

Strategy Idea



▲ 투자전략
Analyst 박중계
02. 6098-6671
jungje.park@meritz.co.kr

2018년 투자전략 Summary(1): The Last: 2009년 이후 강세장의 5번 파동

- ✓ 2018년 주식시장 강세 예상. 2009년 이후 강세장의 5번 파동
- ✓ 약세장을 초래할 수 있는 요인: 미국 부동산 과열 / 유가 오버슈팅 / 플랫폼 기업 규제
- ✓ 아직 리스크 요인의 실현 가능성 낮아. 기존의 8가지 증시 상승 요인은 유효
- ✓ 2018년에는 매크로 트레이딩 약화. 업종, 종목별 그리고 사이즈 확산. Active 펀드 부활

Anatomy of a bear market: 약세장의 역사

1873년 이후 8번의 약세장의
패턴을 분석

우리는 2018년 투자전략에 대한 고민의 출발점을 장기 약세장의 역사에서 시작하고자 한다. 우선 결론적으로 2018년 주식시장 전망은 여전히 긍정적이다. 그러나 이제는 탐욕과 공포의 균형을 잘 맞춰야 한다고 생각한다. 강세장의 끝에는 반드시 약세장이 기다리고 있기 때문이다.

우리는 1870년 이후 미국 주식시장의 주요 약세장의 케이스를 분석했다. 이를 통해 강세장이 약세장으로 바뀌는 패턴을 파악하고자 노력했다.

표1 약세장 연구

	호황기	약세장 촉발 사건	분류
1873년 패닉	철도버블	금분위 복귀하는 법안 제정	#긴축 #금융위기
1893년 패닉	철도버블	철도 회사 PRR 법정관리	#파산 #경기둔화 신호 #금융위기
1907년 패닉	Trust, 인수합병	매점 투자 실패로 Knickerbocker Trust 파산	#파산 #금융위기
1929년 대공황	광란의 20년대	주가 하락(Black Thursday)	#주식시장 하락 #경기둔화 신호 #금융위기
1963년 Kennedy Slide	50년대 미국 중산층 성장	갑작스런 주가 하락	#주식시장 하락
1987년 Black Friday	미국 장기침체 탈출	갑작스런 주가 하락	#주식시장 하락 #경기둔화 신호
2000년 닷컴버블 붕괴	IT 투자	갑작스런 주가 하락	#주식시장 하락
2007년 글로벌 금융위기	미국 부동산, 중국 성장	New Century Financial 파산	#파산 #경기둔화 신호 #금융위기

자료: 메리츠증권 리서치센터

약세장을 초래하는 주된 이유는 경기침체, 긴축, 주도주의 하락

모든 약세장에서 공통적으로 발견되는 유일한 공통점이 있다. 약세장이 시작되기 전에 반드시 과열이 있었다는 점이다. 그러나 과열에서 약세장으로 전환되는 패턴을 보면 국면 별로 서로 상이하다.

정리해보면 모든 약세장은 주로 긴축, 경기침체, 신용위기, 주도주의 폭락 등의 요인에 의해 시작된다. 예를 들어 1873년 패닉은 금본위 복귀를 의미하는 'Coinage Act of 1873'이 제정되면서 시작됐고 1907년 패닉은 당시 만연하던 주식 매점 투자가 실패로 돌아가면서 대형 Trust가 파산하며 발생했다.

우리는 뒤에서 현 강세장의 추세를 바꿀만한 리스크가 무엇인지를 살펴볼 것이다. 결론은 아직 결정적인 리스크가 부각되고 있다는 신호는 없지만 2018년에 우리가 항상 주시하고 있어야 할 변수임은 분명하다.

Great Recession 이후의 New Paradigm

2018년은 금융위기 이후 10년차. 기존의 관점과 다른 새로운 변화에 다시 한번 주목해야

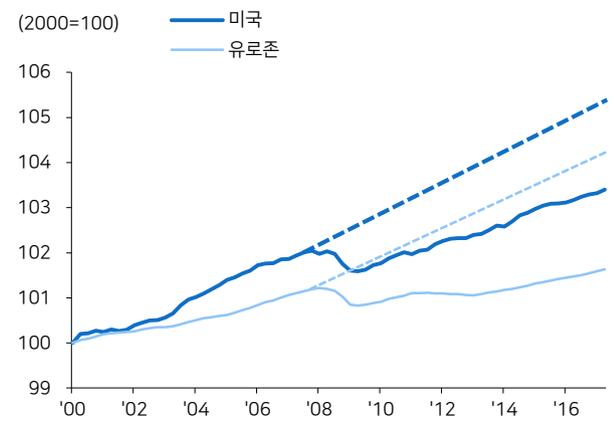
2008년 금융위기 이후의 침체를 '대침체(Great Recession)'라고 부르는데, 대침체 이후에 정말 많은 것들이 바뀌었다. 우리는 대침체 이후 나타난 다양한 패러다임의 변화를 정리했다.

