Strategy

끝이 아닌 시작이라면?

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

- FED는 연초 이후 글로벌 금융시장은 미국 통화정책 이슈에 일희일비하고 있다. 특히, 12월 FOMC 의사록에서 QT(Quantitative Tightening)가 언급된 이후 QT 시행 시기, 속도에 대한 시장의 해석에 따라 급등락이 반복되었다. 사실 달라진 것은 투자심리뿐이다. 지난주 글로벌 금융시장에 유입되었던 안도감은 QT에 대한 과민반응이 정상화되면서 나타난 것으로 판단한다. 연준의 통화정책 스탠스는 변함이 없고, 미국 연방금리 선물 상승세는 지속되고 있다.

- 글로벌 금융시장이 미국 통화정책, QT 이슈에 몰입되어 있는 동안 더 중요한 것을 놓치고 있다. 바로 글로벌 경기 흐름이다. 필자는 그동안 여러 자료와 코멘트를 통해 1분기 글로벌 금융시장의 변동성을 높이는 근본적인 이유로 경기와 통화정책 간 엇갈린 흐름을 언급해왔다. 경기와 통화정책 사이의 거리가 좁혀져야 시장은 안정을 찾고, 추세반전을 모색할 수 있다는 판단이다. 그러나 현실은 정반대이다. 매파적인 통화정책 스탠스는 여전한 가운데 경기 불확실성은 커지고 있다. 경기와 통화정책 간의 간극이 더 확대될 가능성을 경계해야 한다.

- 연초 이후 미국 경제지표는 부진한 흐름을 이어가고 있다. 미국 ISM 제조업 지수 예상치 하회, 미국 신규 고용자수 쇼크에 이어 지난 주말에는 소매판매, 산업생산, 미시간대 소비자신뢰지수 모두 예상치를 하회했다. 지난달 보다 경기둔화 양상이 뚜렷하다. 투자자들이 펀더멘털을 바라보는 눈높이가 높았다는 의미이자, 펀더멘털에 대한 기대가 실망감으로 전환될 가능성에 대한 경계를 강화해야 한다는 의미이다.

- 필자가 최근 투자자들에게 보수적인 대응, 방어적인 전략을 강조하는 이유는 글로벌 금융시장 변동성 확대가 끝이 아닌 시작일 가능성이 높기 때문이다. 그동안 매파적인 통화정책 스탠스 부담에도 버틸 수 있었던 경기회복에 대한 기대가 더 후퇴할 것으로 예상한다.

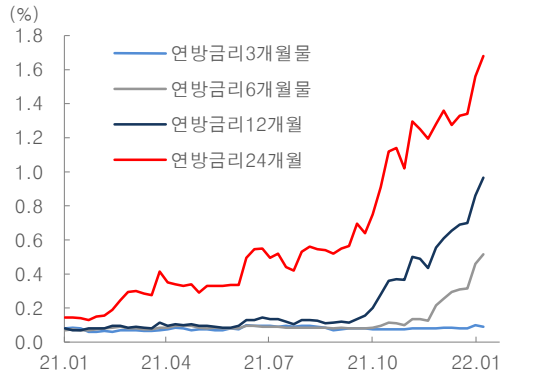
- 무엇보다도 1월 이후 폭증세를 기록 중인 코로나19 상황이 경제에 미치는 영향력을 감안해야 한다. 지난 주말 글로벌 코로나19 확진자수는 312만명(7일 평균 274만명)에 달한다. 이전 고점대비 4배 가까이 확진자수 레벨이 높아진 것이다. 오미크론 변이 바이러스가 우세종이 되면서 확진자수 폭증이 진행 중이다.

- 물론, 백신효과, 경미한 증상, 낮은 중증환자 비율 등으로 사망자수는 여전히 낮은 수준인 것이 사실이다. 하지만, 구글 이동성 지수는 낙폭을 키워가고 있다. 과거 코로나19 팬데믹, 재확산 국면대비 레벨 자체는 높지만, 경제활동이 둔화될 수 있음을 시사한다.

- 이번 코로나19 재확산, 폭증이 글로벌 경기모멘텀을 훼손할 가능성은 낮다고 본다. 그러나 경기회복에 대한 기대, 눈높이가 낮아질 수 밖에 없다. 그리고 눈높이 조정이 최근 시작되었다. 경기회복 기대가 선반영된 글로벌 금융시장의 변동성을 더욱 경계해야 하는 이유이다.

