

향후 금융시장 환경과 투자전략



2020. 7. 27

리서치팀 이 동 호

02) 2009 7062

dhlee@leading.co.kr

주요 현황 점검

1. 2/4분기중 경기 바닥 통과.. 향후 완만한 회복(표준 시나리오 下)
2. 바이러스 재확산 기간중에도 주요 금융시장 지표는 안정적 흐름
(위험선호도, 자금 경색, 신용 경색 관련 지표)
3. 바이러스 1차 확산 효과 ≠ 2차 확산 효과

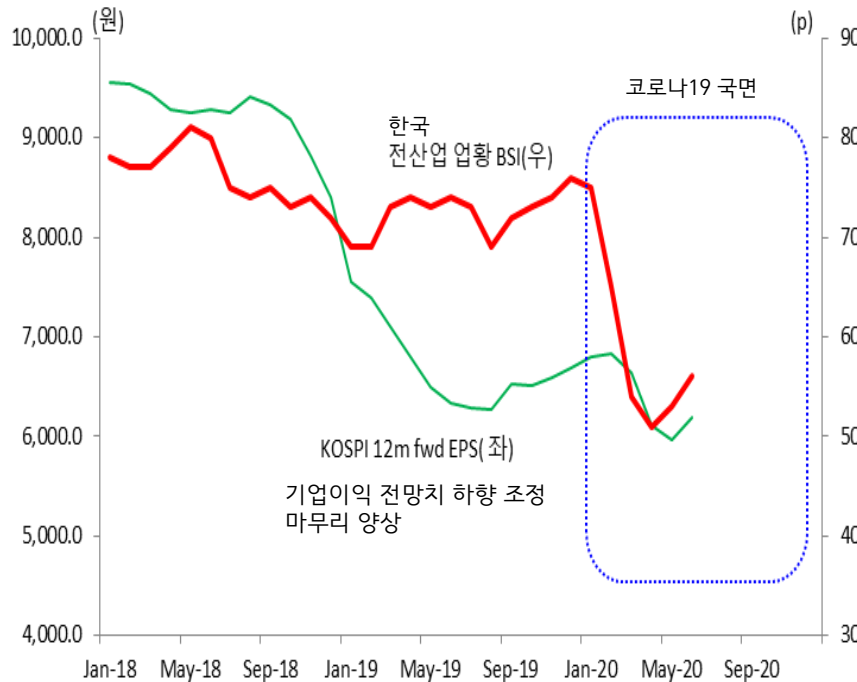
주요 시나리오

- 1) Best 시나리오 : 백신 개발 조기 완료, 코로나19 이슈 소멸.. 그러나 코로나19 이슈 소멸 이후 디레버리징 정책 조기 착수 여부가 변수
- 2) 표준 시나리오 : 바이러스 문제는 상시적 리스크, 단 부정적 강도는 약화, 당초 예상보다는 더딜 경기 회복, 경기 부양 정책 대응 지속,
백신 기대감 유지
- 3) Worst 시나리오 : 바이러스 다시 급속 확산, 정책 실기(우왕좌왕), 더블 딥 경기 패턴

