

종목 선택의 논리

2020/ 4/ 2

Strategist

이동호

(2009-7062)

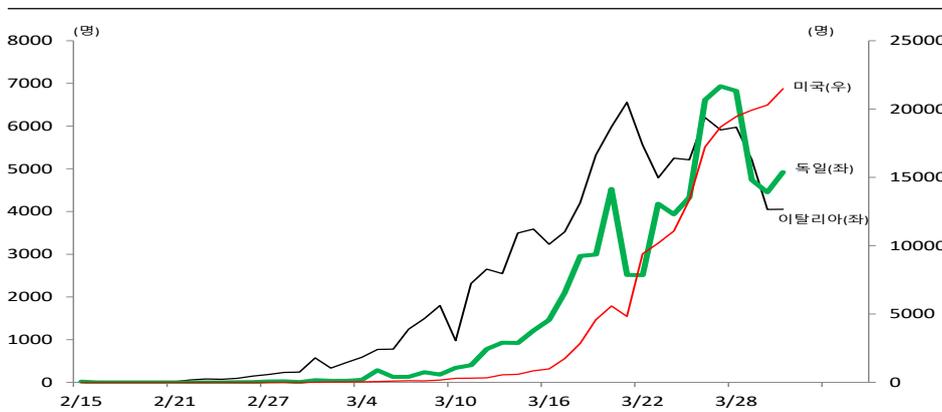
dhlee@leading.co.kr

바이러스 확산에 대한 공포, 가능하기 힘든 경제적 피해 등 경험해 보지 못한 사태가 한창 진행중이지만 대응 조치도 강력하다. 국가별로 방역 활동의 강도가 갈수록 더 세지고 있고, 국가 재정을 더 써서라도 이번 사태를 빨리 수습해야 한다는 마인드가 계속 형성되고 있기 때문이다. 인간의 '자유'를 일시적으로 제한하고, 미래의 경제 성장을 미리 당겨 쓸 수 있다는 합의가 되고 있는 상황이라는 점에서 이번 사태는 시간의 함수로 볼 수도 있지 않나 생각된다.

자유에 대한 가치가 여타 국가 대비 높다는 미국의 방역 활동이 더 강화되고 있다. 사회적 거리두기를 더 연장한다는 방침이다. 일단은 4 월말까지이다. 바이러스 확산 강도가 잘 꺾이지 않을 경우 더 연장할 가능성도 엿보인다. 경기 부양책에 있어서는 기존의 역대급 부양정책에 이어 추가 부양(4 차 부양)도 가능하다는 스탠스이다. 이에 대해서는 미 정치권에서도 뜻을 같이 하고 있다.

이러한 가운데 미국 신규 확진자수 흐름의 선행 지표로 상정해 볼 수 있는 이탈리아/독일의 신규 확진자수가 줄어드는 모습을 보이고 있다. 미국의 방역 활동 역시 이탈리아/독일 못지 않은 고강도이기 때문에 4 월 중순경에는 미국의 신규 확진자수도 줄어들 확률이 있음을 기대한다.

