

Key Points 에 대한 재음미

2020/ 8/ 26

Strategist

이동호

(2009-7062)

dhlee@leading.co.kr

코로나 19 바이러스가 다시 빠른 속도로 확산되고 있다. 2 단계 거리두기의 전국적 확대가 시작되었고, 감염학회에서는 3 단계 대응을 시작해야 한다고 주장한다. 정책당국에서도 3 단계 거리두기에 대한 고민을 하고 있다. 8 월 휴가 시즌이 종료되어 가고 있는데다 약 한 달 뒤에는 추석 연휴가 있다는 점에서 하반기중 바이러스 통제가 잘 되어야 할 필요성이 어느 때 보다 커진 시점이다. 아직 백신이 없는 상황이기 때문에 향후 고강도 방역이 무엇보다 중요하다.

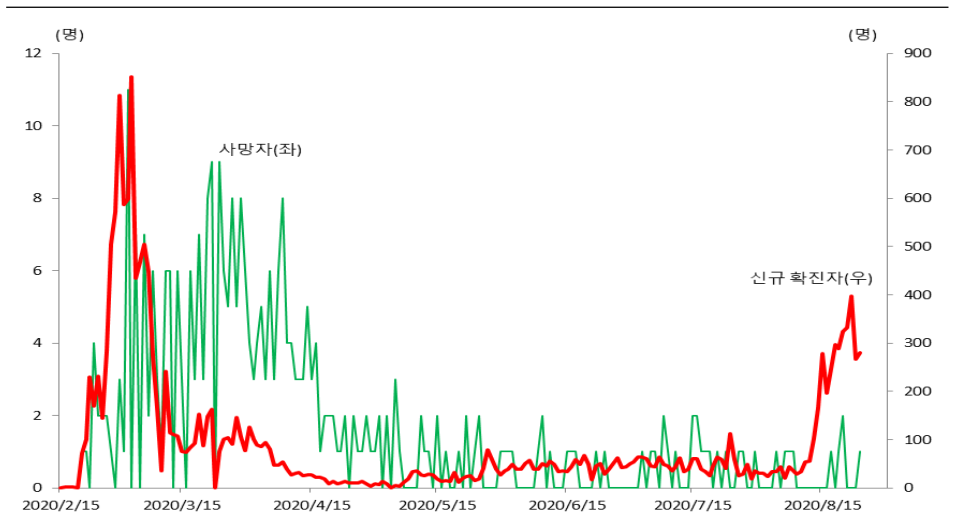
최근의 2 차 확산은 2~3 월 신천지발 확산과 비교되고 있다. 일단 신규 확진자수 기준으로만 보면 2 차 발발(8/13) 이후 12 일간(8/24) 3,175 명인데 1 차 발발(2/20) 이후 12 일간은 4,304 명이었던 점에서 아직 1 차 때 보다는 그 확산 속도가 더 빠르지는 않다. 다만 이번 2 차 확산은 수도권에 집중되어 있다는 점, 신규 확진자내에서 바이러스 취약 연령 비중이 1 차 때 보다 높다는 점에서 많은 걱정을 불러 일으키고 있다.

그러나 고강도 방역 대응이 1 차 때보다 빠르고, 법적 강제조치도 강화되어 있다는 점은 기대해 볼 만한 요인이다. 고강도 거리두기는 신천지 사태 발발 이후 약 한 달 뒤에 시작되었지만 이번에는 열흘 정도 만에 시작되었다. 신규 확진자수와 사망자수간의 관계도 1 차 때와는 다른 모습이다. 그 강도가 약하다는 것이다. 1 차 발발 이후 12 일간 28 명이 사망한 것과 비교하면 이번 2 차 확산 시작 이후 12 일간 사망자수는 5 명에 그치고 있다. 사망자수 흐름의 1 차 대비 안정화는 유럽에서 재확산세가 빠른 프랑스에서도 관찰되는 점이다.

<그림 1>에서 보는 바와 같이 1 차 확산 때는 신규 확진자수와 사망자수 모두가 빠르게 증가하는 양상이었다. 그러나 이번 2 차 확산의 경우 신규 확진자수는 빠르게 증가하고 있으나 사망자수는 안정적인 흐름을 유지하고 있다. 물론 사망자수는 신규 확진자수에 후행하는 지표이긴 하다. 시간이 지나면서 올라갈 수 있다. 그러나 그 시차를 감안해 보아도 현재 사망자수 흐름은 1 차 때보다는 약한 것으로 판단된다. 치명률이 약화된 것인가에 대해서는 아직 논하기 시기 상조일 수 있다 하더라도 사망률이 1 차 때보다 안정적일 경우 경제 주체들의 경제 심리에 미치는 악영향은 1 차 때보다는 덜할 수 있지 않을까 생각한다.

