 회복하기 위해 정부는 대규모 경기 부양책을 실시하였다. 그 결과 국가들의 재정적자는 심해져 그리스를 시작으로 아일랜드, 포르투갈에 이어 이탈리아와 스페인까지 위기가 찾아오게 되었다.

3구간은 미국 트럼프 정부의 중국 제품에 대해 고율의 관세를 부과하면서 시작된 미국과 중국의 무역분쟁이다. 무역전쟁은 2018년 12월 아르헨티나에서 열린 G20 정상회의에서 일시적으로 합의하기 전까지 상대국으로부터 오는 수입품에 대해 높은 관세를 부과하였다. 관세 부과로 인해 중국의 미국 수출이 감소하면, 한국의 중국 수출이 감소하기에 우리나라 주식시장 또한 영향을 받은 시기이다.

[도표 21] 에코버블 발생 구간



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

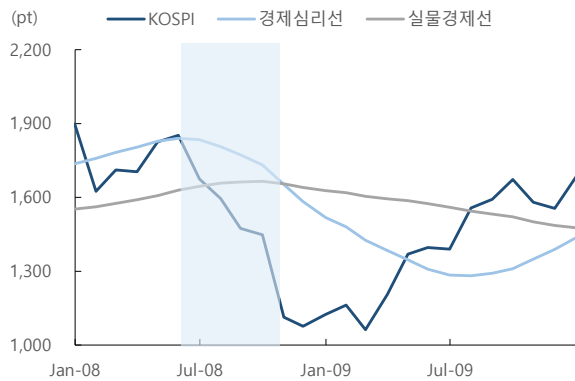
¹ PIIGS는 포르투갈(Portugal), 이탈리아(Italy), 그리스(Greece), 아일랜드(Ireland), 스페인(Spain)의 머리글자를 따서 붙인 이름으로, 2010년대 초부터 경제위기를 겪어온 유럽 4개 국가를 의미

에코버블 구간의 전략 : 포트폴리오를 압축하고, 바탐업 대응을 강화해야 한다

모든 에코버블 구간에서 KOSPI는 감소하는 모습을 보여준다. 1구간 -39.9%, 2구간 -1.9%, 3구간 -15.8% 감소한다. 글로벌 금융위기(1구간), 유럽 재정위기(2구간), 미·중 무역분쟁(3구간) MDD는 각각 -54.5%, -25.9%, -43.9%에 달한다.

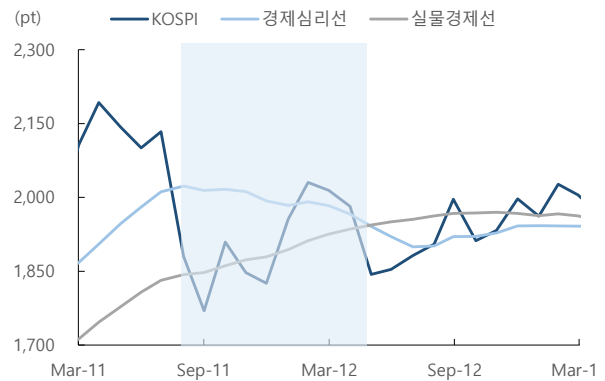
에코버블 구간에서 시가총액 상위 종목들의 수익률을 살펴보았다. 시가총액 1~100위 종목 중에서 구간별로 각각 2종목, 25종목, 22종목만이 양의 수익률을 보여준다. 지난 3번의 에코버블을 보았을 때, 현재 진행중인 4번째 에코버블에서도 지수 투자보단 종목 선택이 중요하다고 생각된다.

[도표 22] 에코버블 1 구간



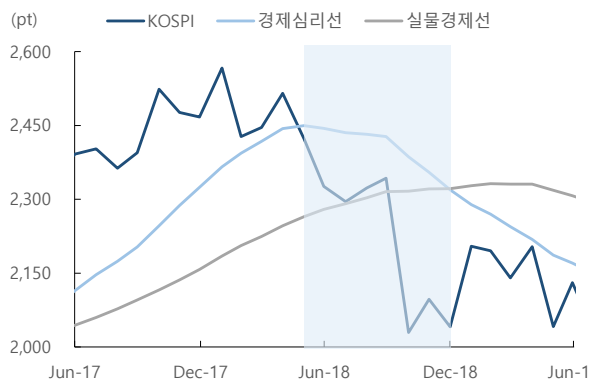
자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[도표 23] 에코버블 2 구간



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[도표 24] 에코버블 3 구간



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[도표 25] 에코버블 구간 수익률 상위 5 종목

순위	1구간	2구간	3구간
1	LG유플러스 (+2.1%)	오리온홀딩스 (+81.5%)	LG유플러스 (+50.9%)
2	SK텔레콤 (+0.7%)	삼성전자 (+62.8%)	엔씨소프트 (+32.2%)
3	-	삼성전기 (+51.1%)	DL (+22.0%)
4	-	한화에어로스페이스 (+27.6%)	SK텔레콤 (+21.4%)
5	-	LG생활건강 (+24.3%)	현대해상 (+20.6%)

자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

나눠-드림(Dream), 성장주를 구분해서 투자하자.

2019년 말 중국 우한에서 시작된 코로나 19는 점차 세계적으로 퍼져 나가기 시작했다. 2020년 1월 30일 세계보건기구(WHO)는 국제적 공중보건 비상사태를 선포하고, 3월 11일 홍콩독감(1968년), 신종플루(2009년)에 이은 3번째 팬데믹(Pandemic)을 선언한다.

팬데믹의 영향으로 전세계 증시가 폭락하였다. 결국 미국 연준(Fed)은 2020년 3월 FOMC에서 기준금리를 0~0.25%로 100bp를 인하하고, 7,000억 달러 규모의 자산매입 계획을 발표했다. 그 후 연준은 무제한 양적완화를 선언하고, 대대적인 부양정책을 실시한다.

풍부한 유동성에 힘입어 증시는 회복하고, 오히려 코로나19 이전 수준보다 높은 수준으로 올라가기 시작했다. S&P500, Nasdaq, KOSPI의 코로나 저점 이후 고점까지 상승률은 각각 +114%, 134%, 126%이며, 2019년 말 기준 고점까지 상승률은 +49%, 89%, 50%에 이를 정도로 엄청난 상승세를 보여줬다. 특히, 혁신기업에 투자하는 Ark Innovation ETF(ARKK)는 2019년 말보다 3배 이상 상승하는 모습까지 보여준다.

우려하던 인플레이션 압력이 점차 심해지기 시작하면서 미국이 금리 인하한지 2년이 지난 지금 FOMC에서 금리 인상을 시작했고, 대차대조표 축소 시기도 가시화되고 있다. 금리인상, 인플레이션, 임금 인상, 공급망 병목, 에너지 가격 상승 등 기업에 우호적이지 않은 상황이 지속되고 있다. 과연 성장에 대한 희망만을 가지고 투자하는 것을 옳을 것인가에 대해 생각을 해볼 시점이다.

2020년 이후 성장주 위주 ETF인 ARKK와 QQQ의 가격을 살펴보면 QQQ에 비해 ARKK의 조정이 큰 모습을 보여준다. ARKK 구성종목을 살펴보면 70% 이상이 주당순이익(EPS)가 음수인 적자 기업이다. 상위 15종목을 살펴보면, 텔라닥 헬스, 이그젝트 사이언시스, 유니티, 트윌리오, 스포티파이, 유아이패스, 인테리아 테라퓨틱스, 빔 테라퓨틱스 8종목이 적자 기업이다. 반면, QQQ 상위 15종목은 모두 EPS가 양수로 이익을 내고 있는 기업이 포함되어 있다.

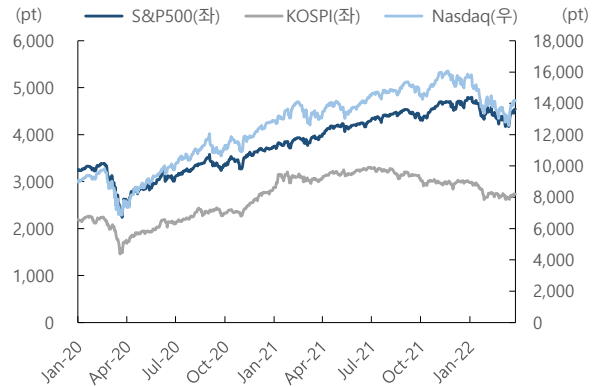
한창 유동성이 시장에 풍부한 시점에서는 기업의 꿈과 희망을 측정하는 PDR(Price to Dream Ratio)라는 단어가 나올 만큼 성장에 대한 희망으로도 투자자들의 관심을 이끌 수 있다. 하지만 지금처럼 통화정책이 정상화되면서 유동성이 줄어드는 상황에서는 ‘성장’을 꿈(Dream)꾸는 기업과 실현(Realize)시켜가는 기업을 나눠서 생각할 시점이라고 생각된다.

