Market Analyst 조병현
02-3770-3636 / byunghyun.cho@yuantakorea.com

2021.05.07

멀티플 확장 요인들의 상승세 둔화

1. 주춤한 모습을 보인 ISM 지수의 상승세

- 최근 발표된 4월 ISM 제조업 지수와 서비스업 지수는 전월 대비 하락한 것으로 확인
- 한달 하락한 것을 추세의 전환이라고 단정하기는 어렵지만, 세부적인 내용들 측면에서도 불편하게 보이는 모습들은 존재
- 두 헤드라인 지수 모두 컨센서스를 하회했으며, 신규 주문이 정체되는 과정에서 가격 지표만 급증한 모습도 불편해 보이는 부분

2. 향후 전망에 대한 의구심은 아직 잔존

- 제조업 지수보다는 서비스업 지수가 상대적으로 견조하게 나타나고 있음. 즉, 내수, 서비스업 경기에 대한 기대치가 상대적으로 견조
- 소비 심리를 나타내는 컨퍼런스 보드의 소비자 심리 지수도 4월 급한 상승세를 보인 것으로 나타나고 있음
- 하지만 이는 현황 지수의 강세가 헤드라인의 상승을 이끈 것으로 볼 수 있으며 향후 전망에 대해서는 아직 의구심이 남아 있는 듯 한 모습

3. 멀티플 확장을 이끌던 요소들의 둔화

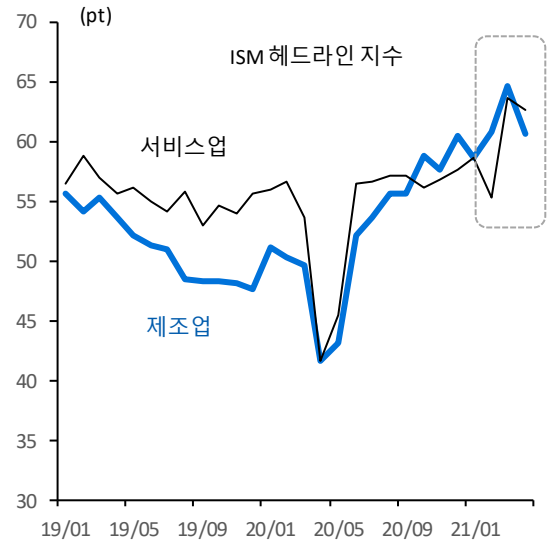
- 4월 말 발표된 미국의 M2 증가율은 +24.2%를 기록해 전월 +27%에서 다소 둔화된 결과가 확인
- 유동성 공급 속도의 둔화와 심리 지표의 상승 속도 둔화는 멀티플의 확장을 제한하는 요소라고 볼 수 있을 듯
- 향후 멀티플 확장을 수반한 탄력적인 지수 상승 보다는, 펀더멘털의 개선 속도에 기반한 지수 흐름이 예상. 더불어 전략적인 측면에서도 실적 가시성에 대한 고민이 필요할 것으로 판단

1. 주춤한 모습을 보인 ISM 지수의 상승세

최근 발표된 심리 지수들의 흐름 속에서 눈 여겨 볼만한 모습들이 나타나고 있다. 우선 미국의 4월 ISM 지수를 보면 제조업과 서비스업 지수이다. 해당 지수들은 모두 전월에 비해 둔화되는 모습을 보였다. 제조업 지수는 60.7pt를 기록해 전월의 64.7pt 대비 -6.2% 하락했다. 서비스업 지수는 상대적으로 양호한 모습이지만 마찬가지로 전월 대비로는 하락했다. 62.7pt를 기록해 63.7pt를 기록한 전월 대비 -1.6% 하락한 모습이다.