1 차 확산 때를 거치면서 경험된 학습 효과, 백신에 대한 기대감 등도 경제 심리와 관련해 1 차 때보다는 충격을 덜 줄 요인이 된다고 생각한다. 1 차 때에는 없던 요인이기 때문이다.

<그림 1> 코로나 19 바이러스 1, 2 차 확산 시간 비교



자료 : WHO

물론 경제 흐름이 당초 예상보다 약할 가능성은 높다. 경제 심리 악화 폭이 1 차 때보다는 적더라도 고강도 거리두기가 경제 지표 흐름과 가지는 트레이드 오프 관계가 없어지지 않는 때문이다. 만약 거리두기 강도가 3 단계로 격상된다면 경제 흐름은 더 약해 질 것이다. 한국은행은 이번 8 월 금통위에서 수정 경제 전망을 발표할 것인데 기존 전망치보다 낮아진 전망치를 발표할 가능성이 높다. 한국은행은 지난 5 월 금년 경제 성장률을 -0.2%로 전망했는데 이번 금통위에서는 -1.0% 내외로 수정 전망할 가능성이 높다고 본다(최근 블룸버그 컨센서스는 금년 -1.0%). 3 단계 거리두기가 실시될 경우의 효과와 관련한 최악의 시나리오도 함께 내놓을 것이다.

2 단계 거리두기가 제대로 지켜지는 가운데 신규 확진자수가 조만간 피크 아웃하는 것이 현재로서는 베스트 시나리오이다(참고로 신천지발 사태 때는 발발 이후 2 주 경과 후 피크 아웃). 그러나 3 단계로 격상되면서 경제 흐름에 더 악영향을 줄 가능성도 배제할 수는 없다. 물론 경기 침체가 연속되는 것을 막기 위한 정책 당국의 고강도 부양 정책이 추가로 집행되고, 앞서 언급한 1 차 확산 때보다는 경제 심리 악화 폭이 크지 않을 수 있음을 감안하여 하반기 경제 성장률은 2/4 분기 때보다는 나을 것으로 예상된다. 그러나 낙관 편향적일 수는 없다.

이렇듯 불확실성이 다시 커진 상황에서 필자는 코로나 19 사태 발생 이후 지속적으로 주식시장 흐름의 근간을 이루고 있는 Key Points 를 다시 음미해 볼 필요성이 높다고 본다. 3 가지 정도로 압축되는데 이는 이번 2 차 확산으로 인해 새로이 발생한 것이 아니라 코로나 19 사태가 발생한 2 월 이후 계속 주식시장 흐름의 핵심 논리로 작용하고 있다.

첫째, 정책 대응 = f(코로나 19 상황)이라는 점이다. 이번 사태는 경제 시스템 내부적 요인으로 인해 발생한 케이스가 아니다. 따라서 시장 실패 요인을 먼저 걷어낸 후 그 다음으로 경제 시스템 전체를 부양하는 정책을 쓰는 상황이 아니다. 경제 시스템 외적 요인으로 인해 시장의 자동 조절 기능이 무력해졌고, 그 책임 규명도 할 수 없기 때문에 일단 다 안고 가야 하는 상황이면서 정책 집행의 타이밍도 매우 중요하다. 물론 그 동안 고강도 정책 대응을 해 왔기 때문에 추가적인 정책 강도는 초기 때보다는 약할 수 있다. 그러나 시장의 자동 조절 기능이 크게 약화된데다 3 단계 거리두기 시행 여부도 고민이 되는 상황임을 감안하여 정부는 경기 부양 정책에 있어 마른 수건을 짜낼 가능성이 높다.

둘째, 그렇다면 고강도 정책 대응에 내포되어 있는 자산배분 효과에 주목할 필요가 있다. 고강도 정책 대응이 경기 침체를 막아내는 상황이라면 자산간 밸류에이션 격차, 잉여 유동성 지표를 계속 주시할 필요성이 높다.

