

그간 잊고 있던, 그리고 경계해야 할 단어 하나

- 시장은 베어마켓 랠리라는 꼬리표를 확실히 떼어낸 것일까?
- 대공황과의 차별화 요인들이 이전과는 다른 조짐을 보일 태세
- 단기 반등은 시도 가능. 기술적 지지/밸류에이션 매력/긍정적 FOMC의 조합 기대
- 완전한 복원이나 공격적 대응이 가능한 반등은 아닐 전망

■ 한 동안 시장이 잊고 지내던 단어

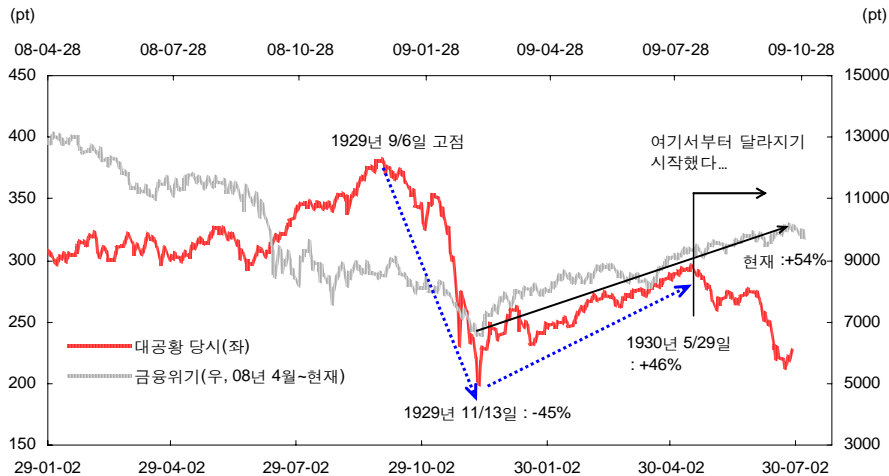
한 동안 시장이 잊고 지내던 단어가 하나 있다. 베어마켓 랠리라는 단어가 아닐까 한다. 지난 3월초 국내의 주식시장이 저점을 확인한 이후 얼마 전까지의 상승 과정에서 베어마켓 랠리라는 단어는 시장의 뇌리 속에서 거의 사라진 듯 하다. 필자의 기억으로는 지난 2분기 어닝시즌을 전후해서, 또 코스피가 약 3개월에 걸친 박스권과 1,500선을 넘어서면서 베어마켓 랠리라는 단어가 시장에서 사라지기 시작했던 것 같다.

그렇다면 최근의 주식시장은 과연 베어마켓 랠리라는 꼬리표를 확실히 떼어낸 것일까? 이에 대해서는 그럴 수도 있고, 아닐 수도 있다. 해석이나 보기에 따라 얼마든지 달라질 수 있는 문제인데 과거 대공황 시절의 증시와 최근 시장을 비교해 보면 이에 대한 답을 찾을 수 있을 것 같다.

대공황 당시 다우지수는 불과 두 달 사이에 1929년 9월 6일의 고점 대비 무려 45%가 하락했다. 짧은 기간에 주가가 반토막이 난 셈인데 그 이후 약 6개월에 걸쳐 다우지수는 46% 반등하면서 낙폭의 절반 가량을 회복하게 된다. 무려 80년이나 지난 지금 시점에서 어디까지나 사후적으로 당시를 되돌아보면 전형적인 베어마켓 랠리로 규정할 수 있는 상승이었다.

그렇다면 지금은 어떠한가? 다우지수는 지난 3월의 저점 대비 약 54% 상승했다. 과거 1930년 대공황 당시에 비해 상승폭이나 기간 모두 뛰어넘고 있으며 반등폭을 대부분 반납했던 대공황 당시에 비해 탄탄한 흐름을 이어가고 있다. 이러한 관점에서 보자면 지금 시장은 베어마켓 랠리라는 꼬리표를 떼어낸 것처럼 보인다.

