

Strategy Idea



▲ 투자전략
Analyst 이진우
jinwoo.lee@meritz.co.kr

생각 정리: 시장(Market)편

- ✓ 과장된 위기인가? 위기의 전조인가? 지금은 한 템포 느린 대응이 유리한 시기
- ✓ 은행간 유동성 지표 안정 → 회사채 시장 개선 → 채권시장 변동성 완화 연결고리 확인되어야
- ✓ 종목선택: 개별종목 베팅보다 반도체, 자동차 등 단순한 포트폴리오가 현실적 대안

과장된 '위기'인가, '위기'의 전조인가?

위기론에 대한 생각

"위기는 지나고 나서야 그 실체가 명확해진다". 위기의 조기진단이 어렵다는 의미이자, 과장된 위기가 아닐지라도 검증의 시간이 필요하다는 뜻일 테다. 문제는 당장 투자자들에게는 꽤나 한가로운 말로 들릴 수 있다는 점이다. 의사결정을 내려야 하기 때문이다.

필자의 생각은 이렇다. 지금도 '위기론'의 실체를 정확히 맞추는 것은 불가능하다. 시간이 지나면 유동성 해프닝이었는지, 아니면 또 다른 형태의 위기였는지 밝혀지겠지만 아직은 불분명하다는 것이 솔직한 생각이다. 세밀하게 모니터링 하는 방법 밖에 없다.

투자판단은 '기회비용'이 낮은 쪽을 선택

그렇다면 투자 판단은 어떻게 내려야 하는가? '기회비용'을 최소화하는 쪽으로 의사결정을 하면 된다. 본인의 의사결정과 반대로 주식시장이 크게 움직일 위험 말이다. 낙관적으로 시장을 보았을 때 주식시장이 '하락할 위험'과 보수적으로 보았을 때 '상승할 위험'으로 단순화 시켜보자. 두 개의 위험 중 큰 쪽을 회피하는 것이다. 지금은 어느 쪽 위험이 확률적으로 클까?

전자의 위험이 조금 더 크다고 본다. банкр론을 차단하기 위해 정책이 조기에 개입했다는 점은 긍정적이나, 공격적인 정책보다는 방어전에 가깝다. 시장의 하단은 정책이 반혀 주고 있지만 정책의 '서프라이즈'는 없다는 말이다. 경기나 업황의 사이클도 사정은 마찬가지다.

그렇다면 가격(주가 수준)이 매력적인가. 이번 위기로 금융시장이 충격이 컸다면 '복원', '정상화'라는 키워드로 단기간에 강한 주가 반등이 가능하다. 지금은 일부 금융주들의 급락을 제외하면 시장 충격은 크지 않다. 보수적 시장대응으로 인해

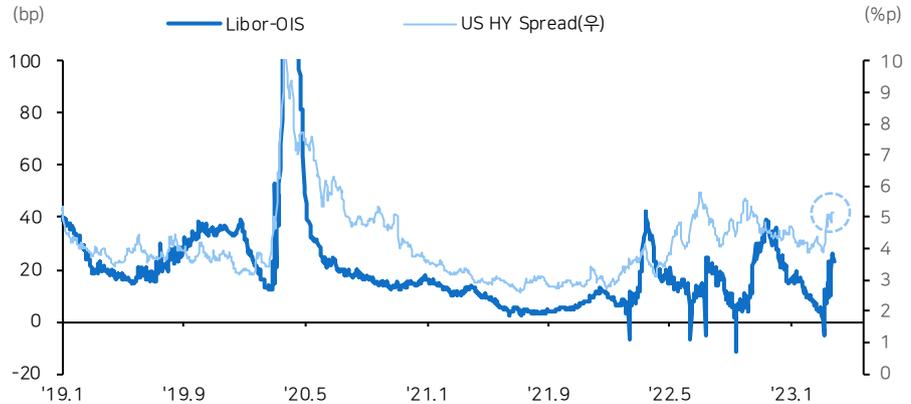
시장에서 소외될 리스크는 작을 듯 하다. 그래서 시장을 진입하더라도 지금은 한 템포 늦게 대응하는 것이 필자의 결론이다.

