

Equity Strategy



글로벌매크로팀 Strategist 허재환
02)368-6176
jaehwan.huh@eugenefn.com

Equity Strategy Check point

- ✓ 미국 게임스톱 등 개인 투자자들과 공매도 헤지펀드들 간 대결 양상이 주식시장 거품 논란을 야기시키고 있음.
- ✓ KOSPI 의 단기적인 상승 속도는 광풍의 냄새가 있음. 그러나 과거 거품붕괴는 보다 누적적인 주가 상승 후 나타났음.
- ✓ 중국 인민은행의 자산 가격 인정에 대한 경계는 부담 요인임. 그러나 미국 연준 정책이 변하지 않겠다는 점과 미/중 모두 주식시장 다레버리지 압력은 심하지 않음.
- ✓ 주가가 실적 기대를 선반영해서 움직였으나, 아직 경기 및 실적 사이클은 정점을 지난 것으로 보기 이룸. 다만 최근 과열 양상이 해소되는데 1~2 주의 시간이 필요.
- ✓ 위험은 미국 정부의 규제. 반면 기회 요인은 백신 배포 확산 및 코로나19 진정. 추가 조정은 기회요인이라고 판단됨.

거품 붕괴의 증거가 있는가?

Equity Strategy Overview

미국 게임스톱 이슈가 거품 논란으로 번지고 있다. 주식시장 내부적으로 광풍의 징후는 있다. 그러나 과거 거품 붕괴의 징후, 1) 비이성적인 가격 상승과 2) 중앙은행의 긴축 및 과도한 레버리지의 후유증, 3) 실적 및 경기 사이클 측면에서 거품이 붕괴되고 있다고 단정짓기는 이르다. 현 시점에서 주가 조정은 기회다. 다만 시장 에너지가 축적되고 Valuation 부담이 완화되는 데 1~2 주의 시간이 필요하다고 판단된다.

게임스톱 이슈로 불거진 거품 붕괴 논란

저세상(?) 수준의 흥분을 보여주던 한국과 글로벌 주식시장의 열기가 한풀 꺾였다. 미국을 비롯한 선진국 주식시장도 고점 대비 -5% 하락했다.

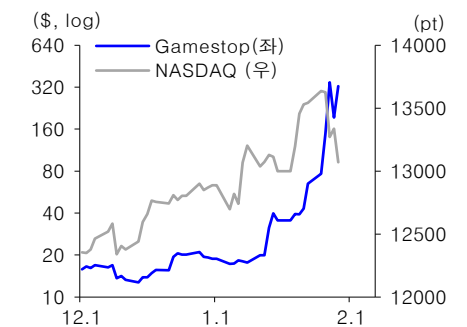
악재는 꽤 여러 곳에서 등장했다. 백신 공급이 지체되었다. 봉쇄조치가 연장되었다. 중국 단기 금리 상승도 부담이다. 무엇보다 미국 개인 투자자들과 공매도 헤지펀드들 간 대결 논란이 컸다.

미국 비디오게임업체 Gamestop 에 대한 공매도에 대해, Reddit 이라는 SNS 을 통해 정보를 공유하던 개인 투자자들의 매수세가 집중되었다.

손실 난 헤지펀드들의 공매도 청산(Short squeeze)과 다레버리지 압력이 외국인 투자자들의 매도와 주가 변동성을 확대시켰다(왼쪽 도표).

게임스톱 이슈가 광풍에 가까운 주식 버블 논란을 야기시킨다고 지적한다. 높아진 Valuation 부담에 따른 조정 가능성은 남아 있다. 그러나 이러한 논란에 의한 주가 하락은 기회라고 판단된다.

미국 게임스톱 vs. 미국 나스닥



자료: Refinitiv, 유진투자증권

과속의 증거, 그러나 길을 벗어나지는 않았다

과거 비이성적 주가 광풍, 냄새는 나지만 뚜렷하지 않다

개인 투자자들과 공모도 헤지펀드 간 대결이 여러 논의를 야기시키고 있다. 2008년 글로벌 금융위기 이후 금융기관들에 대한 불만이 나타났던 '월가 점령 운동(Occupying Wall Street)'을 연상시킨다.