그림 1. 대공황 당시와 최근의 주가 흐름 비교



자료 : Bloomberg, 대우증권 리서치센터

주 : 다우지수 기준

■ 대공황과의 차별화 요인들이 이전과는 다른 조짐을 보일 태세

그렇다면 과거 대공황 당시와 지금의 주가 흐름이 차별화된 배경은 무엇일까?

시장이 익히 잘 알고 있는 것처럼 공격적인 재정/통화정책, 글로벌 공조와 양호한 기업실적 등을 거론 가능하다. 공격적으로 재정을 집행하고 전세계 중앙은행들은 동시 다발적으로 금리를 내리면서 증시는 바닥을 형성하게 된다. 기업실적도 가파르게 회복된 점 역시 베어마켓 랠리라는 꼬리표를 떼어내고 증시가 대공황 시절과 다른 행보를 보인 배경으로 작용한다.

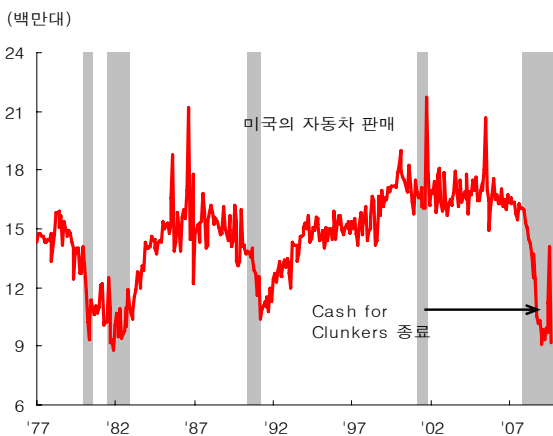
그런데 최근의 주식시장에서는 대공황 시절과 차별화되도록 했던 배경들이 이전과는 다른 조짐을 보일 태세다. 재정정책의 영향은 갈수록 줄어들고 있는데다가 통화정책과 글로벌 공조는 Exit의 부각 속에서 균열이 생기고 있기 때문이다.

세계 지원이 끊긴 이후 미국내 자동차 판매가 뚝 떨어진 것은 그 만큼 자생적 회복의 기반이 강하지 못하다는 단적인 증거인데 재정지원이 그친 이후의 상황은 걱정스러울 수 밖에 없다. 또 어제 호주의 2번째 기준금리 인상에서 보듯이 통화정책의 글로벌 공조는 이미 각개전투 모드로 들어간 상태고 기업실적의 빠른 회복 역시 민간의 부실을 정부가 떠안은 데 따른 결과여서 폼하가 가능하다.

베어마켓 랠리라는 꼬리표를 떼어낸 것처럼 보이던 최근 시장에 충분히 의심의 눈초리를 보낼 수 있는 대목이다. 특히, 보다 본질적인 측면에서 금융위기가 치유되었는가라는 관점으로 접근할 경우 베어마켓 랠리라는 의구심에서 자유롭기는 더 어려워진다.

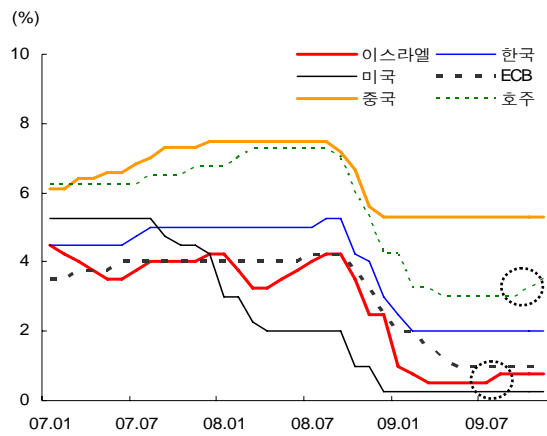
며칠 전 CIT의 이슈에서 보듯이 계속되는 금융기관의 파산 리스크와 부동산 시장의 약세, 이로 인한 고용과 소비의 부진 등 금융위기 이후 등장했던 스토리는 여전히 계속되고 있기 때문이다. 지금도 부실 금융기관은 계속 늘어만 가고 주택시장에 국한됐던 리스크는 상업용 부동산시장으로 옮겨가고 있는 상태라면 시장은 여전히 금융위기의 언저리에서 크게 벗어나지 못했을 수 있다.