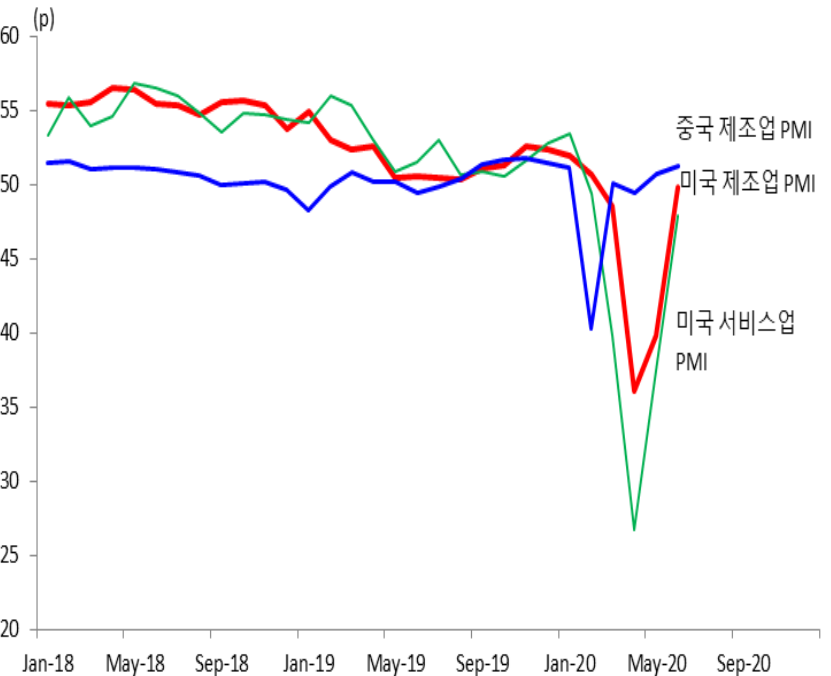
■ 2/4 분기 최악의 상황을 통과

- 속도성 높은 경기 선행성 지표들이 바닥에서 반등중
- 고강도 부양 정책의 시차 효과, 추가 부양 정책, 초저금리 국면, 바이러스 재확산에 대처하는 학습 효과, 치료제 및 백신 개발 진전 등을 감안하면 당초 예상보다 속도는 더딜 수 있어도 경기 회복 자체가 안 되는 상황으로 치달지는 않을 전망(표준 시나리오)

<경기 선행성 지표의 바닥권 탈피 조짐>

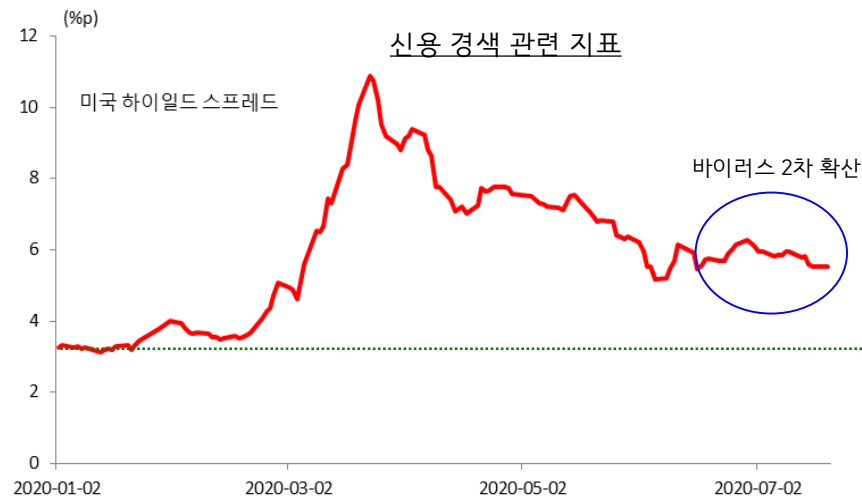
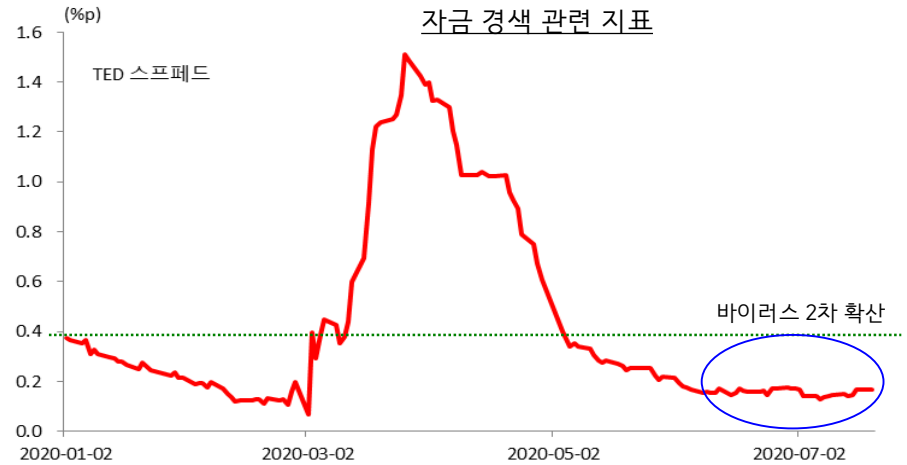
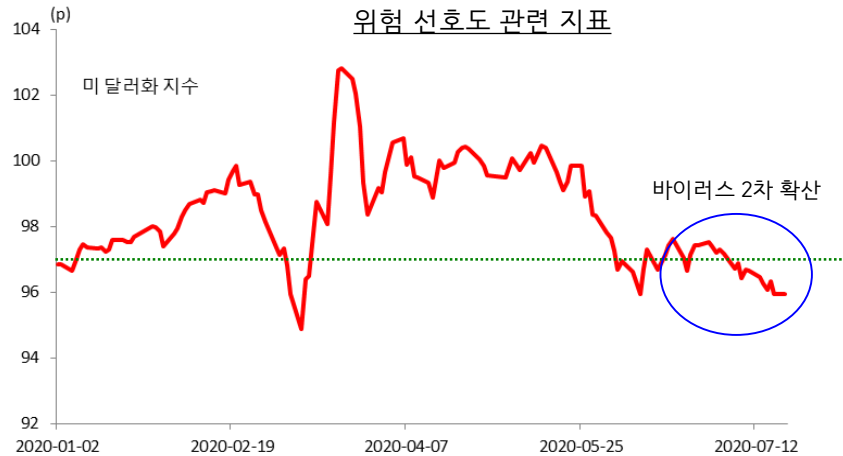


자료 : Dataguide, 리딩투자증권



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

■ 미 달러화 지수, TED 스프레드는 연초 아래 수준으로..

