

Strategy Idea



▲ 계량분석
Analyst 이진우
02. 6098-6680
jinwoo.lee@meritz.co.kr

낙.관.론(樂觀論)

- ✓ 미국, '낙관'의 영역으로 들어섰다. 심리적 임계점인 PER 18배 돌파
- ✓ 소외주(소비관련주), Laggard 기업의 선전이 한 몫. 무엇이 달라졌을까?
- ✓ 국내도 '심리'의 변화가 진행 중. 정상화 혹은 '낙관'의 징후들
- ✓ 1) Money Mover의 패턴 변화, 2) Size의 재동조화, 3) 단기 주가 급등 기업의 역설

미국, '낙관'의 영역으로 접어들다

강세장의 '3박자'
: 실적, 수급 그리고 '심리'

조금은 다른 이야기를 해보고자 한다. 바로 '심리'다. 주식시장은 '3박자'가 맞물릴 때 강세장의 모습을 띤다. '실적', '수급' 그리고 '심리'다. 이들 변수 중 어느 것 하나만으로는 주가의 추세적 상승에는 한계가 있다는 의미이고, 반대로 이들 요건이 동시에 충족이 된다면 강한 관성이 발현되는 경우가 많다.

미국, 심적 임계점을 넘어서고 있다. PER 18 배 14년만에 상향 돌파

요즘 미국에서 눈에 띄는 변화는 '심리'다. S&P500은 심리적 저항선인 밸류에이션 상단을 넘어서고 있다. 12개월 예상 PER 기준, 미국은 18배가 2003년말 이후 상단으로 작동되어 왔지만 11월 이후 상향 돌파 했다. 일종의 임계점을 넘어서는 셈이다. 이 추세가 지속된다면 다음 밸류에이션(PER) 상단은 IT 버블(약 25배)이다. 잠잠했던 과일 논란이 다시 불거지고 있는 것도 이 때문이다.

그림1 미국 S&P500, 14년만에 '심리적 임계점(마의 PER 18배)'을 넘어서다

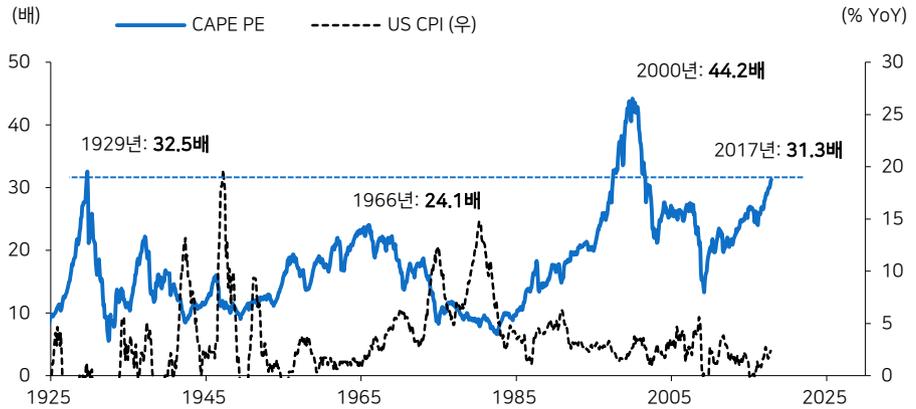


자료: I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

CAPE PE는 대공황 이후 최대, 기대감과 경계감이 공존

물가지표로 재조정된 Robert J. Shiller의 CAPE PE도 31.3배에 이른다. IT 버블 때를 제외하면, 30배를 넘어선 적은 대공황 이전인 1929년 32.5배 이후 처음이다. IT 버블 때의 그것에 비하면 아직 여유(?)가 있지만, 대공황 이후 주가 급락과 같은 비관적 시각이 제기되는 배경이기도 하다. 밸류에이션이 시장을 항상 잘 설명해 왔던 것은 아니지만 보는 관점에 따라 시각이 크게 엇갈릴 수 있는 시기라는 뜻이다.

그림2 CAPE PE 31.3배로 대공황 이전 수준에 근접: 기대감과 경계감이 공존하는 이유



자료: Robert J. Shiller, I/B/E/S, 메리츠증권증권 리서치센터

지금은 비관 보다는 '낙관'의 확장이 시작

다만 지금은 비관 보다는 '낙관론'의 확장이 시작된 듯 하다. 심리적 임계점을 넘은 미국 시장의 속사정을 보면 그렇다. 최근 미국 시장 밸류에이션의 상승을 주도한 것은 기존의 주도주(ex. FANG: 페이스북, 아마존, 넷플릭스, 구글)가 아닌 '소외주', 즉 Laggard Stock의 선전에 있기 때문이다.

