

본 자료는 정보제공 목적으로만 작성되었으므로 투자광고 및 투자권유를 위한 목적으로 사용될 수 없으며, 최종 투자자에게 배포될 수 없습니다. 본 자료는 영어 원문의 국문 번역본입니다. 영어 원문과 차이가 있을 경우 영어 원문이 우선합니다. 해당 영어 원문은 www.schroders.com/en/uk/tp 에서 다운로드 할 수 있습니다

Schroders

슈로더 토크포인트 (Talking Point)

경기침체에도 주식시장이 상승하는 이유는?

2020년 5월

수천만 명의 미국인들이 일자리를 잃고 있는 가운데 4월 주식시장은 30년만에 가장 높은 월간 수익률을 기록했습니다. 이에 본 보고서에는 실물경제와 주식시장 간의 이러한 표면적 괴리 현상의 이면을 살펴보고자 합니다.

션 마코비츠(Sean Markowicz, CFA)

투자전략, 리서치 애널리스트

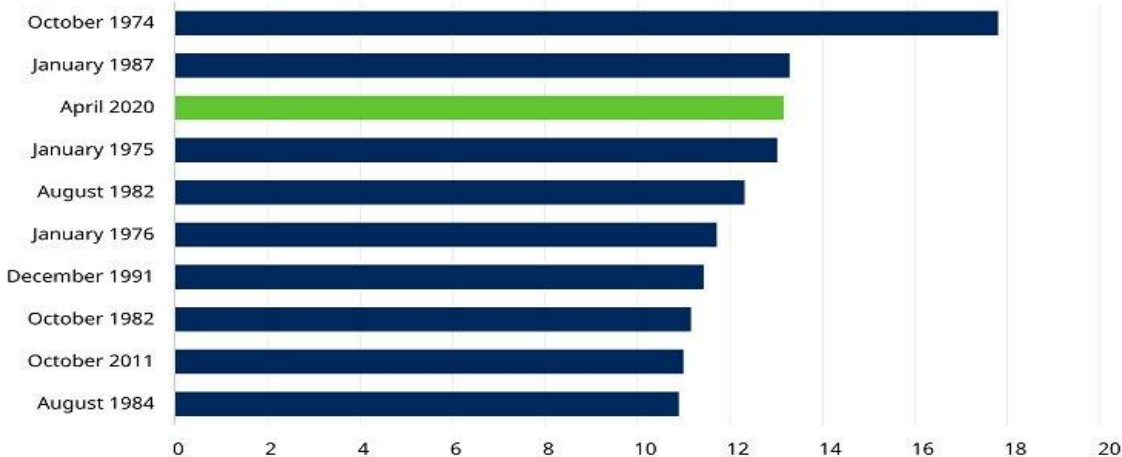
지난 8주 동안 미국에서 3,600만 명이 실업 수당을 신청했습니다. 미국 GDP는 2020년 1사분기에 무려 4.8% 감소했습니다. 그러나 4월 미국 주식시장은 13.2% 급등하며 1987년 이래로 가장 큰 월간 상승폭을 기록했습니다.

도대체 무슨 일이 벌어지고 있는 것일까요? 왜 시장은 경제와 반대 방향으로 움직이고 있을까요?

US equities recorded their largest monthly increase since 1987 despite economic woes

Schroders

Monthly total return, %



Source: Schroders, 442613

출처: Refinitiv Datastream and Schroders

과거 실적은 미래 실적의 지침이 아니며 반복되지 않을 수 있습니다.

직관적으로는 불합리하게 보일 수 있지만, 사실 주식시장의 수익률과 경제 성장 간에 매우 약한 상관관계를 보여주는 증거는 많이 있습니다. 따라서, 이 두 변수가 같이 움직일 것이라고 기대해서는 안됩니다. 그러한 움직임은 여러 변수들로 설명됩니다.