[도표 26] 과거 팬데믹 사례

구분	발원지	연도	전세계 사망자 수
홍콩 독감	홍콩	1968년	100만명(추정)
신종 플루	멕시코	2009년	1만 8,500명(추정)
코로나19	중국	2020년	약 615만명

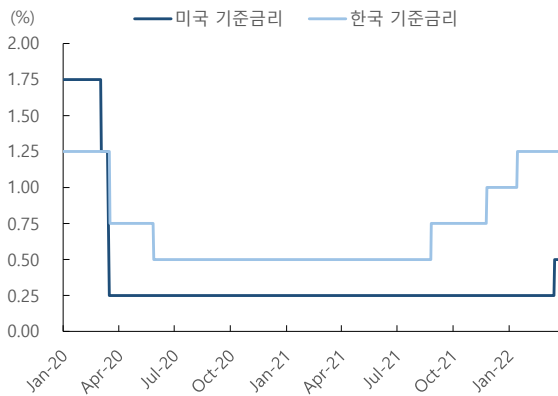
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 27] S&P500, KOSPI, Nasdaq 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 28] 미국과 한국 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 29] ARKK, QQQ ETF 가격 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 30] ARKK ETF 상위 15 종목 EPS

종목명	티커	섹터	보유비중(%)	EPS
테슬라	TSLA US Equity	자유 소비재	10.02	+5.60
로쿠	ROKU US Equity	통신	6.59	+1.83
텔라닥 헬스	TDOD US Equity	헬스케어	6.54	-2.73
줌	ZM US Equity	기술	6.22	+4.64
코인베이스	COIN US Equity	금융기관	6.21	+20.44
스퀘어	SQ US Equity	기술	5.66	+0.36
이그젝트 사이언시스	EXAS US Equity	헬스케어	4.82	-3.48
유니티	U US Equity	기술	4.72	-1.89
트윌리오	TWLO US Equity	기술	4.12	-5.45
스포티파이	SPOT US Equity	통신	3.99	-0.18
유아이패스	PATH US Equity	기술	3.85	-0.55
인텔리아 테라퓨틱스	NTLA US Equity	헬스케어	3.65	-3.78
크리스퍼 테라퓨틱스	CRSP US Equity	헬스케어	3.42	+4.97
빔 테라퓨틱스	BEAM US Equity	헬스케어	3.11	-5.77
쇼피파이	SHOP CN Equity	기술	2.78	+23.38

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 31] QQQ ETF 상위 15 종목 EPS

종목명	티커	섹터	보유비중(%)	EPS
애플	AAPL US Equity	기술	12.57	+5.67
마이크로소프트	MSFT US Equity	기술	10.04	+8.12
아마존닷컴	AMZN US Equity	자유 소비재	7.39	+65.96
테슬라	TSLA US Equity	자유 소비재	4.6	+5.60
엔비디아	NVDA US Equity	기술	4.29	+3.91
알파벳	GOOG US Equity	통신	3.94	+113.88
알파벳	GOOGL US Equity	통신	3.76	+113.88
메타 플랫폼스	FB US Equity	통신	3.38	+13.99
브로드컴	AVGO US Equity	기술	1.88	+15.70
코스트코 홀세일	COST US Equity	기본소비재	1.8	+11.30
펩시코	PEP US Equity	기본소비재	1.67	+5.51
시스코	CSCO US Equity	기술	1.67	+2.51
캠캐스트	CMCSA US Equity	통신	1.56	+3.09
인텔	INTC US Equity	기술	1.54	+4.89
어도비	ADBE US Equity	기술	1.49	+10.10

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

꿈은 이루어진다 = 현재는 아니다(메타버스, 블록체인)

메타버스에 관심이 늘어남에 따라 2021년 6월 Roundhill 자산운용사에서 최초의 메타버스 ETF(Roundhill Ball Metaverse ETF, METV) 상품을 출시하고, 페이스북은 사명을 메타(META)로 바꾸기까지 했다. 한국에서도 메타버스 광풍이 불며 국내 메타버스 ETF도 2021년 10월 12일을 시작으로 5개나 설정될 만큼 인기를 끌었다.

올해 메타버스 상황을 살펴보자. METV ETF의 구성 종목을 살펴보면 로블록스, 유니티, 스냅, 씨와 적자 기업들은 MDD 65%를 넘어가는 모습을 보이고, S&P500 대비 상대수익률도 좋지 못한 모습을 보인다. ETF 구성종목 중에서 S&P500보다 좋은 수익률을 보인 아마존과 애플을 살펴보면 두 종목 모두 EPS가 플러스인 모습을 보인다.

미래 먹거리 중 하나로 여기지는 블록체인 산업도 살펴보자. 지난 2021년 7월에 상장된 Global X Blockchain ETF(BKCH)을 살펴보면, 메타버스와 마찬가지로 적자 기업들은 S&P500 대비 상대 수익률이 좋지 못하고, MDD도 상당히 큰 모습을 보여준다. 상대수익률이 좋은 갤럭시 디지털, 카난 두 종목 모두 EPS가 플러스이다.

흑자 기업이라고 모두 상대 수익률이 좋은 것은 아니지만, 적어도 상대수익률이 좋은 기업은 흑자를 기록하는 모습을 보이고 있다. 물론 향후 메타버스와 블록체인 산업이 미래에 좋지 않다는 말은 아니다. 하지만 방향성이 맞고, 해당 산업이 유망하더라도 지금처럼 기업들에게 우호적이지 않은 환경에서는 어느 정도 실적이 가시화되어 주주들에게 나눠줄 수 있는 기업들에 투자하는 것이 좋을 것으로 예상된다.

[도표 32] Roundhill Ball Metaverse ETF 수익률 및 MDD

종목명	EPS	YTD(%)	상대수익률(%)	MDD(52W,%)	비중(%)
S&P500	-	-4.4	-	18.7	-
Roundhill Ball Metaverse ETF	-	-21.3	-16.9	40.1	-
ROBLOX Corp	-0.97	-54.4	-50.0	74.5	9.2
엔비디아	3.91	-5.8	-1.5	63.3	8.8
메타 플랫폼스	13.99	-34.1	-29.7	51.7	7.8
Unity Software Inc	-1.89	-34.3	-29.9	65.2	7.4
마이크로소프트	8.12	-9.5	-5.2	33.9	6.2
스냅	-0.31	-24.7	-20.4	70.8	5.4
씨	-3.84	-48.1	-43.7	77.2	4.5
아마존닷컴	65.96	-1.2	3.2	29.2	3.6
애플	5.67	-1.5	2.9	35.0	3.5
오토데스크	2.26	-24.6	-20.2	45.9	3.4

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 33] Global X Blockchain ETF 수익률 및 MDD

종목명	EPS	YTD(%)	상대수익률(%)	MDD(52W,%)	비중(%)
S&P500	-	-4.4	-	18.7	-
Global X Blockchain ETF	-	-18.4	-14.0	68.3	-
라이어트 블록체인	-0.08	-7.0	-2.7	79.0	13.4
Coinbase Global Inc	20.44	-26.0	-21.7	65.1	11.7
매러선 디지털 홀딩스	-0.36	-12.1	-7.7	78.0	10.7
Galaxy Digital Holdings Ltd	1.51	5.2	9.6	71.6	7.1
Canaan Inc	0.79	13.2	17.6	87.1	6.4
Hut 8 Mining Corp	-0.54	-26.0	-21.6	81.1	6.1
Northern Data AG	-7.38	-33.8	-29.4	71.6	5.9
Bitfarms Ltd/Canada	-0.19	-27.0	-22.6	69.6	4.8
Voyager Digital Ltd	-0.50	-50.3	-45.9	82.2	4.5
Hive Blockchain Technologies L	0.16	-21.3	-17.0	71.5	4.5

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

구체적인 꿈을 모아야 할 때(인터넷 플랫폼, IT하드웨어)

2021년 6월 구글, 아마존, 페이스북, 애플을 겨냥한 반독점법안이 미국에서 발의되면서 우리나라 인터넷 플랫폼 기업인 NAVER와 카카오에 대한 우려가 심화되었다. 이런 상황에서 2021년 9월 금융위원회는 금융 플랫폼에 대한 규제를 시작으로 부진한 주가 흐름을 보여주고 있다.

윤석열 당선인이 플랫폼 기업에 대해 민간 중심의 자율 규제 원칙을 강조하고, 임기 3년 내 디지털 플랫폼 정부를 만든다고 공약을 내걸었다. 그로 인해 플랫폼 기업들에 대한 규제 완화 기대감이 커지게 되었다. 규제 리스크가 어느 정도 완화된다면, 실적을 수반하는 인터넷 플랫폼 기업들에 관심을 가지는 것이 좋을 것으로 예상된다.

NAVER와 카카오는 영업이익이 매년 꾸준히 증가하고 있고, 2019년 ~ 2022년(3년) 영업이익 CAGR은 각각 22.1%, 63.8%에 달한다(2022년 영업이익은 컨센서스 기준). 당기순이익은 자회사의 영향으로 변동성이 다소 크긴 하지만 2020년 이후 꾸준히 흑자를 내고 있다.

IT하드웨어 업종 또한 실적이 수반되며 성장해가고 있다. 2020년 코로나19 발생했을 때 실적이 주춤했지만 2022년 컨센서스 기준 영업이익과 당기순이익 각각 3년 CAGR이 27%, 48%로 높은 수준을 기록했다.

IT하드웨어 종목들을 살펴보자. 업종 내 상위 종목인 삼성전자, LG이노텍, 일진머티리얼즈는 코로나 기간에도 영업이익과 당기순이익이 꾸준히 증가한다. 영업이익 3년 CAGR은 각각 +32%, +44%, +35%이며, 당기순이익 3년 CAGR은 +33%, +112%, +23%으로 엄청난 성장을 보이고 있다. 상위 종목뿐 아니라 코리아씨키트, 파크시스템스, 인텔리안테크 등 엄청난 성장을 보이고 있는 IT하드웨어 업종에 관심을 가져야 한다.