게임스톱 이슈는 미국 증권감독위원회(SEC)를 넘어 정치 이슈로도 확산되고 있다. 1) 개인 투자자들과 소셜미디어의 영향력이 기존 제도권을 넘어서고 있다는 뜻이다. 2) 펀더멘탈을 넘어서는 주가 상승 광풍 우려도 불리일으킨다. 혹자는 15세기 튜립버블과 현재 게임스톱 이슈를 비교하기도 한다.

필자도 글로벌 증시에서 버블이 형성되고 있다는 지적에 대해서는 동의한다. 그러나 거품이 붕괴되고 있다고는 보지 않는다.

거품 붕괴의 대표적 징후 중 하나는 비이성적인 주가 상승이다. 80년대 이후 대표적인 주식시장 버블 정점(89년 12월 닷케이, 90년 2월 대만, 00년 3월 나스닥, 00년 코스닥, 2007년 중국 증시) 전후 주가 상승과 하락률을 살펴볼 필요가 있다.

단기 주가 상승률 측면에서 KOSPI는 버블의 냄새를 풍기고 있다. 5번의 과거 주식 버블 정점 6개월전 주가는 51.5%, 1개월전 주가는 15.7% 올랐다. KOSPI는 6개월 동안 46.6%, 1개월 동안 14.8% 올랐다. 붕괴 전 광풍이 전혀 없었다고 보기 어렵다(도표 1).

그러나 거품 붕괴는 적어도 4~5년 동안 주가가 꽤 누적해서 상승한 이후 나타났다. 나스닥과 코스피 모두 과거 버블 붕괴 당시만큼의 상승(평균 5년에 걸쳐 417%)에는 못 미친다.

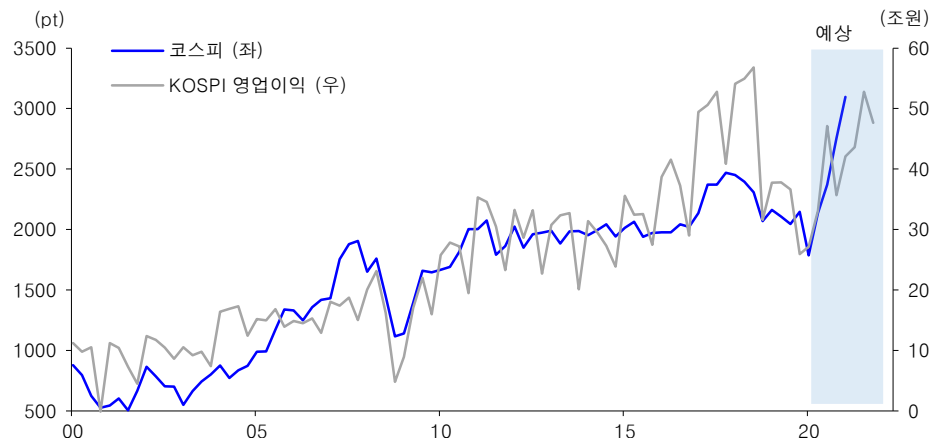
현재 KOSPI의 문제는 상승 속도다. KOSPI 영업이익과 KOSPI 분기 평균 주가는 상당한 관련성을 가진다(도표 2). 최근 KOSPI는 올해 상반기 중 나타날 수 있는 기업이익 개선 기대를 먼저 반영했다.

도표 1 과거 버블 붕괴 전후 주가 등락률 vs. 현재 NASDAQ 과 KOSPI

(등락률, %)	89년 12월 닛케이	90년 2월 대만	00년 3월 나스닥	00년 3월 코스닥	07년 10월 상해	중간값	2021년 1월 나스닥	2021 년 1월 코스피
5년전	237.1	1,502.	529.3		305.0	417.2	201.8	64.4
1년전	29.0	91.5	109.8	261.7	243.7	109.8	49.2	44.2
6개월전	18.1	32.7	74.9	51.5	68.5	51.5	29.4	46.6
1개월전	5.2	22.6	15.7	18.4	14.7	15.7	6.5	14.8
1개월후	-4.5	-4.9	-17.0	-27.3	-15.3	-15.3		
6개월후	-17.0	-67.5	-18.8	-64.0	-45.9	-45.9		
1년후	-38.7	-61.9	-59.3	-73.0	-66.9	-61.9		

자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 2 KOSPI 영업이익 개선 기대는 유효, 그러나 상반기 실적 개선기대는 선반영



주: KOSPI는 분기 평균, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

中 통화정책 전환, 그러나 신용 축소 압력 제한적

기존 경험과 수준을 넘어서는 한국 증시 급등

두 번째 거품 붕괴의 징후는 중앙은행의 긴축과 그로 인한 디레버리지(deleveraging, 부채 축소) 및 연쇄적인 자산 가격 하락이다.