11월 이후 밸류에이션 팽창의 주역은 '주도주'가 아닌 '소외주'

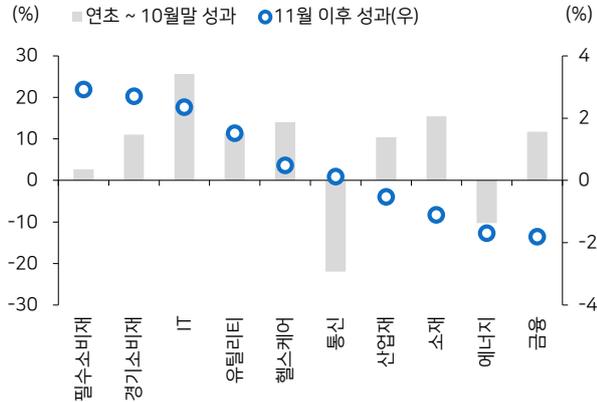
올해 연초 이후 10월까지의 IT, 소재(철강, 화학), 헬스케어 중심으로 시장 상승 및 밸류에이션 확장이 진행됐다면, 11월 이후는 패턴이 바뀌고 있다. 필수소비재, 경기소비재와 같은 '소비 관련' 기업의 선전이 특징이다. 이들 업종이 11월 이후 주가 상승의 중심에 있고, 밸류에이션 확장을 이끌고 있다.

또 다른 '낙관론'의 확장일 가능성

연말 시장의 특수성도 배제할 수는 없다. 미국 소비관련주들은 연말 매출개선이라는 공통분모가 있기 때문이다. 하지만 최근 수 년간은 이러한 계절성마저 잘 관찰되지 않았다는 점, 그리고 오랜만에 소외 업종으로 시장의 시각 개선이 관찰된다는 점은 또 다른 '낙관론'의 확장으로 볼 수 있다.

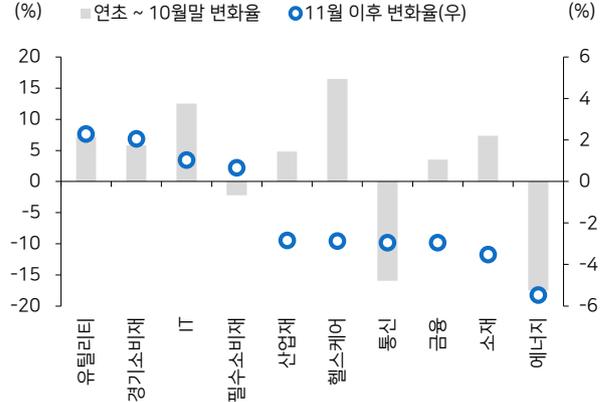
공교롭게도 이들 업종은 빠르게 몸집을 불려가고 있는 '아마존'의 가장 큰 피해 업종이 아닌가. 부진한 실적이 그간 주가 발목을 잡았을 가능성이 크지만 조금씩 변화가 생기는 듯 하다.

그림3 미국 S&P500 섹터 성과: 11월 이후 소외주의 선전



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 12개월 PER 변화: 밸류에이션 팽창도 소외주가 주도



자료: I/B/E/S, 메리츠증권증권 리서치센터

‘임계점’ 돌파를 주도한 ‘미국 소비관련주’ 무엇이 달라졌을까?

소위주는 ‘아마존 피해주(?)’로 인식되는 소비관련주

의류, 유통, 음식료 등 미국 Retail 업종 기업의 주가 부진은 어제 오늘의 일은 아니다. 경기호황에도 이들 기업은 구조조정에서 자유로울 수 없었기 때문이다. 달라진 소비패턴 그리고 아마존의 성장 및 시장 장악이 주된 이유로 꼽힌다.

그래서일까. 올해는 이들 기업 및 업종들의 주가 부진이 유독 심했고, 아마존과의 주가 역차별이 진행됐을 정도다. 아마존 주가가 가파르게 오르는 반면 이들은 정반대의 모습을 보였다.