[도표 34] 윤석열 당선인 플랫폼 관련 공약

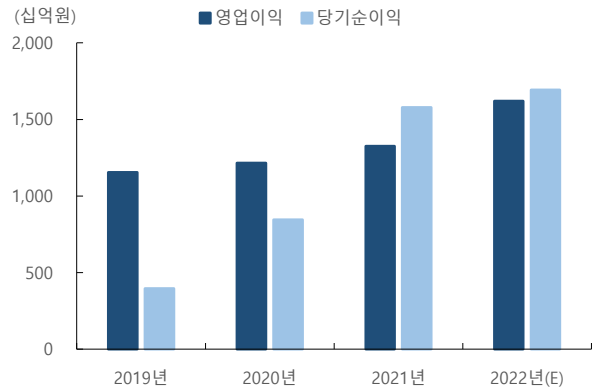
플랫폼 | 공정과 상생

공정과 상생이 확보되는 플랫폼경제

- **상생형 지역유통발전기금 도입 추진으로 온라인 플랫폼과 지역상권의 Win-Win 달성**
 - 온라인 유통의 발달에 따른 오프라인 지역상권의 개편 및 발전을 위해 온·오프라인 상생형 기금의 일정기간 자율출연을 유도하고 온라인 진입규제는 완화 및 유예 추진
 - 참여업체로 구성된 위원회는 해당 지자체와 협력하여 기금을 지역내 오프라인 상권 조성 및 활성화 사업지원, 배송기사 및 이용사업자 지원 등에 활용할 수 있도록 유도
- **플랫폼 자율규제 기구를 수립하여 플랫폼의 사회적 역할 증진 및 상생촉진**
 - 플랫폼의 다양성과 역동성을 감안하여 정부권 규제도입은 지양하되 주요 플랫폼 소비자 단체, 이용 소상공인 등 이해관계자들을 포함한 연합적 논의기구 및 자율규제 틀을 설립 추진
 - 민간 자율기구 또는 민간 자율기구 형태로 추진하고, 필요성 검토 위해 목표설정, 거버넌스 등 제도적 기반 마련 과정에는 정부가 적극 참여
- **플랫폼 내부 자율분쟁조정위원회 설치유도를 통해 이용사업자의 정당한 권리를 보호**
 - 플랫폼 스스로 이용사업자의 불만 및 분쟁을 공정하고 투명하게 처리할 수 있도록 자율분쟁조정위원회 설립 및 운영 유도

자료: 윤석열 공약위키, 교보증권 리서치센터

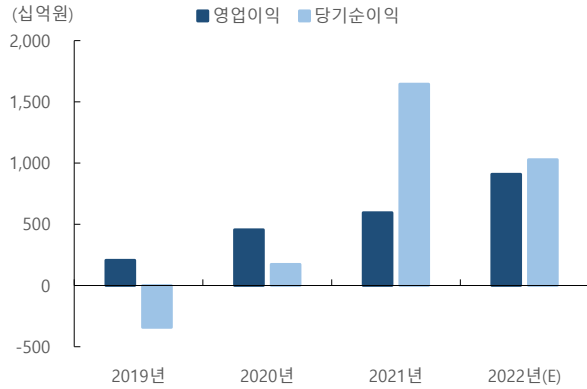
[도표 35] NAVER 영업이익 및 당기순이익 추이



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

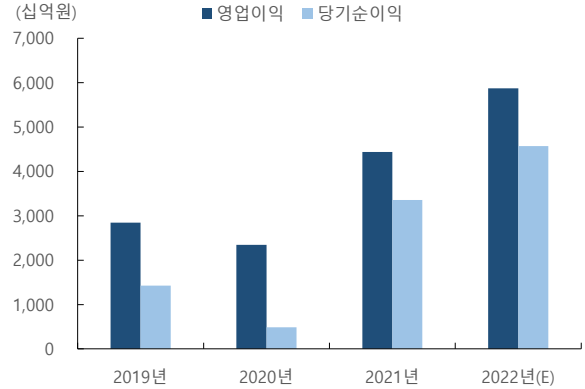
주: 2021년 라인-Z홀딩스 경영통합 관련 당기순이익 증가분 14.9조원 제외

[도표 36] 카카오 영업이익 및 당기순이익 추이



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[도표 37] IT 하드웨어 영업이익 및 당기순이익 추이



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[도표 38] IT 하드웨어 종목 밸류에이션 및 실적 추이

종목코드	종목명	WI업종(중분류)	시가총액 (단위: 십억원)	FY2022 Valuation (X)			영업이익 (단위: 십억원)				당기순이익 (단위: 십억원)			
				P/E	P/B	ROE	2019년	2020년	2021년	2022년(E)	2019년	2020년	2021년	2022년(E)
A009150	삼성전기	전자장비, 사무용전자제품	12,212	10.5	1.6	16.6	741	913	1487	1690	528	624	915	1243
A011070	LG이노텍	전자장비, 사무용전자제품	9,538	9.8	2.3	25.9	476	681	1264	1430	102	236	888	977
A020150	일진머티리얼즈	전자장비, 사무용전자제품	4,118	46.8	5.0	9.7	47	51	70	114	47	43	63	88
A098460	고영	전자장비, 사무용전자제품	1,304	30.3	4.3	14.9	33	16	41	51	30	9	40	43
A000670	영풍	핸드셋	1,264	5.7	0.3	6.2	84	47	-27	138	207	85	170	296
A248070	솔루엠	전자장비, 사무용전자제품	1,225	16.3	6.0	31.9	51	56	27	90	38	39	13	75
A140860	파크시스템스	전자장비, 사무용전자제품	913	34.1	10.2	-	8	15	18	30	9	10	7	27
A007810	코리아씨키트	전자장비, 사무용전자제품	809	8.7	1.8	23.5	14	13	85	159	2	-12	72	136
A090460	비에이치	전자장비, 사무용전자제품	798	8.4	1.5	21.4	63	34	71	116	57	26	82	95
A189300	인텔리안테크	통신장비	784	40.2	7.5	21.3	7	3	2	21	7	1	6	20
A218410	RFHIC	통신장비	764	26.0	2.6	10.4	18	-3	4	28	20	2	6	28
A089980	상아프론테크	전자장비, 사무용전자제품	684	43.5	3.8	9.5	15	7	12	20	12	2	9	16
A091120	이엠텍	핸드셋	645	11.9	2.1	20.3	-6	2	37	63	0	1	34	54
A049070	인탑스	핸드셋	644	7.1	1.0	15.9	71	65	87	133	60	55	80	121

자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

돌려-받음(Bottom), 탑다운 대응이 어려울 때 성공법으로..

에코버블 시기에 지수 투자보단 개별 종목을 선택하여 투자한다. 그렇다면 어떤 종목에 투자를 해야 할까? 다음 3가지 기준을 가지고 종목 스크리닝을 시행해보았다.

1) 우상향 실적

: 주가는 기업이익의 함수이다. 어떤 경제상황이 닥쳐도 기업이익 증가가 꾸준한 기업은 투자자의 사랑을 받을 수 밖에 없다. 특히, 2년 동안 이어진 코로나 경기침체에도 흔들리지 않았던 기업이라면, 다음에 발생할 수 있는 침체위험에도 견딜 가능성이 크다.

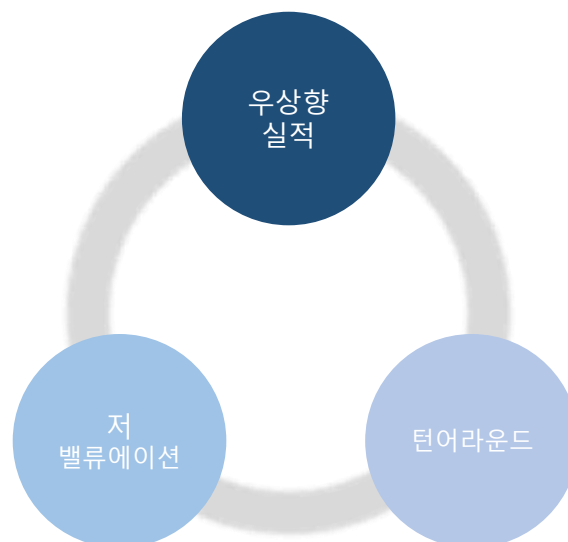
2) 저 밸류에이션(P/B)

: 투자환경은 달라졌다. 금리와 물가는 오르고, 수익성인 약해져 간다. 성장의 거품에 가려져 정확히 대우 받지 못하던 전통의 강자를 재평가 할 시점이다.

3) 턴어라운드

: 모멘텀의 둔화되는 국면에 반대로 강한 기업은 주목 받게 된다. 특히, 팬데믹 영향으로 잃어버린 2년을 보상받아야 할 기업이라면 더욱 그럴 것이다.

[도표 39] 돌려-받음(Bottom) 순환전략의 3 가지 기준



자료: 교보증권 리서치센터

돌려 받음 - (1) 우상향 실적

지정학적 위험, 인플레이션 압력 심화 등 기업에게 우호적이지 않은 매크로 환경이 지속되고 있다. 당분간 리시아에 대한 제재는 추가될 것이고, 인플레이션 압력도 유지될 것으로 예상된다. 불확실성이 혼재되어 있는 시장에서 결국은 주가의 본질인 펀더멘탈을 봐야 한다.

지난 3년 동안 불안정한 상황에도 불구하고 꾸준히 성장하는 기업을 뽑아보았다. 1) 코로나19에도 불구하고 2020년, 2021년 흑자 기록, 2) 매출액, 영업이익, 당기순이익의 꾸준한 성장, 3) 시가총액 5,000억 원 이상으로 종목 스크리닝하면 삼성전자, 한솔케미칼, 만도, 농심, 현대백화점, 하나머티리얼즈, 골프존, 파마리서치, 원익QnC, 송원산업 추출되었다.