우선 초저금리 흐름이 정책적으로 유지되고 있는 가운데 고강도 부동산 규제 정책이 집행되고 있기 때문에 자산간 밸류에이션 격차 측면에서는 주식이 계속 유리한 상황이다. <그림 2>는 주식과 채권의 상대 PER 을 보여 주고 있다. 현재 주식(KOSPI)은 채권(국고 3 년물) PER 대비 역사적으로 가장 저렴한 영역에 있다. 물론 바이러스 2 차 확산의 부정적 영향이 감안되면서 금리가 좀 더 내려 갈 가능성을 배제할 수는 없다. 그러나 앞서 언급한 바와 같이 경기 침체 지속을 상정하지 않는다면 채권 가격의 업사이드 포텐셜은 크지 않을 전망이다. 추가 부양정책을 위한 국채 발행 압력도 채권 가격의 업사이드 포텐셜을 제한할 것이다. 한편 고강도 규제를 받고 있는 부동산도 상대적 관점에서는 주식 대비 우월한 상황은 아니라는 판단이다.

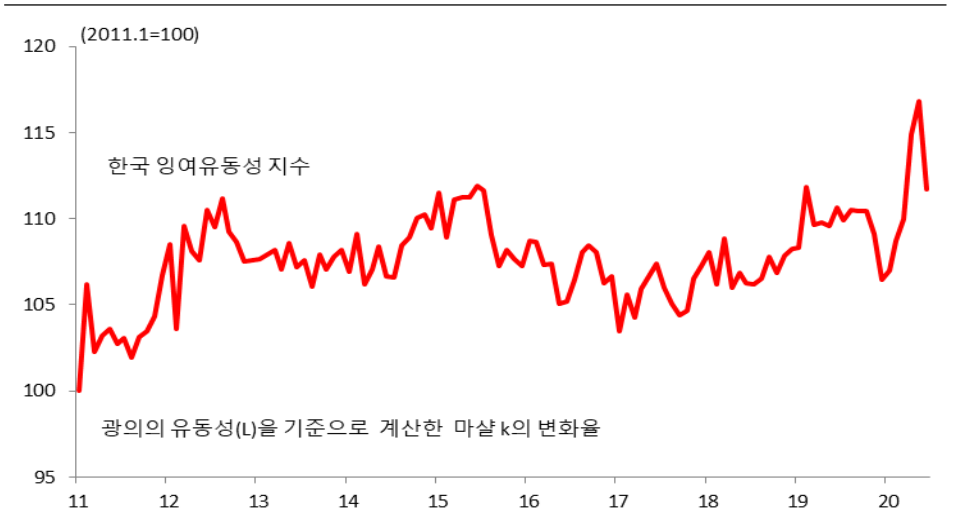
<그림 2> 채권 대비 주식의 상대 밸류에이션은 역사적으로 가장 저렴한 상황



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

그렇다면 어디로든 이동할 수 있는 잉여 유동성이 역사적으로 가장 풍부하다는 점이 중요한 포인트가 된다. 최근 소폭 줄어들긴 했지만 여전히 historically high 수준이다(<그림 3> 참조). 바이러스 2 차 확산의 영향으로 고강도 통화 완화정책이 계속될 것임을 감안하면 풍부한 잉여 유동성은 채권이나 부동산 보다는 상대 밸류에이션 메리트가 있는 주식 쪽으로 계속 이동할 가능성이 높다. 투자 대안을 찾는데 있어 그 선택의 폭이 예전보다 훨씬 더 좁아졌기 때문이다.

<그림 3> 풍부한 잉여 유동성 상황 지속



자료 : 한국은행, 리딩투자증권

셋째, 고강도 정책 대응은 주식시장 내에서 스타일 배분 효과를 가진다는 점도 Key Points 중의 하나이다. 성장성에 대한 프리미엄이 더 커진다는 것인데 '성장'에 목마른 저성장 시대에 코로나 19 사태가 발발'했고, '바이러스 문제는 상시적 리스크 요인'이 되었으며 그로 인한 '고강도 정책 대응으로 기존의 저금리 국면이 더 장기화될 수 있게 되었다'는 점이 그 이유이다. 이에 대해서는 코로나 19 국면이 진행되는 기간 뿐 아니라 이후 사태가 완화되고, 경제가 정상화된다고 하더라도 기존의 저성장 국면은 계속 이어진다는 점까지 고려할 필요가 있다. 코로나 19 사태 완화가 기존의 낮은 잠재 성장률을 개선시키는 요인이 아니라는 점, 경제 정상화 이후 누적된 과다 부채 문제를 해소해야 한다는 점, 만약 금리마저 정상화된다면 급격하게 드러날 부실/부진 부문의 취약성이 큰 문제라는 점 등은 저성장과 저금리 장기화의 주된 이유가 된다.