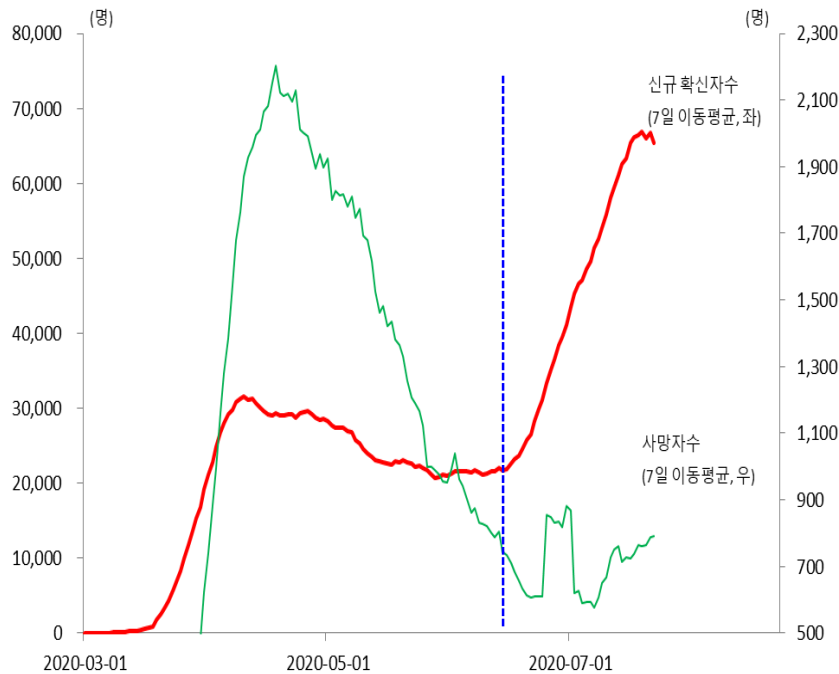


자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

■ 주요 국가별 확산 양상, 사망률, 학습 효과(대처 노하우) 등의 측면에서 1차 확산 때와는 다를 것

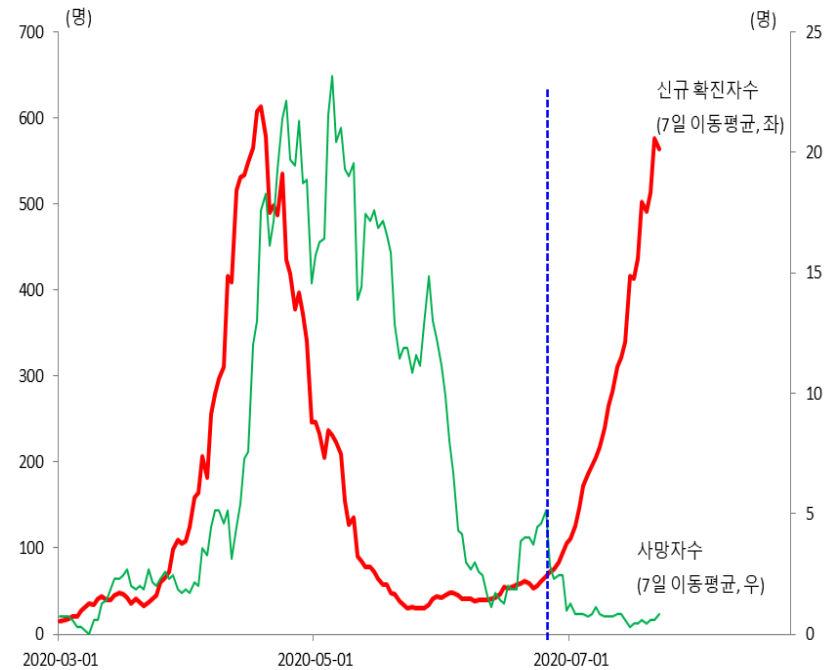
- 미국/일본은 잠재적 우려 대상이나 한국, 중국, 유럽 등은 컨트롤되는 양상
- 미국/일본의 경우도 신규 확진자수와 사망자수 추이가 1차 확산 때와는 다른 모습.. 사망자수는 상대적으로 안정적인 흐름
- 경제에 미치는 부정적 효과는 1차 확산 때와는 다를 전망