[도표 40] 꾸준한 실적 종목 - 시가총액 및 밸류에이션

종목명	업종	시가총액 (단위: 억원)	P/E		P/B		ROE	
			TTM	12MF	TTM	12MF	TTM	12MF
삼성전기	IT하드웨어	122,871	14.3	10.6	2.2	1.6	14.3	16.6
한솔케미칼	화학	25,788	17.4	15.0	4.9	3.0	23.9	22.5
만도	자동차	21,342	12.8	10.4	1.5	1.1	9.3	10.3
농심	필수소비재	18,157	18.2	14.9	0.8	0.8	4.7	5.6
현대백화점	소매(유통)	17,435	9.2	7.6	0.4	0.4	4.4	5.1
하나머티리얼즈	반도체	10,094	15.1	11.9	4.8	3.1	30.0	29.2
골프존	소프트웨어	9,388	12.3	9.3	3.8	2.6	29.8	30.7
파마리서치	건강관리	9,303	19.9	16.8	2.7	2.7	17.0	17.1
원익QnC	반도체	6,835	11.4	9.4	-	1.9	-	22.0
송원산업	화학	5,148	7.1	4.8	1.0	-	14.4	-

자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 41] 꾸준한 실적 종목 - 매출액, 영업이익, 당기순이익 추이

종목명	구분	매출액					영업이익					당기순이익				
		2019년	2020년	2021년	2022년(E)	CAGR	2019년	2020년	2021년	2022년(E)	CAGR	2019년	2020년	2021년	2022년(E)	CAGR
삼성전기	금액(억원)	77,183	77,533	96,750	103,997		7,409	9,127	14,869	16,898		5,280	6,238	9,154	12,433	
	증가율(YoY)		0%	25%	7%	10%		23%	63%	14%	32%		18%	47%	36%	33%
한솔케미칼	금액(억원)	5,443	6,193	7,687	9,090		1,112	1,519	1,977	2,250		910	1,301	1,587	1,805	
	YoY		14%	24%	18%	19%		37%	30%	14%	26%		43%	22%	14%	26%
만도	금액(억원)	59,819	55,635	61,474	68,931		2,186	887	2,323	3,008		1,182	139	1,786	2,193	
	YoY		-7%	10%	12%	5%		-59%	162%	29%	11%		-88%	1189%	23%	23%
농심	금액(억원)	23,439	26,398	26,630	28,379		788	1,603	1,061	1,335		711	1,490	996	1,228	
	YoY		13%	1%	7%	7%		103%	-34%	26%	19%		110%	-33%	23%	20%
현대백화점	금액(억원)	21,990	22,732	35,724	39,427		2,922	1,359	2,644	3,428		2,430	1,051	2,334	2,795	
	YoY		3%	57%	10%	21%		-54%	95%	30%	5%		-57%	122%	20%	5%
하나머티리얼즈	금액(억원)	1,548	2,007	2,711	3,485		409	531	823	1,083		277	381	667	852	
	YoY		30%	35%	29%	31%		30%	55%	32%	38%		38%	75%	28%	45%
골프존	금액(억원)	2,470	2,985	4,403	5,016		323	516	1,077	1,355		162	375	764	995	
	YoY		21%	47%	14%	27%		60%	109%	26%	61%		131%	104%	30%	83%
파마리서치	금액(억원)	839	1,087	1,541	1,821		191	334	525	668		149	325	468	562	
	YoY		30%	42%	18%	29%		75%	57%	27%	52%		119%	44%	20%	56%
원익QnC	금액(억원)	2,631	5,256	6,241	6,909		274	412	868	1,057		36	155	641	737	
	YoY		100%	19%	11%	38%		51%	110%	22%	57%		324%	315%	15%	172%
송원산업	금액(억원)	8,143	8,078	9,982	11,914		593	680	1,057	1,493		350	284	712	1,082	
	YoY		-1%	24%	19%	14%		15%	55%	41%	36%		-19%	151%	52%	46%

자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

돌려 받음 - (2) 저 밸류에이션(P/B)

올해 초 조금씩 들어왔던 외국인 수급이 2월 말 러시아-우크라이나 전쟁 전후를 시작으로 다시 매도 우위를 보이고 있다. 당분간 지정학적 리스크, 인플레이션 압력의 지속으로 외국인들의 자금이 한국 증시로 돌아오기까진 시간이 걸릴 것으로 예상된다. 이런 수급 상황에서 하방 리스크가 상대적으로 낮은 저평가 종목을 뽑아보았다.

절대적으로 밸류에이션이 싼 종목이 아닌, 역사적 밸류에이션 대비 현재 밸류에이션이 낮으며 수익성이 좋은 종목들을 추출해보았다. 스크리닝 기준은 1) 과거 3년 평균 P/B와 현재 P/B 괴리율이 80% 이하, 2) ROE 15% 이상, 3) 시가총액 5,000억원 이상으로 시행하였다(forward 데이터가 없을 경우 trailing 데이터 사용). 추출 종목은 F&F홀딩스, 휠라홀딩스, LG생활건강, 코웨이, 엔씨소프트, 효성티앤씨, 고영, NHN사이버결제, 코웰패션, 코스맥스 등이 추출되었다.

[도표 42] 저 밸류에이션 종목

종목코드	종목명	W126업종명(대)	시가총액 (단위: 억원)	P/B (X, %)			ROE (%)
				3년 평균	현재	괴리율	
A007700	F&F홀딩스	화장품,의류,완구	10,815	2.3	0.5	23	154
A081660	휠라홀딩스	화장품,의류,완구	18,955	2.2	0.7	32	16
A051900	LG생활건강	화장품,의류,완구	135,410	4.9	2.3	47	15
A021240	코웨이	화장품,의류,완구	49,815	4.1	2.0	50	23
A036570	엔씨소프트	소프트웨어	101,757	4.6	2.4	53	18
A298020	효성티앤씨	화장품,의류,완구	19,453	1.4	0.8	55	34
A098460	고영	IT하드웨어	13,044	7.2	4.2	58	15
A060250	NHN한국사이버결제	소프트웨어	9,202	7.0	4.2	60	22
A033290	코웰패션	화장품,의류,완구	6,965	1.9	1.2	60	22
A192820	코스맥스	화장품,의류,완구	9,341	2.9	1.9	64	18
A011200	HMM	운송	147,690	1.3	0.8	65	50
A005690	파미셀	화학	6,865	14.7	10.3	70	16
A240810	원익IPS	반도체	18,897	2.5	1.8	71	19
A013890	지누스	건설,건축관련	11,329	3.0	2.1	72	21
A003230	삼양식품	필수소비재	7,081	2.0	1.5	75	15
A282330	BGF리테일	소매(유통)	31,284	4.2	3.2	76	20
A011780	금호석유	화학	47,262	1.0	0.7	77	21
A090460	비에이치	IT하드웨어	7,979	1.8	1.4	79	21

자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

주: 괴리율 = (현재 P/B) / (3년 평균 P/B)

돌려 받음 - (3) 턴어라운드

마지막으로 코로나19 팬데믹 기간 동안 적자를 냈던 기업 들 중에서 향후 2022년 실적 이 턴어라운드될 것으로 기대되는 종목을 뽑아 보았다. 스크리닝 기준은 1) 2020~2021년 당기순이익 적자 존재, 2) 2022년 당기순이익 컨센서스 존재, 3) 2022년 당기순이익 컨센서스가 2019년과 유의미한 수준으로 도달, 4) 시가총액 5,000억 원 이상으로 시행하였다. 추출 종목은 한국조선해양, 강원랜드, 현대중공업지주, 호텔신라, 현대미포조선, 다원시스, 코스맥스, 화승엔터프라이즈, 네패스로 향후 기업 실적 트래킹하면 좋을 것으로 예상된다.

[도표 43] 턴어라운드 기대 종목

종목코드	종목명	업종	시가총액 (단위: 십억원)	당기순이익(단위: 십억원)				
				2018년	2019년	2020년	2021년	2022년(E)
A009540	한국조선해양	조선	64,050	-4,536	2,131	-8,352	-11,412	1,210
A035250	강원랜드	호텔,레저서비스	58,513	2,972	3,347	-2,759	-106	2,599
A267250	현대중공업지주	에너지	42,498	2,840	1,153	-7,897	1,860	10,840
A008770	호텔신라	호텔,레저서비스	31,202	1,103	1,694	-2,833	271	840
A010620	현대미포조선	조선	31,195	1,207	612	-123	-1,601	647
A068240	다원시스	IT하드웨어	9,774	60	42	147	-183	243
A192820	코스맥스	화장품,의류,완구	9,341	211	183	-291	344	716
A241590	화승엔터프라이즈	화장품,의류,완구	9,239	171	652	415	-68	666
A033640	네패스	반도체	6,837	229	311	-627	-292	350

자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

자산배분전략

자산배분의 기본원칙

- 1) 장기적으로 우상향하는 자산을 선택해라
- 2) 기대수익률과 변동성을 고려한 자산을 선택해라
- 3) 상관관계가 낮은 자산을 선택해라

많은 기준들이 있지만 기본적으로 위의 3가지 원칙을 충족하는 자산을 선별하여 시장상황에 맞춰 최적의 조합을 찾아내는 것이 자산배분의 목표이다.

주식과 채권, 대체투자로 선정된 크게 3가지의 자산군을 설정하고 그 아래 세분화된 기초 자산들을 설정하였다. 설정된 자산은 위험단계와 코스피 지수를 기준으로 각 자산군의 상관관계를 3단계로 분할하여 정리하였다.