이 같은 ISM 지수의 움직임과 관련해 몇 가지 포인트에 주목해 볼 필요가 있다. 첫째는 두 지표 모두 컨센서스를 하회했고, 전월 대비 부진했다는 점이다. 한달 주춤한 것을 하락 전환이라고 표현할 생각은 없지만, 레벨 측면에서 경험적 고점 영역에 위치한 가운데 나타난 상승 탄력 둔화를 긍정적으로 해석하기 어려운 것도 사실이다. 두 번째는 세부 지표 가운데 신규 주문이나 생산 등의 상승 탄력이 둔화되는 가운데 가격 지표의 가파른 상승이 이어지고 있다는 점이다. 향후 비용 측면의 부담에 대한 경계심이 형성될 개연성을 생각해 볼 필요가 있을 듯 하다. 세 번째는 서비스업 지수가 상대적으로 견조한 흐름을 보이고 있어 매크로 모멘텀의 방점이 미국의 내수 소비, 서비스 부문에 무게를 두고 있는 상황이라는 점 등이다.

[챠트1] 미국 ISM 제조업 지수와 서비스업 지수 추이. 4월 지수는 둘다 전월 대비 하락한 것으로 확인



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[챠트2] 신규 주문 지수는 이미 정체된 모습을 보이는 가운데 물가 지표의 상승세는 여전히 가파르게 진행 중

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2. 향후 전망에 대한 의구심은 아직 잔존

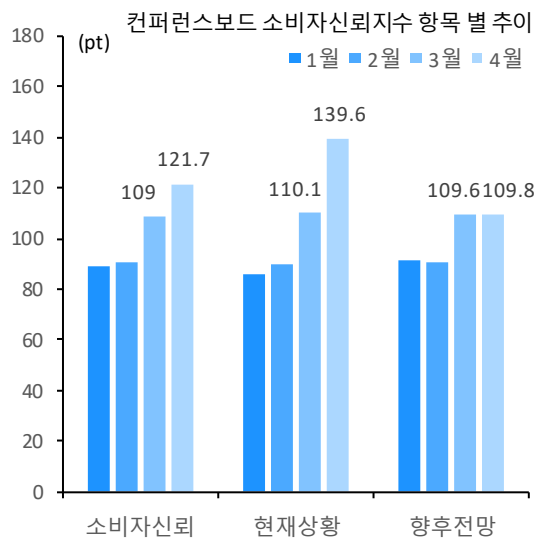
현재 미국 경기 모멘텀의 무게는 서비스업 쪽에 기울어 있는 양상이다. 이와 연결해서 살펴 볼 만한 지표가 한가지 더 있다. 4월 말에 발표된 컨퍼런스 보드의 소비자 심리 지수이다. 4월 소비자 심리 지수의 헤드라인 지수는 큰 폭의 서프라이즈를 기록했다. 121.7pt로 예상치 113pt를 크게 상회한 결과이다. 결과만 놓고 봤을 때는 훌륭한 숫자이지만, 세부 항목을 보면 다소 애매한 느낌을 지울 수가 없다. 현황 지표의 경우 전월 110.1pt에서 139.6pt로 +27%가까이 급등한 것으로 나타난 반면, 약 6개월 가량의 전망을 나타내는 전망 지수는 109.6pt에서 109.8pt로 거의 변화가 없었다. 즉, 헤드라인의 급등은 현황 지표의 급등에 기인한 바가 큰 것으로 해석할 수 있으며, 결국 최근 정책 발표 등에 단기적으로 고무된 심리가 반영된 결과일 수 있을 듯 하다.

이상에서 언급한 지수들의 움직임을 정리해 보면, 사이클적인 제조업 부문의 회복에 대한 기대감이 상대적으로 약한 가운데, 소비 경기 회복의 연속성에 대한 확신 역시도 강하다고 보기에는 부족함이 있어 보인다. 확정적으로 수요가 악화될 것이란 말을 할 수는 없다고 하더라도, 적어도 하반기 수요 회복의 연속성에 대한 의문 부호를 쉽게 지우기는 힘든 상황으로 판단된다.