(1) 경제학 교과서를 다시 써야 한다.

대침체 이전에 주류 경제학 모델에서는 충격의 확산은 선형적이며 경제는 자동복구 기능이 존재한다고 가정했다. 따라서 경제 충격에도 정부의 개입은 제한적으로만 이루어져야 한다고 주장했다. 또한 거시경제 모델에서도 예측의 선형성을 바탕으로 한 톨인 DSGEs, VARs가 유용하게 사용되었다.

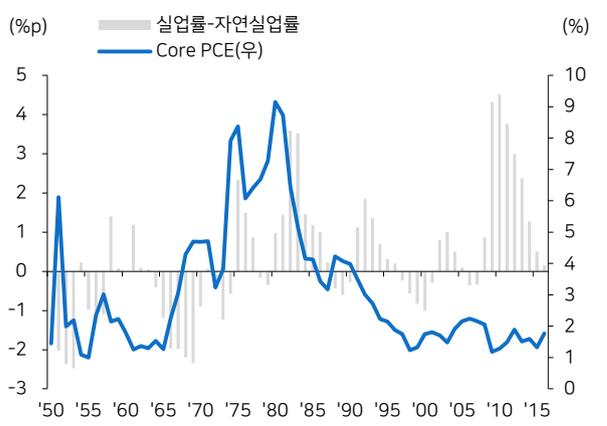
Blanchard와 Summers는 대침체 이후 주류 경제학의 가정들이 잘 들어맞지 않는다고 주장했다. 충격은 비선형적으로 확산되고 따라서 경제의 자동복구 기능이란 것도 존재하지 않았다. 이에 따라 뱅크런, 파산 등의 극단적 일들이 빈번히 일어났고 총수요 부족이 장기화되는 히스테리시스 현상도 지속됐다. 또한 통화정책을 펼칠 때 유용하게 활용되던 필립스 커브도 그 유용성을 의심받고 있다.

그림1 미국, 유로존 실질 잠재 GDP 추세와 실제와의 차이



자료: Blanchard and Summers(2017), 메리츠증권리서치센터

그림2 미국 실업률과 Core PCE Index



자료: Bureau of Labor Statistics, 메리츠증권리서치센터

(2) 구조적 장기침체는 유효하다

이 같은 이상한 현상들은 결국 '구조적 장기침체(Secular Stagnation)'이 여전히 유효함을 증명한다. 이는 경기 사이클이 좋다, 안좋다의 관점이 아니라 장기적으로 경제의 디플레이션 압력이 높아지는 것을 의미한다.

구조적 장기침체를 처음 주장한 앨빈 한센은 "경기 회복이 초기에 빠르게 사라진다"라고 경고하기도 했다.

(3) 저금리의 시대

그러므로 저금리 기조는 예상보다 장기간 펼쳐질 것이다. 이미 시장도 이를 반영하고 있다. 10년 물가연동 채권 금리를 보면 미국 0.5%, 독일 -1%, 일본 -0.5%이다. 연준은 장기 균형 정책금리, FFR을 2.75%로 추정하고 있고 향후 추가로 낮아질 가능성이 높다.

(4) 버블로 인한 금융 리스크 잠재

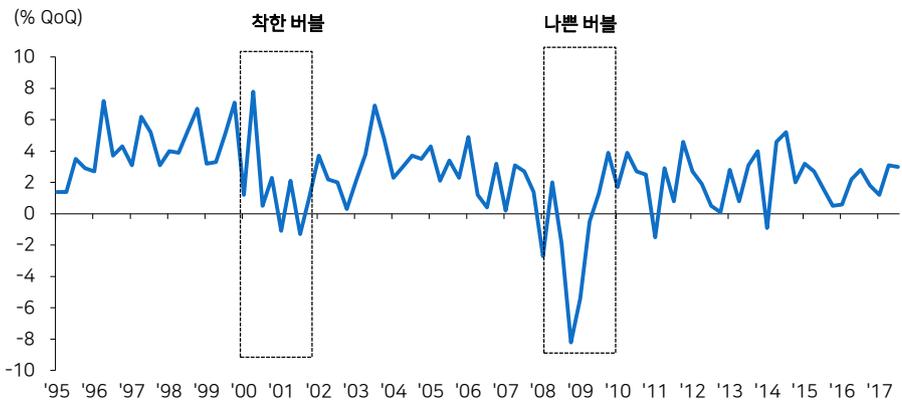
저금리가 장기화되다 보면 자산 버블 리스크가 필연적으로 높아지게 된다. 더구나 트럼프 행정부에서 강력하게 추진하고 있는 금융규제 완화는 그야말로 자산 버블의 마지막 퍼즐을 끼워 넣는 것이다.