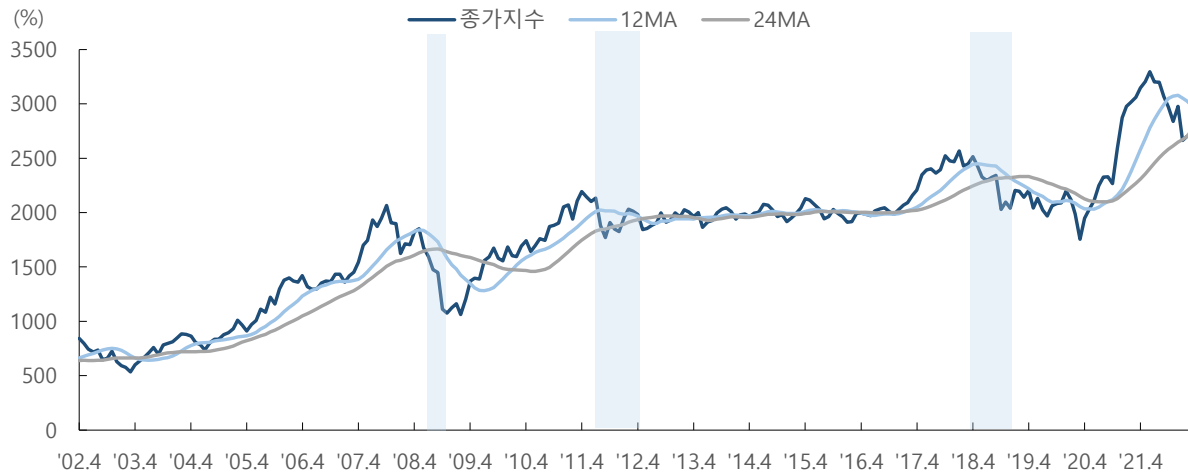
[도표 44] 기초자산군의 설정

자산군	자산	위험	상관성(코스피 대비)
주식	국내주식	중	x
	선진국주식	중	고
	신흥국주식	고	고
채권	선진국국채	저	저
	국내채권	저	저
	글로벌 IG	중	중
	신흥국채권	고	고
	하이일드	고	고
대체투자	헤지펀드	중	중
	사모	고	고
	리츠, 인프라	중	중
	원자재	중	중

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

에코버블(Eco Bubble)시기의 자산배분

[도표 45] 에코버블이 발생했던 3 구간(하늘색 음영)



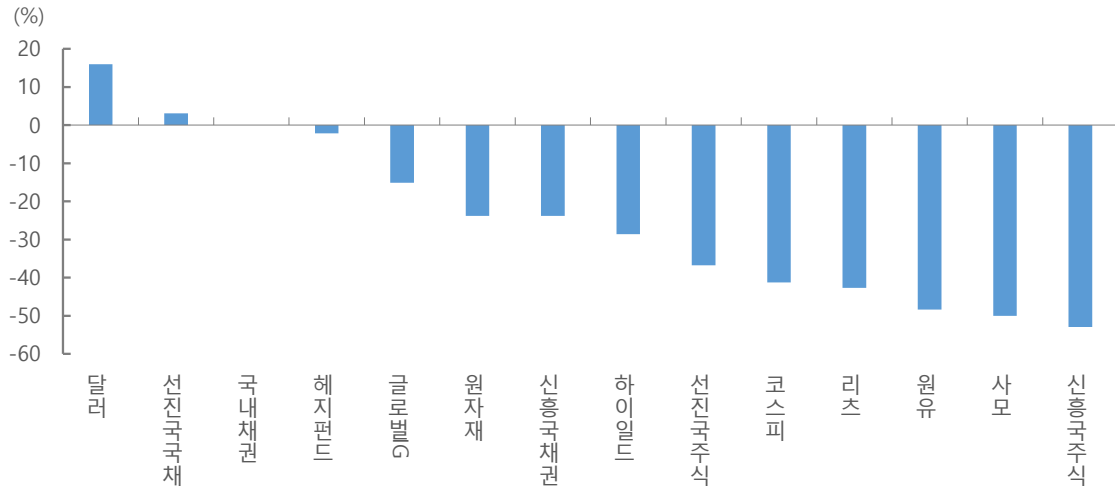
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

경기선(12M 이평선)이 고점을 찍고 하락하여 경제선(24M 이평선)과 데드크로스 했을 때 구간을 분석해보았다. 세 번의 구간은 2000년대 이후 1)2008년 5월 ~ 10월, 2)2011년 8월 ~ 2012년 5월, 3)2018년5월 ~ 2018년 12월까지 총 3번 존재한다. 현재는 에코버블의 초입 부라고 볼 수 있다.

선별한 기초자산을 바탕으로 과거의 에코버블로 우려되는 비슷한 시기에서 주요자산들의 수익률과 상관관계를 분석했다. 그리고 현재와 차이점을 고려하여 가장 유망할 것으로 예상되는 자산을 선별하고 적절한 조합을 생각해보았다.

[구간 1]: 2008년 5월 ~ 10월 : 서브프라임모기지 사태

[도표 46] 구간 1 동안의 주요 자산들의 누적 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 47] 구간 1 동안의 주요 자산들의 상관관계

	코스피	선진국주식	신흥국주식	선진국국채	글로벌IG	신흥국채권	하이일드	헤지펀드	사모	리츠	원자재	원유	달러
코스피	1.00	0.70	0.88	-0.24	0.45	0.85	0.65	0.05	0.62	0.72	0.53	0.47	-0.60
선진국주식	0.70	1.00	0.87	-0.27	0.53	0.86	0.86	0.26	0.94	0.61	0.68	0.56	-0.65
신흥국주식	0.88	0.87	1.00	-0.22	0.62	0.92	0.80	0.18	0.78	0.71	0.67	0.64	-0.73
선진국국채	-0.24	-0.27	-0.22	1.00	0.27	-0.18	-0.15	-0.47	-0.24	-0.41	-0.23	-0.08	0.33
글로벌IG	0.45	0.53	0.62	0.27	1.00	0.61	0.69	0.26	0.50	0.37	0.72	0.68	-0.62
신흥국채권	0.85	0.86	0.92	-0.18	0.61	1.00	0.85	0.06	0.79	0.70	0.71	0.57	-0.63
하이일드	0.65	0.86	0.80	-0.15	0.69	0.85	1.00	0.30	0.83	0.73	0.74	0.62	-0.54
헤지펀드	0.05	0.26	0.18	-0.47	0.26	0.06	0.30	1.00	0.27	0.40	0.28	0.28	-0.41
사모	0.62	0.94	0.78	-0.24	0.50	0.79	0.83	0.27	1.00	0.62	0.63	0.50	-0.67
리츠	0.72	0.61	0.71	-0.41	0.37	0.70	0.73	0.40	0.62	1.00	0.48	0.45	-0.51
원자재	0.53	0.68	0.67	-0.23	0.72	0.71	0.74	0.28	0.63	0.48	1.00	0.78	-0.72
원유	0.47	0.56	0.64	-0.08	0.68	0.57	0.62	0.28	0.50	0.45	0.78	1.00	-0.71
달러	-0.60	-0.65	-0.73	0.33	-0.62	-0.63	-0.54	-0.41	-0.67	-0.51	-0.72	-0.71	1.00

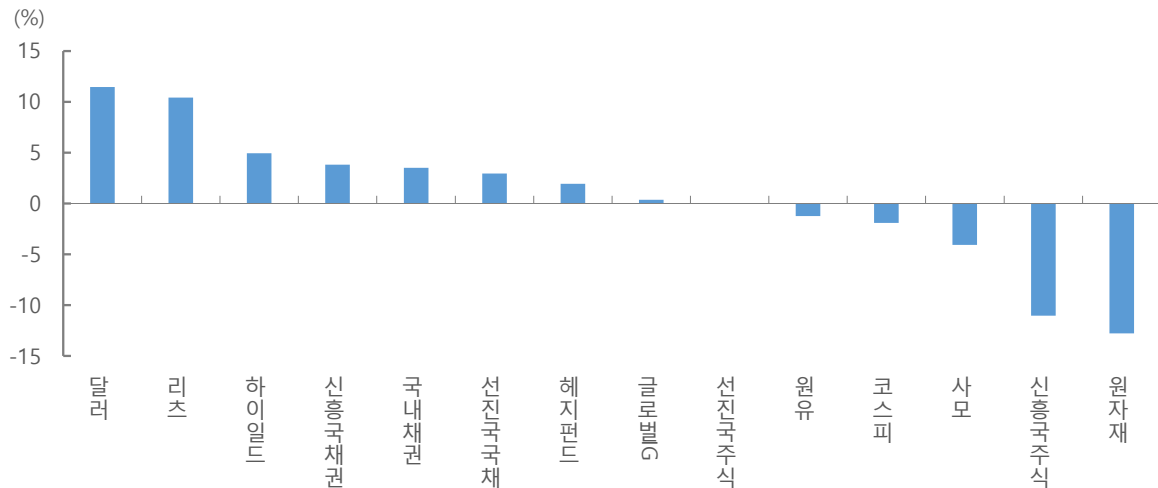
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[구간 1]에서는 서브프라임 모기지 사태로 유발된 금융위기로 인해 대부분의 글로벌 주요자산들이 약세를 보였고 그 하락폭도 매우 컸다. 코스피도 경기선(12M 이평선)이 고점을 찍은 이후 경제선(24M 이평선)을 데드크로스 하기까지는 5개월 밖에 걸리지 않았다.

기초자산들 중 달러와 선진국국채를 제외하고는 대부분의 자산들이 약세를 보였다. 금융위기 극복을 위한 경기부양책이 실시되고 안전자산인 달러와 채권이 강세를 보였고 코스피를 기준으로 보면 선진국국채, 달러, 헤지펀드가 상관관계가 낮았다. 즉 수익률과 상관성을 고려한다면 달러와 선진국 국채가 가장 매력적이었다.