미래지향적으로 바라보는 시장

가장 중요한 이유는 주식시장에서 한 기업의 가치는 모든 미래 수익의 현재가치로 평가될 수 있다는 사실입니다. 그러한 미래 수익은 경제적 성장과 관련이 있지만 1 대 1로 일치하는 관계는 아닙니다. (일부 차이가 발생할 수 있는 가능성은 세 번째 항목에서 간단히 설명합니다.) 기업의 가치는 현재 발생하는 사건을 반영하지만 내년, 후년, 그리고 그 이후에 발생할 사건에 대한 예상도 반영합니다. 이렇듯 주식시장은 미래지향적인 시각으로 시장을 해석합니다.

반면 대부분의 경제지표는 과거에 일어난 일을 알려줍니다. 확실한 예로 GDP 성장률은 분기가 끝나야 발표가 됩니다.

이는 수익에 대한 기대에 영향을 미치는 모든 뉴스가 실제로 그 영향이 기업의 순익에 반영되기 전에 시장을 움직일 수 있음을 의미합니다. 이것이 바로 올해 일어난 일입니다. 미국 주식은 경기 침체가 예상되는 가운데 연초 3개월 동안 24% 하락했고 후속적으로 그러한 경기 침체는 현실화되었습니다. 많은 악재들이 4월이 시작되기 전에 이미 주가에 반영되어 있었습니다.

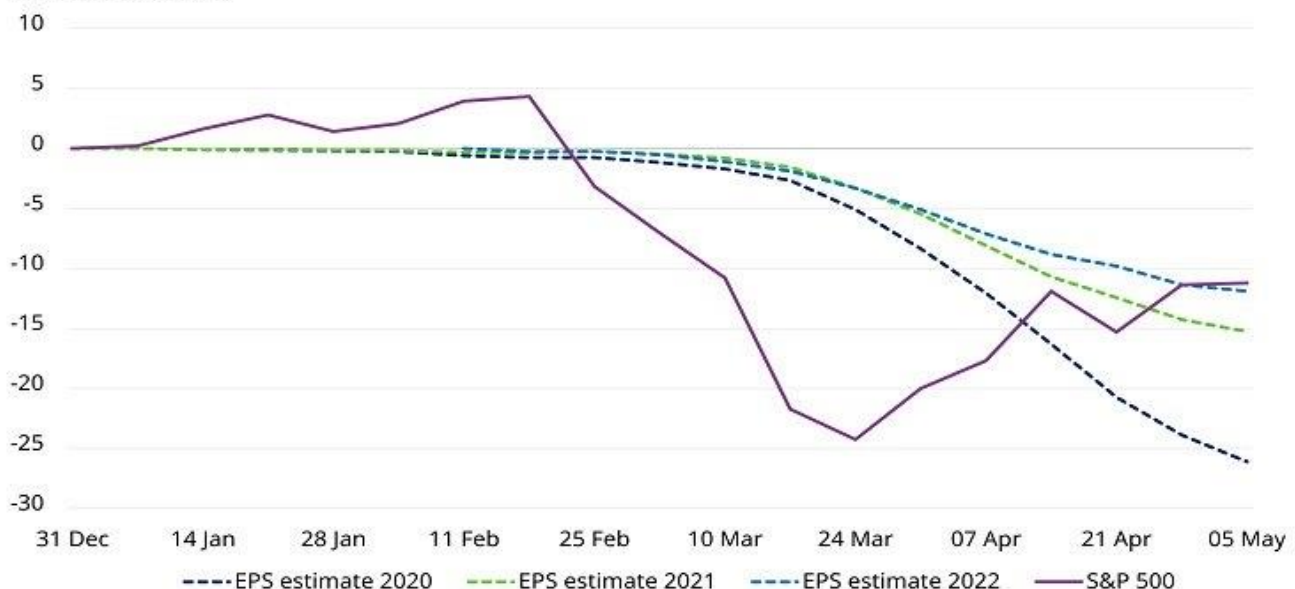
그와 유사하게 지금의 절박한 상황에 매몰되어 있기 쉽지만 그런 상황이 무한정 계속되지는 않을 것입니다. 한 기업의 모든 미래 수익을 반영하기 때문에 주가는 단기적으로 악화된 전망과 (비록 회복되는 모양에 대해서는 여전히 논란의 여지가 있지만) 후속적인 회복세에 대한 기대감을 모두 반영합니다.