올해 3분기부터 반전이 시작

반전은 올해 3분기 이후부터다. 주가 디커플링이 아닌 아마존과 이들 기업의 동반 주가 상승이 눈에 띈다. 배경은 ‘턴어라운드’ 기대감이 한 몫을 했을 가능성이 크다. 구조적 성장은 아니더라도 실적 정상화에 무게를 두는 시각이 많아지고 있다.

그림5 올해 아마존과 미국 소비관련주의 주가 차별화 흐름 심화, 다만 반전은 3Q17부터 시작



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

지난 3년 미국 주가 부진
소비관련주들의 보편...

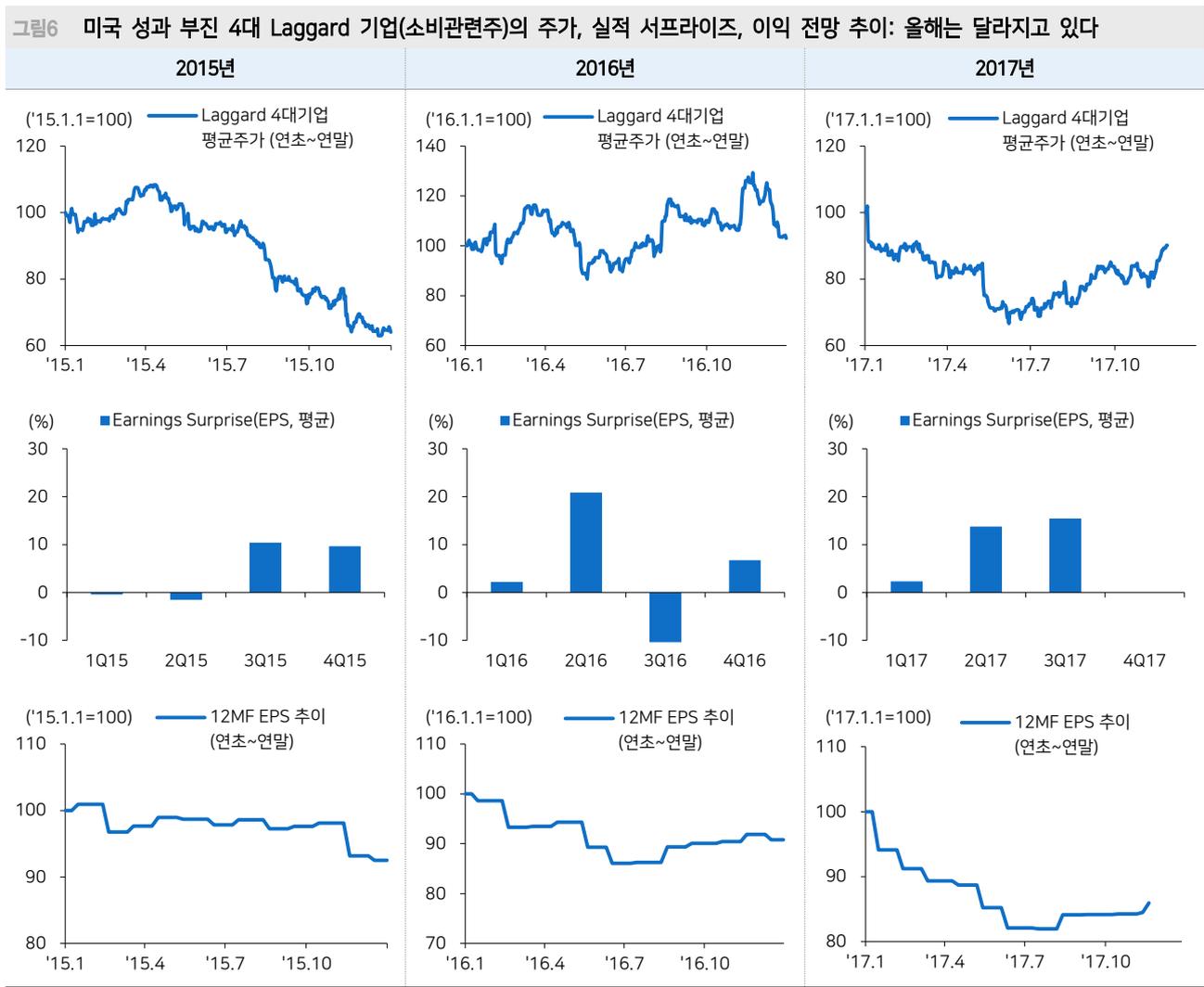
올해 가장 부진한 주가 성과를 보였던 미국 소비관련주는 Ralph Lauren, Urban Outfitters, Kohl's, Macy's 가 대표적이다. 2015년, 2016년, 그리고 2017년의 주가, 분기 실적 서프라이즈 유무, 이익 전망을 보면 올해는 지난 2년과는 달라지는 다른 모습이다.