중앙은행 측면에서 미묘한 변화가 있다. 바로 중국이다. 미국 파월 연준 의장은 금융안정성을 유지하기 위해 통화정책(금리 또는 QE)이 아닌 규제와 감독이 필요하다고 했다.

반면 중국 인민은행 마준 통화정책위원회는 한 포럼에서 자산가격 상승 위험을 경고했다. 이후 최대 명절 춘절을 보름 앞둔 상황에서 중국 단기금리는 급등했다(도표 3). 미국 연준과는 달리 중국은 자산 가격 상승과 금융 위험에 민감한 모습을 드러냈다.

중국의 통화정책이 중립적으로 변했다. 자산 가격 상승에 썩 좋지 않다. 그렇다고 긴축은 아니다. 거품 붕괴로 보기는 어렵다.

우선, 미국과 중국 모두 본격적인 긴축은 아니다. 코로나19 이전 성장률 수준을 회복한 중국도 아직 코로나19 위협에서 자유롭지 못하다.

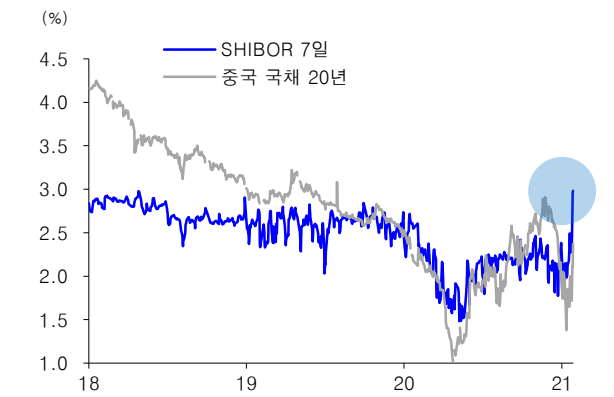
다음으로, 주식시장의 레버리지를 의미하는 신용융자 잔고 부담은 미국이나 중국 모두 심각한 수준은 아니다.

예컨대, 미국 신용잔고(Margin Debt)은 지난해 12 월말 기준으로 사상 최고인 7,780 억 달러다. 그러나 S&P500 시가총액 대비 비율로는 2.5%로 2018 년 이전 3%보다도 더 낮다(도표 4).

중국도 마찬가지다. 중국 신용잔고는 2014 년 5 월 이후 집계되고 있다. 신용잔고는 1.7 조 위안으로 2014 년 고점 2.3 조 위안에 접근 중이다(도표 5). 그러나 시가총액 대비 비율로는 2.6%다. 2014~15 년 버블 붕괴 직전에는 5%대까지 상승했다(도표 6).

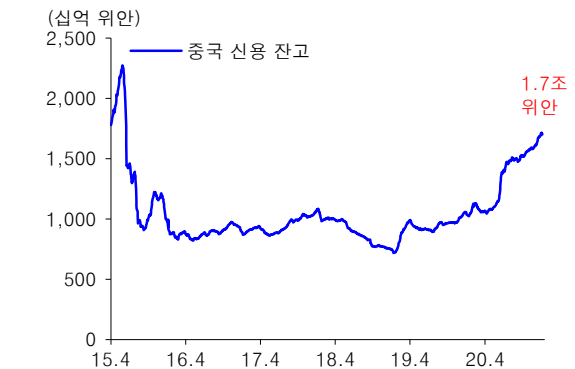
중국 통화정책이 중립적으로 전환되고 있지만, 미국은 그렇지 않다. 미국과 중국 모두 주식시장 레버리지 부담이 심각하지는 않다.

