전략의 샘

Strategy

2022. 01. 17

테일러 준칙이 의미하는 것

- 최근 테일러 준칙에 의한 미국의 적정 기준금리를 계산해보면 실로 놀라운 수준
- 주식시장으로 환원할 경우 높은 밸류에이션에 대한 정당성이 약해진다는 의미
- 성장주 개별로는 약간의 차이가 있을 것이나 크게 보면 유사한 패턴으로 귀결

최근 테일러 준칙에 의한 미국의 적정 기준금리를 계산해보면 실로 놀라운 수준에 이르고 있다. 이는 어느덧 5%를 훌쩍 넘어간다[도표1]. (테일러 준칙 계산 시 일반적으로 사용되는 수리적 가정을 적용했다. 목표 인플레이션은 2%로 두고 잠재 GDP는 미국 의회 예산국 추정치를 사용했다. 인플레이션과 GDP 부분에 대한 가중치는 각각 0.5로 뒀다.) 물론, 미국 연준이 그 결과를 온전히 통화정책에 반영할 수는 없을 것이다. 그러나 시간을 두고 테일러 준칙에 의한 적정 기준금리와 미국 연준의 정책 금리가 가까워진다는 것을 감안하면 결코 무시할 수 없는 이야기이기도 하다.

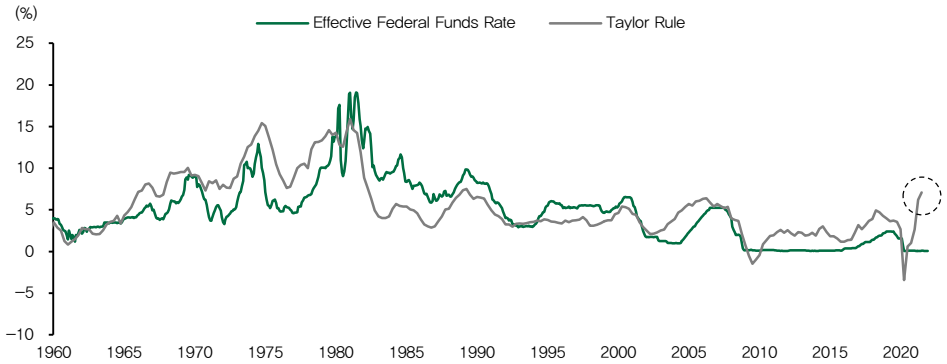
이 같은 사실을 주식시장으로 환원할 경우 높은 밸류에이션에 대한 정당성이 약해진다는 의미와도 같다. 얼마 전까지만 하여도 주식시장에서 높은 밸류에이션을 정당화하는 것은 금리의 수준에 있었다. 고든의 할인모형을 변형하면 P/E = (D/E)/(k-g) 으로 표기할 수 있다. (D는 배당, E는 EPS, k는 할인율, g는 성장률을 뜻한다.) 여기서 할인율 k는 금리 r에 비례한다. r이 낮을수록 P/E가 올라가는 것이다. 낮은 금리 수준이 역사적으로 높은 밸류에이션을 정당화했다. 하지만 이 같은 방식의 설명은 타당성을 잃어가고 있다. 높은 밸류에이션을 가진 주식이 지극히 불편해지고 있다.

이러한 점을 반영하여 미국 주식시장의 ARKK ETF가 자리매김하고 있다. 주지하듯이 ARKK ETF는 각 성장 산업의 1등 주만을 모은 것이다. 이 시대의 성장주와 더불어 높은 밸류에이션을 가진 주식을 대표했다. 그것의 주가 흐름은 하락 패턴의 전형을 보여준다. 1단계로 천정을 형성한 이후 하락했고, → 2단계로 수개월 동안 50일 이동평균선을 오르내리기를 3~4회 반복하다가, → 3단계로 더욱더 깊은 하락이 나타났다[도표2]. (그 하락 패턴이 워낙 교과서적이어서 몇 개월전 미국 주식시장에서는 ARKK ETF에 대한 인버스 상품 SARK ETF가 출시되어 거래되고 있는 상황이다.) 성장주 개별로는 약간의 차이가 있을 것이나 크게 보면 유사한 패턴으로 귀결될 수 있다는 점을 염두에 둬야 한다.

현재 투자자의 포트폴리오에서 밸류에이션이 높은 종목이 무엇인지 살펴보고, 그것이 ARKK ETF와 유사한 패턴이 형성되는 것은 아닌지 점검할 필요가 있다. 좋은 종목을 선별하는 것도 포트폴리오 관리의 일부이지만, 불안한 종목을 솎아내는 것도 꼭 필요하기 때문이다.

Strategist 강현기 02 369 3479 hygkang@db-fi.com

도표 1. 최근 테일러 준칙에 의한 미국의 적정 기준금리를 계산해보면 실로 놀라운 수준



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 2. ARKK의 주가 흐름은 하락 패턴의 전형

자료: Bloomberg, DB금융투자

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.