그림 2. 재정정책의 약효가 떨어진다



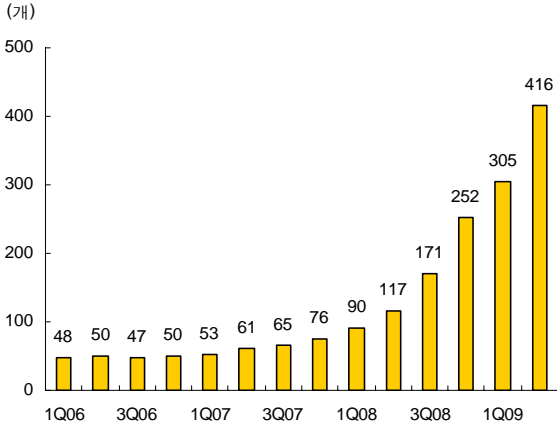
자료 : Bloomberg
주 : 음영은 미국의 경기 침체기

그림 3. 글로벌 통화 공조는 각개전투 모드로



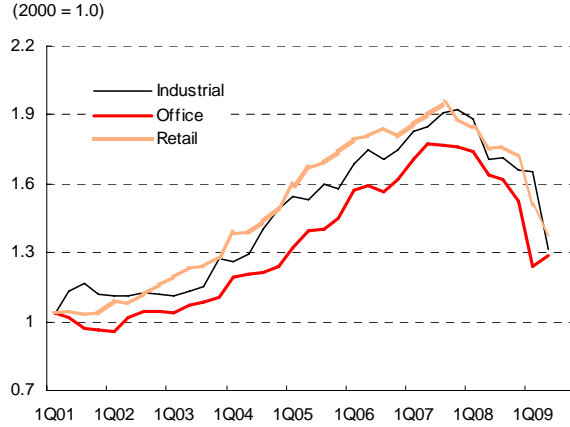
자료 : Bloomberg

그림 4. 미국의 부실 금융기관 수



자료 : FDIC

그림 5. 미국의 용도별 상업 부동산 가격지수



자료 : MIT

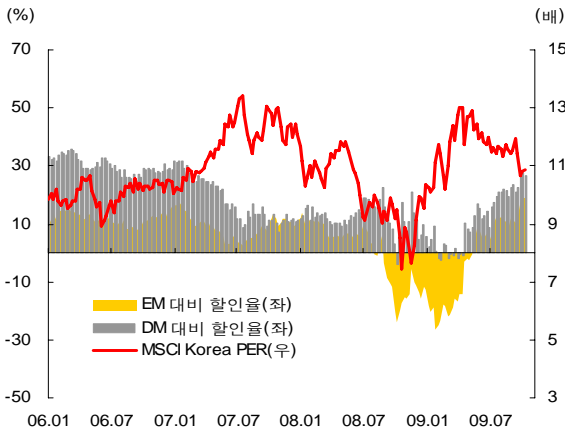
■ 단기 반등은 시도 가능. 기술적 지지/밸류에이션 매력/긍정적 FOMC의 조합 기대

물론, 지금 상황이 그리 녹록지는 않지만 단기 반등을 시도할 만한 환경은 조성되어 가고 있는 것으로 보인다. 120일 이평선의 지지 기대감과 밸류에이션 매력, 그리고 재료적으로는 강수가 나오기 어려운 이번 주 FOMC의 결과 등이 주식시장의 반등을 도울 요인들이다.