<미국 신규 확진자 및 사망자수 추이>



자료 : WHO, 리딩투자증권

<일본 신규 확진자 및 사망자수 추이>



자료 : WHO, 리딩투자증권

주요 가격 지표 흐름

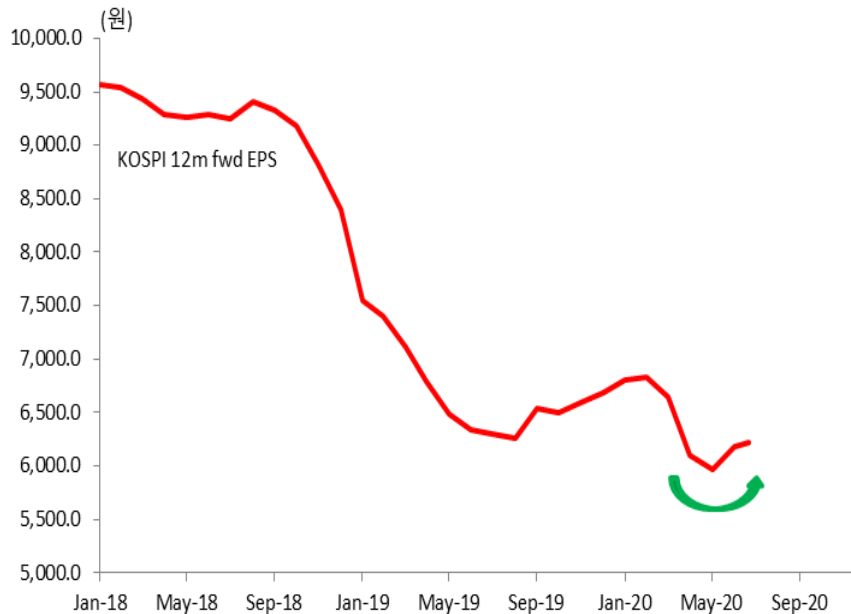
(표준 시나리오 下)

1. 주식 : 크게 앞서 가지 않았다
2. 환율 : 하반기 완만한 강세 예상
3. 금리 : 경제 정상화 초기의 불안정성 감안, 정책적으로 관리된다.

■ 현재 KOSPI에 내재된 기업이익 예상치 < 애널리스트 예상치 컨센서스

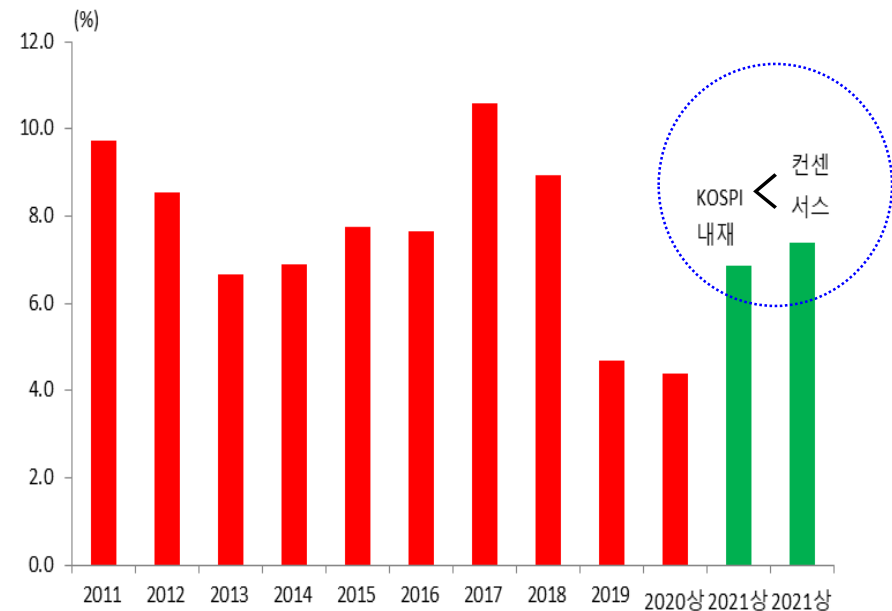
- KOSPI(7/17) 내재 1년 예상(2021년 상반기까지) 기업이익 증가율 55.8% < 7/17 애널리스트 1년 예상 기업이익 증가율 68.1%
 - o 2차 확산으로 당초 예상보다 경기 회복 속도가 늦어져 이익 예상 컨센서스가 하향 조정된다 해도 KOSPI 조정 폭이 크지 않을 이유
- 고 밸류에이션 이슈는 역대급 초저금리와 같이 놓고 판단해야 할 것.. 밸류에이션 멀티플의 역사적 비교는 실효성 적음
 - o 멀티플 높은 성장주의 아웃 퍼포먼스가 시장 멀티플 상승을 견인