예를 들어, 애널리스트들이 올해 실적에 대해서 25% 초과 하락을 예상하고 있는 반면 2022년 이익 전망치는 금년초 전망했던 수치보다 겨우 11% 정도 낮은 수준입니다. 또한 최근 반등 이후에, 이러한 전망치는 연초이후 현재까지의 증시 변동에 상대적으로 가깝습니다. 이 두 수치는 상당한 일관성이 있습니다.

Equity losses reflect the deteriorating earnings outlook

Schroders

Rebased % change



Source: Schroders. 442613

출처: Refinitiv Datastream and Schroders.

과거 실적은 미래 실적의 지침이 아니며 반복되지 않을 수 있습니다.

유동성

최근 몇 주 동안 시장이 가파르게 상승한 데에는 주가의 미래지향적 관점 외에도 다른 촉매가 존재합니다. 이는 시장과 경제 간의 간극을 더욱 확대시켰습니다. 그 촉매는 바로 중앙은행과 정부가 쏟아낸 대규모 부양책들입니다.

미국 연준(Fed)은 단기 금리를 제로(0) 수준으로 전격 인하했고 무제한적인 국채 매입을 약속했습니다. 또한 투자적격등급 회사채와 하이일드 상장지수펀드(ETF)에 대해서 구체적인 매입 계획을 발표했습니다.

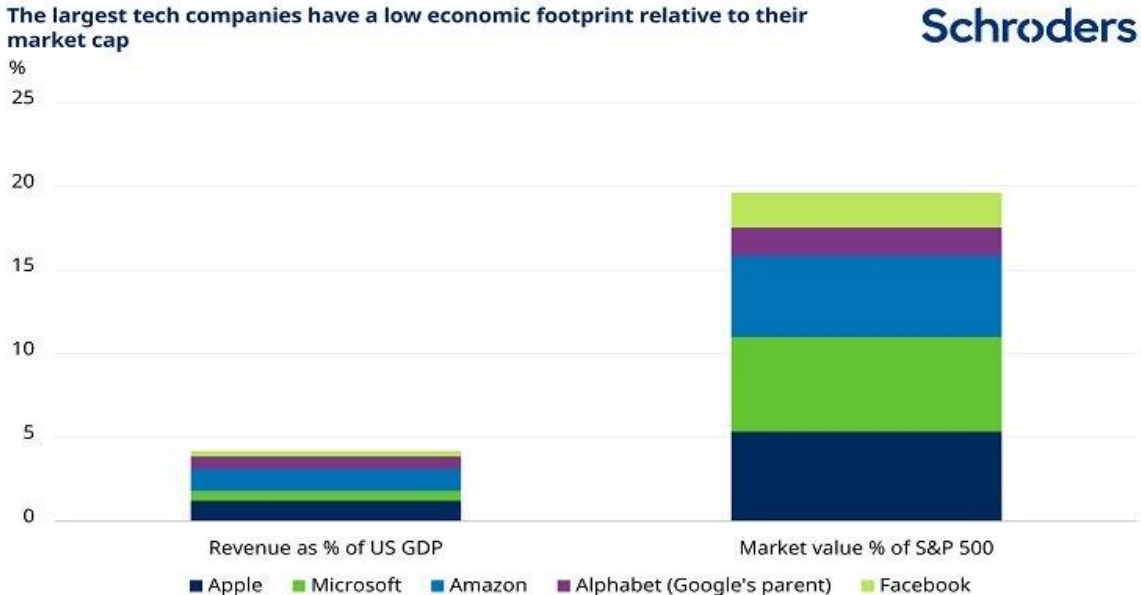
이에 발맞추어 실업수당 확대, 직접적인 자금 지원, 중소기업대출 등 대대적인 재정 부양책도 뒤따랐습니다.

