조정국면이나 추세하락으로 보지 않는 이유 (2)

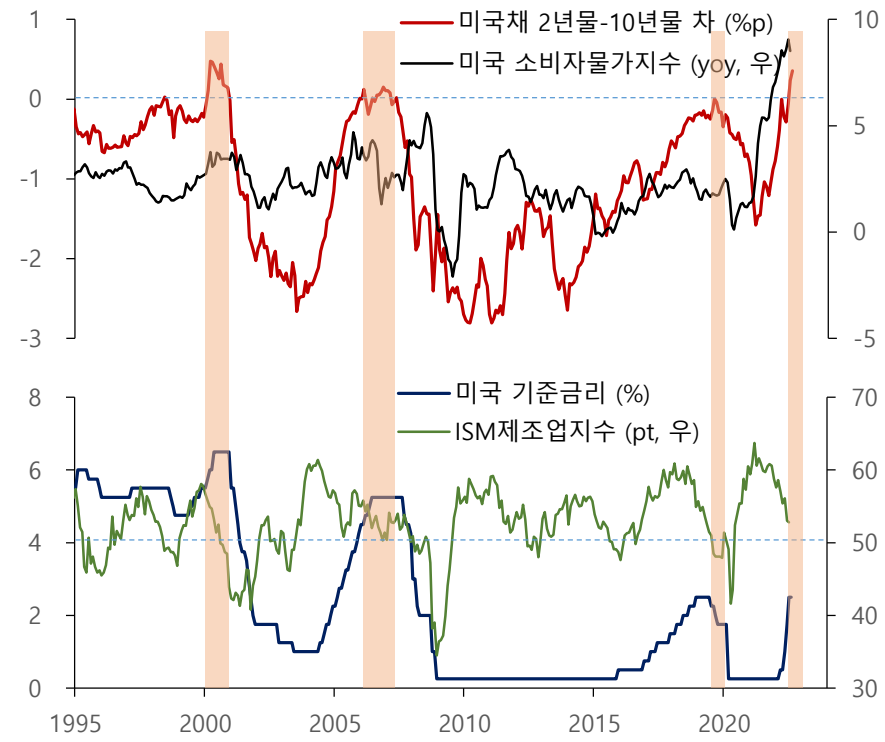
2022/ 8/ 30

Strategist
곽병열
(2009-7148)
brkwak@leading.co.kr

■ 잭슨홀미팅의 파월 발언에도 기간조정 유력

금번 잭슨홀미팅 파월 발언은 내용 면에서 최근 언급된 매파적 스탠스(9 월 75bp 인상가능성)를 크게 벗어난 것은 아니었음. 하지만 경제주체들의 고통이 수반되더라도 향후 경제지표를 충분히 확인 후 대응하겠다는 'Data dependent' 입장을 보다 강조하면서 인플레이션 피크아웃에 따른 긴축 완화 기대감을 억누르면 국내외 증시는 큰 폭으로 후퇴함. 특히 장단기금리(미국채 2 년물-10 년물)는 재차 역전되면서 긴축 압력은 경기둔화를 초래할 수준까지 반영 중임

