

투자전략

중간점검: 안도렐리는 가능한가

중간점검: 안도렐리는 가능한가

KOSPI가 직전 저점을 재차 하회했다. 당사는 3월부터 현 지수 레벨에서 매도 실익은 없다, 안도렐리 가능하다는 관점을 피력하고 있는데 물가 압력이 더 거세지며 75bp 인상 등 연준의 강경대응 우려에 추가적으로 레벨이 다운되었다. 이에 우리는 기존 전망에 대한 수정 필요성이 있을지, 현재의 시장 상황과 향후 전망은 어떠한지를 아래 여섯가지 요인을 통해 살펴보려고 한다.

투자전략 박소연

T. 02) 2004-9095

park.so-yeon@shinyoung.com

여전히 매도 실익은 없다고 보는 여섯가지 관점

기술적 분석 상으로는 아직 극단적 투매징후는 없다. 인플레이션도 공급발 요인에 기인한 것이라 쉽게 잡힐 가능성은 없다. 그러나 원/달러 환율이 2020년 4월 코로나 발발 직후 장중 고점에 거의 근접한데다, 미국채 장단기 금리역전이 전 구간에서 나타나고 있다. 금융지표는 이미 연준의 강경대응으로 인한 경기침체 시나리오를 반영하고 있다는 의미다. Forward 실적에 대한 의심이 많아질 땐 Trailing 기준 장부가치를 보면 도움이 되는데 현재 TTM 1배가 2,440선에 위치해 있다. 기존 전망 레벨을 이탈하긴 했지만 매도 실익은 없다고 보는 이유다.

1970년대와 달리 각 경제 주체들의 부채비율이 급증했다. 이런 상황에서 금리를 공격적으로 올리면 여러가지 문제들이 복합적으로 발생할 수 있다. 이미 한국은 가계 부채문제에 비상이 걸렸고, 이탈리아는 국가부채 이슈도 불거지고 있다. 최근의 인플레이션은 공급망 교란과 전쟁 등 외부에서 파생된 부분이 큰데 이것을 통화긴축으로 해결하려 들면 가뜩이나 어려운 가계에 고통스러운 디레버리징을 강요하는 꼴이 된다. 75bp 인상 전망이 이미 프라이싱된만큼 이젠 기다려야 하는 구간이다.

도표 1. 시장 제반 환경 평가

	점수	내용
기술적 분석	★	통상 저점 부근에서 발생하는 극단적 투매징후(신용잔고 청산, 캔들 차트 밀꼬리) 없음. 바닥 징후 부족
인플레이션	★★	생육기간 등 공급차질 장기화 문제, 물가 안정화까지 시간 필요
원/달러 환율	★★★	2020년 4월 코로나 발발 직후 원/달러 환율 장중 최고점 1,296 원. 현재 동일 레벨 근접
미국채 2-10Y	★★★★★	2-10년, 2-30년 등 주요 장단기 금리차 일제히 역전. 연준의 통화긴축과 경기침체가 일드 커브에 상당 부분 선반영
밸류에이션	★★★★	고밸류 부담 어느 정도 해소. 성장주 탄력은 여전히 약하겠으나 12개월 Trailing PBR 1배 2,440선 위치해 매도 실익 없는 레벨
변곡점 이벤트	★★	공급망 교란으로 인한 인플레이션이므로 바이든의 사우디 방문, 셰일가스 규제완화 등이 하나의 힌트는 될 수 있음

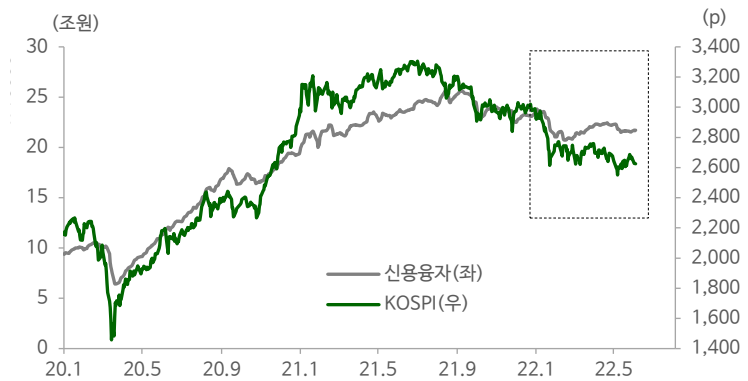
정리: 신영증권 리서치센터

시장 제반 여건 점검: 여섯가지 관점

1) 기술적 분석:
저점 부근에서 발생하는
극단적 투매 징후 없어

1) 기술적 분석(★): 통상 저점 부근에서 발생하는 극단적인 투매 징후(신용 청산, 캔들 차트상 밑꼬리 등)가 아직 없다. 때문에 기술적으로 바닥을 쳤다고 보긴 어려운 상황이다. 게다가 2월부터 KOSPI와 KOSDAQ 지수는 박스권에서 횡보했으나 한국 신용용자는 그새 오히려 더 증가했다. 주식시장의 변동성 지수인 미국의 VIX, 한국의 VKOSPI도 과거 고점 레벨에 못미치고 있다.