[구간 2] : 2011년 8월 ~ 2012년 5월 : 유럽부채위기

[도표 48] 구간 2 동안의 주요 자산들의 누적 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 49] 구간 2 동안의 주요 자산들의 상관관계

	코스피	선진국주식	신흥국주식	선진국국채	글로벌IG	신흥국채권	하이일드	헤지펀드	사모	리츠	원자재	원유	달러	국내채권
코스피	1.00	0.81	0.91	-0.22	0.50	0.72	0.67	0.79	0.82	0.72	0.41	0.50	-0.58	-0.23
국내채권	-0.23	-0.15	-0.03	0.30	-0.06	0.18	-0.06	0.01	-0.10	-0.07	0.12	0.05	0.22	1.00
선진국주식	0.81	1.00	0.87	-0.32	0.56	0.66	0.76	0.76	0.96	0.85	0.59	0.66	-0.80	-0.15
신흥국주식	0.91	0.87	1.00	-0.18	0.63	0.83	0.78	0.88	0.88	0.78	0.65	0.60	-0.68	-0.03
선진국국채	-0.22	-0.32	-0.18	1.00	0.20	-0.07	-0.15	-0.07	-0.31	-0.20	-0.15	-0.41	0.32	0.30
글로벌IG	0.50	0.56	0.63	0.20	1.00	0.68	0.85	0.47	0.51	0.59	0.58	0.26	-0.75	-0.06
신흥국채권	0.72	0.66	0.83	-0.07	0.68	1.00	0.82	0.73	0.64	0.70	0.62	0.56	-0.58	0.18
하이일드	0.67	0.76	0.78	-0.15	0.85	0.82	1.00	0.67	0.74	0.81	0.66	0.51	-0.77	-0.06
헤지펀드	0.79	0.76	0.88	-0.07	0.47	0.73	0.67	1.00	0.78	0.70	0.58	0.47	-0.39	0.01
사모	0.82	0.96	0.88	-0.31	0.51	0.64	0.74	0.78	1.00	0.89	0.53	0.60	-0.72	-0.10
리츠	0.72	0.85	0.78	-0.20	0.59	0.70	0.81	0.70	0.89	1.00	0.51	0.51	-0.69	-0.07
원자재	0.41	0.59	0.65	-0.15	0.58	0.62	0.66	0.58	0.53	0.51	1.00	0.54	-0.62	0.12
원유	0.50	0.66	0.60	-0.41	0.26	0.56	0.51	0.47	0.60	0.51	0.54	1.00	-0.52	0.05
달러	-0.58	-0.80	-0.68	0.32	-0.75	-0.58	-0.77	-0.39	-0.72	-0.69	-0.62	-0.52	1.00	0.22

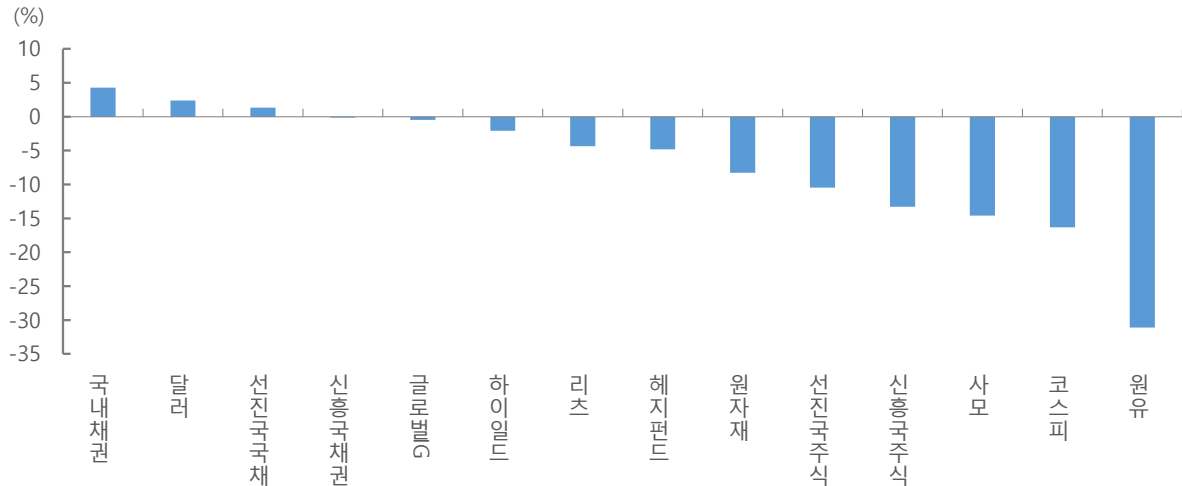
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[구간 2]는 [구간 1]처럼 급격한 하락장이기 보다는 유럽의 부채위기와 맞물려서 국내시장은 점진적으로 하락세를 보였다. 금융위기에 비해서는 비교적 강도가 약해 대부분의 자산이 하락하기 보다는 자산의 종류와 국가에 대한 차별화가 나타났다.

이 시기에는 달러와 리츠, 위험자산인 하이일드나 신흥국 채권들도 양의 수익률을 보였다. 코스피 지수와의 상관관계는 과거와 비슷하게 선진국국채, 국내채권, 달러가 낮게 나타났다. 하이일드와 리츠는 수익률은 좋았으나 코스피와의 상관성이 높아 이것을 고려한다면 구간 2에서도 채권이나 달러가 자산 다각화 관점에서는 상관성이 낮아 좋은 선택이다

[구간 3] : 2018년5월 ~ 2018년 12월 : 양적긴축과 미국무역분쟁

[도표 50] 3 구간 동안의 주요 자산들의 누적수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 51] 3 구간 동안의 주요 자산군의 상관관계

	코스피	선진국주식	신흥국주식	선진국국채	글로벌IG	신흥국채권	하이일드	헤지펀드	사모	리츠	원자재	원유	달러	국내채권
코스피	1.00	0.65	0.81	-0.36	0.05	0.24	0.43	0.76	0.49	0.17	0.12	0.04	-0.12	-0.22
국내채권	-0.22	-0.27	-0.28	0.56	0.18	-0.09	-0.24	-0.31	-0.33	0.26	-0.40	0.01	0.15	1.00
선진국주식	0.65	1.00	0.63	-0.44	-0.10	0.25	0.68	0.85	0.85	0.54	0.09	0.29	-0.03	-0.27
신흥국주식	0.81	0.63	1.00	-0.23	0.15	0.36	0.49	0.76	0.52	0.06	0.37	0.00	-0.22	-0.28
선진국국채	-0.36	-0.44	-0.23	1.00	0.44	0.07	-0.36	-0.37	-0.39	-0.05	-0.22	-0.07	0.08	0.56
글로벌IG	0.05	-0.10	0.15	0.44	1.00	0.56	0.27	-0.13	0.01	0.03	-0.15	0.15	-0.59	0.18
신흥국채권	0.24	0.25	0.36	0.07	0.56	1.00	0.70	0.31	0.19	0.17	0.07	0.22	-0.34	-0.09
하이일드	0.43	0.68	0.49	-0.36	0.27	0.70	1.00	0.61	0.64	0.37	0.18	0.37	-0.29	-0.24
헤지펀드	0.76	0.85	0.76	-0.37	-0.13	0.31	0.61	1.00	0.75	0.29	0.24	0.18	0.11	-0.31
사모	0.49	0.85	0.52	-0.39	0.01	0.19	0.64	0.75	1.00	0.43	0.02	0.15	-0.16	-0.33
리츠	0.17	0.54	0.06	-0.05	0.03	0.17	0.37	0.29	0.43	1.00	-0.19	0.30	-0.04	0.26
원자재	0.12	0.09	0.37	-0.22	-0.15	0.07	0.18	0.24	0.02	-0.19	1.00	0.03	-0.15	-0.40
원유	0.04	0.29	0.00	-0.07	0.15	0.22	0.37	0.18	0.15	0.30	0.03	1.00	-0.17	0.01
달러	-0.12	-0.03	-0.22	0.08	-0.59	-0.34	-0.29	0.11	-0.16	-0.04	-0.15	-0.17	1.00	0.15

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[구간 3]에는 양적긴축과 미중무역분쟁이 맞물려서 국내시장이 매우 불안정했다. 인플레이션 압박을 제외하면 통화정책정상화와 지정학적 이슈가 맞물린 현재 상황과 가장 흡사한 구간이다.

시장의 불안정성이 크던 시기이다 보니 해당 시기 코스피의 하락폭도 매우 커 7개월만에 경제선과 경기선의 테드크로스가 발생했다. 대부분 위험자산들이 약세를 보였고 채권과 달러 같은 안전자산들이 상대적으로 좋은 수익률을 보였다. 이 구간에도 달러와 국내채권, 선진국 국채가 수익률도 상대적으로 높고 좋은 자산으로 보인다.

현재와 비슷한 구간은 언제일까??

[도표 52] 각 구간의 코스피와 주요자산의 상관관계 순위

1 구간		2 구간		3 구간	
자산	상관계수	자산	상관계수	자산	상관계수
신흥국주식	0.88	신흥국주식	0.91	신흥국주식	0.81
신흥국채권	0.85	사모	0.82	헤지펀드	0.76
리츠	0.72	선진국주식	0.81	선진국주식	0.65
선진국주식	0.70	헤지펀드	0.79	사모	0.49
하이일드	0.65	리츠	0.72	하이일드	0.43
사모	0.62	신흥국채권	0.72	신흥국채권	0.24
원자재	0.53	하이일드	0.67	리츠	0.17
원유	0.47	글로벌 IG	0.50	원자재	0.12
글로벌 IG	0.45	원유	0.50	글로벌 IG	0.05
헤지펀드	0.05	원자재	0.41	원유	0.04
선진국국채	-0.24	선진국국채	-0.22	달러	-0.12
달러	-0.60	국내채권	-0.23	국내채권	-0.22
		달러	-0.58	선진국국채	-0.36

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 53] 각 구간의 코스피와 주요 자산의 누적수익률 순위