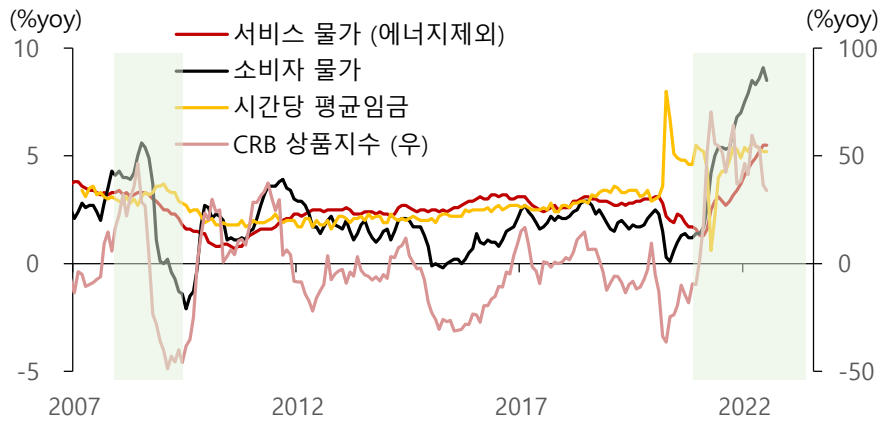
<그림 1> 현 긴축압력은 이미 상당한 경기둔화 반영 중



자료: Bloomberg, 리딩투자증권

그럼에도 경제 펀더멘털에 근거한 물가상승률 둔화 가능성은 서서히 높아지고 있다고 판단함. 서비스물가를 중심으로 고물가 레벨(level)은 여전하나, 방향성은 원재료(CRB 상품지수), 소비자물가, 서비스물가(임금 등) 순으로 피크아웃(peak out)될 것으로 예상함. 인플레이션 순환주기 상 정점 이후 노동생산성은 빠르게 하락하는 가운데, 고금리와 경기둔화까지 감당하면서 임금을 계속 높이기는 어려운 국면이 경기후행적으로 나타나는데, 이에 따라 서비스물가는 가장 뒤늦게 하락하는 경향이 재현할 것임

<그림 2> 미국 물가지표: 원재료-소비자물가-서비스(임금) 순으로 피크아웃 예상

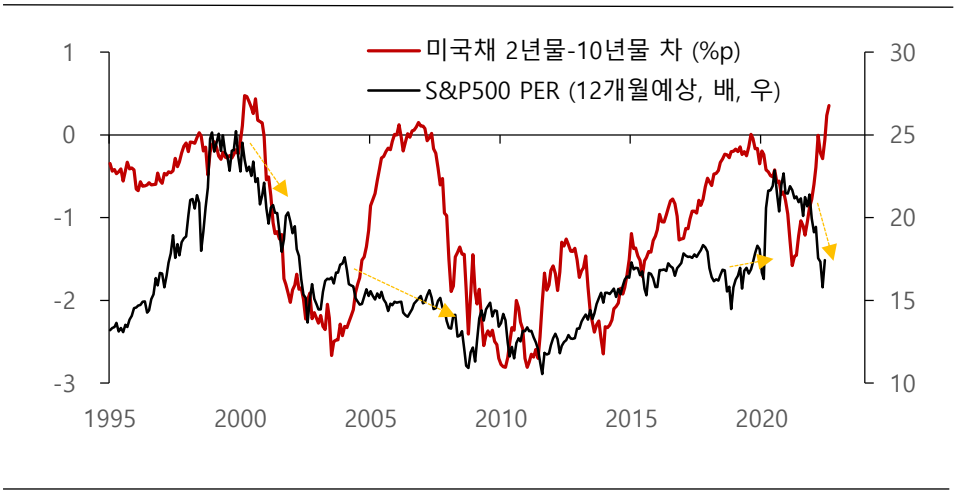


자료: Bloomberg, 리딩투자증권

장단기금리차를 인플레이션 대용치(proxy)로 활용하여 물가상승률 피크아웃에 따른 증시 효과를 가늠한다면, 주식시장의 밸류에이션 약화 국면이 과거 3 차례의 사례에서 공통적으로 관찰됨(그림 3 참조). 인플레이션 순환주기 상 절정기(Peak out)에 이르면 원가부담에 따른 영업이익률 훼손 및 판매가격 인상에 따른 수요둔화 압력 등으로 미래현금흐름의 악화 우려를 반영하는 선제적인 주가하락, 그리고 금리 상승에 따른 할인율 상승으로 주식시장 밸류에이션 후퇴로 동반되는 경향을 공통적으로 보여줌

다만 현 S&P500 기업의 PER 은 코로나펜데믹 이후 낮은 수준(16 배 전후)까지 후퇴하면 밸류에이션 부담은 이미 인플레이션 압력을 상당히 반영한 것으로 추정함

