

## Market Views

### 경기민감주로의 순환을 대비할 때

#### 2020년 4/4 분기를 좌우할 세가지 변수

지난 3월 중순을 저점으로 놀라운 회복세를 보인 KOSPI는 당분간 숨고르기에 들어간 것으로 보인다. 최근 코로나 바이러스 재확산에 따른 경기침체 위험이 촉매제 역할을 했다. 현기증 날 정도의 빠른 반등을 보인 주식시장에 비하여 실물경제의 회복속도는 매우 더디게 진행되고 있다. 주식시장과 실물경제의 벌어진 갭을 메우는 시간이 필요한 시기이다.

전세계 금융시장은 2020년 말까지 앞으로 남은 4개월 동안 지금과는 완전히 다른 국면을 맞이할 가능성이 높다. 첫째, 최근의 코로나 바이러스 재확산 기세를 어떻게 통제할 수 있는가에 따라 올 하반기와 내년초 경기회복의 속도가 좌우될 것이다. 특히, 9월말부터 시작되는 북반구의 감기 시즌을 어떻게 넘기느냐가 단기적으로 경기회복 속도를 결정하는 과제로 남아있다. 둘째, 두 달 앞으로 다가온 미국 대선에 영향을 조심스럽게 지켜봐야 한다. 중국과의 정치, 경제적 긴장도에 따라 미국 달러화와 중국 위안화의 움직임이 급변동을 겪을 수 있으며 이에 원화의 움직임도 크게 영향 받을 것이다. 셋째, 현재 대여섯 개의 주요 코로나 바이러스 백신 후보 중 최소 하나가 연말 전에 미국 식약청 (FDA)의 승인을 받고 내년초까지 대규모 접종이 가능하게 되는 시나리오를 고려해야 한다.

앞에서 제시한 세가지 변수가 어떻게 전개될 지에 따라 향후 6~9개월 경기회복 속도에 대한 전망, 금리 전망, 그리고 섹터별 전망이 바뀔 것이다. 특히, 코로나 바이러스 백신의 조기 승인과 광범위 접종 가능성이 높아지고 있는 반면, 시장은 아직 그 가능성을 충분히 반영하고 있지 못한 것으로 평가된다. 저자가 가능성을 높게 평가하는 시나리오는 (1) 달러화의 추세적 약세의 재개와 위안화 및 원화의 강세 가속화, (2) 장기 금리의 전반적 상승에 따른 장단기 금리차 확대, (3) 바이러스의 확산과 더불어 크게 주목 받은 소위 "언택트 (Un-tact)" 섹터와 바이오 섹터 등 높은 밸류에이션의 소수 종목에서 전통적 경기민감주로의 섹터 비중 이동 (Rotation) 등이다. 시기적으로 아직 세가지 변수가 어떻게 전개될 지에 관한 불확실성이 높아 본격적으로 포트폴리오의 비중을 옮기기에는 이른 감이 있으나 앞으로 6개월 투자 수익률을 결정할 가장 중요한 의사 결정이 될 것이다.

임태섭  
전략/경영학박사

㈜크레스트아시아자산운용

"Market Views"에 실린 전망과 투자 의견은 저자의 개인적 리서치 의견이며 크레스트아시아 자산운용팀의 의견과는 일치하지 않을 수 있습니다.

## 2020 년 상반기: 코로나 확산과 이벤트성 베어 마켓

2020 년 상반기 전세계 금융시장을 정리하는 주제는 역시 코로나 바이러스의 급격한 확산으로 촉발된 충격에서 금융시장이 어떻게 예상을 훨씬 뛰어넘는 급속한 속도로 회복할 수 있었는지, 과연 현재의 회복 국면이 코로나 재확산의 위험을 극복하고 지속될 수 있을지, 그리고 코로나 바이러스에서 비롯된 충격을 극복하기 위해 펼쳐진 공격적 금융, 재정 정책이 장기적으로 경제와 금융시장 전반에 걸쳐 어떤 영향으로 나타날지에 관한 것이다.

우선, 금융시장, 특히 주식시장이 지난 2 월부터 시작된 코로나 바이러스의 급격한 확산으로 비롯된 충격에서 회복한 속도와 폭은 과히 현기증을 일으킨다. 우리나라의 KOSPI 와 KOSDAQ, 미국의 대표 지수인 S&P500 과 NASDAQ 을 비롯한 전세계 대부분의 주식시장은 치명적 바이러스 확산에 따른 경제, 금융시장의 충격으로 지난 50 년간 한번도 경험하지 못했던 폭락세를 겪었다. 또한, 우리 경제와 KOSPI 의 경우, 2018 년 중반 이후 지속된 전세계 제조업 불황으로 인한 경기하강 국면에서 막 벗어나려는 참이었기 때문에 코로나 사태에서 받은 충격은 더욱 부정적이었다.

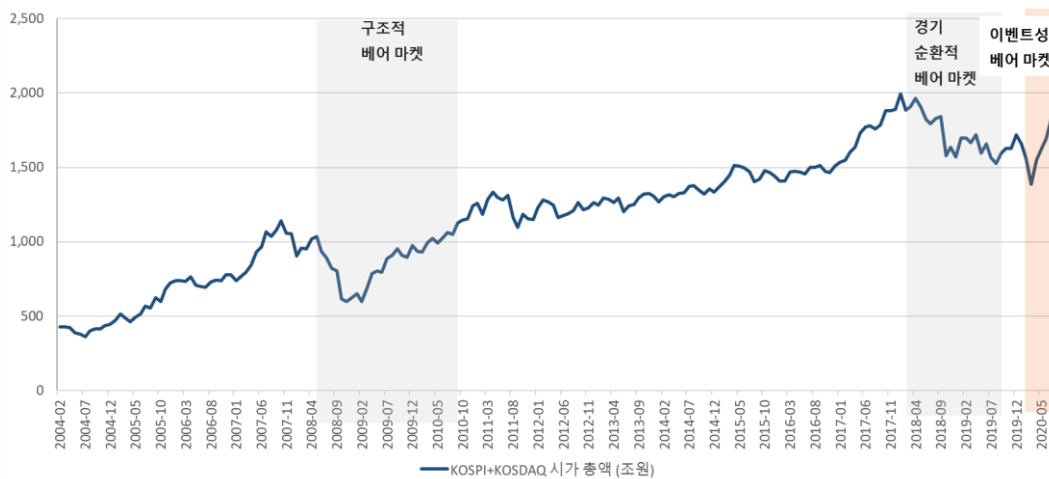
시장 조정을 뜻하는 베어마켓을 골드만삭스의 글로벌 수석 전략가 피터 오픈하이머는 원인과 현상에 따라 크게 세가지로 구분한다. 첫째, 2008 년 금융위기와 같은 금융시장의 구조적 불균형에 의해 촉발된 시장 조정을 구조적 베어마켓(Structural Bear Market)으로 구분한다. 구조적 베어마켓은 조정의 폭이 가장 커서 50% 이상 주가가 폭락하곤 한다. 또한 회복에는 조정의 원인이 해소되어야 하기 때문에 오랜 시간이 걸린다. 2008 년의 구조적 베어마켓은 그 원인인 금융시장의 불균형, 즉 금융기관의 레버리지가 적정 수준까지 하락하고 자본적정성이 확보되는 동시에 실물 경제 쪽의 원인이었던 미국 주택시장의 버블 문제가 해결되기까지 오랜 시간이 걸렸다. 구조조정을 거쳐 미국 주식시장이 베어마켓 이전 수준을 회복하는 데에는 거의 6 년의 시간이 소요되었다. 일찍이 우리나라가 경험했던 1998 년의 외환위기 역시 대표적인 구조적 베어마켓으로 볼 수 있다. 90 년대 중반 이후 반도체 시장 불황과 중화학 공업에 대한 대규모 투자 실패는 대기업 부실화와 금융기관의 자산건전성을 급격히 악화시켰다. 금융기관의 부실화는 단기 달러 자금 조달 실패로 이어지면서 IMF 에 구제금융을 요청하는 사태를 초래하였다. 구제금융과 더불어 경제 및 기업의 구조조정이 이어졌다. 정부 주도하에 금융기관 합병을 통한 대형화와 자본확충도 이루어졌다. 구조조정의 성과로 KOSPI 가 새로운 도약의 발판을 마련하기까지 10 년 가까운 시간이 소요되었다. 2000 년대 초반부터 2007 년까지 이어진 중국 경제의 비약적 발전과 그에 따른 원자재 슈퍼사이클은 KOSPI 가 2000 선을 돌파하는 터보 엔진 역할을 했다.