[챠트3] 컨퍼런스 보드가 발표하는 소비자 신뢰지수는 4월 컨센서스를 상회하면서 기록적인 상승폭을 연출

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[챠트4] 세부 항목을 살펴 보면, 현황 지수의 급등과 전망 지수의 정체가 엇갈린 모습을 보이고 있음



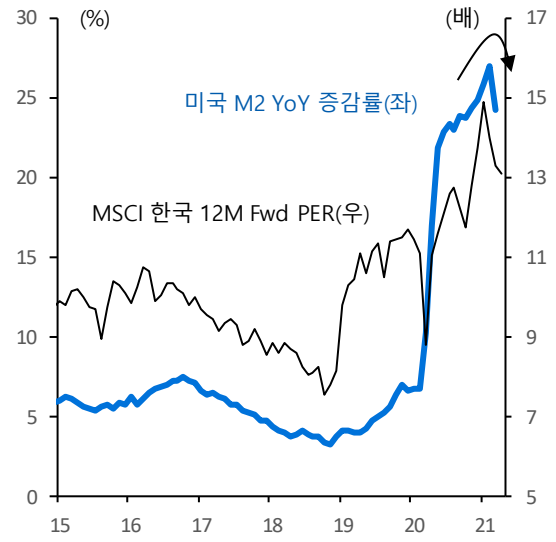
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

3. 멀티플 확장을 이끌던 요소들의 둔화

한편, 미국의 3월 M2 증감율(YoY)이 비교적 큰 폭으로 하락했다는 점도 눈에 띈다. M2 증감률은 +24.2%를 기록했는데 M2 자체의 증가세는 이어지고 있고, YoY 숫자 자체도 여전히 고공행진이라고 볼 수 있다. 그러나 전월 기록한 +27% 보다는 꽤 낮아진 수치인 것도 사실이다. 유동성 레벨 자체가 감소하는 상황은 상당기간 도래하지 않을 것으로 생각하지만, 증감률로 표현되는 공급 속도의 둔화는 가시화되기 시작한 것이다.

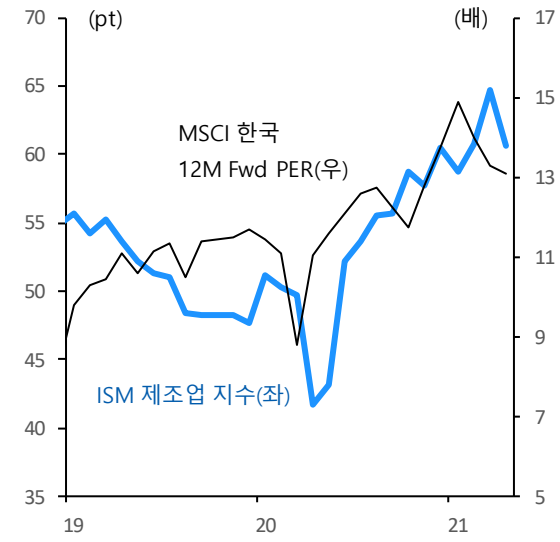
심리 지표와 유동성 속도에 대해 살펴 봤는데, 이들을 함께 묶어 언급한 이유는 시장의 멀티플에 대한 고민과 관계가 있기 때문이다. 주가(지수)는 생각해 볼 수 있는 이익에 얼마나 후한 가치를 부여할 수 있는지, 즉, 펀더멘털과 멀티플의 곱으로 생각해 볼 수 있다. 후자인 멀티플의 경우 공급되는 유동성의 속도와 심리에 높은 민감도를 가지는 것으로 보인다. 그런데 매크로에 대한 대표적인 심리지표인 ISM 지수가 경험적 고점 부근에서 탄력이 둔화되고 있으며 유동성의 공급 속도 역시 둔화될 조짐이다. 결국 멀티플 측면의 빠른 확장을 통한 지수의 탄력적인 상승보다는 펀더멘털의 개선 속도에 준하는 점진적인 증시 흐름이 나타날 개연성이 높다고 생각되며, 전략 측면에서도 지수보다 철저히 실적에 대한 가시성이 높은 업종과 종목군을 선별하여 대응할 필요가 있는 국면이라고 판단된다.

[챠트5] 유동성의 유입 속도는 벨류에이션의 결정에 있어 중요한 요인 중 한 가지로 볼 수 있을 듯



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[챠트6] 최근 국면에서는 향후 경기가 회복될 것에 대한 기대감 역시 벨류에이션의 상승 동인 중 하나로 볼 수 있음



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터