핵심 모니터링 지표는?

이번 위기만을 놓고 본다면 핵심은 '시스템 리스크'로의 확산 여부다. 두 개의 기준이 중요하다. 1) 거래상대방(ex. 은행간) 리스크 확산 여부, 2) 부실 위험의 확산 여부이다. 모니터링의 주요 지표이기도 하다.

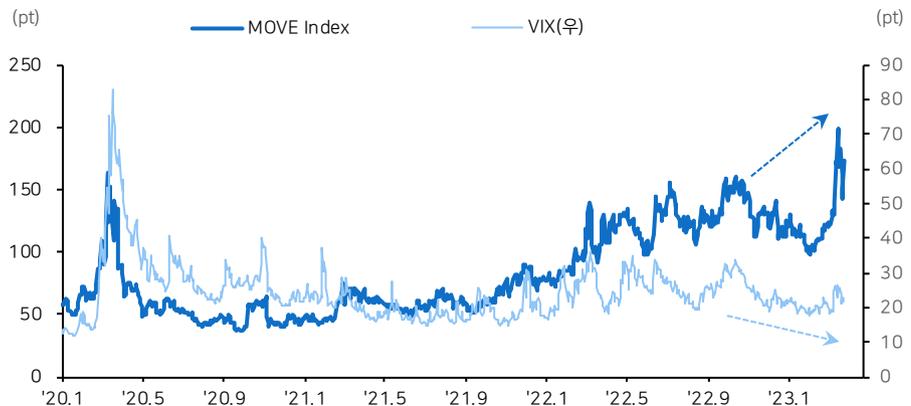
지표로 풀어보면 다음과 같다. 1) 은행간 자금거래(Libor - OIS 스프레드)가 원활해야 자금 경색이 생기지 않고, 2) 부실 위험이 확산되지 않아야 회사채 등 하이일드 채권에 대한 수요로 옮겨갈 수 있기 때문이다(하이일드 스프레드 하락). 그래야 3) 극단적인 채권시장의 변동성(ex. MOVE Index)이 잦아들 수 있을 듯 하다. 현재는 어떤가? 안정을 찾고 있는 주식시장과는 달리 아직 불안정한 흐름이다. Libor - OIS 스프레드, 하이일드 스프레드, 채권시장 변동성 지표가 충분히 내려와야 한다.

그림1 은행 간 자금조달의 척도와 HY Spread



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 채권시장과 주식시장의 변동성 갭



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

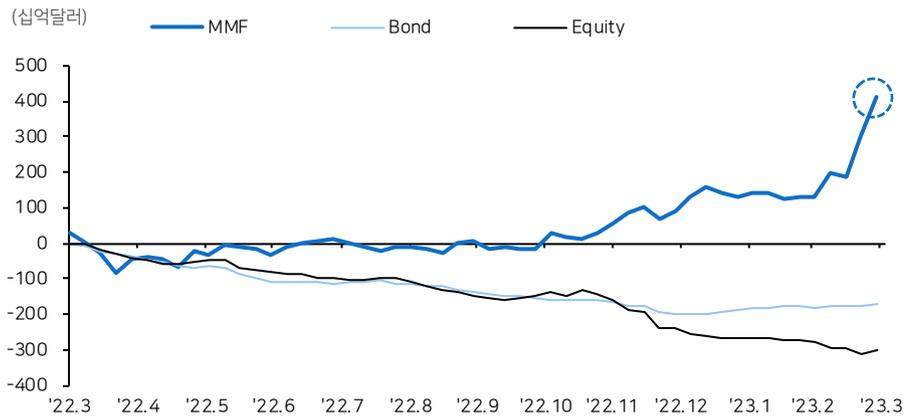
본질은 무엇일까?