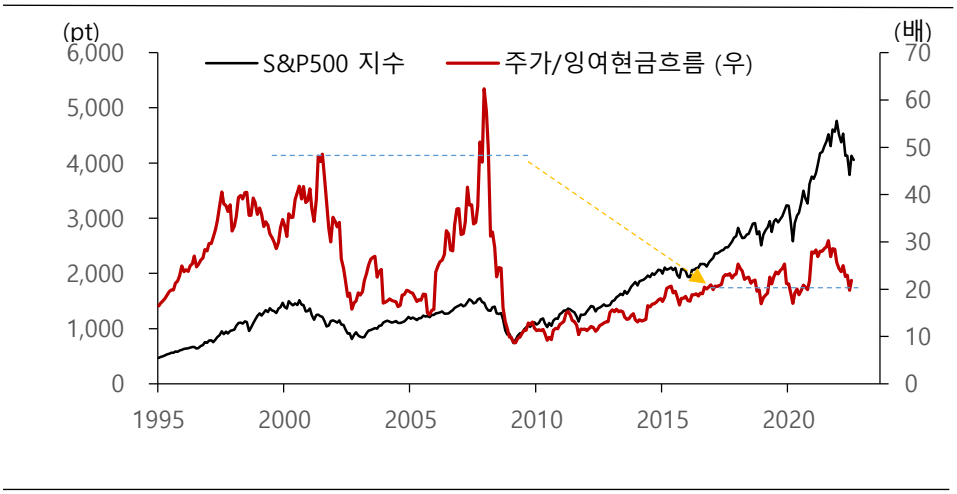
<그림 3> 인플레이션 대용치로서 장단기금리차와 PER 추이



자료: Bloomberg, 리딩투자증권

특히 인플레이션 국면에서 더욱 주목되는 것은 회계상의 순이익보다 실제 현금창출능력을 측정하는 잉여현금흐름을 기초로 하는 가치평가 도구인 'PFCR(Price Free Cash Flow Ratio, 주가/잉여현금흐름)'임. S&P500 기업의 경우 현재 20 배 수준으로 과거 인플레이션 절정기인 40~50 배 수준의 절반 수준에 불과함. 이를 통해 과거 인플레이션 절정기보다 미국 주요 기업의 현금창출능력(잉여현금흐름)은 대체로 양호한 것으로 파악됨

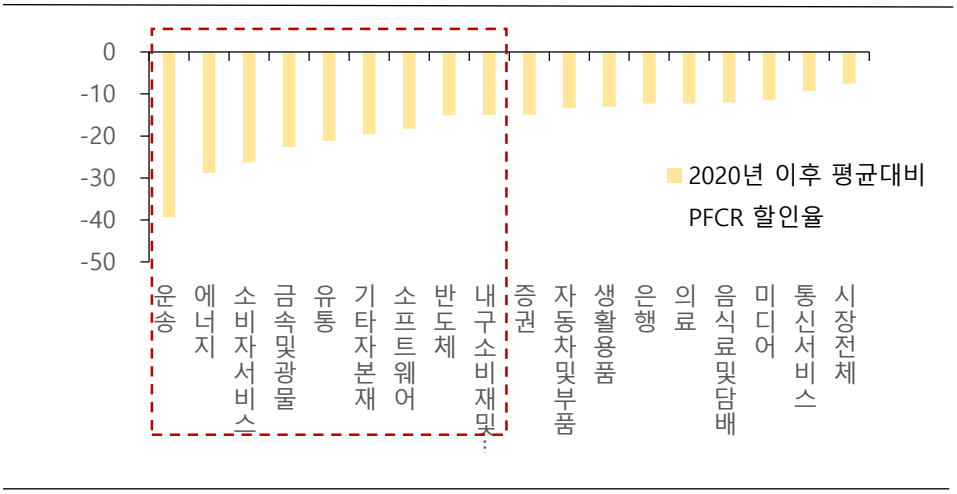
<그림 4> S&P500 기업의 PFCR 추이



자료: Bloomberg, 리딩투자증권

현금흐름 창출 능력 대비 저평가도(2020 년 이후 평균대비 PFCR 할인율)를 우리나라 주요 업종에도 적용해 봄. 이를 통해 운송, 에너지, 금속및광물, 유통, 소프트웨어, 반도체 등 업종은 할인 폭이 상대적으로 큰 것으로 나타났음. 추후 현금흐름 창출 능력이라는 안전마진(margin of safety)을 바탕으로 외부충격에 대한 완충작용, 유휴 현금을 활용한 선제적인 투자로 환경 변화에 대한 빠른 적응과 경쟁력 확보 등에 유리할 것으로 판단됨

<그림 5> 국내 주요업종의 PFCR 할인율



자료: Dataguide, 리딩투자증권

■ 결 론

▷ 파월의 긴축 발언에도 경기둔화 압력 반영되는 인플레이션 피크아웃 경로 유력

▷ 인플레이션 피크아웃: 원자재→소비자물가→서비스물가(임금) 순으로 진행 예상

▷ 뉴욕증시에 대한 밸류에이션 지표 상 PER, 특히 PFCR 은 과거 인플레이션 고점대비 저평가

▷ PFCR 측면의 저평가 국내 업종: 운송, 에너지, 금속및광물, 유통, 소프트웨어, 반도체

▶ 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.