그간 기술적인 흐름에 충실했던 시장은 120일선 부근에서의 반등 기대감을 높인다. 또 최근 하락으로 우리증시의 밸류에이션 매력(I/B/E/S 추정 10.9배, 대우 유니버스 기준 9.6배)가 부각되고 있다면 더욱 그럴 수 있다. 밸류에이션의 할인율도 이머징과 선진증시 대비 각각 19%와 27% 정도로 더 벌려놓은 상태다.

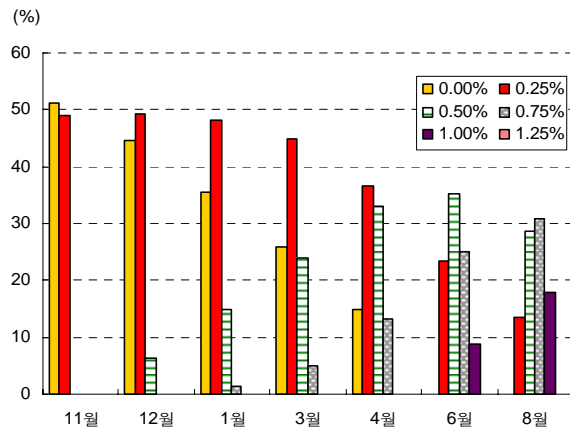
또 어제 호주의 기준금리 추가 인상으로 FOMC에 대한 경계심이 커질 수 있지만 펀더멘털이 온전하지 않은 상황에서 연준이 무리수를 둘 가능성은 높지 않아 보인다. 테크니컬한 지지선과 밸류에이션 매력, Exit가 지연되는 긍정적인 FOMC의 조합이 시장의 단기 반등으로 이어지는 구도를 예상한다.

그림 6. 한국증시의 PER와 해외증시 대비 할인율



자료 : I/B/E/S

그림 7. 연방기준금리 전망



자료 : Bloomberg

■ 완전한 복원이나 공격적 대응이 가능한 반등은 아닐 전망

단, 기존 흐름으로의 완전한 복원 내지는 공격적인 대응이 가능한 반등을 의미하지는 않는다.

최근 시장의 약세는 내년도 경제와 기업실적에 대한 불안감을 선반영하는 측면이 있을 것이다. 또 한편으로는 지난 3월 이후 증시 상승의 성격이나 펀더멘털을 되돌아보는 면도 짙다고 본다. 무엇보다 앞서 언급했던 것처럼 올해 증시의 상승 성격과 펀더멘털에 대한 명확한 선이 그어지지 않는 이상 향후 시장은 지금보다 더 무겁게 흐를 수 있다는 점이 감안되어야 할 것이다.

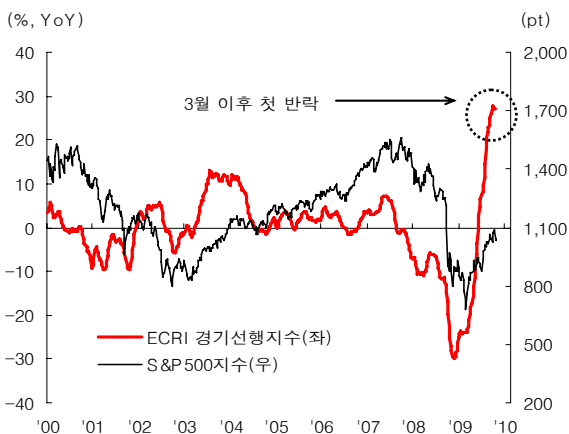
그리고 시장의 저변이 다시 바뀔 가능성을 내비치고 있는 것도 고려되어야 한다. 이번 3분기 어닝시즌 전까지 증시 접근은 종목>업종>시장의 순서, 즉 Bottom-up의 관점이 주효했다. 수익률 게임이 펼쳐지는 증시에서는 당연한 접근법이다.