<KOSPI 기업이익 전망 기초>



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

<KOSPI ROE 추이 및 전망>

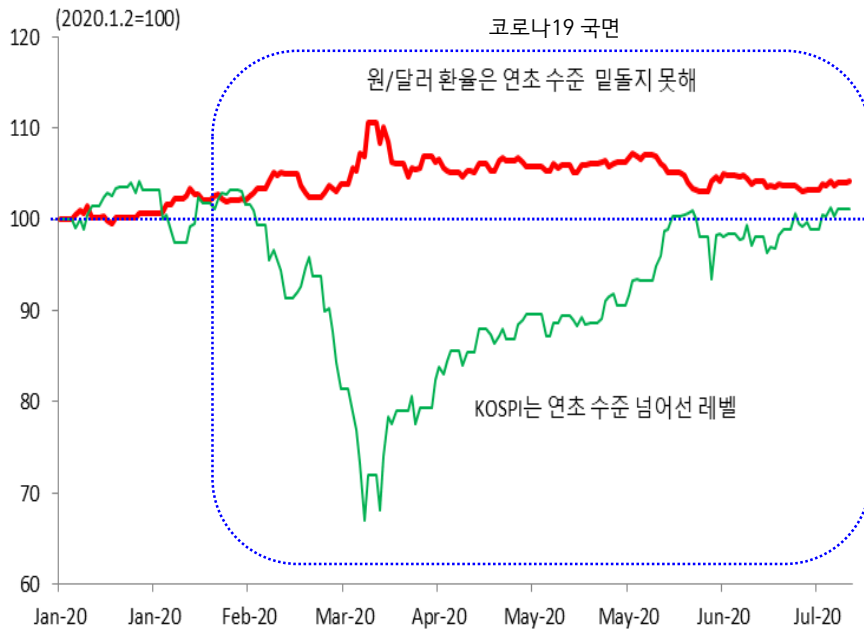


자료 : Dataguide, 리딩투자증권

■ 글로벌 경기의 점진적 회복에 따른 달러화 약세 환경 예상

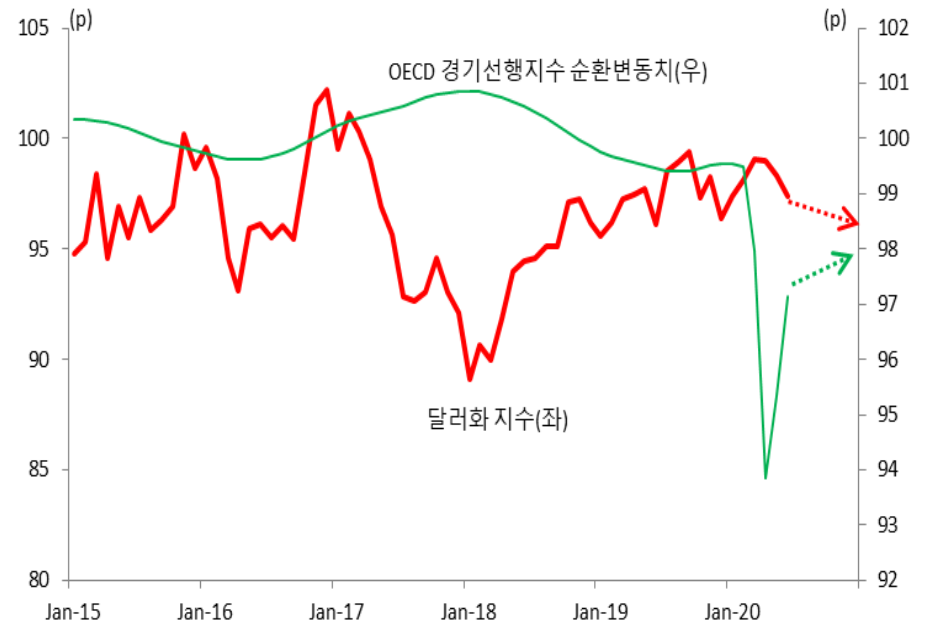
- 미국 이외 지역의 경기 회복 → 달러화의 safe haven적 성격 약화 → 미국 이외 지역으로의 자금 유입 가능 → 달러화 약세
- 원/달러 환율은 주식시장보다 크게 보수적으로 움직였음
 - 한미간 금리차, 주식 수익률차, 경기지표 상대 강도 등을 감안할 때 원/달러 환율은 보수적 흐름으로 판단
- 향후 달러화 약세 환경 & 주요 이머징 지역 리스크 축소 → 국내 금융시장 외국인 수급에 긍정적