도표 2. 신용용자와 KOSPI

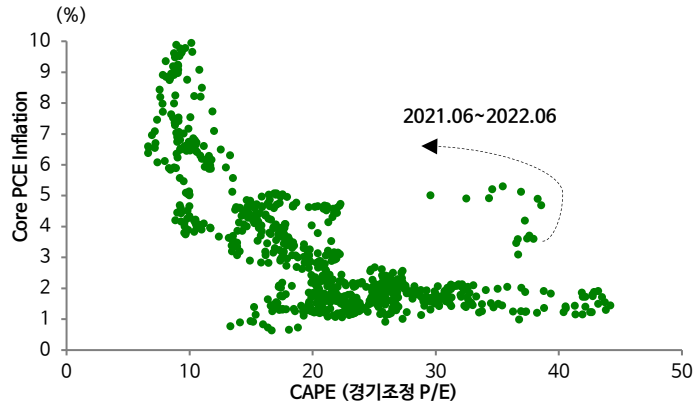


자료: 신영증권 리서치센터

2) 인플레이션:
공급발 인플레이션은
안정화에 오랜 시간
밸류에이션 압박

2) 인플레이션(★): 수요발 인플레는 수요를 위축시켜 잡을 수 있지만 지금과 같은 공급발 인플레는 충분한 생산과 공급과잉을 통해 잡아야 한다. 그러나 농축산물은 생육기간(6개월~2년), 원자재는 광구 등 개발기간(3~4년)이 필요하다는 것이 문제다. 서방과 러시아/중국 외교관계가 악화일로라는 점도 공급망 충격이 지속될 가능성이 높음을 암시한다. 물가가 확실히 안정화하려면 3~5년 이상이 소요될 가능성이 높다. 이는 밸류에이션을 지속 압박하는 요소다.

도표 3. 미국 core PCE 물가와 S&P500 CAPE (Cycle-adjusted PE)



자료: Robert Shiller, 신영증권 리서치센터

3) 원/달러 환율:
2020년 4월 코로나 발발
직후 수준까지 상승

3) 원/달러 환율 (★★★): 원/달러 환율은 2020년 4월 코로나 발발 직후 장중 1,296원까지 상승했다. 당시는 무역수지도 적자였지만 증권사 ELS 환헷지 수요, 외국인 배당금 유출 등으로 스팟시장 교란 현상이 극심했다. 올해는 6월 10일까지 무역적자가 5월과 비교해 더 확대되는 등 외환시장 환경은 불안정하다. 그러나 현재의 대외환경과 원화의 구매력이 코로나 발발 당시보다 더 안정하다고 볼 근거는 없어보인다. 원화 약세로 인한 수출 호조 효과도 기대해 볼 수 있다.

도표 4. 원/달러 환율 : 2020년 코로나 발발 직후까지 급등



자료: 신영증권 리서치센터

4) 장단기 스프레드:
2-10년물, 2-30년물
스프레드 일제히 역전
경기침체 시나리오 기반영

4) 미국채 2-10년물 스프레드 역전 압박 (★★★★★): 연준이 경기침체를 야기하지 않고 물가를 잡기 어렵다는 것이 현재 채권시장의 컨센서스다. 이미 미국채 2-10년 스프레드, 2-30년 스프레드가 모두 마이너스로 전환되었는데 이는 경기침체 시나리오가 상당 부분 시장에 기반영되었음을 의미한다. 사실 과거 사례는 대부분 장단기 금리가 먼저 역전되고 그 다음에 경기가 고점을 형성했다. 그런데 2019년과 2022년은 경기가 먼저 고점을 친 후 나중에 금리 역전이 발생한다. 두 가지 케이스 모두 QT(자산인축) 중이라는 공통점이 있는데, 경기가 하강 중인데도 인축 강도를 높이다 탈이 난 케이스라 할 수 있다. 과연 연준이 물가를 잡기위해 경기침체 리스크를 무시하고 어디까지 인축 강도를 높일 수 있을지?