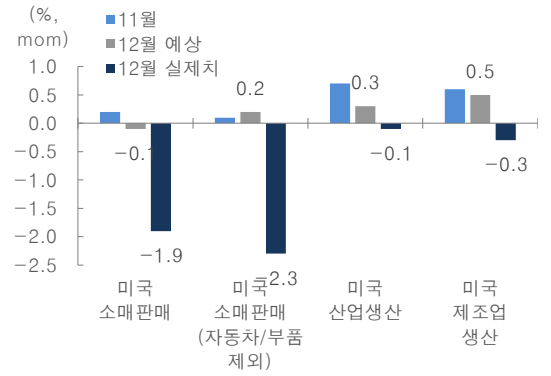
* 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 1. QT 논란 속에 미국 연방금리 선물 상승세 지속. 연준의 매파적 스탠스는 여전해



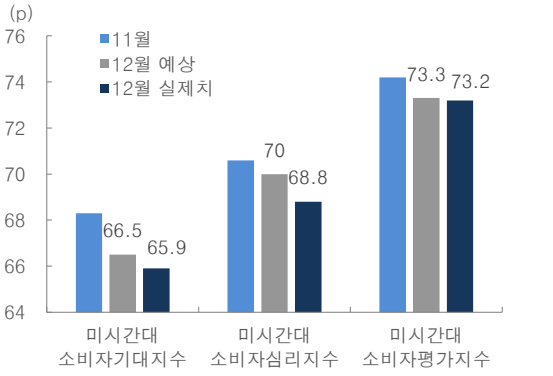
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. 미국 12 월 산업생산, 소매판매 예상치 하회. 전월대비 역성장



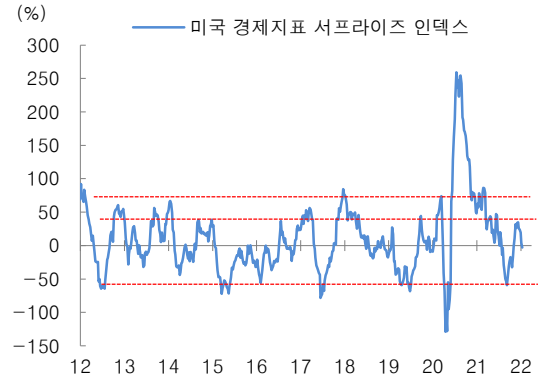
자료: BEA, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 3. 1 월 소비자심리지수도 예상치 하회. 코로나 19 확진자 폭증의 여파도 감안할 때



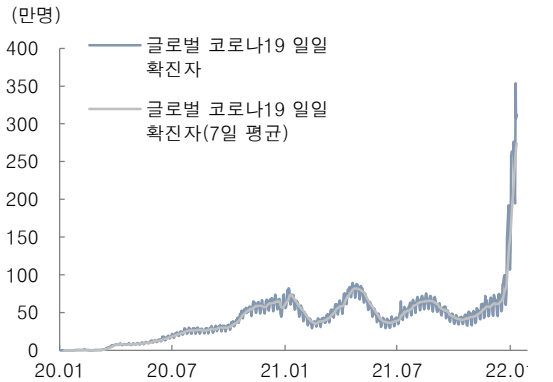
자료: 미시간대학교, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 4. 미국 경제지표에 대한 눈높이 조정국면 기대가 실망감으로 전환될 가능성 경계



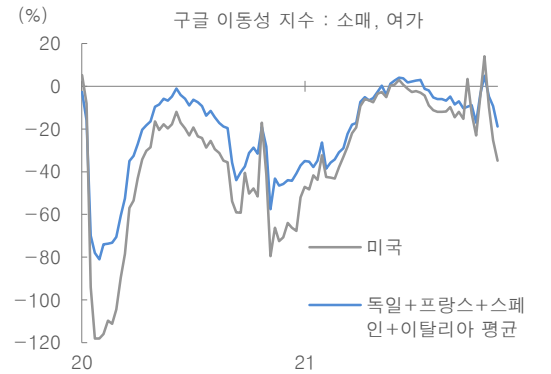
자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 5. 코로나 19 확진자수 폭증. 글로벌 300 만명, 미국 80 만명, 유럽 130 만명대 기록 중



자료: WHO, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 6. 이동성 지수 하락폭 확대. 21 년 1 월보다 높은 수준이나 경기회복 기대 후퇴는 불가피



자료: Google, CEIC, 대신증권 Research Center

- 경기에 대한 눈높이 조정국면에서 투자심리는 더 위축될 수 있고, 리스크에 대한 민감도는 더 높아질 가능성이 높다. 투자심리는 중립적이고, 리스크 지표는 반등국면에 위치해 있다.