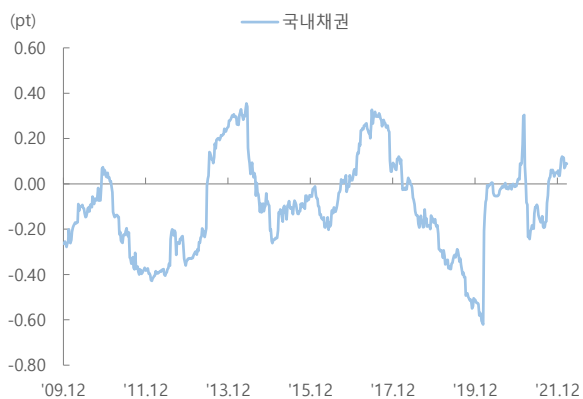
1 구간		2 구간		3 구간	
자산	누적수익률	자산	누적수익률	자산	누적수익률
달러	15.9%	달러	11.5%	국내채권	4.3%
선진국국채	3.1%	리츠	10.4%	달러	2.4%
헤지펀드	-2.2%	하이일드	4.9%	선진국국채	1.3%
글로벌 IG	-15.1%	신흥국채권	3.8%	신흥국채권	-0.2%
원자재	-23.8%	국내채권	3.5%	글로벌 IG	-0.5%
신흥국채권	-23.8%	선진국국채	3.0%	하이일드	-2.1%
하이일드	-28.6%	헤지펀드	1.9%	리츠	-4.3%
선진국주식	-36.7%	글로벌 IG	0.4%	헤지펀드	-4.8%
코스피	-41.3%	선진국주식	0.0%	원자재	-8.3%
리츠	-42.7%	원유	-1.2%	선진국주식	-10.5%
원유	-48.4%	코스피	-1.9%	신흥국주식	-13.3%
사모	-50.0%	사모	-4.1%	사모	-14.6%
신흥국주식	-52.9%	신흥국주식	-11.0%	코스피	-16.3%
		원자재	-12.8%	원유	-31.1%

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[구간 1], [구간 3]에서는 글로벌 자산시장이 전반적으로 약세였다면 [구간 2]서는 금융위기처럼 급격하게 글로벌시장이 하락하는 상황은 아니었고 자산의 종류나 국가간의 차별화가 있었다. 전반적인 시장이 약세를 보이는 [구간 1], [구간 3]가 현재와 좀 더 흡사하다고 보인다. [구간 1], [구간 3]에서 강세를 보였던 자산들은 달러 그리고 선진국국채와 국내채권 등이다.

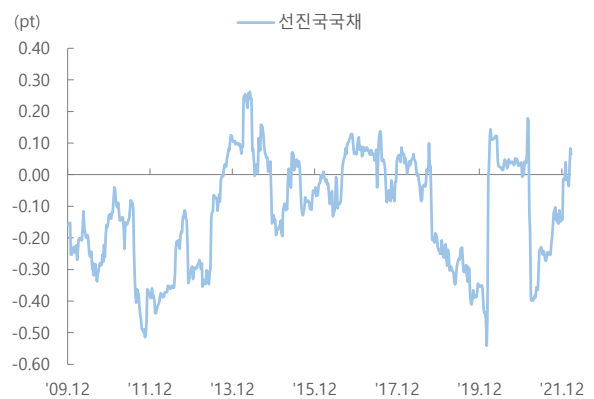
사례분석을 통해 특정구간에서의 자산들간의 상관관계는 확인해보았다. 거기에 추가적으로 12m Rolling 상관계수를 통해 장기적인 관점에서도 달러나 채권이 코스피 지수와 낮은 상관성을 보이는지 확인해보았다. [도표 54~57]는 달러와 채권의 코스피 지수와 12m Rolling 상관계수이다. 가장 높았던 시기에도 코스피와의 상관성이 0.4를 넘지 않고 장기적으로봐도 코스피 지수와 낮은 상관관계를 보인다. 즉 달러와 채권을 포트폴리오의 편입할 경우 다각화의 효과가 커져 위험분산의 효과가 크다. 비교를 위해 신흥국 주식과 코스피와의 12m Rolling 상관계수를 확인해보면 둘의 상관관계는 가장 낮은 구간에서도 0.6에 가까운 높은 상관성을 보인다. 전반적으로 두 자산은 높은 상관관계를 가져 두 자산간의 분산투자 효과는 크지 않다.

[도표 54] 국내채권과 코스피 12M Rolling 상관계수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 55] 선진국국채과 코스피 12M Rolling 상관계수



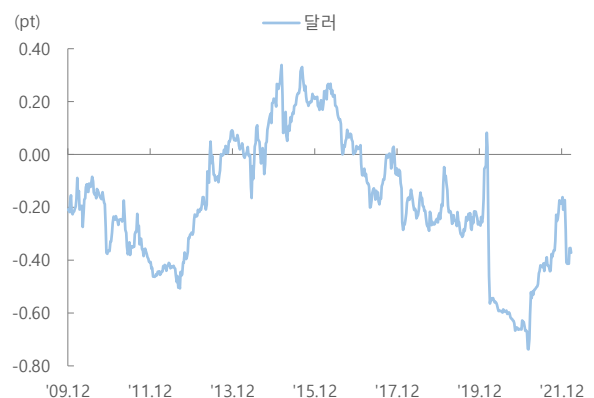
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 56] 선진국주식과 코스피 12M Rolling 상관계수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

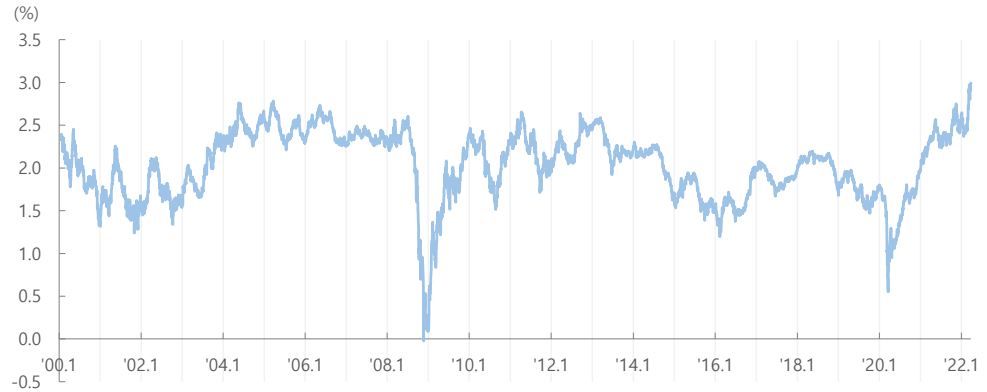
[도표 57] 달러와 코스피 12M Rolling 상관계수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

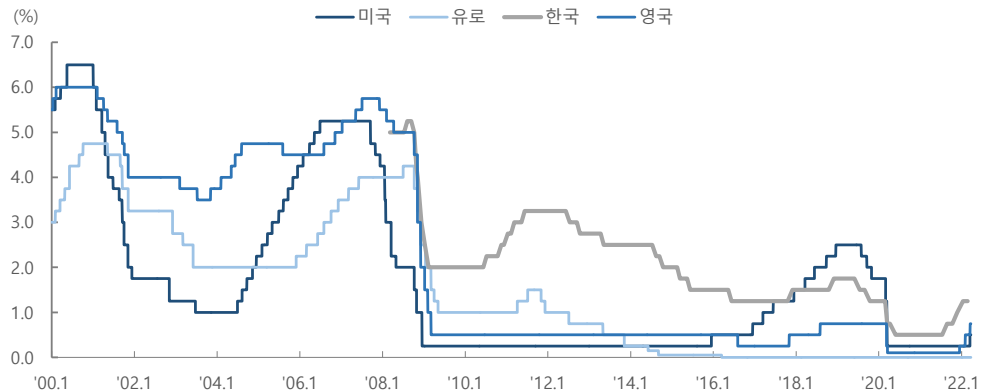
· 높은 인플레이션과 금리인상, 양적긴축

[도표 58] 고점을 돌파하는 기대인플레이션 (BEI 10Y)



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 59] 바닥을 찍은 기준금리



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

현재 정책불확실성과 지정학적 이슈가 혼재하는 불안정한 시장상황이다. 물론 올해도 기축통화이며 안전자산인 달러는 강세가 예상된다. 하지만 채권의 상황은 다르다. 양적긴축(QT)과 금리인상이슈로 채권시장이 매우 불안정한 시기이다. 팬데믹 극복을 위해 경기부양책을 펼쳤던 각 국 중앙은행들은 이제 통화정책정상화를 시작했고 이미 저점에 다가선 기준금리로 인해 과거 구간처럼 금리인하로 인한 채권가치의 상승은 기대하기 힘들다. 또 공급망이슈, 인플레이션박으로 인해 각국의 경제성장이 둔화되고 있어 전반적인 주식에 대한 전망도 좋지 못한 상황이다.