<그림 1> 이탈리아/독일과 미국의 신규 확진자수 동향



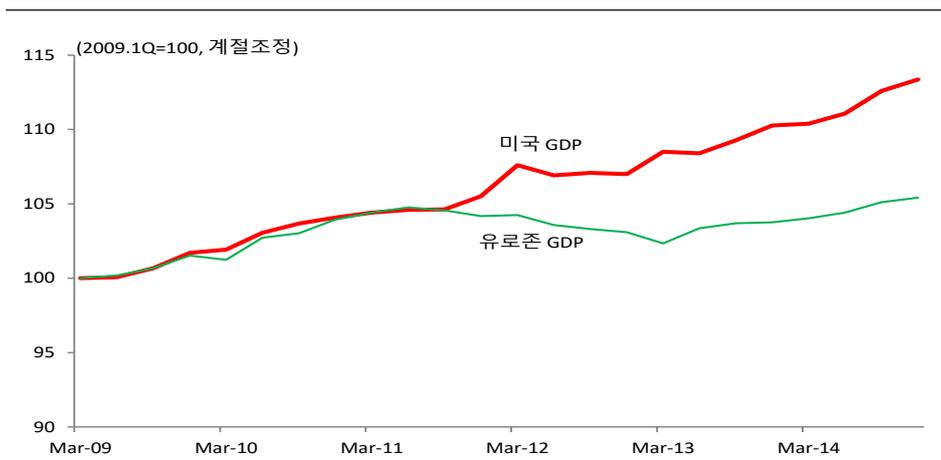
자료 : worldometers.info

한편 이번 3 차까지의 미국의 경기 부양 정책은 두 달 정도의 급격한 침체와 그 이후 회복을 전제로 설계되어 있다. 바이러스 문제가 두 달 정도내에 잡히지 않으면 어떡하나 라는 우려감이 시장에 잠재되어 있었으나 만약 그렇게 된다 하더라도 추가 부양(4 차 부양)으로 커버한다는 생각들이 미 정치권에서 형성되고 있다는 점은 반가운 일이다. 역대급 통화 정책으로 초저금리 상황을 계속 유지할 전망이어서 재정 정책의 승수 효과도 그 어느 때 보다 클 수 있다.

상황이 그러하다면 향후 주가가 펀더멘털의 급격한 악화를 확인하면서 다시 하락한다 하더라도 지난 저점을 하향하는 흐름을 보일 확률은 이제 많이 낮아진 것으로 생각한다. 고강도 방역활동, 연속적인 고강도 정책 대응이 뒷받침하고 있기 때문이다. 시장 흐름에 대해 우왕좌왕하기 보다는 적절한 투자전략을 세우는 것이 필요한 시기가 되었다는 것이다. 우선 이번 사태 극복 이후 예상되는 경제 흐름을 리먼 사태 극복 이후의 흐름과 비교해 본다(미국 경제 기준).

고강도 정책 집행이 집중되는 시기와 사태 극복 이후 경제 흐름의 중장기 경로 측면에서 리먼 사태와 이번 사태는 차이점이 있다. 리먼 사태 때는 결과적으로 볼 때 '선 구조조정', '후 고강도 정책 조치'였다. 그러나 이번의 경우는 고강도 정책 투입(통화/재정의 고강도 믹스)이 우선이다. 리먼 사태 때는 초기에 정책 대응이 있었지만 대마불사를 허용하지 않는 디레버리징도 겪었던 시기였다. 사태 초기의 정책은 주로 금융시장의 전반적인 공포 심리를 통제하려는 통화정책(2008 년 하반기)이었다. 그리고 그 이후 망가진 경제를 고강도 재정정책 집행(2009 년 1/4 분기)으로 회복시켰다. 그러했기 때문에 경제 활력은 사태 해소 이후 강하게 살아났다. 미국 경제가 리먼 사태 이후 여타 선진국 대비 강한 성장세를 보인 것은 이 때문이다. <그림 2>에서 보는 바와 같이 미국과 유로존의 리먼 사태 극복 이후 경제 흐름은 다르다. '선 구조조정'이 있었냐 없었냐에 따라 이후의 경제 경로가 달라졌다는 것이다. 유로존은 리먼 사태는 극복했지만 이후 디레버리징 압력에 계속 시달리다 2012 년에 또 한번의 위기를 맞이하게 된다.

<그림 2> 리먼 사태 해소 이후의 미국, 유로존 경제 흐름 비교



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권 리서치센터

이번 사태의 경우 디레버리징이 필요한 시기라는 점에서는 리먼 사태 때와 비슷한 상황이다. 그러나 그 당시보다 더 큰 강도의 과소 소비를 유발할 수 있는 '바이러스 확산'이라는 악재가 있다는 점이 문제이다. 즉각적이고 대대적인 고강도 정책 집행이 잘 안된다거나 정책 실기가 발생하면 경제 시스템이 감내할 수 없는 침체가 이어져 자칫 대공황과 비슷한 상황으로 흘러 갈 수도 있다. 따라서 리먼 사태 때와 같이 시장 논리에 의한 대규모 디레버리징의 과정을 정책을 집행하면서 동시에 안고 갈 수는 없다. 리먼 사태 때 보다 고강도 재정정책 집행이 더 신속하게 계획, 집행되고, 이것이 고강도 통화정책과 믹스되고 있는 것은 그 때문일 것이다. 레버리징 우선 정책으로 경제 시스템을 살려 놓고, 구조조정 문제는 그 다음에 시간을 두고 해결해야 할 사안이 되어야 한다는 것이다.