올해는 이전 2년과는 다른 모습

주가를 차지하더라도 올해 연초 이후부터는 시장 기대치에 부합하거나, 상회하는 실적을 내놓는 경우가 많아지고 있고, 이번 3분기 실적은 오히려 '기대감'을 갖게 할 정도로 큰 폭의 서프라이즈를 기록했다.

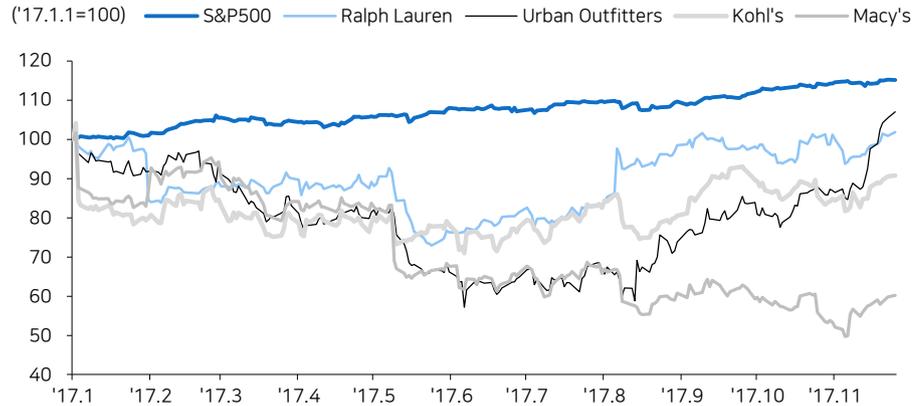
펀더멘털 '정상화' 에 대한
기대감이 높아지고 있다

이들 기업에 대한 시각 변화(실적 전망)가 수반되고 있는 것도 이러한 이유에서다. 실적 감익 보다는 증액 흐름으로 바뀌고 있다. 배경은 둘 중 하나일 듯 하다. 이들 기업의 구조조정 및 비용절감이 막바지 국면에 진입하고 있거나, 미국 소비경기가 예상보다 탄탄하다는 의미일 듯 하다. 후자라면 '온기'의 확산이다.



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 Laggard 4대 기업의 성과(주가) 개선은 9월부터 시작, 11월 이후 한 단계 레벨업



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

국내도 '심리'의 변화는 진행 중, 정상화 혹은 '낙관'의 징후들

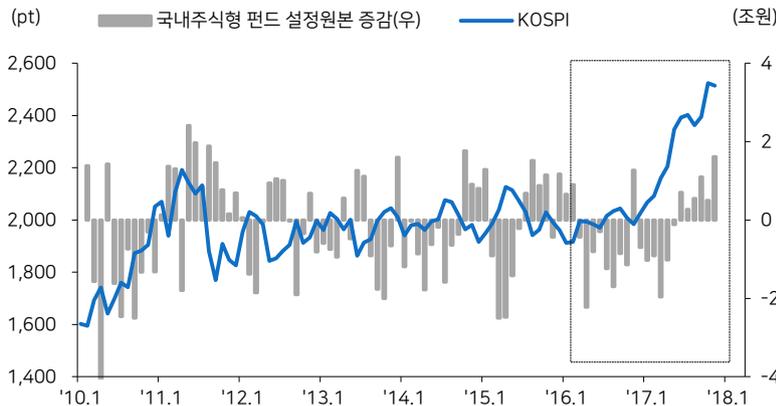
한국은 아직은 미미하지만 '심리' 변화의 징후들이 관찰

미국과 비교될 수준은 아니지만, 국내도 몇 가지 흥미로운 변화들이 관찰된다. 이전에는 잘 관찰되지 않았던 '심리'의 변화다. 3가지로 요약된다. 1) Money Move의 변화, 2) Size의 재동조화, 3) 단기 주가 급등 기업의 역설이다.