이러한 유례없는 정책들에 힘입어 시장의 유동성이 확대되고 차입 비용이 감소하고 기업에 자금이 공급되고 비즈니스에 대한 신뢰가 높아지면서 주가가 상승한 것입니다.

금리 인하 역시 시장에 긍정적으로 작용합니다. 주주들에게 발생할 미래수익의 현재가치가 높아지기 때문입니다. 이 경우 주가는 상승하는 경향이 있습니다.

주식시장은 실물 경제를 대표하지 않아

주식시장과 경제 간의 구성요소 차이 또한 괴리 현상에 일조했습니다. 예를 들어, Microsoft, Amazon, Apple, Google, Facebook 등 대표적인 기술주 기업들은 이동제한 명령으로 인해 전반적인 시장 대비 큰 폭의 초과성과를 기록했습니다. 해당 기업들은 S&P 500 지수의 20%를 차지하지만 2019년 미국 GDP에 대한 기여도는 그 1/5 수준인 4%에 불과합니다.



Source: Schroders, 442613

출처: Refinitiv Datastream and Schroders.

이러한 불일치가 발생하는 이유 중 하나는 S&P 500 과 같은 주가지수에서는 편입 종목의 시가총액에 따라 가중치가 부여된다는 점입니다. 기업의 시가총액 가치가 높을수록 지수에서 높은 가중치가 부여됩니다. 이는

주식시장에서 중소기업들의 대표성이 거의 담보되지 않음을 의미합니다. 그러나 미국 중소기업청 보고서에서 지적한 바와 같이 실제 중소기업은 미국 GDP의 44%를 차지합니다.

중소기업은 경제 봉쇄로 인해 더 많은 고충이 예상되고 있습니다. 대기업에 비해 대개 여유 자금이 부족하기 때문이며 저금리로 차입을 하기도 어렵습니다. 그러나 이러한 부정적 영향은 주식시장에 비례적으로 반영되지 않을 것입니다. 대부분의 중소기업은 비상장사이고 상장사라고 해도 지수에서 차지하는 비중이 낮을 것이기 때문입니다.

업종별 차이 외에도 성과는 해외에서의 성장 전망 차이로 인해 때로 격차가 발생할 수 있습니다. 예를 들어 기업의 신고 자료에 따르면 미국 주식지수내 기업들은 매출의 약 30%가 수출에서 발생하는 반면 수출액이 미국 GDP에서 차지하는 비율은 약 12%에 불과합니다. 그러나 현재 상황에서는 해외 매출로 인한 리스크 분산 효과가 국내의 악재를 상쇄할 수 없을 전망입니다. 정도의 차이는 있지만 전세계 거의 모든 나라들이 코로나 확산으로 인해 경제를 봉쇄했기 때문입니다.

추가 조정 위험은 여전히 남아

최근 주가의 변동과 경제 뉴스는 상반되어 보일 수 있지만 실제로는 그렇지 않습니다. 주식시장의 미래지향적 성격은 부정적인 뉴스의 상당 수가 2020년 1분기에 증시가 대폭락할 때 이미 가격에 반영됐음을 의미합니다. 주가는 또한 단기적인 전망에 머물지 않고 기업의 장기적 실적 전망을 통찰합니다. 다만 그러한 전망을 검증하는 것이 지금은 평소보다 어려울 수 있습니다.

중앙은행과 정부의 지원 역시 시장이 연초에 우려했던 일부 최악의 상황이 전개될 가능성에 대한 공포를 진정시켰습니다. 그리고 중앙은행의 유동성 투입은 자산 가격의 추가 하락을 막는 데 일조하고 있습니다.