<그림 4>는 향후 경제 성장률 전망치 흐름을 보여 주고 있는데 경제 정상화가 가능할 것으로 기대되는 2022년 경제 성장률 전망치는 코로나 19 사태 발발 이전 기간인 2017~19년 평균 성장률과 비교시 별 차이가 없다. 중국의 경우 오히려 더 낮아질 것으로 전망되고 있다. 이로 인해 현재의 초저금리 국면이 장기적으로 유지될 경우 저조한 경제 성장을 극복해 가는 실적 호전 성장주는 초저금리 혜택을 길게 누리게 된다.

연초 이후 주식시장 상승은 성장주가 주도하고 있는데 '성장성'에 있어서의 주가 퍼포먼스 차별성은 과거보다 더 뚜렷해 졌고, 앞으로도 그러할 것으로 본다. 필자가 기존 보고서들에서 주장해 온 바와 같이 예전의 주식시장 내 성장/가치 밸류에이션간 평균회귀(mean reversion) 관계는 이제 발산(divergence)의 관점에서 생각해 볼 필요성이 높다는 것도 그 맥락이다. 저성장 국면인데도 주식 시장 전체 밸류에이션이 역사적 고점을 경신한 흐름도 맥을 같이 한다.

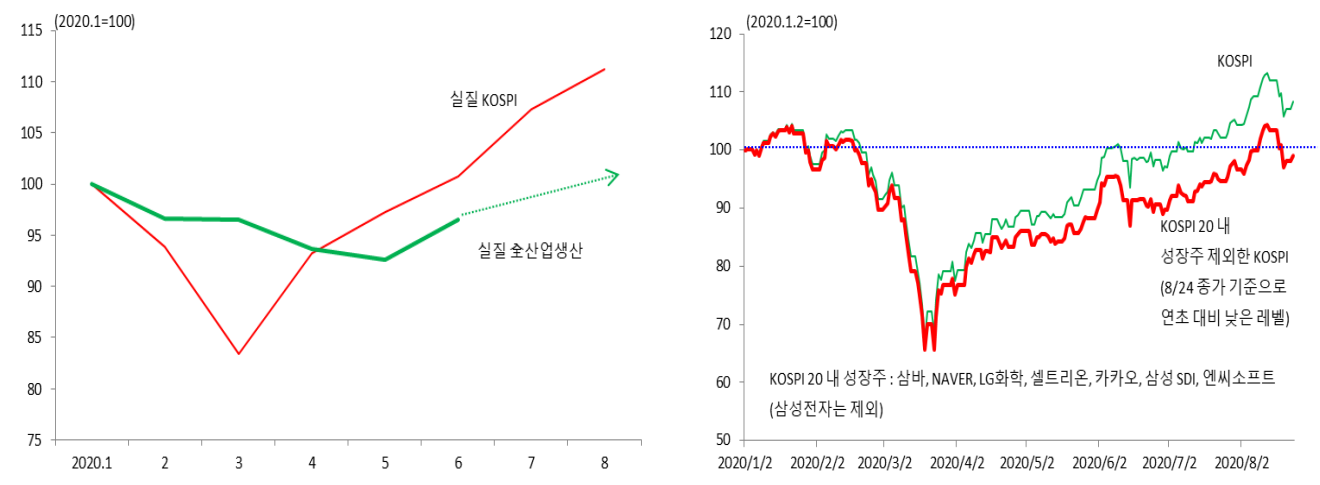
<그림 4> 경제 정상화가 되어도 저성장 국면은 지속



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

성장성 프리미엄에 대한 부연 설명은 <그림 5>로도 가능하다. <그림 5>는 연초 이후 주식시장 흐름과 전체 경제와의 관계를 보여 주고 있다. 우선 전체 경기 지표는 아직 8 월 지표가 나오지 않았지만 이제 겨우 연초 수준이 된 것으로 추정된다. 그러나 주식시장은 이미 연초 수준을 넘어서 있다. 그 이유는 코로나 19 사태에도 불구하고, 경기 흐름과 상관관계가 낮은 실적 흐름을 보여 주거나 코로나 19 사태가 성장 모멘텀을 더 부여한 성장주가 주도하고 있기 때문이다. 예를 들어 시가총액 기준 탑 20 이내의 종목 중 7 개 성장주를 제외한 KOSPI 와 전체 KOSPI 를 비교하면 전체 KOSPI 는 연초 수준을 이미 상회하고 있지만 성장주 제외 KOSPI 는 아직 연초 수준 아래에 있다. 성장주 제외 KOSPI 가 전체 경제 흐름과 유사한 흐름을 보이고 있는 것이다. '장기 저성장 환경'하에서 '코로나 19 바이러스 문제가 상시적인 리스크'인 상황에서는 이런 흐름이 중장기적으로 이어질 가능성이 높다.