두번째 카테고리의 베어마켓은 경기순환적 베어마켓(Cyclical Bear Bear)인데 이는 경기가 정점을 지나면서 나타나는 기업의 실적 악화 및 투자 사이클과 관련이 있다. 대개 경기 순환적 베어마켓은 2-3 년 정도 진행되는 경기 불황사이클과 궤를 같이 하며 6-9 개월 정도 선행한다. 조정의 폭은 30% 정도로 나타나고 있다. 2017 년 6 월 이후 KOSPI 의 부진이 경기 순환적 베어마켓이라 할 수 있다. 반도체 슈퍼사이클의 종료와 우리나라의 대표적 수출품목인 중화학 공업의 실적악화를 그 원인으로 꼽을 수 있다. 올 초 코로나 바이러스의 급격한 확산이 시작되기 전 우리나라의 경기전망은 수출과

내수 경기사이클의 회복에 대한 기대감이 상승하기 시작하는 국면이었고 주식시장도 회복에 대한 기대감을 막 반영하기 시작하는 순간이었다.

세번째 카테고리의 베어마켓은 이번 코로나 사태로 경험한 것과 같은 전쟁, 질병, 오일쇼크 등 외부 충격에 의한 이벤트성 베어마켓(Event-driven Bear Market)이다. 이벤트에 의해 촉발된 베어마켓은 그 원인인 이벤트, 즉 외부 충격이 해소되면 금융시장이 급격히 회복되는 속성을 가졌다. 따라서 회복의 속도도 세가지 카테고리의 베어마켓 중 가장 빠른 경향을 보인다. 특히, 이번 코로나 사태로 촉발된 글로벌 베어마켓은 금융, 재정 정책의 공격적 대응에 힘입어 과거 어떤 베어마켓보다 빠른 속도의 회복세를 기록 중이다. 이미 선진국 주식시장은 대부분 코로나 사태로 인한 손실을 모두 만회하였을 뿐 아니라 올 수익률을 플러스로 끌어 올렸다.

그림 1: 베어 마켓의 카테고리



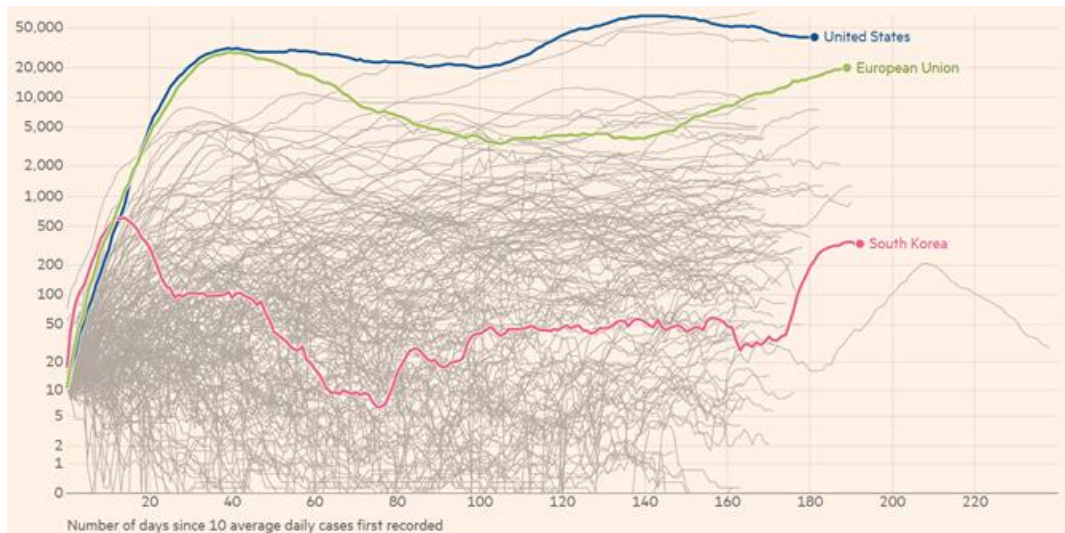
출처: 퀀티와이즈, 크레스트아시아

## 결국은 백신과 함께 종료될 이벤트

이벤트성 베어마켓의 종료는 그 원인이었던 이벤트의 완전한 해소 내지는 통제 가능한 수준까지의 완화가 전제 조건이다. 이번 베어마켓의 원인이 되었던 올 상반기 코로나 바이러스의 감염 확산은 미국, 유럽 등지에서 실시된 이동제한(Lockdown)을 비롯한 적극적 방역 정책 덕분에 6월을 고비로 진정세로 돌아섰다. 방역 정책의 성과는 또한 금융시장의 급격한 회복세를 견인했다. 하지만, 최근 우리나라를 비롯하여 스페인 등 유럽에서는 바이러스 감염이 재확산되는 기미를 보이고 있다. 또한 미국 역시 가을 신학기 시작과 더불어 재확산의 위험이 커지고 있다. 또한, 9월말부터 시작되는 북반구 가을철 감기 시즌을 어떻게 넘기는가가 중요한 과제로 남아 있다. 백신의 승인과 광범위한 접종이 가능하게 될 때까지는 현재와 같은 사회적 거리두기, 이동제한 등의 방역 정책이 바이러스의 확산 정도에 따라 강화되기도 완화되기도 하는 패턴을 반복할 수 밖에 없다. 결국 이번 이벤트성 베어마켓의 종료는 백신의 효용성과 광범위한 접종 가능성에 대한 전망인 것이다. 백신의 개발이 늦어진다면 결국 집단 면역성 (Herd Immunity)이 확보될 때까지 현재의 방역 정책이 지속될 것이다.

