

투자전략

중간 점검 : 7부 능선, 매도 실익 없다

1월 FOMC 리뷰 : 인플레이에 대한 반성문, 5회 인상 확률 올라가

1월 FOMC는 별 것 없을 것이라는 전망이 대다수였지만 생각보다는 매파적이었다. 대차대조표 축소와 관련하여 별도의 성명문도 나왔다. 이는 너무 '뒤늦게 움직인 것 아니냐(behind the curve)'는 비난이 정치권에서 쇄도하고 있기 때문일 것이다. 글로벌 상당수 국가들이 2021년 하반기부터 기준금리를 올렸지만, 유독 미국만 아직도 양적완화를 지속하고 있으며(2월부터는 국채 200억달러, MBS 100억달러씩 매입) 기준금리도 제로다. 파월 의장은 기자회견에서 '민첩하게(nimble)' 움직이겠다는 표현을 썼는데, 이는 유동성을 과도하게 공급해 인플레이를 자극했다는 일종의 반성문일 것이다. CME 연방기금 금리선물(federal funds) 시장에서는 올해 5회 이상 인상될 확률을 20% 넘게 반영하기 시작했다. 현재 미국채 10년물 기준 실질금리는 -0.5% 정도인데 전일 랜달 켈스 연준이사(작년 말 퇴직)는 "양(+의) 실질금리가 인플레이션 통제에 도움이 될 것"이라고 발언했다. 주식시장과 위험자산 입장에서는 실질금리 반등 리스크가 여전히 남아있다. 3월 금리인상까지 어려운 구간을 좀 더 견뎌야 할 것 같다.

투자전략 박소연

T. 02) 2004-9095

park.so-yeon@shinyoung.com

도표 1. CME 연방기금 금리선물(FF)에 반영된 기준금리 인상 확률 : 5회 인상 확률도 20% 이상

TARGET RATE (BPS)	PROBABILITY(%)			
	NOW *	1 DAY 25 1 2022	1 WEEK 19 1 2022	1 MONTH 23 12 2021
0-25 (Current)	0.0%	0.1%	0.0%	1.5%
25-50	0.2%	1.4%	1.0%	9.4%
50-75	3.0%	9.7%	7.7%	23.6%
75-100	13.8%	25.3%	22.3%	30.6%
100-125	29.0%	32.3%	32.2%	22.6%
125-150	31.5%	22.0%	24.8%	9.7%
150-175	17.6%	7.8%	10.0%	2.3%
175-200	4.5%	1.3%	1.8%	0.3%
200-225	0.4%	0.1%	0.1%	0.0%
* Data as of 26 1 2022 02:59:11 CT				

자료 : 신영증권 리서치센터

앞으로의 추가 조정은
매도 실익이 없는 조정이다

한국시장, 이미 7부 능선까지 왔다 : 매도 실익 없어

이유 1) 밸류에이션 : Trailing 기준으로 가격 거품은 사라져

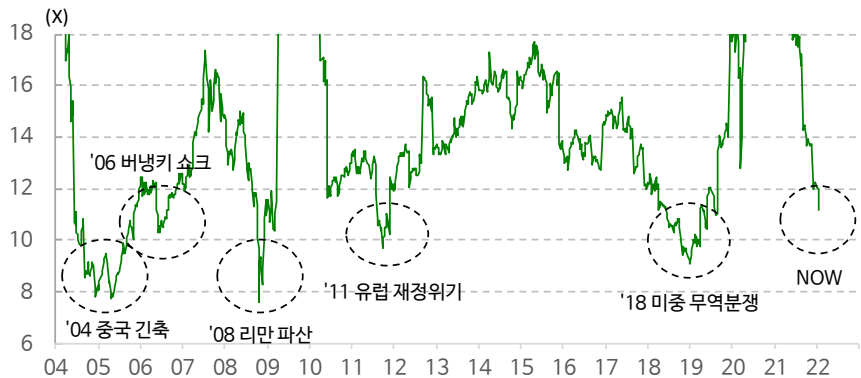
주식시장은 1~2개월 좀 더 어두운 터널을 지나가야 할 것이다. 할인을 축소로 인한 밸류에이션 조정이 key이다. 그러나 우리는 이제부터의 조정은 매도 실익이 없는 조정이라고 보고 있다. 이유는 두 가지다.