- CNN Money에서 제공하는 Fear & Greed Index는 시장의 투자심리를 잘 보여준다. 극단적인 공포, 탐욕구간은 변곡점이 근접해 있다는 시그널로 해석된다. 현재 Fear & Greed Index는 중립수준이다. 아직 심리적 변곡점은 아니라는 의미이자, 추후 심리적 변화가 클 수 있음을 시사한다. 필자는 현재 코로나19 상황과 향후 경제지표 향배를 고려할 때 공포구간으로 진입할 가능성이 높다고 본다. 투자심리 위축도 이제 시작국면에 위치해 있다고 생각한다.

- 리스크지표도 반등국면에 위치해 있다. 단기 Macro Risk Index는 역사적 저점권에서 반등하며 0.5를 회복하고 있다. 중기 Macro Risk Index는 0.5 지지력을 바탕으로 다시 반등을 준비중이다. 리스크에 대한 시장의 민감도가 커지고 있다는 의미이다. 투자자들의 심리적 동요가 커질 가능성에 대비해야 한다.

- 다소 흔들리기는 했지만, 안정세를 이어가던 글로벌 금융시장이 흔들릴 경우 KOSPI 변동성 확대는 불가피하다. 오히려 더 약한 흐름을 보일 수 있다. 현재 신흥아시아, KOSPI는 선진국 대비 펀더멘털 열위국면에 위치해 있기 때문이다.

- GDP 성장률은 2021년 4분기에 이어 2022년 1분기까지 신흥 아시아가 G10보다 부진하다. 2022년 2분기 이후 신흥 아시아 GDP 성장률이 G10을 앞설 것으로 예상된다. 그 전까지는 신흥 아시아 금융시장이 G10보다 불확실성에 더 크게 흔들릴 가능성이 높다. 이익에 대한 기대 또한 신흥아시아, 한국이 약하다. 한국 12개월 Fwd EPS 상대강도(글로벌, 미국대비)는 하락세를 이어가고 있다.

- 2021년 신흥국, 신흥 아시아 증시, KOSPI는 글로벌, 선진국대비 상대적으로 부진했다. 선진국 증시 상승국면에서 신흥 아시아증시는 상승탄력이 약했고, 조정국면에서는 낙폭확대, 레벨다운을 반복해 왔다. 아직까지 글로벌 금융시장이 재채기를 하면 신흥 아시아, 한국 증시는 독감을 걱정해야 할 시점이다.

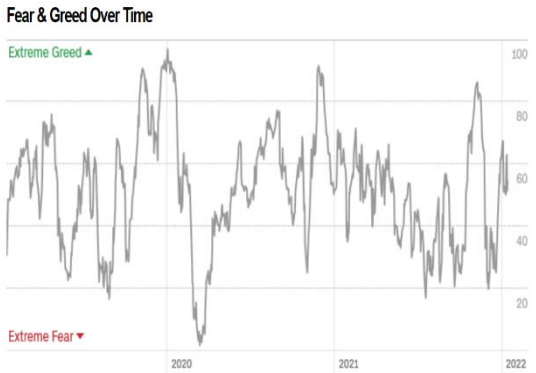
- 게다가 KOSPI는 1월, 2월 수급부담을 감안해야 한다. 21년 수급 계절성의 변곡점(연말 배당락)을 통과한 이후 실제로 프로그램 매물과 공매도 강화가 진행 중이다. 대내외 투자환경 변화에 따라 매물압력이 강해질 가능성을 경계한다. 외국인 선물 매도는 프로그램 매물 출회로 이어질 수 있다.

- 이와 함께 LG에너지솔루션 IPO가 KOSPI 대형주 수급의 블랙홀이 될 수 있다. 시장 유동성이 제한적인 상황에서 시가총액 3위를 넘나드는 대규모 IPO라는 점을 감안해야 할 시점이다. 이러한 수급 변동성을 활용하려는 공매도, 선물매도가 강화된다면 KOSPI 변동성은 여타 주요국대비 커질 수 밖에 없다.