그렇다면 이번 사태 이후 중장기 경제 흐름의 경로는 리먼 사태 이후 때보다는 약할 수 밖에 없을 것이다. 전술한 리먼 사태 해소 이후 유로존 경제 흐름의 경로를 참고할 필요성이 있다. 물론 회복 초기에는 pent-up 수요가 고강도 재정정책을 등에 업고 크게 분출될 것이나 시간이 갈수록 그 효과는 잦아들게 된다. 그리고 그 이후 다시 저성장 국면으로 회귀하게 될 것이다. 미래의 경제 성장에 기여할 재정을 미리 많이 써버렸으니 한계가 있는 회복일 수 밖에 없다. 리먼 사태 이후와 마찬가지로 초저금리는 계속 유지될 전망이나 경제 활력은 상당기간 부진할 것으로 예상된다.

좀 더 부연 설명을 하자면 이번 사태 해소 이후 경제가 정상화되면 '빚'을 어떻게 해소해 갈 것인지가 1 차적인 과제가 될 것이다. 일단 금리가 높아지는 것을 허용할 수 없게 될 것이다. 리먼 사태 해소 이후에도 초저금리 정책이 상당기간 지속되었던 점을 기억하면 된다. 경제성장은 당연히 낮을 수 밖에 없다. 정부는 기업든 가계든 크게 늘어난 빚을 해소해야 되기 때문이다. 이 부분이 리먼 사태 이후와 이번 사태 이후의 미국 경제 흐름상의 차이이다. 리먼 사태 해소 이후 때는 건전해진 미국 경제가 다시 활력을 회복했다는 점이 디레버리징 부담을 안고 가는 다른 주요 지역 경제의 부담을 일정 부분 덜어주는 역할을 했지만 이번 사태 해소 이후는 미국 경제도 디레버리징 부담을 안고 간다는 점에서 문제점이 크다.

엄청난 빚을 안고 가는 상황이기 때문에 금리보다는 높은 경제 성장이 계속 필요하다. 그러나 경기는 순환하는 것이기 때문에 다음 경기 불황기(금리보다 낮은 성장기)가 문제이다. 이번에 살아 남는 저신용등급 업체들은 그 기간에 상당수 도산할 수도 있다. 평균 경제성장률이 이번 사태 이전의 레벨보다 한 단계 더 낮아질 개연성이 높기 때문에 경기 흐름에 민감한 업종들도 그 부정적 영향을 계속 받을 가능성이 높다. 디레버리징 압력이 실물경제와 금융시장을 계속 압박할 전망이다.

그렇다면 주식시장 내부에서는 이번 사태 이전에도 계속되고 있던 '저성장/저금리 국면에서의 양극화 현상'이 더 심화될 가능성이 높다. 성장성이 크고(있고), 작고(없고)간의 차별성이 더 심화된다는 것이다. 성장에 대한 목마름이 이번 사태 이전 때보다 더 강해질 수 있기 때문이다. 주가 상승률은 기업의 증가율과 PER 변화율의 합이고, PER 은 금리와 역 관계, 중장기 성장성과 정의 관계라고 볼 때 성장 / 퀄리티 스타일에 대한 우호적인 차별성은 이번 사태 이전 때보다 더 강화될 확률이 높다고 본다. 지난 10 년 동안 성장성에 대한 프리미엄이 계속 컸었다는 점에 대해서는 추가적인 설명이 없어도 될 것 같다.

이번 사태가 해소되는 조짐을 보이는 과정에서 주가 상승이 이어질 것이다. 그러나 향후 예상되는 중장기 경제 성장 속도는 코로나 19 사태 이전의 저성장세보다 더 낮을 수 있음을 염두에 두어야 한다. 따라서 향후 예상되는 주식시장 회복은 리먼 사태 해소 이후 때(2009.3~2010)의 회복의 폭보다는 적을 가능성이 높다. 종목 선택의 논리도 그러한 저성장세를 극복할 수 있는 업종/종목 쪽으로 더 집중되어야 할 것이다.

급락 장세 이후 외바닥으로 주식시장이 회복되는 경험이 거의 없음을 고려할 때 성장 / 퀄리티 스타일 종목군의 평균 매입 단가를 좀 더 낮출 수 있는 기회가 올 수도 있을 전망이다. 설사 오지 않는다 하더라도 현 시점에서는 성장 / 퀄리티 스타일 주식을 매수해 가는 것이 중장기 투자자의 입장에서는 좋은 선택일 수 있다고 판단한다. 물론 급락 장세가 회복으로 전환될 때는 낙폭 과대 종목이 우선이다. 그러나 이번 사태 극복 이후의 중장기 경제 흐름에 적응하기 쉽지 않은 업종/종목군의 경우는 단기 매매에 한정할 필요성이 크다.

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.