도표 3 중국 단기금리 급등, 정부의 자산가격 인정 의지



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 5 중국 신용잔고는 2015~16년 버블 붕괴 이후 최고



자료: CEIC, 유진투자증권

도표 4 미국 시가총액 대비 신용잔고 비율은 높지 않아



자료: NYSE, 유진투자증권

도표 6 그러나 시가총액 대비 신용 비율은 높지 않아



자료: CEIC, 유진투자증권

오히려 기회, 그러나 에너지 축적 시간 필요

경기나 기업이익 사이클은 정점을 지나지 않아

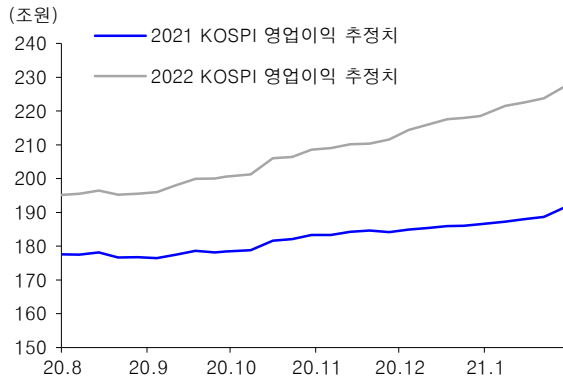
세 번째 거품 붕괴 징후는 경기와 기업이익 사이클의 반전이다.

최근 미국과 유럽의 백신 배포 지연과 독일/프랑스의 봉쇄 연장 및 일부 국가들에 대한 국경 폐쇄 소식은 다분히 부정적이다. EU와 영국은 백신 민족주의 우려마저 높아지고 있다.

그러나 실적 사이클이 하락 반전될 것으로 볼 정도는 아니다. 적어도 2021년과 2022년 KOSPI 영업이익 추정치는 이번 실적 시즌을 거치면서 꾸준히 상향 조정되고 있다(도표 7). 사이클 정점과 거품 붕괴는 실적 사이클 하락 국면에서 본격적으로 나타났다.

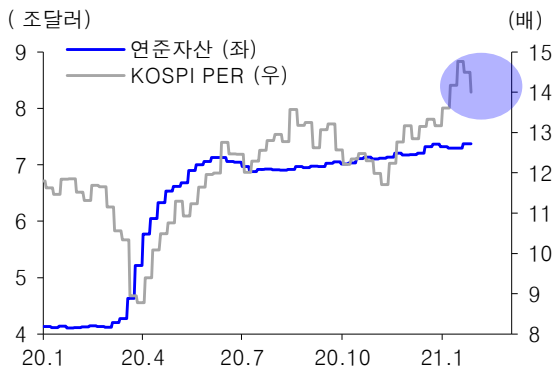
Valuation 부담은 남아 있다. 자산가격의 Valuation은 QE와 관련이 높다(도표 8). 최근 KOSPI의 PER은 QE에 비해 가파르게 올랐다. 일부 하향 위험이 남아 있다. 올해말까지 미국 연준의 QE가 지속된다면, PER하락도 제한적일 전망이다. 현재 14 배로 하락한 PER은 13 배 중반에서는 멈출 가능성이 높다.

도표 7 2021~22년 KOSPI 영업이익 사이클은 개선



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 8 QE에 비해 급등했던 KOSPI PER, 추가 하락 제한



자료: Quantwise, 유진투자증권

거품 붕괴의 징후 즉, 1) 비이성적인 가격 상승과 2) 중앙은행의 긴축 및 과도한 레버리지의 후유증, 3) 사이클 정점 징후 측면에서 현재 주식시장 거품이 붕괴되고 있다고 단정짓기는 어렵다. **현 시점에서 추가 하락은 오히려 기회라고 판단된다.**

그러나 당장 반등보다는 추가 상승 폭이 컸던 데 따른 후유증이 해소되는 데 시간이 필요하다. 1~2주 정도 이어질 가능성이 높다

한국 주식시장의 신용잔고 부담도 완화될 필요가 있다. KOSPI 시가총액 대비 거래소 신용융자 잔고 비율은 0.5%로 미국이나 중국에 비해 현저히 낮다. 그러나 지난 2017년 이후 4~5년 평균 대비로는 +2 표준편차 수준이다(도표 9). KOSDAQ 시가총액 대비 신용융자 잔고 비율은 2.6%로 평균의 +2 표준편차다(도표 10).

한국은 미국보다 단기 과열조짐이 뚜렷했다. 시장 에너지를 쌓을 시간이 필요하다. 그러나 거품 붕괴의 시작이 아니라면, 너무 위축되지 않고 기회 측면에서 대응할 필요가 있다.