<주식시장 보다 보수적 흐름 보인 환율>



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

<글로벌 경기 회복시 달러화 약세 경향>



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

■ 금리 상승을 억제하려는 정책 지속 예상

- 구조조정 없는 고강도 부양 정책의 최대 난제는 금리 상승 리스크.. 구축효과가 통제되어야 위기 극복 및 경제 정상화가 가능
- 더디나마 경기가 회복이 되면서 기준 금리는 동결 기조 지속 예상.. 경제 정상화 초기의 불안정성 감안하여 정책 당국은 금리 상단 통제 정책 집행 예상(예 : Yield Curve Control, 중앙은행의 국채 매입 등)
- 금리 상승 용인은 경제 정상화가 어느 정도 이루어지는 내년에나 가능할 전망

<향후 보험권 흐름을 이어갈 금리>



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

■ 정책 실기

- 상시적 리스크 요인이 될 수 있는 코로나19 바이러스
- 시의적절한 정책적 대응이 중요한데 1) 정치적 갈등으로 인한 정책 공백 리스크, 2) 그릇된 정책 처방 등이 최대 위험 요인
- 과거 위기 상황 때의 Best, Worst 케이스
 - o Best : 리먼 사태 때 미국.. 선 구조조정, 후 고강도 경기 부양 정책 집중
 - o Worst : 대공황 때 미국.. 달러 유출 막기 위한 금리 인상 정책으로 경기 침체 장기화

■ 금리 급상승

- 부채 의존형 경제에서 금리 급상승은 최대 위험 요인
- 코로나19 사태의 경우 선 구조조정 없이 부채 의존형 정책 처방이 고강도로 이루어진 상황
- 가능성은 희박하나 정책 실기에 의한 금리 급상승을 막아야 할 것

■ 코로나19 바이러스의 급격한 재확산

- 전망의 영역을 벗어나는 사안일 수 있으나 특히 미국의 경우 잠재된 리스크 요인
- 표준 시나리오 : 경기 회복 속도는 당초 예상보다 더딜 수 있으나 방역 활동 강화, 학습 효과, 추가 경기부양 정책 등이 리스크 경감

■ 그 외 공매도 금지 조치 해제 관련

- 바이러스 2차 확산 문제와 경기 회복 초기의 불안정성을 감안하여 '제한적 해제' 또는 '해제 연기' 등을 기대

투자 전략

■ '상반기 대비 경기 불확실성 완화', '초저금리 국면 지속', '달러화 약세 환경'하에서의 투자전략 모색

- KOSPI / KOSDAQ 내 성장주의 범위 확대(기존 언택트에서 확대), 이머징 또는 중국의 성장/퀄리티 스타일 ETF 등
- 경기 불확실성 완화되어도 저성장 국면을 벗어나는 것은 아니라는 점을 인식할 필요

<향후 환경과 투자전략>

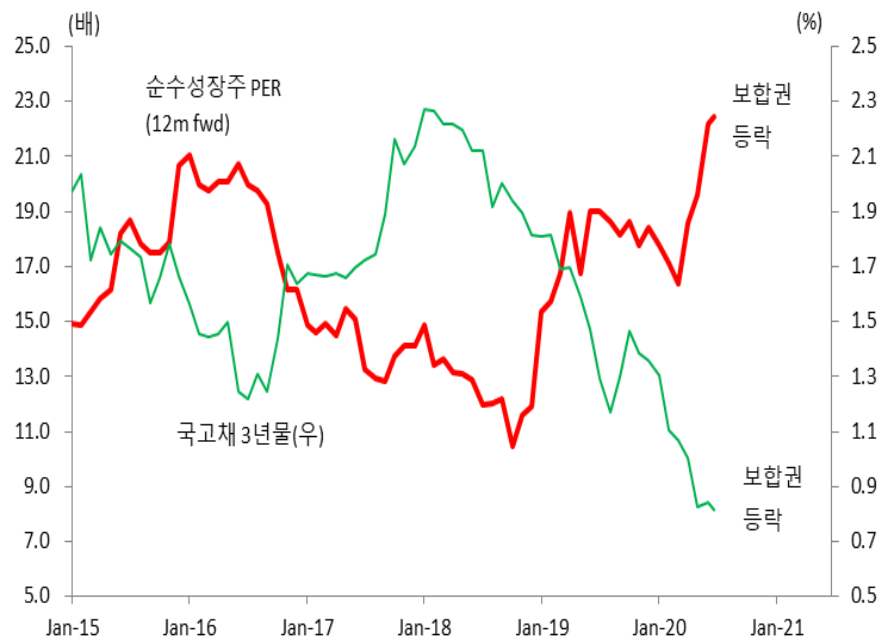
코로나19 상황	매크로 환경	투자전략 아이디어	액션 플랜
방역활동 및 거리두기 (1차 확산 때 보다는 부정적 강도 약화 경기 부양 정책 지속 코로나19 바이러스 상시적 리스크	당초 예상보다 완만한 경기 회복 (단, 상반기보다는 경기 불확실성 완화) 초저금리 상황 유지 달러화 약세 환경	성장주 프리미엄 지속될 환경 씨클리컬 속성과 성장 속성을 동시에 포함한 종목군에 대한 기대치 상향 조정 이머징 위험자산에 대한 기대치 상향 조정 전통적 씨클리컬 종목군이 지속적 호조 보이기 힘든 환경	성장주 범위 확대 (기존 언택트 외에 덜 오른 반도체, 5G등) 이머징 성장/퀄리티 스타일 중국 성장/퀄리티 스타일 전통적 씨클리컬은 단기 플레이