(5) 버블에 대처하는 방식

버블로 인한 금융 리스크 커질 수 있으나 그린스핀 이래로 통화정책은 버블을 선제적으로 차단하는 적절한 수단이 아니라는 공감대가 자리잡고 있다. 버블을 예단하기 어렵고(Amazon이 버블인가?), 버블을 차단하는 과정에서 실물 경기 침체를 초래할 수 있기 때문이다.

또한 버블도 그 형태에 따라 위험한 버블이 있고 덜 위험한 버블이 존재한다. 레버리지를 수반한 부동산 버블이 가장 위험한 형태로, 대표적으로 2008년 금융위기를 꼽을 수 있다. 반면 생산성 향상을 초래한 기업들의 주가 버블은 오히려 좋은 버블이라고도 볼 수 있다.

그림3 미국 실질 GDP 성장률



자료: ST. Louis Fed, 메리츠증권증권 리서치센터

(6) 케인스, 슈퍼터 통합

구조적 장기침체는 필연적으로 케인스적 정책을 요구한다. 저금리가 고착화되면 통화정책보다 재정정책의 효과가 높아질 수 밖에 없다. 실제로 2016년 이후 경기 회복이 시작된 것은 2011~2015년간 지속된 극단적인 재정긴축에서 탈피했기 때문이다.

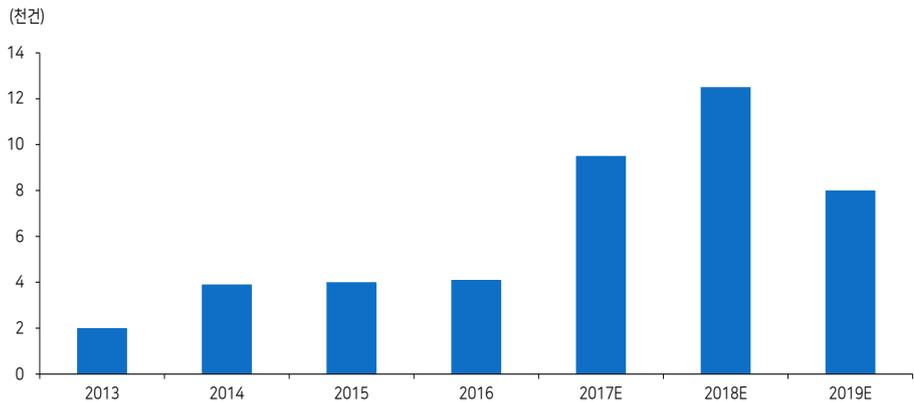
그런데 또 한편으로는 케인스적 시각만으로는 이번 사이클의 반쪽을 놓칠 수 있다. 미국의 FANG, 중국의 BAT 등 플랫폼 기업들이 사회 전체에 거대한 변화를 야기하고 있기 때문이다. 플랫폼 기업들은 슈퍼터의 이론을 가장 완벽하게 증명하는 증거이다. 시장에서 IT 업종과 시크리컬 업종이 동시에 오를 때가 있듯이 케인스와 슈퍼터의 통합이 필요하다.

(7) 플랫폼 기업들의 혁신

네트워크 효과를 기반으로 비선형적으로 성장하는 플랫폼 기업들이, 이제는 우리 삶과 사회 전반에 너무 큰 영향을 미치기 시작했다. Amazon이 성장하는 것이 어제 오늘의 일은 아니지만 특히 2017년 이후부터 변화의 속도가 급격히 빨라지기 시작했다.

예를 들어 2017년 이후 미국의 'The death of the mall' 현상의 진행 속도가 빨라지면서 폐점하는 매장의 수가 갑자기 급증했다. 이는 기업을 넘어 전체 고용과 물가에도 영향을 미치고 결국은 정책에도 상당한 의미를 던져준다.

그림4 미국 연간 문 닫는 매장 수



자료: Cushman & Wakefield Inc. and Moody's Analytics, 메리츠증권증권 리서치센터

2018년 투자전략

8가지 증시 상승 요인은 유효

우리는 2016년 이후 이어져 온 강세장이 2018년에도 이어질 것으로 전망한다. 기본적인 상승 논리는 변함이 없다. 약 지난 2년간 우리가 반복적으로 주장해온 상승 요인은 다음과 같다.