첫째, 밸류에이션이다. 1월 26일 종가 기준 KOSPI는 12MF P/E 기준 9.78배까지 낮아졌다. 당사 연간전망 밴드 하단인 2,710p를 터치했으며, 코로나 발발 이후 최저 수준이다. 그러나 이미 올해 순이익 추정치가 고점 대비 5% 이상 하향됐고, 앞으로 추가 하향이 나올 가능성도 있어서 현 상황에서는 미래 추정치를 기반으로 하는 Forward 밸류에이션은 큰 의미가 없다.

이런 경우 과거 실적을 기반으로 하는 TTM(12개월 후행) 밸류에이션이 유용할 수 있다. 한국의 TTM P/E는 통상 12배에서 14배 범주에서 움직이는데, 매크로 리스크가 발발하면 TTM P/E가 11배 이하로 일시 급락하는 경우가 종종 있다. 이런 사례는 2003년 이후 5번 정도인데 2004년 4월(중국 긴축), 2006년 5월(버냉기 쇼크), 2008년 9월(리만 파산), 2011년 8월(유럽 재정위기), 2018년 10월(미중 무역분쟁), 그리고 지금(TTM P/E 11.1배)이다.

현 매크로 상황을 얼마나 심각하게 볼 것인가 하는 문제가 남아있긴 하지만, 지금의 가격대는 Trailing 기준의 밸류에이션으로도 역사적 최저 수준이며 가격 거품은 완전히 사라진 상태라는 점은 분명하다.

도표 2. KOSPI 12개월 Trailing PER : 크레딧 위기가 없다면 10배 전후가 바닥



자료 : Wisefn, 신영증권 리서치센터

하이일드 스프레드가
매우 차분하다 :
이번 조정은 금융적 현상

이유 2) 하이일드 스프레드는 매우 차분하다: 이번 조정은 금융적 현상

남아있는 문제는 매크로 리스크를 어느 정도로 볼 것이냐 하는 문제다.

현재 시장의 불안은 오미크론, 우크라이나, 공급망 교란 등의 악재에도 불구하고 연준이 통화긴축을 더 강화하고 있다는 것이다. 과도한 유동성 공급이 인플레이를 부추긴 것이 아니냐는 반성이 일면서 (-)인 실질금리를 (+)로 돌려놓기 위해 연준의 액션이 시작된 것이다.

그런데 하나 흥미로운 점은 이 정도로 주식이 부러지기 시작하면, 반드시 HY 스프레드가 큰 폭으로 벌어지는데 지금은 그런 현상이 별로 없다는 점이다. 아래 도표 3번을 보면 2015년, 2018년, 2020년 통화긴축 사이클에는 하이일드 스프레드가 급등하면서 실물경기의 악화를 채권시장이 동시 반영했다. 그러나 2013년의 경우 하이일드 스프레드 반등이 매우 미미했다. 그리고 어제 1월 FOMC 회의 직후에는 오히려 하이일드 스프레드가 하락했다. 이는 채권시장 참여자들이 현재의 위험자산 가격조정을 매크로 리스크가 아닌, 금융적 현상으로 보고 있다는 의미이다.

이는 하이일드 발행기업 중 에너지 업종이 많다 보니 유가 상승에 도움을 받았을 가능성도 있으나, 기본적으로는 기업들의 유동성 상황이 굉장히 좋기 때문이다. 최근 몇 년간 저금리 환경에서 상당수 기업들은 회사채를 발행하고 증자를 단행해 보유 현금을 상당히 늘렸다. 시장 전체적으로 부도 위험이 매우 낮아질 수 밖에 없는 이유다.