<그림 5> 연초 이후 성장주가 주도하는 주식시장 흐름.. 전체 경제 흐름과는 달라

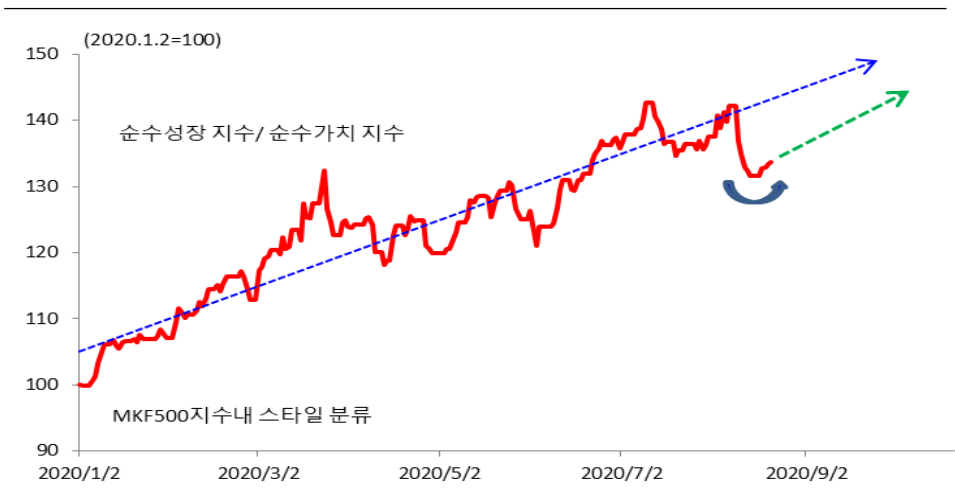


자료 : Bloomberg, Dataguide, 리딩투자증권

<그림 6>에서 보는 바와 같이 바이러스 2 차 확산 직전에는 최근의 경기 지표 개선과 맞물려 성장주 대비 가치주(주로 cyclical)가 단기적으로 아웃퍼폼하는 현상을 보였다. 그러나 최근 2 차 확산이 발발함에 따라 다시 시장의 선택이 바뀌려는 조짐을 보이고 있다. 단기적인 대응까지 다 성공할 수는 없다 하더라도 연초 이후 추세는 성장 스타일이 주도하고 있다는 점은 계속 염두에 둘 필요가 있다.

이번 2 차 확산이 던져 주는 시사점도 그러한 점이라고 생각하는데 이는 포트폴리오내 core 와 satellite 를 결정하는 기준이라고 본다. 즉, '장기 저성장 환경'인데다 '코로나 19 바이러스는 상시적 리스크'임을 고려한다는 것이다. ①최근 의미있는 주가 조정을 보인 언택트 관련주, ②바이오 관련주, ③성장성 높지만 아직 주가에 반영된 바가 크지 않은 시스템 반도체 관련주, ④전기 및 수소차/관련 부품주, ⑤5G 관련주, ⑥K-Food 관련주 등은 중장기 관점에서 포트폴리오내 core 로 계속 담아갈 필요성이 높다고 본다. Cyclical 의 경우는 코로나 19 상황 변화에 따라 satellite 로 담고 가면서 트레이딩하는 전략이 바람직하다는 판단이다. 만약 이번 2 차 확산이 의료계에서의 예상과는 달리 조만간 피크아웃하는 흐름을 보인다면 단기적으로 satellite 의 비중을 높이고, 반대로 사회적 거리두기가 3 단계로 격상될 경우는 당연히 core 의 비중을 높여야 할 것이다.

<그림 6> 중장기적으로는 성장 스타일이 주도하는 추세가 이어질 전망



자료 : Dataguide, 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 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.