* 다음 페이지에서 계속됩니다

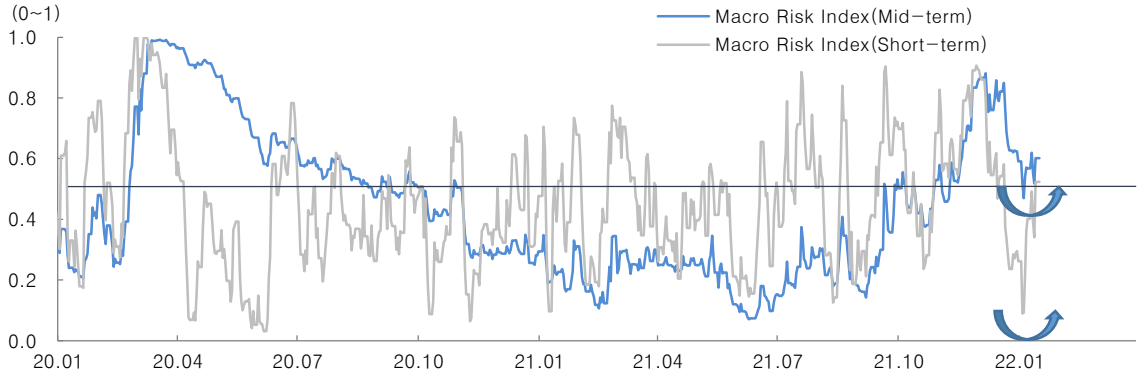
그림 7. 현재 투자심리는 중립권역에 위치. 공포(Fear) 영역으로 진입할 가능성 높아

자료: CNN Money, 대신증권 Research Center



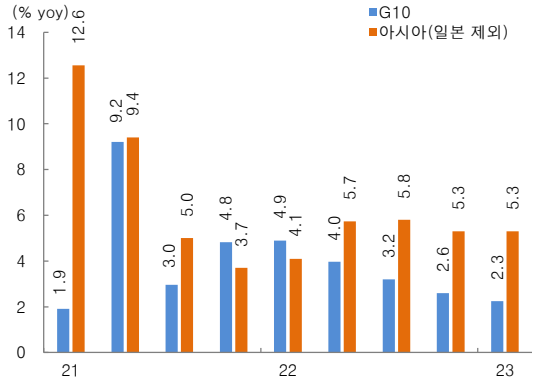
자료: CNN Money, 대신증권 Research Center

그림 8. Macro Risk Index 는 중단기 모두 반등국면. 리스크에 대한 민감도가 높아질 전망



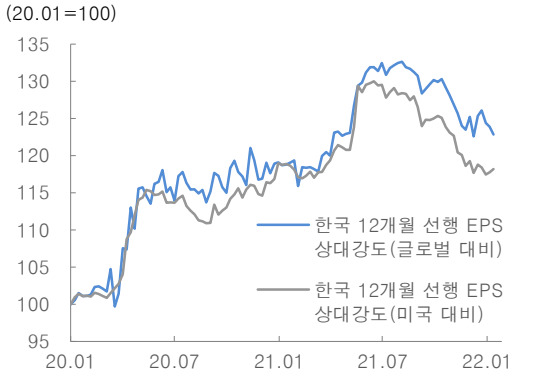
자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 9. 21 년 4 분기, 22 년 1 분기는 이례적으로 신흥아시아 GDP 성장률이 G10 보다 낮아



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 10. 한국 이익에 대한 기대는 글로벌, 미국대비 약한 흐름을 이어가고 있어



자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

- 글로벌 금융시장 변동성 확대 국면에서도 KOSPI는 선제적 조정을 받아 옴에 따라 견조한 흐름을 기대할 수 있다. 필자도 2022년 언젠가는 KOSPI가 글로벌, 선진국증시대비 상대적 강세를 보일 수 있다고 본다. 그러나 아직은 아니다. 당분간은 KOSPI의 펀더멘털 동력, 수급변수 등이 상대적으로 열위에 위치해 있고, 취약하다는 점에 주목해야 한다.

- 가까운 예로 2021년 8월 ~ 9월 흐름을 기억할 필요가 있다. 21년 8월 미국 증시는 사상최고치 행진을 이어갔다. 반면, KOSPI는 반도체 업황/실적 불안에 3,050선까지 레벨다운되었다. 21년 9월, 미국 증시가 단기 조정국면에 진입하자 KOSPI는 2,900선까지 내려앉았다. 펀더멘털이 취약한 만큼 미국, 선진국 강세는 제대로 못 따라가고, 조정시 낙폭은 큰 상황 반복된 것이다.