도표 3. 미국 하이일드 OAS 스프레드 : 2013년 테이퍼 탠트럼 당시처럼 스프레드 반등 없어



자료 : 신영증권 리서치센터

2006년 5월
버냉키 쇼크와 유사

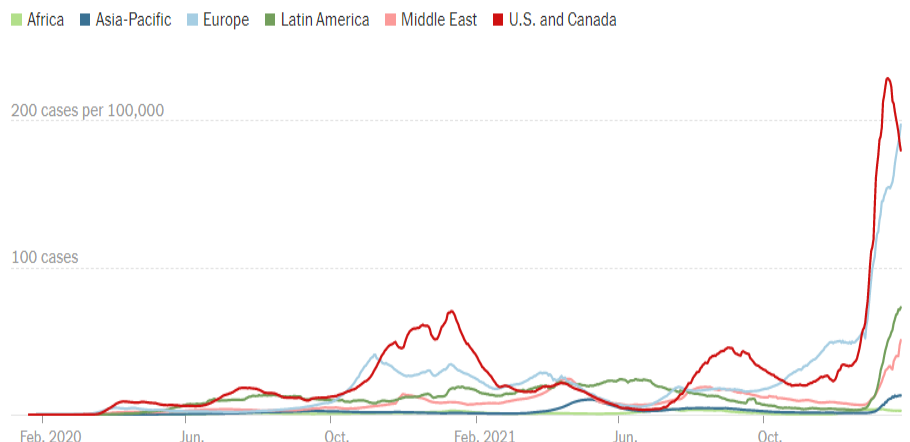
이런 상황은 TTM P/E가 11배 이하로 하락했던 과거 5개 케이스 중 매크로 위험과 부도 위험이 동반되지 않았던 2006년 5월(버냉키 쇼크, TTM P/E 10.4배까지 하락)와 상당히 유사하다. 당시는 선행지수가 하락하는 경기둔화기였는데 버냉키 의장은 취임 3개월차 TV 인터뷰에서 '자신을 인플레이션에 대해 비둘기적이라고 보는 견해가 있는데 별로 달갑지 않다(unhappy)'고 이야기해 패닉을 야기했다. 이후 버냉키는 채권시장이 내 말을 잘못 이해했다, 판단 실수였다고 정정했지만 KOSPI는 고점대비 18% 넘게 빠졌고 S&P500도 단기간에 8%나 하락했다. 그 이외에는 모두 부도위험이 동반된 케이스였다. 2008년 9월(리만 파산), 2011년 8월(유럽 재정위기), 2018년 10월(미중 무역분쟁) 모두 하이일드 스프레드가 급등했었다.

따라서 우리는 최근 주식시장의 약세는 기업의 부도위험 등과 무관한 "실질금리 상승에 따른 할인율 축소"라는 일종의 금융적 현상에 가깝다고 판단하고 있다. 실제로 미국 실업률은 3.9%까지 하락할 정도로 노동시장은 호조이며, 한국 수출도 증가율이 소폭 둔화되긴 했으나 10%대 중반을 유지하고 있다.

7부 능선 넘었다:
매도 실익 없어-
오미크론 확진자
피크 아뒀을 기다린다

우리는 한국시장의 하락은 밸류에이션으로 보면 7부 능선까지 진행되었다고 판단한다. 이 경우 매도 실익은 사실상 없다. 이제부터는 매도가 진행되더라도 투매 후 급반등하며 빠르게 시세를 회복해나가는 경우가 많기 때문이다. 미국 변동성 지수인 VIX는 장중 40선까지 상승했고 한국의 VKOSPI도 장중 30선 근처까지 상승했다. 이미 상당 부분 변동성 확대 가능성이 반영되고 있다. 앞으로의 조정은 3월 반등장을 대비하며 견뎌나가는 구간이 될 것으로 보이며 1) 실질 금리가 반등하며 연준의 긴축이 조금 누그러지고, 2) 오미크론 확진자가 감소하며 공급망 교란이 정상화되는 지점이 포인트가 될 것이다. 다행스럽게도 미국은 확진자(아래 도표의 빨간색)가 고점을 쳤고 유럽(하늘색)과 남미(연두색), 중동(분홍색) 지역의 확진자 둔화세가 나타나면 금상첨화가 될 것이다. 추후 업데이트하려고 한다.

도표 4. 오미크론 확진자 피크를 기다린다 : 공급망 정상화의 시작점 될 것



자료 : 신영증권 리서치센터

Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.