도표 9 거래소 신용잔고 부담은 상당히 높아



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 10 코스닥 신용잔고 부담도 높아



자료: Quantwise, 유진투자증권

위험은 정부 규제, 기회는 백신과 Reopening

단기 유동성 문제는 경기 개선으로 완화될 수 있어

미국 개인 투자자들과 공매도 헤지펀드들 간 대결로 불거진 디레버리지 압력과 거품 붕괴 논란이 하루 아침에 사라지는 않을 것이다. 그렇다면 현 시점에서 기회 및 위험 요인은 무엇인가?

위험 요인은 금융안정성에 대한 규제다. 아마도 헤지펀드나 개인 투자자들에게 대한 규제가 정부 차원에서 강화되면 시장 충격의 여진은 더 이어질 가능성이 있다. SEC는 연방법 위반 소지가 있을 때 개인 투자자들을 보호하기 위해 행동할 것이라고 언급했다(도표 11).

그러나 정부 차원의 규제 가능성은 낮다. 미국 민주당은 개인 투자자들보다 헤지펀드의 형태에 대한 비우호적이다. 미국 오키시오 코르테스 민주당 하원의원이 대표적이다(도표 12). 헤지펀드는 주식을 자유롭게 거래할 수 있지만 개인은 차단된다며, 개인 주식 매입 제한에 대해 부정적이었다.

기회 요인은 백신과 경기 재개(reopening) 기대다. 백신 기대는 사실 새롭지 않다.

그러나 백신 공급이 늘어나 경기가 좋아지고, 기업실적이 개선되면 게임스톱을 둘러싼 개인 투자자들과 헤지펀드들 간 대결과 그로 인해 발생한 유동성 문제는 완화될 가능성이 있다. 경기 회복은 공매도 대상이었던 산업들과 기업들에 대한 논란을 완화시켜줄 수 있다.

결국 공매도 규모가 줄지 않을 정도로, 기업과 경기를 둘러싼 불확실성이 높고, 특정 주식에 대한 공격적인 매수가 이어지고 있다는 점이 문제다. 현재 미국 백신 접종 속도는 바이든 대통령이 제시한 목표의 60% 수준에 불과하다(도표 13). 미국 인구 100명 당 백신 접종자 수는 7~8명 수준이다(도표 14).

이러한 측면에서 지난 주말 미국 존슨앤존슨의 코로나19 백신 실험 결과는 긍정적이다. 모더나와 화이자 백신 부족 현상을 완화시켜 줄 수 있기 때문이다.

도표 11 미국 SEC, 개인 투자자 보호 필요



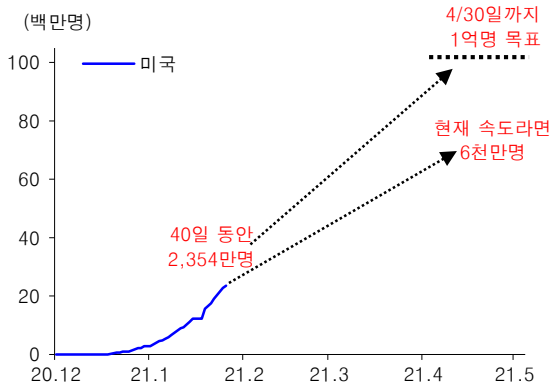
자료: Google Image

도표 12 미 오키시오 코르테스 하원의원, 청문회 필요



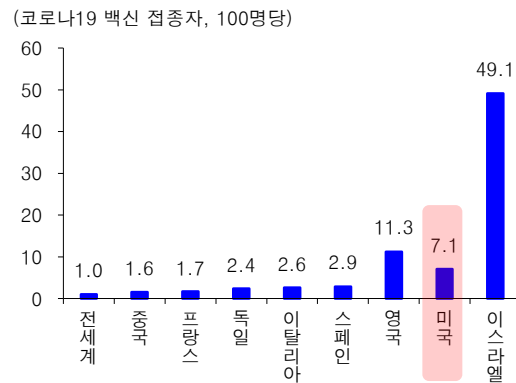
자료: Twitter

도표 13 현재 미국 백신 접종 속도는 목표의 60%에 불과



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 14 코로나19 백신 접종자율은 현재 1~2% 내외



자료: Refinitiv, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조식분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조식분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객
 의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가 대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가 대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가 대비 -10%이상 ~ +15%미만	7%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가 대비 -10%미만	0%

(2020.12.31 기준)