현재 대여섯 개의 주요 코로나 바이러스 백신 후보가 개발 중에 있다. 이중 최소 하나가 연말 전에 미국 식약청 (FDA)의 승인을 받으면 내년초까지 대규모 접종이 가능하게 될 전망이다. 이는 코로나 바이러스에 의해 촉발된 이벤트의 완전한 해소이다. 저자는 올 하반기 투자의 핵심은 백신의 가능성에 대한 포트폴리오 포지셔닝을 어떻게 할 것인지라고 생각한다. .

그림 2: 코로나 바이러스 신규 확진자 현황 (5 일 이동평균) - Financial Times



출처: Financial Times analysis of data from the European Centre for Disease Prevention and Control, the Covid Tracking Project, the UK Dept of Health & Social Care and the Spanish Ministry of Health.

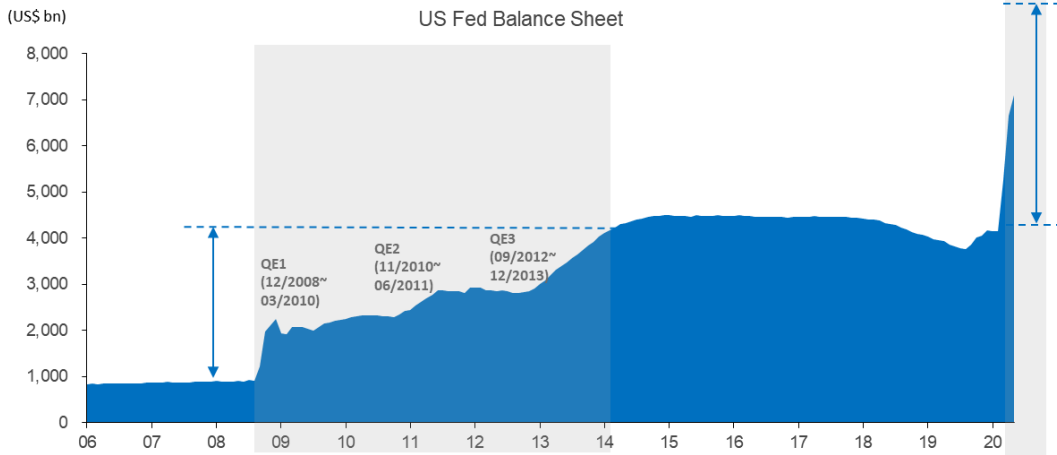
Data updated August 31 2020 2.16pm BST. Interactive version: [ft.com/covid19](https://www.ft.com/covid19)

### “Whatever it takes”

코로나 사태의 충격으로부터 전세계 금융시장이 급속히 안정을 되찾을 수 있었던 가장 주요한 원인으로 각국 중앙은행들의 적극적 금리인하와 채권시장 안정 기금을 비롯한 양적완화를 꼽지 않을 투자자는 없을 것이다. 특히, 미국 연방준비은행은 코로나 사태 초반부터 2008 년 금융위기 대응전략을 훨씬 뛰어 넘는 속도와 규모의 금리인하와 양적완화를 실시함으로써 미국내 금융시장을 안정시키고 다양한 채권 매입 프로그램을 통해 기업의 연쇄 부도사태를 방지하였다. 또한 국제 금융시장의 기축통화 공급자로서 주요 무역 상대국 중앙은행들과의 통화 스왑을 통해 달러화의 공급을 재빨리 확대함으로써 2008 년 금융위기에 겪었던 달러 유동성 부족 사태를 미연에 방지하였다. 이런 일련의 대응책들은 금융위기의 경험을 바탕으로 수립한 플레이북 덕분이었다. 물론, 이번 사태에는 2008 년과 달리 유럽중앙은행도 지체없이 모든 수단을 동원하여 금융 및 실물경제의 추락을 막았다.

중앙은행들의 적극적 대책에 더하여 실물경제의 급격한 추락을 막기위해 각국 정부는 GDP 의 10%를 훌쩍 뛰어 넘는 대규모 재정지출을 감행했다. 특히, EU 는 7,500 억 유로에 달하는 재난구조펀드를 설립하고 이를 유로본드를 통해 조달하기로 했다. 유로본드의 발행은 유로화 체제의 지속 가능성에 대한 회의적 시각을 없애는 부수 효과를 가져오기도 했다.

그림 3: 미국 연방준비은행의 자산 규모

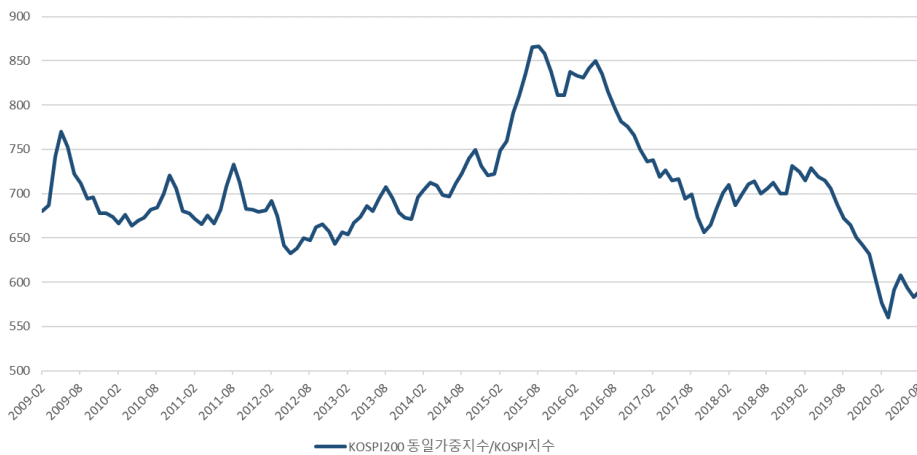


출처: Bloomberg, CEIC

### 코로나 사태가 만든 금융시장의 새로운 역학 구조 (Dynamics)

코로나 사태에 대한 금융, 재정 정책 대응은 “가능한 모든 수단을 동원해서 (“Whatever it takes”)”로 요약된다. 가용한 모든 수단을 동원한 정책 대응은 금융시장이 빠른 속도로 안정을 찾을 수 있도록 했을 뿐 아니라 주식시장의 유례없는 랠리를 가능하게 했다. 특히, 코로나 사태의 반대 급부를 받게 된 언택트 경제의 대표적인 글로벌 기업들이 포진하고 있는 NASDAQ 과 S&P500 은 상대적으로 뛰어난 수익률을 기록할 수 있었다. KOSPI 역시 언택트 관련 인터넷 주식들과 바이오산업의 소수 종목이 지수 회복을 주도하였고 그 추세는 지금도 계속되고 있다.