1) Money Move의 변화

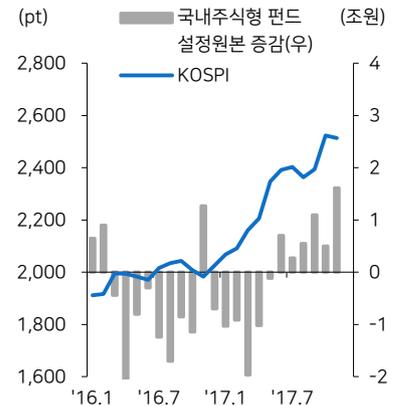
먼저 Money Move의 변화란, 박스권 장세에서 반복됐던 자금유출입 패턴이 바뀌고 있다는 점이다. 주식형펀드의 경우, 2011년 이후 '박스권 고점 매도 & 저점 매수' 형태가 진행되어 왔고 또 당연한 결과로 받아들여져 왔다. 당시에는 현명한(?) 투자 전략이었다. KOSPI가 장기간 1800~2000pt의 좁은 박스권 흐름을 보인 결과다. 하지만 최근에는 KOSPI가 사상 최고치로 상승함에 따라 이러한 패턴이 달라지고 있다. 지수 상승에도 시중 자금은 오랜만에 유입세로 전환되고 있다. 오랜만에 새로운 지수 레벨에 대한 '기대감'이 생겨나고 있는 셈이다.

그림8 Money Move의 변화: 박스권 고점 매도, 저점 매수 패턴에서 탈피 중



자료: KOFIA, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 2016년 이후 ~



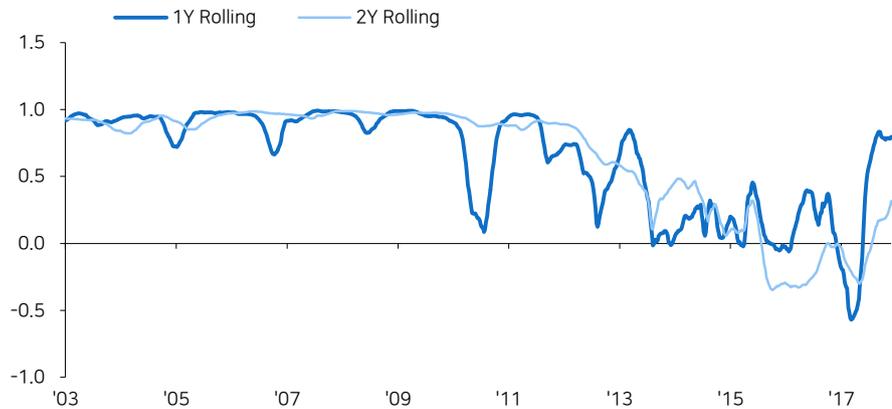
자료: KOFIA, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

2) Size의 재동조화

두 번째 변화는 Size의 재동조화이다. KOSPI 대형주와 중형주간의 상관계수를 보면 2011년 이후부터 동조화 흐름이 약화됐었다. 대형주가 오르면 중형주 및 소형주의 주가가 부진한 디커플링이 전개된 탓이다. 당시 취약한 국내 수급 사정 때문도 있지만, 대형주의 실적 부진이 장기화됨에 따라 대안으로서의 중소형주가 부각된 결과이기도 하다.

지금은 다시 예전의 모습으로 돌아가는 듯하다. 대형주와 중소형주가 재동조화되는 모습을 보이고 있기 때문이다. 일종의 '정상화'로도 해석할 수도 있다. 대형주의 온기가 중소형주로 확산되는 패턴 말이다.