그런데 최근 들어서는 매크로 전망이 시장의 관심사로 다시 부상 중이고 국내외 경기선행지표들이 이전과 다르게 움직일 조짐마저 보이고 있다. 긍정적인 3분기 실적에도 불구하고 최근 증시가 전혀 화답하지 못하고 있는 것도 이미 시장의 성격이 매크로화 됐음을 의미한다. 이런 경우라면 매크로 지표와 시장의 영향부터 살피는, Top-down의 접근법으로 바뀔 필요가 있으며 시장에 대한 최소한의 경계심을 유지해야 할 이유로 남는다.

반등 탄력을 떨어뜨릴 증시 내부적인 요인도 있다. 코스피 거래량은 9월말 이후 시장의 하락과 함께 줄어들었다. 긍정적인 전망 속에서 투자자들이 의도적으로 포지션을 정리하지 않았거나, 혹은 의도와는 달리 포지션을 미처 정리하지 못했거나.

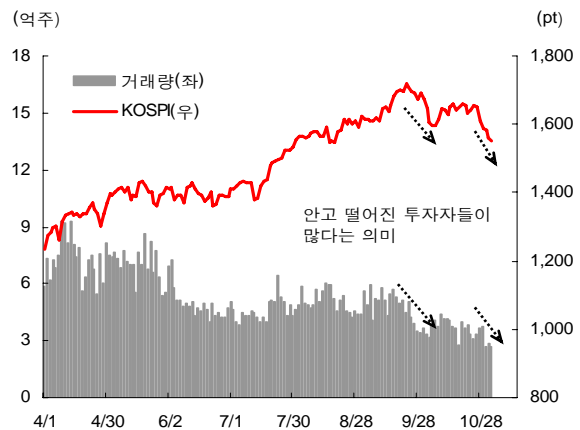
그 만큼 최근의 증시 약세와 거래량의 감소는 의도됐든, 의도되지 않았든 투자자들이 포지션을 그대로 떠안은 채 하락을 맞았다는 의미가 된다. 시장이 이전과 같은 강세 분위기를 빠르게 회복하지 않을 경우 향후 시장의 반등 탄력을 저해하는 매물로 바뀔 수 있음은 염두에 두어야 한다.

그림 8. 미국의 경기선행지수와 S&P500지수



자료 : Bloomberg

그림 9. 이번 하락 국면에서 거래량도 함께 줄었는데...



자료 : 증권전산, 대우증권 리서치센터

■ 반등 시도시 투자자별 대응 전략

만일 예상대로 시장이 단기 반등을 시도할 경우 주식 보유 여부에 따라 대응전략을 다르게 가져가야 할 것으로 본다. 주식 보유자의 경우에는 향후 반등을 주식비중을 자체를 줄이거나 내수/배당/방어주 중심으로 포트폴리오를 재편하는 기회로 활용해야 할 것이다.

현금 보유자의 경우에는 선택의 폭이 좀 더 다양해질 수 있다. 하지만 현재로서는 낙폭이 크고 밸류에이션 부담이 적은 종목 중심으로 제한적으로 접근하는 전략이 좋아 보인다. 공격적인 투자나 주식비중의 확대는 시장의 안정을 확인한 이후로 미루는 것이 바람직해 보인다.

표 1. 최근 낙폭이 크고 밸류에이션 부담이 크지 않은 종목군 (단위 : 배, %)

종목코드	종목명	2010년 PER	2010년 PBR	9월 23일 이후 낙폭
051910	LG화학	9.4	2.0	-22.9
005940	우리투자증권	7.7	0.8	-18.1
096770	SK에너지	7.3	1.0	-16.9
002020	코오롱	7.1	0.9	-15.9
004150	한솔제지	5.0	0.7	-13.9
012630	현대산업개발	11.8	1.1	-13.8
004020	현대제철	10.0	1.0	-11.9
000810	삼성화재	13.0	1.6	-11.2
005930	삼성전자	10.1	1.6	-11.1

자료 : 대우증권 리서치센터

주 : 대우 유니버스 투자의견 매수인 종목
 9/23일 이후 낙폭이 시장 대비 큰 종목
 내년 PER 15배 이하, PBR 2배 이하인 종목

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.