그림 4: 소수 종목에 의해 주도된 KOSPI 의 반등

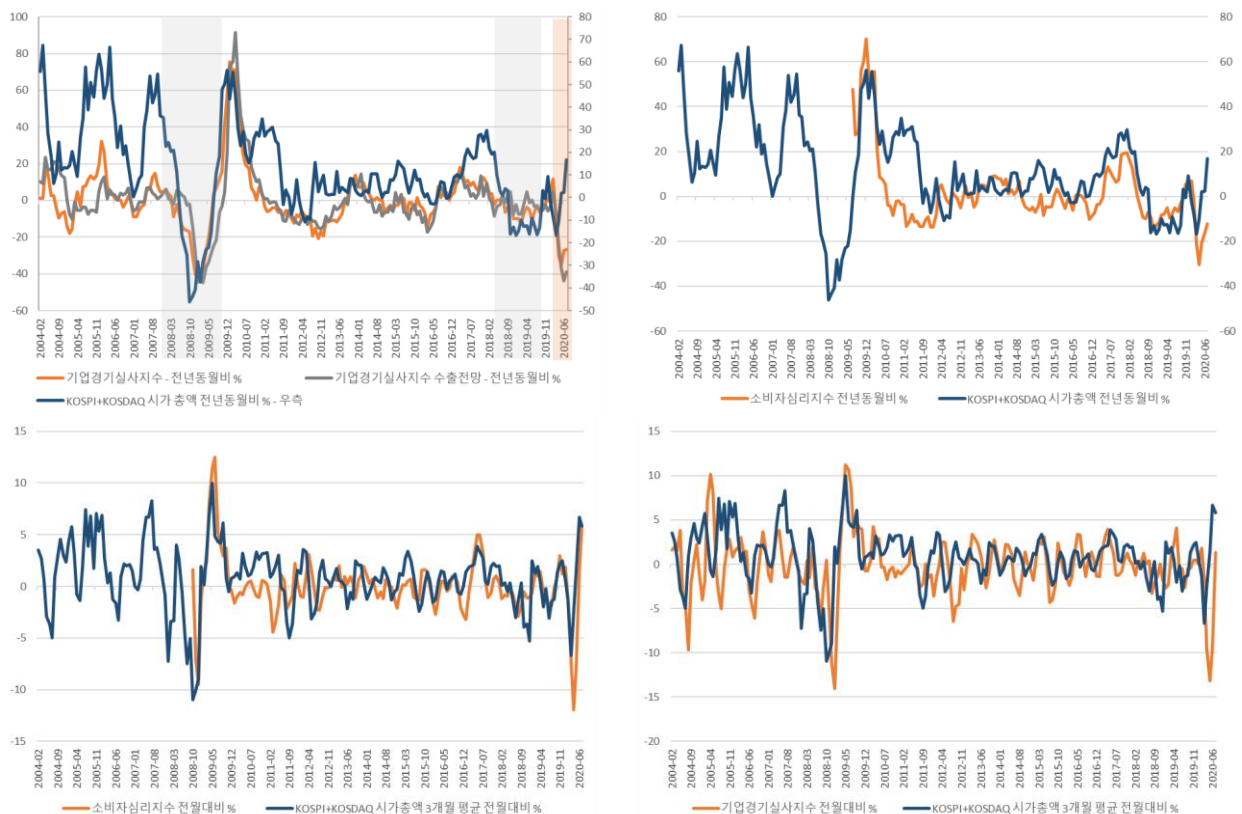


출처: 퀀티와이즈, 크레스트아시아

소수 종목에 의해 주가지수가 견인되는 현상의 이면에는 아직 미진한 경기회복의 속도와 낙관적이지 않은 전망이 자리잡고 있다. 아직 회복의 속도가 미진한 경기 사이클 초반에는 자연히 성장 전망이 확실한 주식에 밸류에이션 프리미엄을 주기 마련인데, 앞으로 12~18 개월 실적에 대한

확신을 투자자들에게 줄 수 있는 주식들이 현재로서는 매우 드문게 사실이다. 이는 소비자심리지수와 기업경기실사지수의 전망치에도 반영되어 나타나고 있다. 저자는 단기적으로 경기전망과 실적이 뒷받침될 때까지 KOSPI의 랠리는 숨고르기에 들어간 것으로 판단하며 현재의 소수 주도주 중심의 움직임이 지속될 것으로 전망한다. 지난 5월말과 6월초 코로나 사태의 안정과 더불어 소외되었던 경기민감주들이 반등하려는 모습을 보였으나 지속 가능한 반등은 좀더 시간이 소요될 것으로 생각한다.

그림 5: 실물경제는 주식시장의 회복세와는 상당한 편차를 보이고 있어



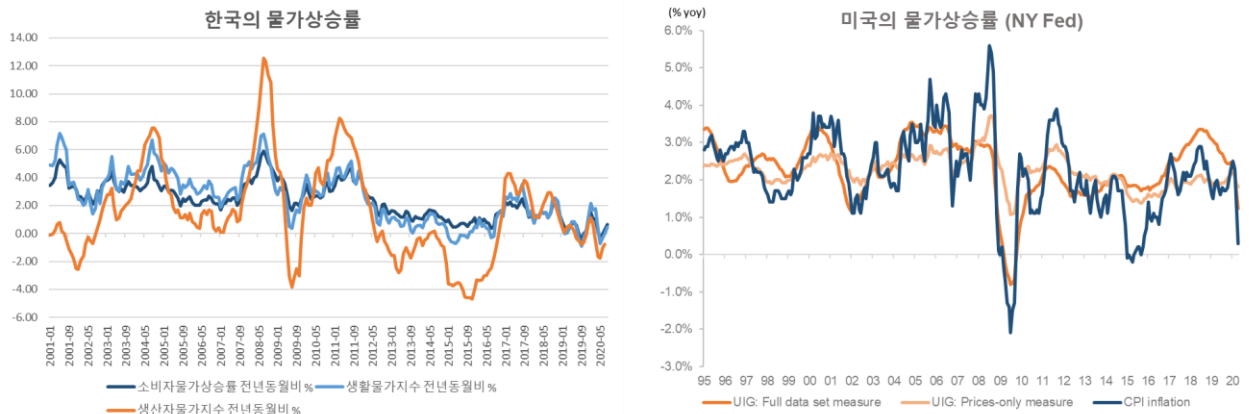
출처: 퀀티와이즈, 크레스트아시아

### 저금리의 장기 고착화는 자산가격의 상승을 견인한다

코로나 사태에 대한 공격적 금융 및 재정정책은 “Fast and Furious”라는 영화 제목을 떠올리게 하는 주식시장의 회복을 견인했을 뿐 아니라 부동산가격의 급등세를 연출하였다. 일련의 위기 대응책에는 물론 정책금리의 가능한 최저 수준까지로의 인하가 포함되었다. 더욱이 앞으로 총수요가 충분히 회복되고 물가상승률이 일정수준까지 상승하기 전에는 상당기간 금리인상이 고려되지 않을 것이라는 기대를 투자자들이 갖게 되었다는 것이다. 최근 미국 연방준비은행은 물가상승률 관리 (Inflation Targeting) 정책목표를 최대 2%에서 평균 물가상승률 관리 (AIT, Average Inflation Targeting) 2%로 변경하면서 2024년에서 2025년까지는 정책금리를 인상하지 않을 것임을 공식화하였다. 현재의 물가상승률을 고려했을 때 한국은행도 정책금리의 인상을 상당기간 고려하지 않을 것으로 판단된다.