자산 부실 여부 보다 유동성의 충격을 온전히 흡수하기 어렵다는 것이 현 시스템의 문제

지표 상의 모니터링을 넘어 한 번쯤 생각해 볼 부분은 이번 사건의 본질이다. 표면적으로는 실리콘밸리부터 크레딧스위스 사태가 서로 연관성이 없고, 시스템이 아닌 개별 기업의 사건이 아니냐는 시각이 대부분이다.

하지만 공통점은 시중 자금흐름의 변동성이 매우 커지고 있는 환경이라는 점(자금의 부동화), 은행시스템 내 유동성의 유출입이 거칠어지고 있다는 것이다. 어쩌면 2008년 금융위기와 다른 점은 시중 유동성의 절대 규모와 이동 속도가 아닐까? 역으로 질문해 보자. 현재 banking시스템은 Covid-19 이후 급증한 유동성의 불안정한 유출입을 충분히 소화할 만큼 안정적인가? 지금은 유동성의 쏠림과 패닉이 언제든 발생할 수 있는 환경이라는 점에서 기존 banking 시스템의 보안이 필요한 이유다.

그림3 미국 자산군별 자금흐름(누적)



주: 52주 이전부터 누적 자금흐름, ETF 포함
 자료: Lipper, 메리츠증권 리서치센터

그림4 St. Louis Stress Index vs. Chicago National Financial Condition Index



주: St. Louis 연준 금융스트레스 지수는 7가지 금리와 6가지 수익률 스프레드, 5가지 기타 지표 등 금융시장 상황의 18가지 주요 지표의 공통적인 움직임을 뽑은 것. (자금조달여건 중심) Chicago는 단기자금시장, 채권 및 주식시장, 옵션시장(VIX 등) 더 포괄적인 105가지 지표의 가중평균
 자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

‘급등락’의 위험보다 ‘갈히는’ 위험을 더 걱정

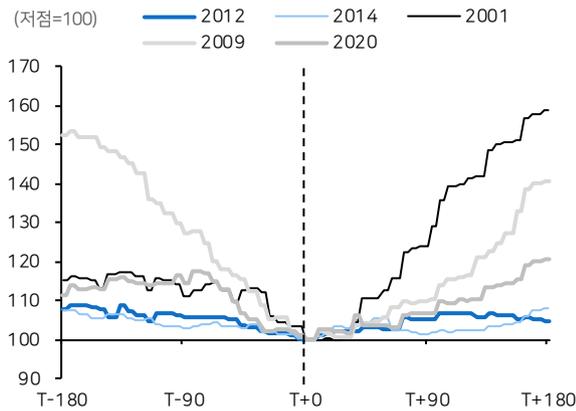
위기가 지나고 나면...

예전 전략공감에서 언급한 내용이지만, 투자자들에게는 주가의 급락, 급등보다는 ‘박스권’의 불편함이 더 크게 다가온다. 시장 방향성의 부재는 종목의 짧은 순환매만 강요하기 때문이다. 어쩌면 최근 일부 중소형주의 이상급등 현상이 빈번해지고 있는 것도 같은 맥락으로 풀이된다. 시장이 갈히면(대형주 정체), 중소형주로의 쏠림이 심화되기 마련이다.

기업이익 회복의 탄력성은 그런 의미에서 중요하다. 약세장 탈피 이후 V자 반등이 아닌 더딘 반등 혹은 박스권으로 회귀했던 사례(2012, 2014년)의 공통점은 기업이익의 더딘 회복이다. 아직 기업이익의 윤곽을 정확히 판단하기는 어렵지만, 현재의 금융불안이 장기화되고 결국 기업이익의 회복 지연으로 연결된다면 상반기 이후 주식시장의 궤적은 ‘박스권’이 될 확률이 커진다.