그렇다면 우리는 이제 숲을 빠져 나온 것일까요? 그렇지 않을 수도 있습니다. 사방에 넘쳐나는 유동성에도 불구하고 그것으로는 기업의 파산을 막고 소비자가 다시 쇼핑에 나서게 하기에 역부족일 수 있습니다. 당분간 매출은 계속 압박을 받을 전망입니다. 전체 산업이 위험에 노출되어 있습니다. 많은 기업이 부채 상황에 어려움을 겪을 것으로 예상됩니다. 따라서 채무불이행과 파산의 위험이 연쇄적으로 증가할 것입니다.

경제적 불확실성이 팽배한 가운데 향후 실적 전망에 대한 신뢰할만한 지침을 내놓는 기업들이 거의 없는 상태입니다. 상황이 예상보다 나쁠 경우 시장은 다시 조정을 받을 수 있습니다. 사실 과거 대대적인 주식 매도가 발생했던 시기에도 약 세 차례 정도 "가짜 새벽(false dawns)" 현상이 발생했었습니다.

시장이 지수 단위에서는 손실을 부분적으로 회복했지만 모든 섹터가 다 그런 것은 아니라는 것도 기억할 필요가 있습니다. 봉쇄 조치에 대한 각 업종의 경제적 민감성에 따라 분명한 승자와 패자가 드러나고 있습니다. 다음 단계에서는 이렇듯 갈라진 운명의 패턴이 더 강화될 수 있습니다. 투자자들의 경계가 요구됩니다.

투자 유의사항

본 자료에 포함된 정보는 슈로더가 제공하는 특정 상품이나 서비스의 매입 또는 매도 제의나 투자권유를 위하여 작성된 것이 아니며 별도의 사전통지 없이 언제든지 수정될 수 있습니다. 본 자료는 사전 동의 없이 가공 또는 제3자에게 유포, 출판, 복사 또는 배포 될 수 없으며, 어떠한 투자결정도 본 정보에 의존하여서는 안 됩니다. 본 자료의 어떤 내용도 투자, 세금, 법률, 여타 전문 상담, 또는 특정한 사실 및 문제와 관련된 자문으로 해석되어서는 아니 됩니다.

본 자료는 단순 정보제공을 목적으로 작성되었으며 고객의 특정 투자목적, 재정상태와 특정한 요구를 반영하고 있지 않습니다. 슈로더

금융투자상품을 구입하고자 하는 경우 금융 관련 전문가와 상담하시기 바람 전문가의 상담을 구하지 않을 경우, 펀드에 투자하시기 전에 선택한 금융투자상품이 본인에게 적합한지 여부를 반드시 고려하시기 바랍니다.

본 자료의 정보는 해당 공표일 기준으로 가능한 정확한 자료라고 할 수 있으나, 슈로더는, 구체적으로 표시된 것이나 암시된 것을 불문하고, 모든 제공된 자료의 정확성, 적정성, 또는 완결성을 보증하지는 않습니다. 또한 슈로더, 슈로더 계열사, 또는 슈로더 및 그 계열사의 임직원은 해당 정보의 오류 및 누락으로 인한 어떠한 책임(제 3자 책임 포함)도 부담하지 않습니다.

- 본 상품은 예금자보호법에 따라 예금보험공사가 보호하지 않습니다. • 금융투자상품은 운용결과에 따라 투자원금의 손실이 발생할 수 있으며 그 손실은 투자자에게 귀속됩니다. • 가입 전에 투자대상, 투자위험, 환매방법, 보수 및 수수료에 관하여 투자설명서 또는 간이투자설명서를 반드시 읽어보시기 바랍니다. • 외화자산은 환율변동에 따라 자산가치가 변동되거나 원금손실이 발생할 수 있습니다.
- 투자대상국가의 시장, 정치 및 경제상황 및 과세제도 변동 등에 따른 위험으로 자산가치의 손실이 발생할 수 있습니다. • 과거의 운용실적이나 전망이 미래의 수익을 보장하지 않습니다.