그림 6: 총수요 위축으로 인한 물가상승률의 급락



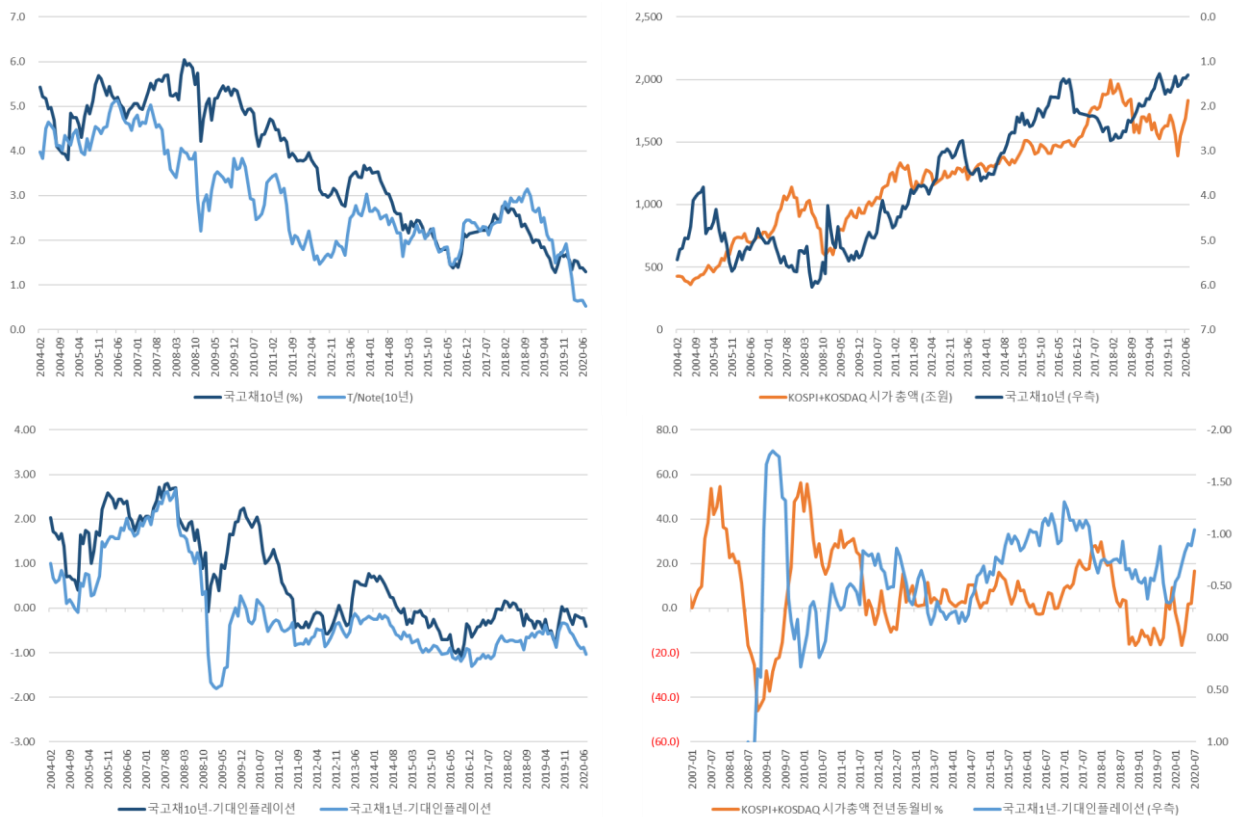
출처: 쿼티와이즈, 크레스트아시아

코로나 사태로 인하여 금리수준에 구조적 변화가 나타난 것이다. 우리나라의 대표적 장기금리인 국고채 10년물 금리는 경제 성장률의 하락과 더불어 2007년 이후 지속적으로 하락세를 보여왔다. 이번 사태는 장기금리가 구조적으로 한단계 더 하락하는 효과를 나타낸 것이다. 글로벌 금융위기 후 금융시스템이 어느 정도 안정화되면서 투자자들의 관심은 언제쯤 정책금리가 “정상화”되면서 시장금리가 금융위기 전 수준으로 정상화될 것인가였다. 대부분의 투자자들은 금리가 상승할 것으로 가정하였으며 다만 그 시기에 이견을 보였다. 하지만 상대적으로 높은 성장세와 전후 최저 실업률을 달성한 미국만이 금리인상을 단행했을 뿐 다른 주요 선진국 중앙은행들은 최저 금리수준에 묶여 있는 정책금리에 손도 대지 못하였다. 한국은행 역시 크게 다르지 않았다. 이번 코로나 사태로 미국마저 정책금리를 다시 최저수준으로 인하하게 된 것이다.

최근 투자자들의 화두는 저금리의 장기화에서 저금리의 고착화로 바뀌었다. 금리가 구조적으로 하락하여 현재 수준에 고착된 것으로 가정하기 시작했다. 저금리의 장기 고착화에 대한 투자자들의 심리는 미국 재무성 채권 10년물 10년 선물 금리에서 잘 나타난다. 미국 재무성 채권 10년물 10년 선물 금리는 쉽게 풀이해서 투자자들이 앞으로 10년 후 미국 재무성 채권 10년물의 금리가 어느 수준에 있을지 기대하고 있는지를 나타낸다. 글로벌 채권 시장의 벤치마크 역할을 하는 미국 재무성 채권에 대한 투자자들의 장기금리 기대치를 여과 없이 나타낸다고 할 수 있다. 바로 이 선물 금리의 기대치가 1.6% 수준으로 급락했다. 물론 투자자들의 기대치는 곧잘 틀린 것으로 판명되곤 한다. 예를 들어, 금융위기 후 똑같은 미국 재무성 채권 10년물 10년 선물 금리는 4.5%를 기록하였다. 현실은 금리가 4.5%까지 상승한 것이 아니라 10년 후인 올해 0.6% 수준까지 하락하였다. 지금 투자자들의 금리 기대치는 10년 후 반대로 너무 낮은 것으로 판명될 수 있다. 저자도 현재의 “저금리 영구화”와 같은 논제에 동의하지 않는다. 하지만 현재로서는 앞으로 상당기간 금리가 현재 수준에서 크게 벗어나지 않을 것으로 판단한다. 전세계적인 총수요 위축과 미진한 경기회복 속도, 이에 대응하는 대규모 재정지출과 필연적 부채증가 속도로 고려할 때 상당기간 각국 중앙은행들이 의미있는 금리상승을 용인하지 않을 것임을 확신한다. 물가상승률을 웃도는 명목금리의 상승을 용인하지 않음으로써 실질금리를 마이너스 영역에 묶어두는 정책이 지속될 것이다.