도표 5. 2-10년물 스프레드 역전시장 제반 환경 평가

역전 시작일	역전 지속기간	내용	경기 고점	주가 고점
78년 7월	21개월	80년 금융인축	80년 1월	-
80년 9월	22개월	81년 2차 오일쇼크	81년 7월	81년 3월
89년 1월	9개월	저축대부조합(S&L) 사태	90년 7월	90년 6월
98년 6월	1개월	98년 LTCM 파산	-	-
00년 2월	10개월	2000년 닷컴버블	01년 3월	00년 3월
05년 12월	18개월	2008년 서브프라임 사태	07년 12월	07년 10월
19년 8월	일시적	미중무역분쟁 및 QT	18년 5월	-
22년 4월	?	인플레이션과 채권 투매	21년 6월	22년 1월(?)

자료: 신영증권 리서치센터

도표 6. 미국채 장단기 금리 역전 : 2-10년 스프레드 재차 역전, 경기침체 시나리오 기반영



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

실질금리는 이미
코로나 이전으로 돌아가
정상화 완료

실질금리 기준으로 보면 과잉 유동성 상태는 벗어난지 오래다. 미국 채권시장의 실질금리(10년물 기준)는 0.7%까지 반등했다. 2020년 3월 코로나가 발발해 자금경색이 심각했을 때 미국의 실질금리가 0.6%이었는데 지금은 그보다 높아진 것이다. 미국 실질금리는 2008년 서브프라임 이후 1% 이상 올라간 적이 없다. 사랑의 회초리도 적당해야 먹히지, 과하면 아이는 가축을 하는 법이다. 연준의 긴축 리스크에 더 이상 과민반응할 필요는 없다고 본다.

도표 7. 미국 10년물 실질금리: 코로나 이전 수준까지 정상화 완료



자료: 신영증권 리서치센터

공급발 인플레이 하에서
중앙은행의 강한 긴축은
폭력적일 수 있어

우리는 중앙은행이 1970년대 하이퍼 인플레이션 당시처럼 침체를 감수하고 대대적인 긴축을 하긴 어렵다고 본다. 저금리 환경이 장기간 누적되면서 각 경제주체들의 부채비율이 급격하게 상승했기 때문이다. 지난주 ECB가 금리인상을 예고한 후 이탈리아 10년물 금리가 급등, 재정위기 우려가 부각됐다. 한국도 가계부채비율이 높은 나라인데 최근 생활자금에 해당되는 전세대출금리가 5%를 돌파했다. 최근의 인플레이는 공급망 교란과 전쟁 등 외부에서 파생된 부분도 상당한데, 이것을 통화긴축으로 해결하려 들면 가뜩이나 어려운 가계에 고통스러운 디레버리징을 강요하는 꼴이 된다. 미국도 국가 채무가 26조달러에 육박한다.

5) 밸류에이션 정상화:
12M Trailing PBR
1배 2,440선 위치

5) 밸류에이션 정상화(★★★★): 다행히 고밸류 부담은 어느 정도 해소되었다. WMI500순수성장 지수의 경우 12MF PER은 작년에 30배에 육박했으나 최근 20배까지 하락했다. 멀티플 기준 30%의 하향이 나온 것이다. 물론 팬데믹 이전 수준인 14~18배보다 여전히 높기 때문에 성장주 탄력은 가치주에 비해 계속 둔탁할 가능성이 높다. 그러나 WMI500순수가치 지수도 12MF PER이 6.6배까지 하락해 2020년 코로나 이후 최저 수준까지 내려왔다. 현 레벨에서는 지수 저점 논의가 의미없다고 보는 이유다. 빠르게 하락하지만 빠르게 반등하는 '변동성의 영역'이기 때문이다. 그나마 약세장에서 준거점을 제공하는 것은 장부가치인데 현재 12개월 Trailing 기준 PBR 1배는 2,440선에 위치해 있다.

도표 8. 한국 순수가치와 순수성장 12개월 선행 PER



자료: 신영증권 리서치센터

6) 변곡점 이벤트:
바이든의 사우디 방문
미국 11월 중간선거

6) 변곡점이 될 수 있는 이벤트(★★): 여건은 갖추어져도 시장이 제대로 올라가려면 트리거가 필요하다. 그러나 공급망 교란으로 인한 물가 상승을 통화긴축으로 통제하는 것은 매우 어렵다. 바이든이 사우디 방문을 고려하고 있으나 양국간 관계가 최악으로 치닫고 있어 쉽지 않아보이고, 셰일가스나 바이오디젤 관련 규제완화도 가능하나 실효성은 크지 않을 것 같다. 그래도 11월 중간선거에서 공화당이 승리한다면 인플레이션 대응이든, 셰일가스와 원유시추든 큰 변곡점이 될 수 있다. 중국이 락다운을 풀고 경기부양에 총력을 다하고 있는 것도 긍정적이다.

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 것이며, 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.