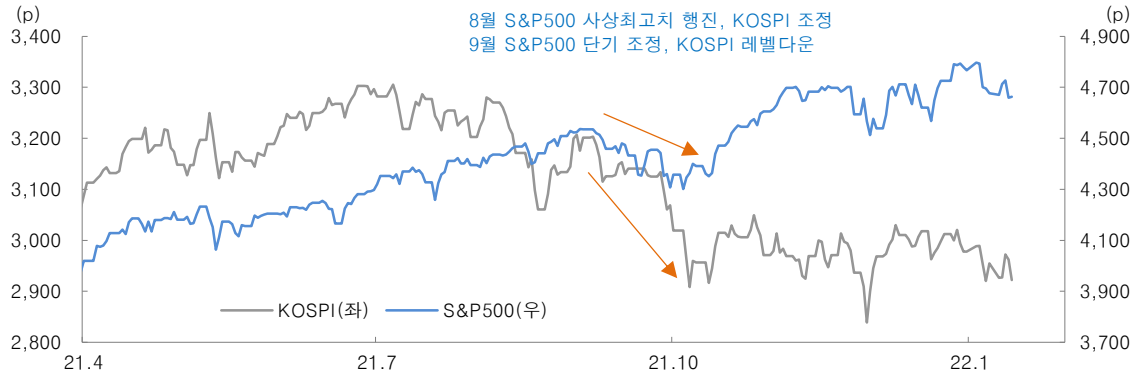
- 이번에는 21년 4분기 실적시즌이 맞물려 있다. 21년 4분기 실적시즌은 매년 예상치를 크게 하회해왔다. 이미 4분기 영업이익 전망은 전월대비 2.4% 하향조정 중이다. 26개 업종 중 15개 업종 실적이 낮아지고 있다. 실적 불확실성이 KOSPI 등락에 또다른 변수가 될 수 있다.

- 반면, 2022년 연간 영업이익 전망은 상향조정 중(전월대비 +0.98%)이다. 전적으로 반도체의 힘에 의존한 것이다(전월대비 +6.1%). 반면, 전체 26개 업종 중 16개 업종에서 22년 실적 눈높이가 낮아지고 있다. 시장 전반적인 실적 개선 기대를 갖기는 어렵다고 판단한다.

- 그렇다고 반도체가 KOSPI의 분위기 반전을 주도하기도 쉽지 않다. 반도체 지수의 현재 레벨은 22년 연간 영업이익 전망 70조원 후반 ~ 80조원대를 반영하고 있다. 업황/실적 기대를 일정부분 선반영했을 가능성이 높다. 반도체의 업황/실적 개선이 가시화되고 있다는 점은 중장기 추세에 긍정적인 변화이다. 하지만, 당분간은 실적과 주가 간 괴리율 좁히기가 불가피하다.

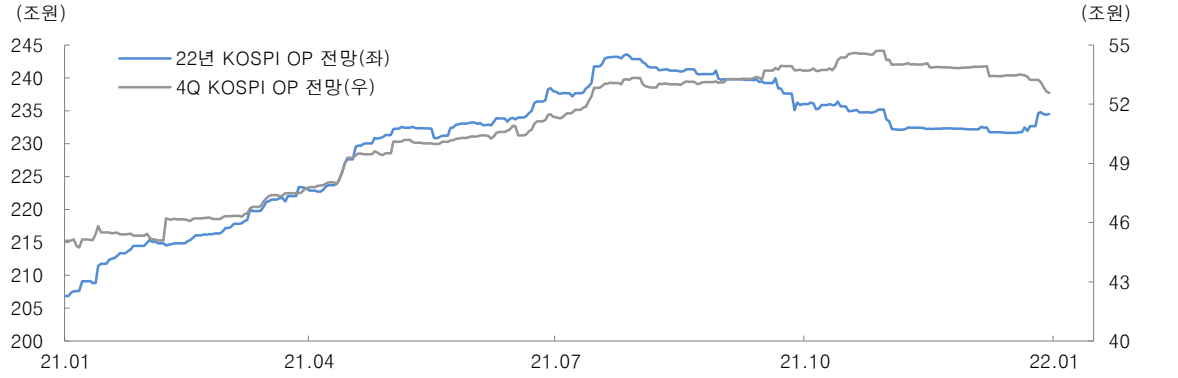
- 2022년 하반기 상승추세에 힘을 실어줄 긍정적인 변화들이 하나 둘 가시화되고 있다. 하지만, 아직은 앞서간 기대에 대한 눈높이 조정이 필요한 시점이다. 특히, 글로벌 금융시장의 변동성 확대가 끝이 아닌 시작일 가능성이 높다는 점은 KOSPI에 가장 큰 부담요인이 될 수 있다.