실질 장기금리의 구조적 하락은 자산 밸류에이션에 중요한 영향을 끼친다. 모든 자산가격의 평가는 미래 현금흐름을 현재가치로 할인한 값을 기본으로 한다. 현재가치로의 할인에 쓰이는 금리가 바로 장기국채금리인 것이다. 따라서 장기금리의 구조적 하락은 자산가격의 상승을 유발하는 중요한 요소이다. 물론, 명목 장기금리의 하락이 자산가격 움직임의 모든 것을 설명하지는 않는다. 예를 들어, 일본의 장기국채금리는 이미 오래전부터 0%대에 묶여 있었지만 일본의 주식 밸류에이션에 별다른 영향을 미치지 못하였다. 그 이면에는 물가상승률이 마이너스 영역으로 떨어지며 실질금리를 지속적으로 높은 수준으로 상승시켰으나 아베노믹스 전까지 이에 대응하지 못했던 정책 오류가 있다. 명목 금리보다 실질 금리의 하락이 중요한 이유이다

그림 7: 자산가치 평가에 가장 중요한 요소 - 장기 금리의 지속적 하락



출처: 퀀티와이즈, 크레스트아시아

### KOSPI 밸류에이션은 상승 여력이 충분

3월 중순 이후 KOSPI의 가파른 상승으로 현재 밸류에이션은 물론 저평가 국면에 있지 않다. 하지만 적극적인 금융정책 대응에 따른 구조적 저금리 상황과 풍부한 유동성을 감안할 때 고평가 국면에 있지도 않은 것으로 판단한다. KOSPI와 KOSDAQ 시가총액의 GDP 대비 비율은 현재 100% 수준에 머물고 있어 2016년~2017년 상승장 시기의 110% 수준에 못 미치고 있다. 또한, 코로나 사태의 충격을 반영하고 있는 2020년 실적보다는 실적이 본격적으로 회복될 것으로 기대되는 2021년

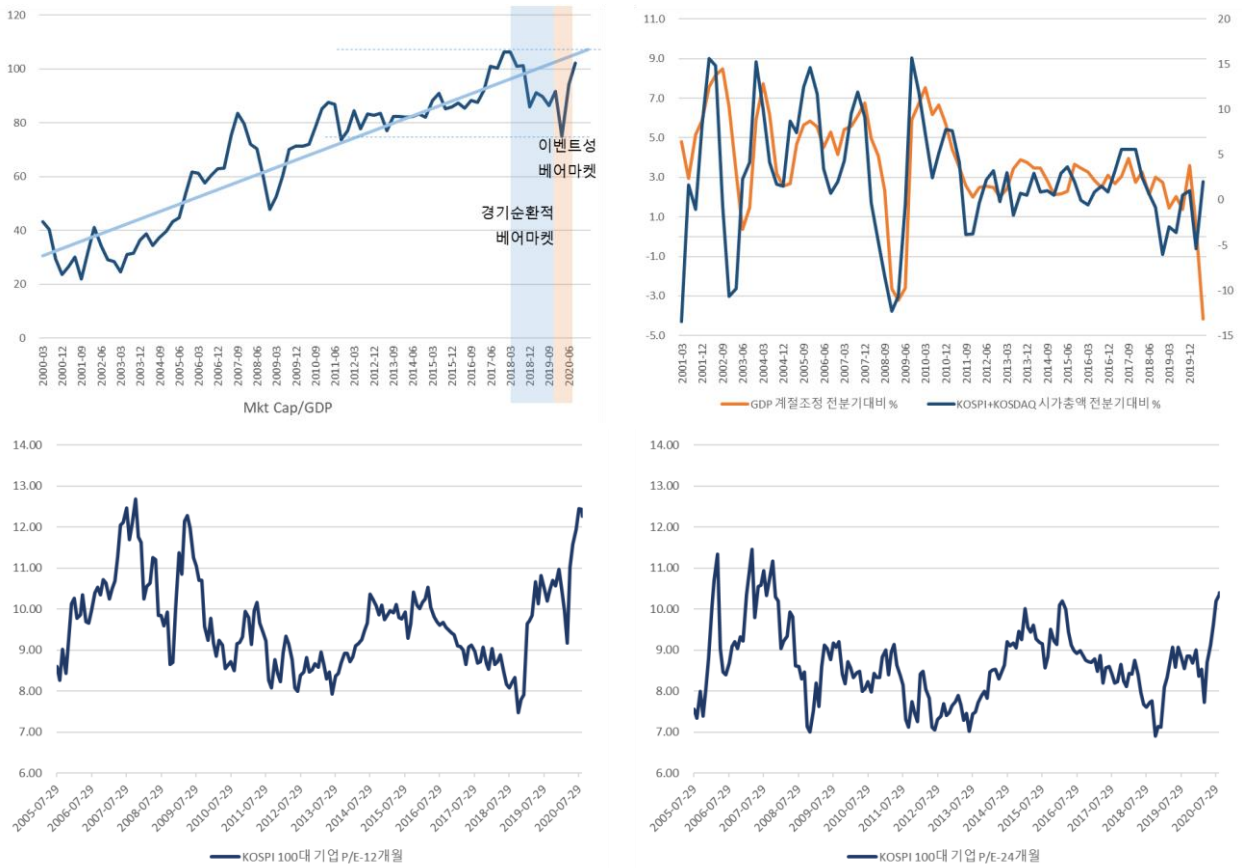


24개월 순익 전망치를 기준으로 본 P/E도 10.5배 수준으로 상승여력이 충분함을 보여주고 있다 (그림 8).

주식시장의 밸류에이션을 과거와 비교하는데 있어서 한가지 중요한 변수는 역시 금리 수준이다. 앞서서도 설명한 대로 현재의 구조적 저금리 상황은 주식, 부동산을 포함한 위험자산의 가격 수준을 한단계 상승시킬 것이다. 저자는 투자자들의 기대금리 수준이 상당기간 현재 수준에 묶여 있을 것이라는 가정하에 P/E로 본 KOSPI 밸류에이션은 과거의 8배~12배 수준에서 한단계 높은 10배~14배 수준으로 도약할 것으로 전망한다. KOSPI 밸류에이션이 한단계 상승하기 위해서는 실물경제의 회복, 즉 기업 실적의 회복이 반드시 필요하다. 시기적으로는 아직 경기회복에 대한 불확실성이 발목을 잡고 있는 것으로 판단된다. 금리, 수출, 내수 등 매크로 변수와 기업실적 전망을 모델링한 크레스트아시아의 자체 P/B 지수도 현재 수준의 밸류에이션이 높지 않아 상승여력이 충분하나 경기회복의 불확실성으로 당분간 지수가 숨고르기에 들어간 것으로 나타난 (그림 9).