주 : 당사 발간 '코로나19 사태 이후의 환경 변화와 투자전략(2020.4.14)' 참조
자료 : 리딩투자증권

■ 상반기 대비 경기 불확실성 완화되겠지만 바이러스 상시 리스크 환경하에서 빠른 경기 회복은 기대 난

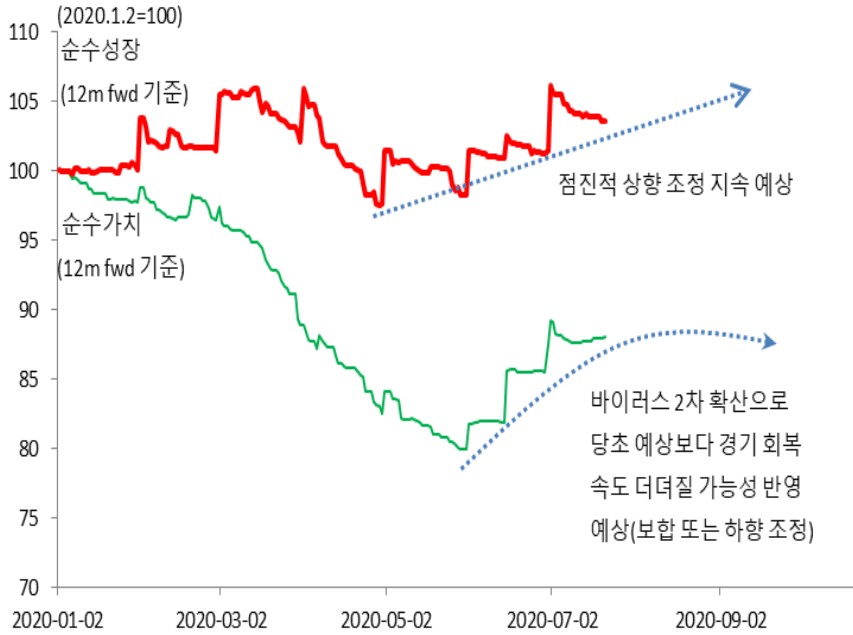
- 금리 하락에 기인하는 성장주의 멀티플 익스팬션 과정은 더 이상 지속되기 힘들 전망이나 향후 보험권 금리 흐름하에서 현재 멀티플 레벨 유지는 가능.. 이제는 멀티플 대신 점진적인 실적 성장이 주가의 견인차 역할할 것(주가 상승률 = PER 변화율 + 이익 증가율)
- 바이러스 상시 리스크 환경은 당초 예상보다 경기 회복 속도를 더디게 → 가치 스타일(주로 씨클릭)의 주가 상승 한계를 규정