그림 11. 2021 년 9 월 미국 단기 조정에 선조정을 받은 KOSPI 는 2,900 선까지 레벨다운



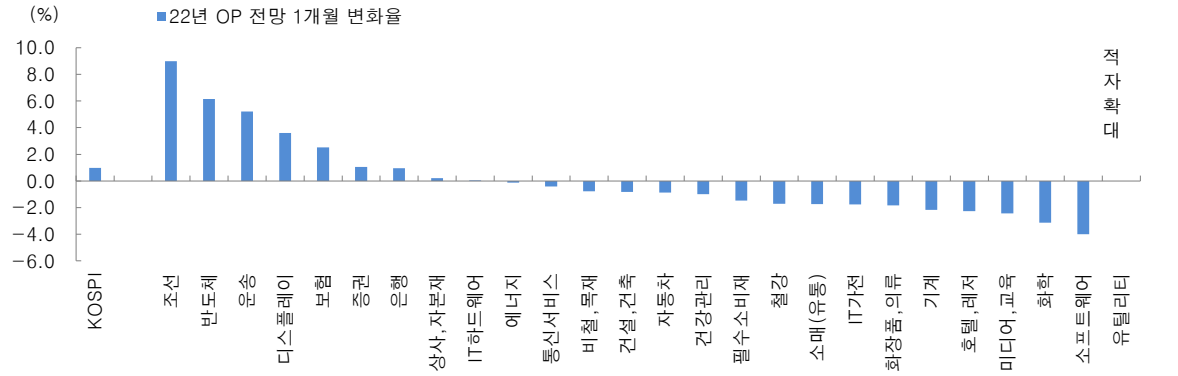
자료: FnGuide, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 12. 21 년 1 분기 영업이익 전망 전월대비 2.4% 하향조정세 뚜렷. 22 년 연간 영업이익 전망 상승은?



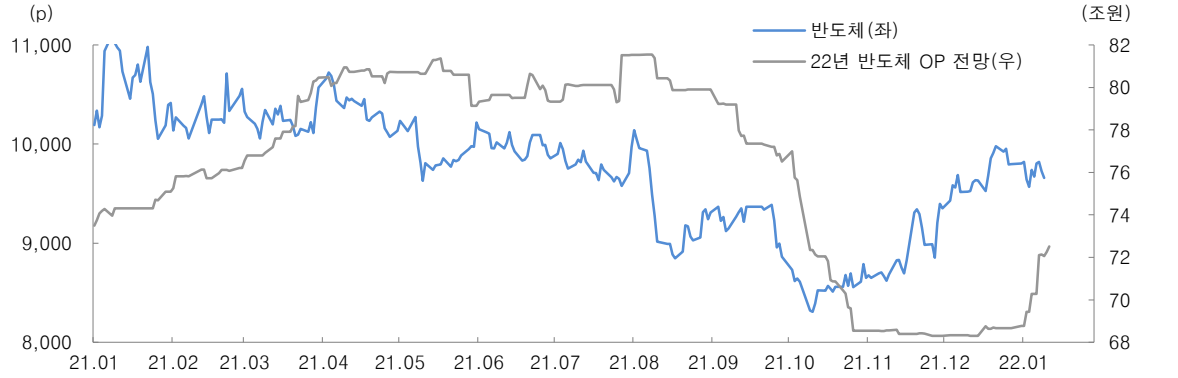
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 13. 2022 년 연간 실적전망 상향조정을 이끌고 있는 반도체. 26 개 업종 중 16 개 업종 실적전망 하향조정



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 14. 반도체 업종 저점대비 20% 상승 이후 단기 등락 Vs. 반도체 22 년 연간 OP 전망 저점대비 6.2% 상승
반도체 업황, 실적 개선세는 뚜렷하지만, 단기적으로 반도체 주가는 기대감을 선반영했다고 판단



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
(작성자: 이경민)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.