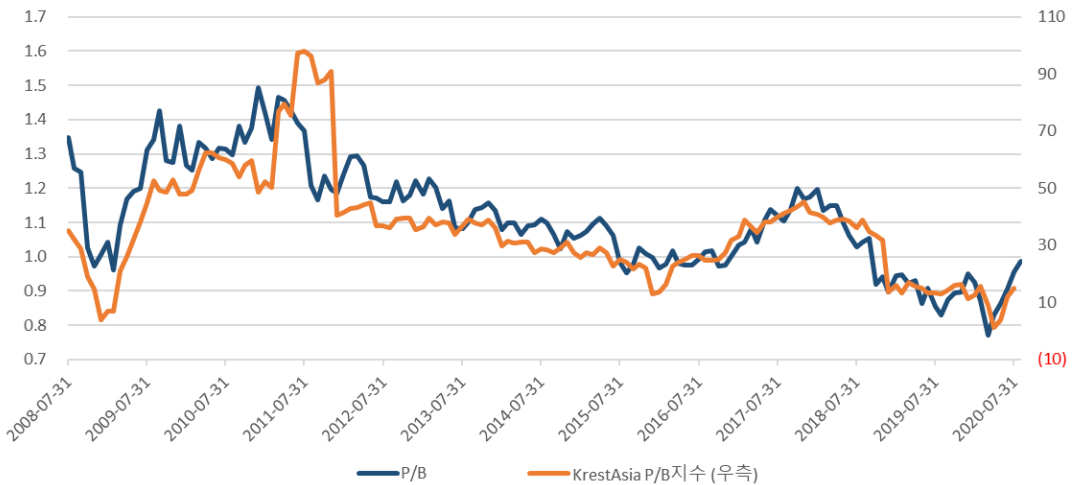
저자는 주식시장의 밸류에이션이 상승함에 따라 경기회복에 대한 전망과 금리 전망에 더욱 민감해지는 현상을 보일 것으로 예측한다. 주식시장의 변동성은 코로나 사태를 겪으며 2008년 금융위기 당시의 수준에 근접하기도 하였으나 금융시장이 안정을 찾으면서 빠른 속도로 하락하였다. 하지만 현재의 변동성 수준은 코로나 사태 이전의 낮은 수준보다는 두배 이상의 높은 수준에 머물러 있으며 상당기간 현재 수준을 유지할 것으로 보인다. 따라서 상대적으로 높아진 밸류에이션과 두단계 높아진 변동성은 주식시장이 경기전망과 금리에 더욱 민감해졌음을 의미한다. 특히, 아직 미진한 경기회복 속도는 주식시장이 변동성에 대단히 취약한 상태라는 것을 의미한다.

그림 8: 실물경제의 회복은 저금리와 더불어 KOSPI 밸류에이션을 한단계 높일 가능성



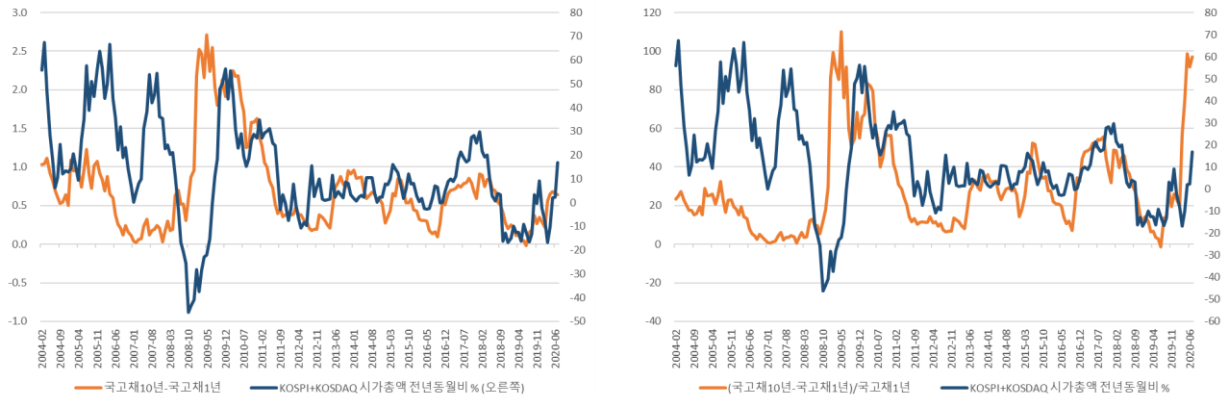
출처: 퀀티와이즈, 크레스트아시아

그림 9: 크레스트아시아 P/B 지수는 경기회복시 KOSPI의 충분한 상승여력을 보여주고 있어



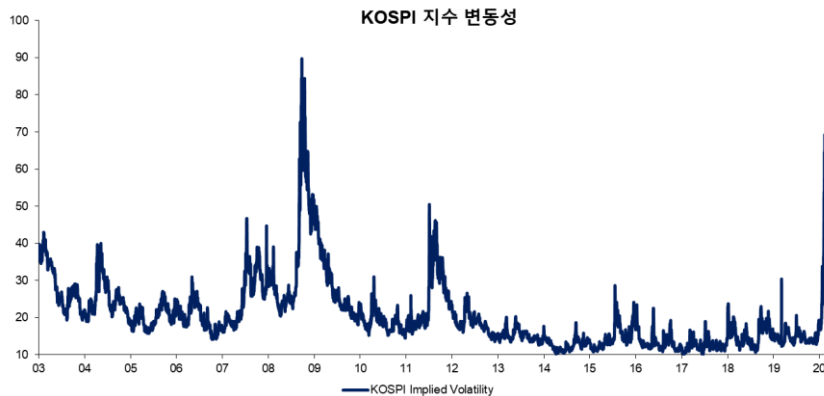
출처: 퀀티와이즈, 크레스트아시아

그림 10: 장단기 금리차 확대는 경기회복에 대한 기대감을 반영



출처: 퀀티와이즈, 크레스트아시아

그림 11: 주식시장의 상대적으로 높은 변동성은 리스크 요인으로 작용



출처: 퀀티와이즈, 크레스트아시아

### 코로나 백신의 가능성과 섹터 로테이션

바이러스의 재확산이 우리나라, 일본, 유럽 등지에서 나타나면서 경기회복에 대한 불확실성은 아직 해소되지 않고 있다. 아직 백신에 관한 뉴스는 긍정과 부정이 혼재되어 있다. 올 6월초까지 Good Judgement Inc의 “superforecasters”는 2021년 1/4 분기말까지 광범위한 백신 접종이 가능할 확률을 10% 미만으로 예측했으나 현재는 그 가능성을 40% 가까이 예측하고 있다. 최근 미국 FDA가 연말까지 적어도 하나의 백신을 승인할 수 있다는 뉴스도 흘러나오고 있다.

최근의 뉴스를 종합해보면 저자의 의견으로는 백신의 가능성이 점점 높아지고 있는 것으로 판단된다. 반면, KOSPI의 섹터별 움직임은 아직까지는 백신의 가능성을 충분히 반영하고 있지 못한 것으로 평가된다. 백신의 승인과 광범위한 접종 가능성은 경기회복에 대한 전망을 단숨에 한단계 이상 높일 것이다. 또한 장단기 금리차의 확대와 함께 금융주의 랠리가 이어지면서 현재의 시장주도주인 기술주들의 조정이 불가피할 것이다. 또한, 전통적 경기민감주들의 랠리가 이어질 것이다. 이미 지난 5월과 6월초 코로나 사태가 초기 안정 국면을 보였을 때 경기민감주들의 반등시도가 있었다.

세계경기 전망의 회복은 기술주의 비중이 상대적으로 높은 미국 S&P500 과 NASDAQ 에서 미국 이외의 시장으로의 투자자금 이동을 촉발할 것이다. 특히, 제조업 경기의 회복은 우리나라를 비롯한 이머징 마켓으로의 자금이동을 촉진할 것으로 기대된다.