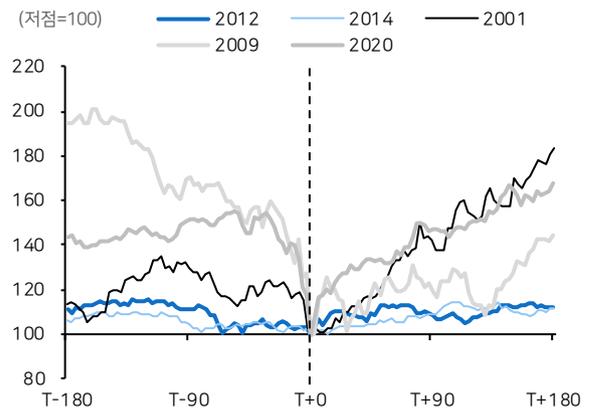
아직은 미완성 퍼즐이다. 반대의 경우(기업실적의 빠른 회복)라면 지수 상단을 더 높게 봐야 한다. 우리는 기업 이익의 도움없이 지수 정상화의 레벨은 2600선으로 전망하고 있고, 그 이상은 기업 실적의 회복 속도에 달렸다고 본다. 오는 4월부터 시작될 1Q23 기업실적의 발표는 그 첫 단추라는 점에서 의미가 있다.

그림5 KOSPI 예상 EPS 경로: 빠른 회복 vs 더딘 회복



주: T+0은 KOSPI 12MF EPS 저점
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림6 KOSPI 주가 경로: 빠른 회복 vs 더딘 회복



주: T+0은 KOSPI 지수 저점
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

종목선택: ‘기회비용’이 적은 종목으로 단순화시킬 필요

반도체, 자동차 등 단순한 포트폴리오가 현실적 대안

지금은 반도체, 자동차 등 단순하지만 지수 관련 대장주가 시장 대응에 효율적일 수 있다고 본다. 주가는 더딜 수 있지만 지수 변동성 확대기에 상대적으로 안전한 업종이기 때문이다. 만약 예상치 못한 주가 급등이 전개된다면 그 출발점은 이들 종목에서 비롯될 가능성이 높다고 본다.

2차전지 등 일부 과열 부담이 있는 곳은 여전히 종목 선별이 중요할 듯 하다. 새로운 산업이 출현할 때 초기에는 큰 폭의 성장세로 출발하지만 산업의 규모가 확대되면서 성장률은 자연스럽게 하락한다.

문제는 그 과정에서 부품업체의 경우 일정 국면 이후에는 산업의 성장에 따른 수혜 보다는 기업간 경쟁에서 비롯된 마진 축소 및 서플라이체인의 변화를 겪기도 한다. 2012~2013년 스마트폰 확대기에서 산업의 성장률이 40% 초반이 깨지면 산업 성장에 기반한 종목의 수혜는 반감됐던 경험이 있기 때문이다

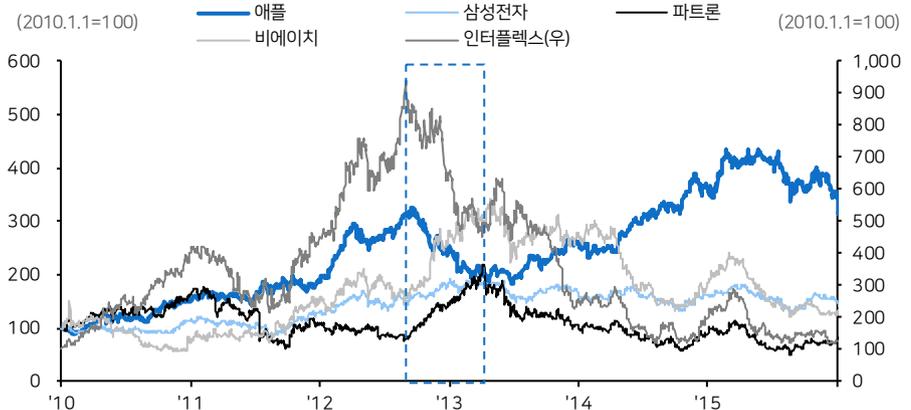
이와 관련한 자세한 내용은 다음 번 필자의 전략공감(생각 정리: 산업편)에 소개하고자 한다.

그림7 스마트폰 및 전기차(EV) 판매증감율



자료: Marklines, Counterpoint, 메리츠증권 리서치센터

그림8 스마트폰 및 부품 기업 주가 추이



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.