[도표 60] 주요 자산들의 역사적 연수익률과 변동성 (2010 년 이후)

자산	코스피	국내채권	선진국주식	신흥국주식	선진국국채	글로벌 IG	신흥국채권
기대수익률	5.2%	3.2%	10.8%	4.9%	2.2%	3.1%	5.2%
표준편차	16.4%	1.9%	15.8%	18.3%	2.6%	5.4%	7.8%
자산	하이일드	헤지펀드	사모	리츠	원자재	원유	달러
기대수익률	6.0%	2.6%	10.2%	7.0%	3.3%	8.9%	2.2%
표준편차	7.0%	4.3%	22.4%	19.1%	7.0%	37.1%	7.3%

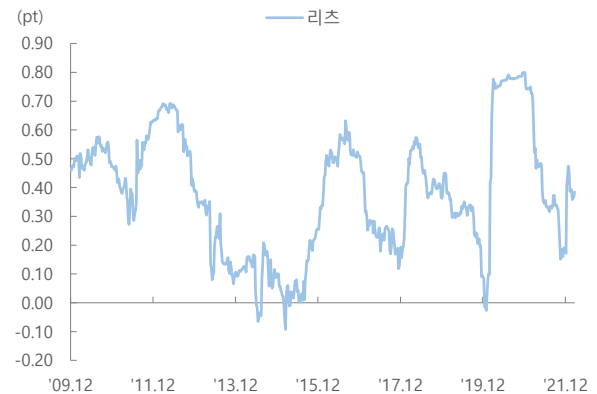
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 61] 선진국주식와 코스피 12M Rolling 상관계수



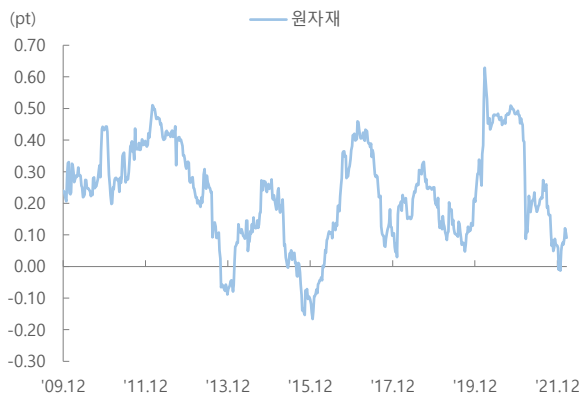
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 62] 리츠와 코스피 12M Rolling 상관계수



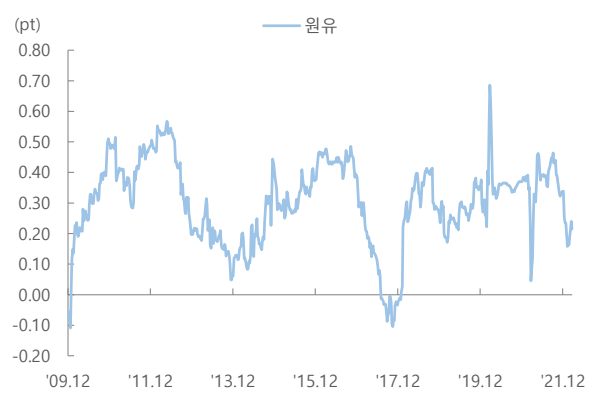
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 63] 원자재와 코스피 12M Rolling 상관계수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 64] 원유와 코스피 12M Rolling 상관계수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 65] 사모와 코스피 12M Rolling 상관계수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 66] 헤지펀드와 코스피 12M Rolling 상관계수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

즉 현재는 상황은 주식과 채권이 동시 하락할 가능성도 배제 할 수 없는 어려운 시장상황이다. 과거의 사례와 현재의 시장상황을 고려한다면 전통적인 60:40 포트폴리오보다는 안전자산 중에서 기대수익률이 낮은 채권보다는 달러(현금)비중을 일정 비중 유지하는 것이 좋을 것이다.

위험자산에 대해서도 선별적인 접근이 필요하다. 선진국 주식과 리츠는 최근 코스피와의 상관관계([도표 61], [도표 62])도 떨어지며 상대적으로 디커플링하는 모습을 보여주고 있고 선진국주식의 높은 펀더멘탈과 리츠의 배당수익까지 고려한다면 위험자산 중에서는 두 자산의 비중을 높이는 것이 좋은 선택일 것이다

원자재는 코스피와 상관관계도 낮고 최근 공급망 이슈와 러시아에 대한 자원부국인 러시아에 대한 서방의 경제제재가 이뤄지면서 특정 원자재(원유, 니켈 등)의 가치가 크게 상승하고 있어 전망도 좋다. 하지만 현재 변동성도 매우 크기 때문에 지정학적 이슈에 민감하게 반응할 가능성이 크다. 개별 원자재 투자는 트레이딩이나 단기적 관점에서 접근하고 종합원자재지수를 추종하는 것이 변동성관리 측면에서는 더 좋을 것이다.

사모는 역사적으로 그 변동성이 매우 크고 헤지펀드의 경우 변동성이 낮으나 장기적으로 보면 인덱스보다 수익률이 현저하게 떨어져 매력적이지 못하다.

종합해보면 안전자산으로써 기대수익률이 떨어지는 채권의 비중을 줄이고 달러(현금보유)의 비중을 늘릴 것, 위험 자산은 코스피와 방향성이 덜하고 비교적 안정적인 선진국 주식과 최근 상관성이 낮고 배당수익이 매력적인 리츠나 종합원자재지수에 투자하는 것이 좋을 것이다.

APPENDIX

[도표 67] 선진국과 코스피 12M Rolling 상관계수



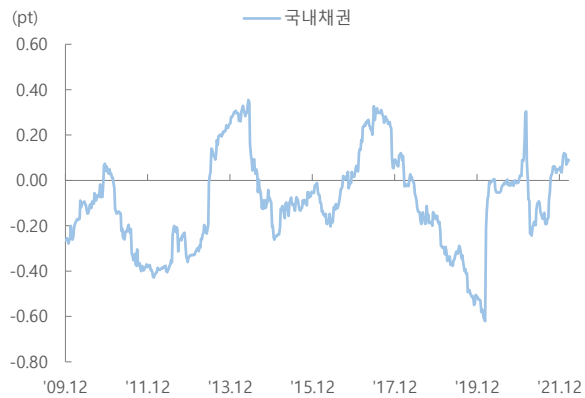
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 68] 신흥국과 코스피 12M Rolling 상관계수



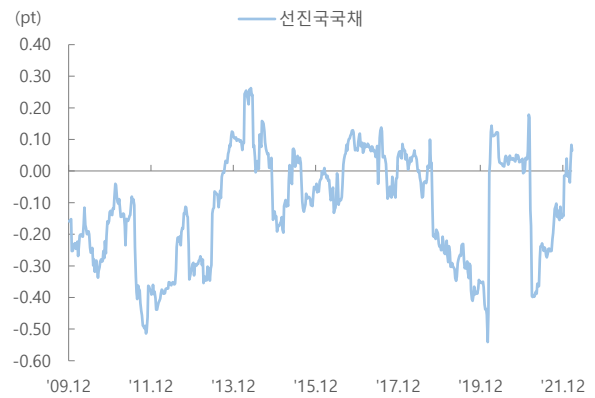
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 69] 국내채권과 코스피 12M Rolling 상관계수



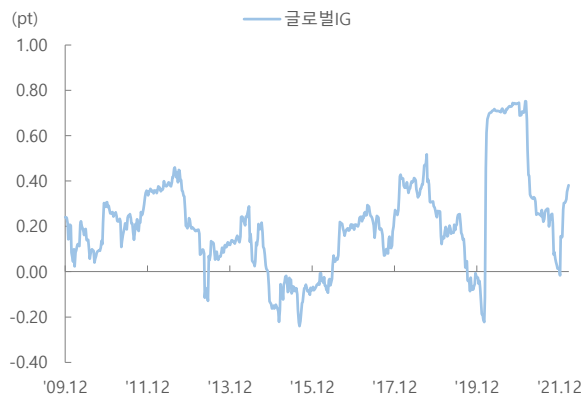
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 70] 선진국국채와 코스피 12M Rolling 상관계수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 71] 글로벌 IG와 코스피 12M Rolling 상관계수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 72] 신흥국채권과 코스피 12M Rolling 상관계수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 73] 하이일드와 코스피 12M Rolling 상관계수



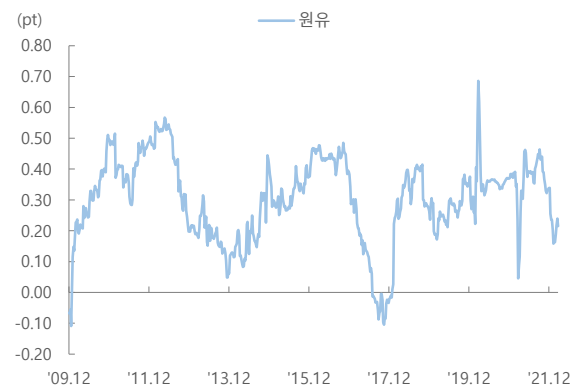
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 74] 헤지펀드와 코스피 12M Rolling 상관계수



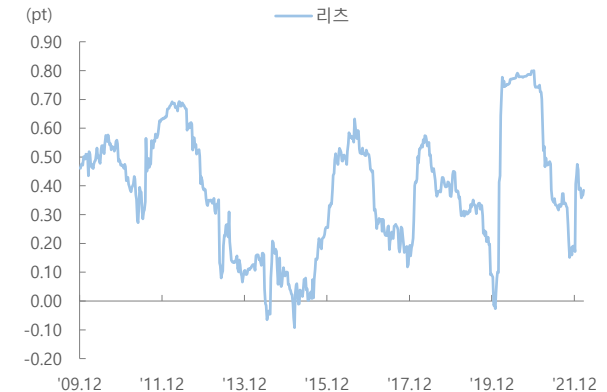
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 75] 원유와 코스피 12M Rolling 상관계수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 76] 리츠와 코스피 12M Rolling 상관계수



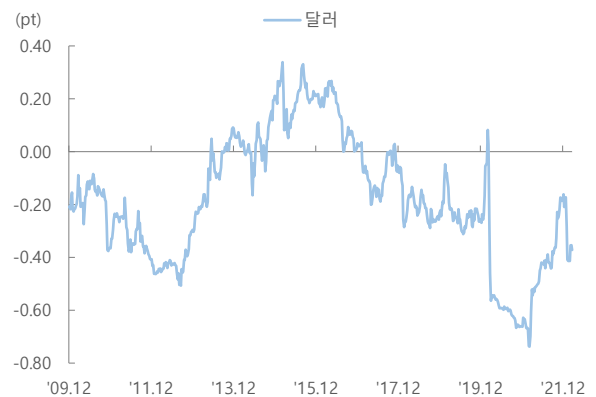
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 77] 원자재종합지수와 코스피 12M Rolling 상관계수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 78] 달러와 코스피 12M Rolling 상관계수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터