- (1) 역사상 최악의 재정긴축에서 탈피 / (2) 달러 약세 지속 / (3) 미국 가계부문 레버리지 사이클 부활 / (4) 고압경제(High Pressure Economy) / (5) 2011년 이후 가장 강력한 글로벌 경기회복 / (6) 한국 기업이익 레벨 업 / (7) 플랫폼 기업의 혁신 / (8) 금융규제 완화

2016년 이후 증시 상승은
2009년 이후 강세장의
5번 파동

중요한 점은 2016년 이후의 상승장이 크게 보면 2009년 이후 장기 강세장의 마지막인 5번 파동일 가능성이 높아 보인다는 점이다. 5번 파동의 본질은 글로벌 경기 동시 회복, 디레버리징 일단락, 달러 약세, 플랫폼 혁신 강화 등을 꼽을 수 있겠다.

그림5 2009년 이후 S&P 500 사이클



자료: Stockcharts.com, 메리츠증권 리서치센터

강세 추세를 바꿀 수 있는
3대 리스크 요인

서두에서 언급했듯이 비록 2018년 강세장이 지속될 것으로 보고 있지만, 이러한 추세가 바뀔 수 있는 리스크에 대비해야 한다. 우리는 장기 강세장이 꺾일 수 있는 리스크로 다음과 같은 세 가지를 고려하고 있다. 다음 자료에서 후술하겠지만 결론적으로 우리가 걱정하는 리스크가 당장 발생할만한 조짐은 아직 보이지 않는다.

- 1) 미국 부동산 과열: 특히 상업용 부동산. 부동산 과열이 나타나면 연준의 통화정책 기조가 공세적으로 전환
- 2) 공급 충격에 의한 유가 급등: 중동 정세 등의 이유로 공급 충격, 유가 급등 시나리오. 물가에 미칠 영향이 관건
- 3) 플랫폼 기업 규제로 인한 주가 급락: 플랫폼 기업에 대한 규제 필요성 대두. 실현될 시 주가 급락

그림6 미국 상업용 부동산 가격 / 유가 공급 충격 / 플랫폼 기업 규제

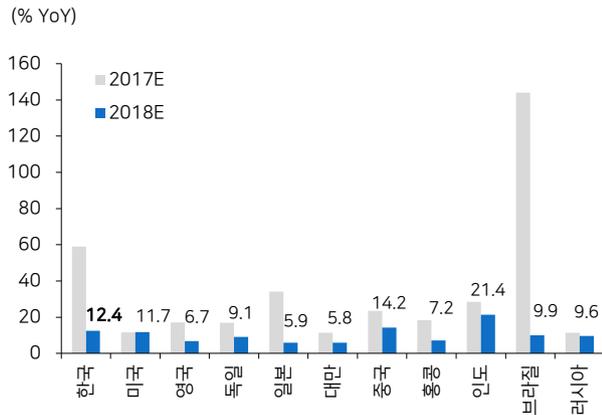


자료: ST. Louis Fed, Stockcharts.com, 메리츠증권증권 리서치센터

2016년 이후 강세장은 달러 약세에 기반한 EM 자산 가격 강세 사이클로서 한국 증시의 상대적 매력도 부각된다. 2018년 이익성장률은 2017년에 비해 크게 둔화되지만 다른 국가들과 비교할 때 상대적으로 양호한 수준이다.

또한 한국 증시 PE는 거의 유일하게 역사적 평균대비 할인되어 있다. 이익 추정치 상향도 꾸준하다. 한국 시장은 전형적인 Cyclical 시장으로 경기 회복 국간에서 가장 높은 레버리지 효과 발생한다. 반대로 향후 사이클이 꺾일 때 한국 증시가 더 충격을 받을 수 있다.

그림7 주요 국가의 EPS 증가율



자료: I/B/E/S, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 MSCI Korea 12MF PE, EPS



자료: I/B/E/S, 메리츠증권증권 리서치센터

경기 회복이 진행될수록 업종, 사이즈의 확산이 나타날 것이다. 반면 어떤 이벤트나 정책, 금리, 환율, 원자재 가격의 방향에 따라 움직이는 매크로 트레이딩이 현저히 약화될 것이다.

IT, 소재 섹터에 이어 조선을 포함한 산업재, 경쟁력 있는 일부 소비재(여행, 화장품), 경기소비재, 바이오 업종에 주목한다. 또한 사이즈의 확산과 정부 정책 기대로 코스닥 시장도 긍정적이다.

마지막으로 2018년 투자 Theme을 판단할 수 있는 글로벌 주도주로 다음을 주목하고 있다.

전기차(Tesla) / 플랫폼 기업(Nvidia, Alibaba) / 투자 사이클 확산(Transocean) / 미국 소비의 확산(Gap)

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 11월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 11월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 11월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 박중제) 동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.