그림10 KOSPI 대형주, 중형주 지수 상관계수: Size 재동조화 흐름으로 회귀



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

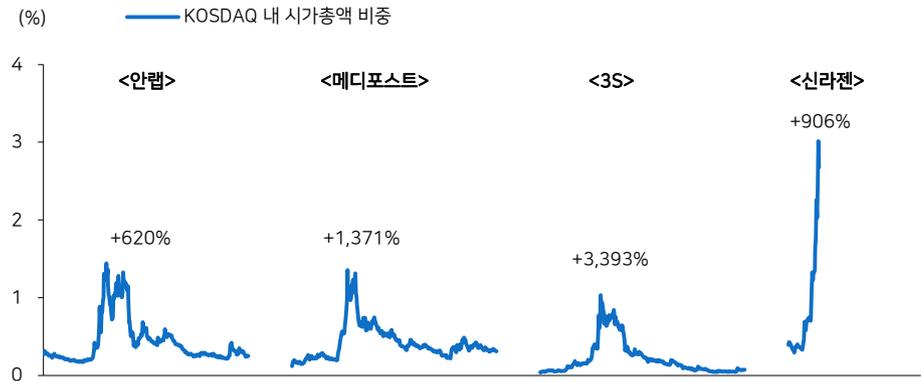
3) 단기 주가 급등 기업의 역설

마지막으로 경험칙에 근거한 현상이지만 '단기 주가 급등 기업의 역설(Paradox)'이다. 주식시장을 복기하다 보면, 이례적인 주가 상승률을 기록하는 기업들이 종종 발생한다. 그것이 펀더멘털에 기인했든 그렇지 않았든 말이다.

흥미로운 점은 이런 기업이 출현하는 시기가 시장의 심리 변화와도 무관치 않았다는 점이다. 한 때 코스닥 내 시가총액 1~1.5%에 육박했던 주가 급등 기업(ex. 안랩, 메디포스트, 3S 등)이 집중적으로 발생했던 시기는 KOSPI 중소형주의 확산이 시작되는 전후에 발생했고, 펀더멘털적인 사안은 그때와 분명 다르지만 지금도 현상은 유사한 듯 하다.

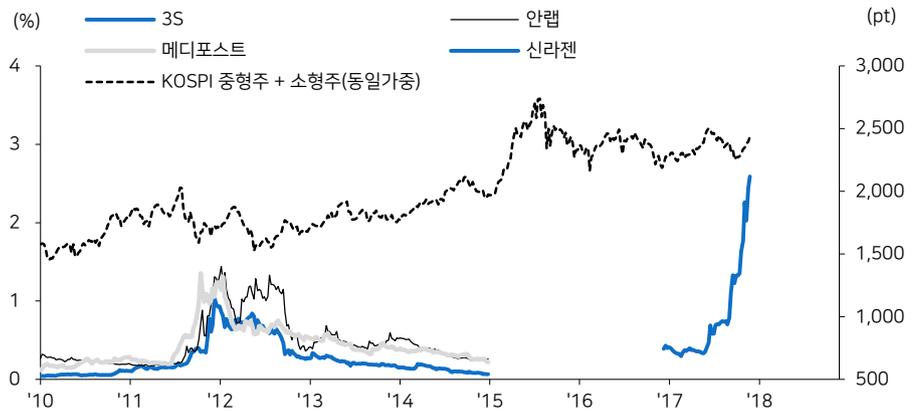
배경은 분명치 않다. 풍부해진 유동성이 만들어낸 결과물일 수도 있겠으나, 이례적인 주가 급등 기업의 출현은 중소형주에 대한 관심을 높였던 것으로 추정된다. 결론론적인 접근이지만 이례적인 주가 급등 기업의 출현과 후퇴는 중소형주의 변곡점에서 발생하는 경우가 많았다.

그림11 2010년 이후 이례적인 주가 급등 KOSDAQ 기업 사례(시가총액 1조원 이상 기업)



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림12 주가 급등 기업의 출현은 풍부한 유동성의 결과물일 수 있으나, 결과적으로 중소형주의 변곡점에서 발생하는 경우가 많았던 것이 특징



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

‘낙관론’의 확산을 기대하며...

강제장의 퍼즐이 맞춰지고 있다

강세장일 때는 때론 ‘심리’가 다른 변수를 압도하곤 한다. 관성이 상당기간 지속되는 이유다. 물론 그것이 ‘쏠림’, ‘오버슈팅’이라는 결과를 낳지만 말이다. 미국은 낙관의 확산이 이제 시작되는 것으로 보인다. 기존의 임계점을 넘었다는 것은 새로운 임계점이 나타날 때까지 시장의 추세가 변화지 않을 가능성이 높다는 것을 시사한다. 미국 내부 변화도 긍정적이다. ‘온기’의 확산이 감지되기 때문이다.

국내에 미국에 비견될 수준은 아니지만 변화 징후가 엿보인다. 본격적인 변화라 단정짓기는 어렵지만 ‘낙관’의 심리가 살아나고 있다는 것이 그것이다. 실제 지금 시장에 필요한 것은 ‘심리’이기도 하다.

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 11월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 11월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 11월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 이진우)

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 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.