**달러화의 추세적 약세와 이머징 마켓 로테이션**

코로나 사태로 시작된 미국의 정책금리 하락은 지난 3 년여 유지되었던 금리차를 단숨에 없애 버림으로써 달러화에 대한 상대적 투자 매력도를 실질적으로 제거하였다. 첫째, 달러화는 실질실효환율로 평가할 때 10% 이상 고평가되어 있는 것으로 판단된다. 대선을 앞두고 있는 미국 정책입안자들 입장에서는 지난 2 년간 실질적으로 불황에 빠져있는 미국 제조업을 부양해야 한다는 측면에서 달러 약세에 크게 대응해야 할 필요를 느끼지 못할 것이다. 둘째, 최근에 진행된 달러화의 약세는 주로 유로화와 엔화에 대해 진행되었다. 특히, 미국과 유럽의 금리차 해소에 더하여 유로화에 대한 회의적 시각을 코로나 사태에 대응한 EU 의 조율된 정책이 효과적으로 제거하게 되면서 달러화의 약세가 진행된 측면이 강하다.

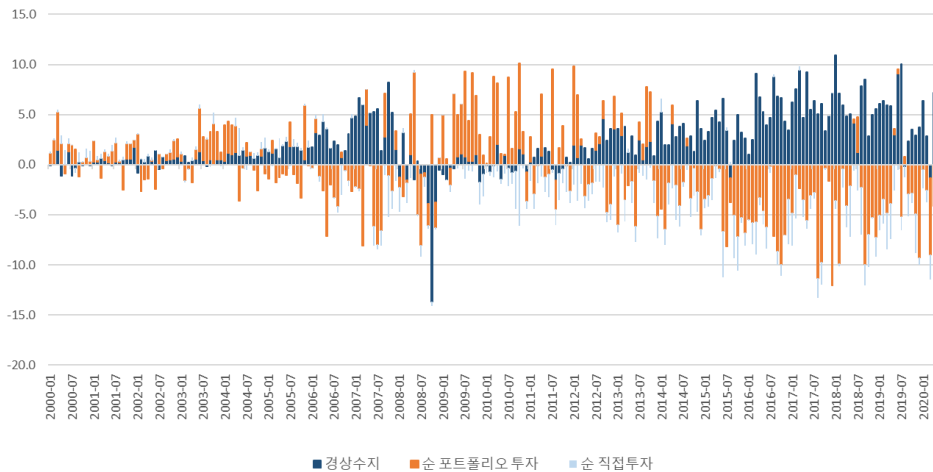
물론, 코로나 사태에 반사이익을 얻고 있는 세계적 IT 기업들의 존재감으로 미국 지수들은 높은 밸류에이션에 불구하고 상대적 매력도를 유지하곤 있다. 하지만 앞에서 지적한 대로 백신의 가능성, 그에 따른 경기회복에 대한 확신은 자금의 흐름을 바꿀 것이다. 미국으로부터의 자금 이탈은 경기 사이클에 대한 민감도가 높은 이머징 마켓으로 향할 가능성이 있다. 최근 원화의 달러 대비 환율이 하락하는 속도가 상당히 더뎠던 원인 중 하나는 미국 주식시장을 포함한 달러 자산에 대한 투자가 급증하였기 때문이다. 미국 시장의 상대적 우위가 미약해지면서 원화의 본격적 절상 국면이 시작될 가능성이 높다.

**그림 12: 주식시장의 상대적으로 높은 변동성은 리스크 요인으로 작용**



출처: 퀀티와이즈, 크레스트아시아

그림 13: 급증한 해외 주식투자가 원화의 절상 속도를 늦춰



출처: 퀀티와이즈, 크레스트아시아

그림 14: 외국인 매수의 본격화 기대

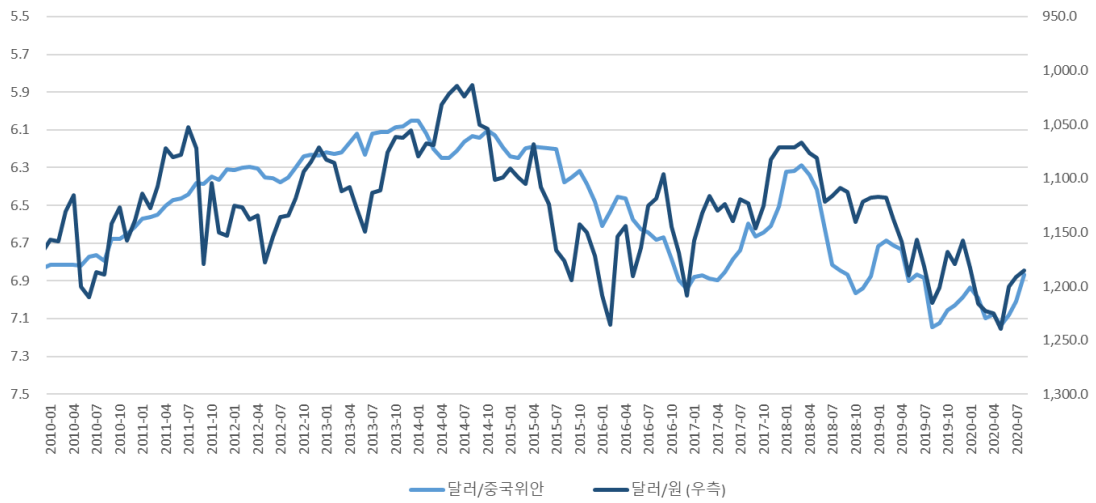


출처: 퀀티와이즈, 크레스트아시아

### 미국 대선 영향

미국 대선이 두달 앞으로 다가왔다. 미국 국내적으로는 민주당 후보의 승리는 기업과 고소득자에 대한 증세와 재정지출의 방향이 전환된다는 것을 의미한다. 미국 기업의 실적 성장이 지난 몇 년간 트럼프 행정부의 감세정책에 의해 견인된 부분이 상당하다는 측면에서 증세 자체는 미국 주식시장에 긍정적이지는 않을 것으로 본다. 국제적으로는 미국 대선이 다가오면서 중국과의 긴장관계가 적어도 표면적으로는 악화되는 경향을 보일 것 같다. 위안화의 절상 속도는 최근 눈에 띄게 완만해지면서 미, 중 관계에 영향을 받는 경향을 보이고 있다. 기본적으로 원화의 움직임은 달러화와 위안화의 움직임에 동시에 영향을 받는 모습을 보여 왔다. 민주당 후보의 승리는 미국의 대중국정책과 국제무역정책에 대한 가시성을 높일 것이며 이는 위안화 절상 속도를 가속화시킬 것이다. 원화도 역시 같이 움직일 것으로 기대된다.

그림 15: 원화는 위안화의 움직임을 따라 절상될 것으로 기대



출처: 퀀티와이즈, 크레스트아시아



**Disclaimer:**

본 자료에 수록된 내용은 (주)크레스트아시아자산운용의 견해이며 그 견해는 자본시장의 상황에 따라 언제든지 변경될 수 있습니다. 본 자료는 당사 고객들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료는 어떠한 증권의 매수/매도에 관한 제안이나 권유가 아니며 그렇게 해석되어서도 안됩니다. 본 자료에 언급된 특정 증권이나 증권발행자는 실례를 들기 위함이며 특정 증권이나 발행자에 대한 매수/매도에 관한 추천을 하기 위함이 아니며 그렇게 해석되어서도 안됩니다. 본 자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락없이 복사, 대여, 배포될 수 없습니다.