<금리와 역상관 관계가 뚜렷한 성장주 멀티플>



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

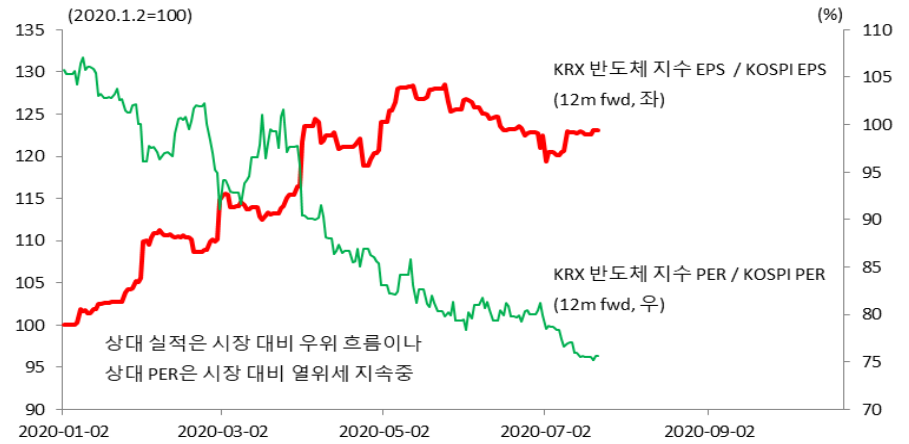
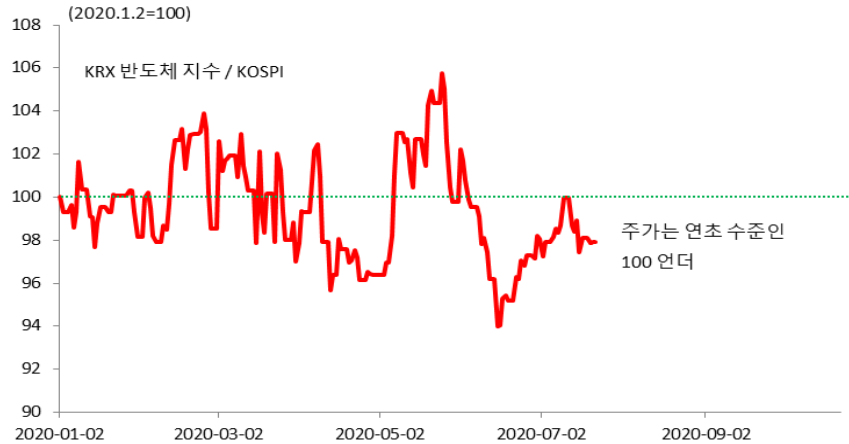
<성장/가치 스타일간 EPS 전망 기초의 차이 예상>



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

가장 저평가된 업종

- 경기 불확실성 완화(메모리 반도체) + 높은 성장성 보유(시스템 반도체).. 주식시장은 아직 이를 반영하지 않고 있다는 판단



시스템 반도체 수요가 지속적으로 성장할 IT 산업

삼성전자의 시스템 반도체에 대한 고강도 투자 계획 (2030 반도체 비전 플랜)

주식시장은 아직 이를 충분히 반영하지 않고 있다는 판단

자료 : Dataguide, KEIT, 리딩투자증권

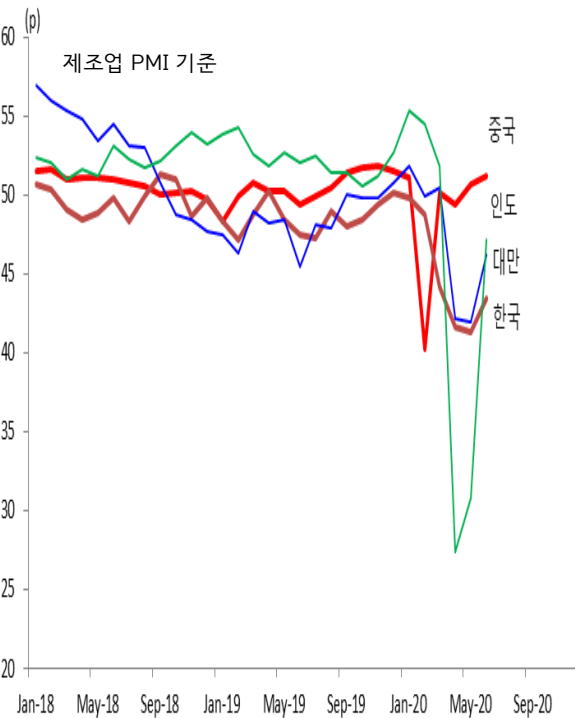
■ 달러화 약세 환경하에서는 이머징 주식이 호조세

- 이머징 시장 내에서도 경기 흐름이 상대적으로 양호한 중국 주식에 대한 관심 필요
- 바이러스 2차 확산 이후 '통제력 측면에서의 상대적 우위', '경기 부양 정책' 등으로 중국 증시가 그 동안의 상대적 부진을 만회 중

<달러화 약세시 이머징 주가 호조 경향> <이머징 내에서 중국 경기가 상대적으로 양호> <중국의 선진 / 이머징 시장 대비 상대 주가>



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

▶ 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 3자에게 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.