LEADING

하반기 주식시장 전망과 투자전략



2019년 7월

리딩투자증권 리서치센터 이 동 호
02) 2009 7062
dhlee@leading.co.kr

하반기 주식시장 전망과 투자전략

1. 경제 구조와 경기 순환을 고려한 주식시장 판단 2

2. 경제 구조적 측면 3

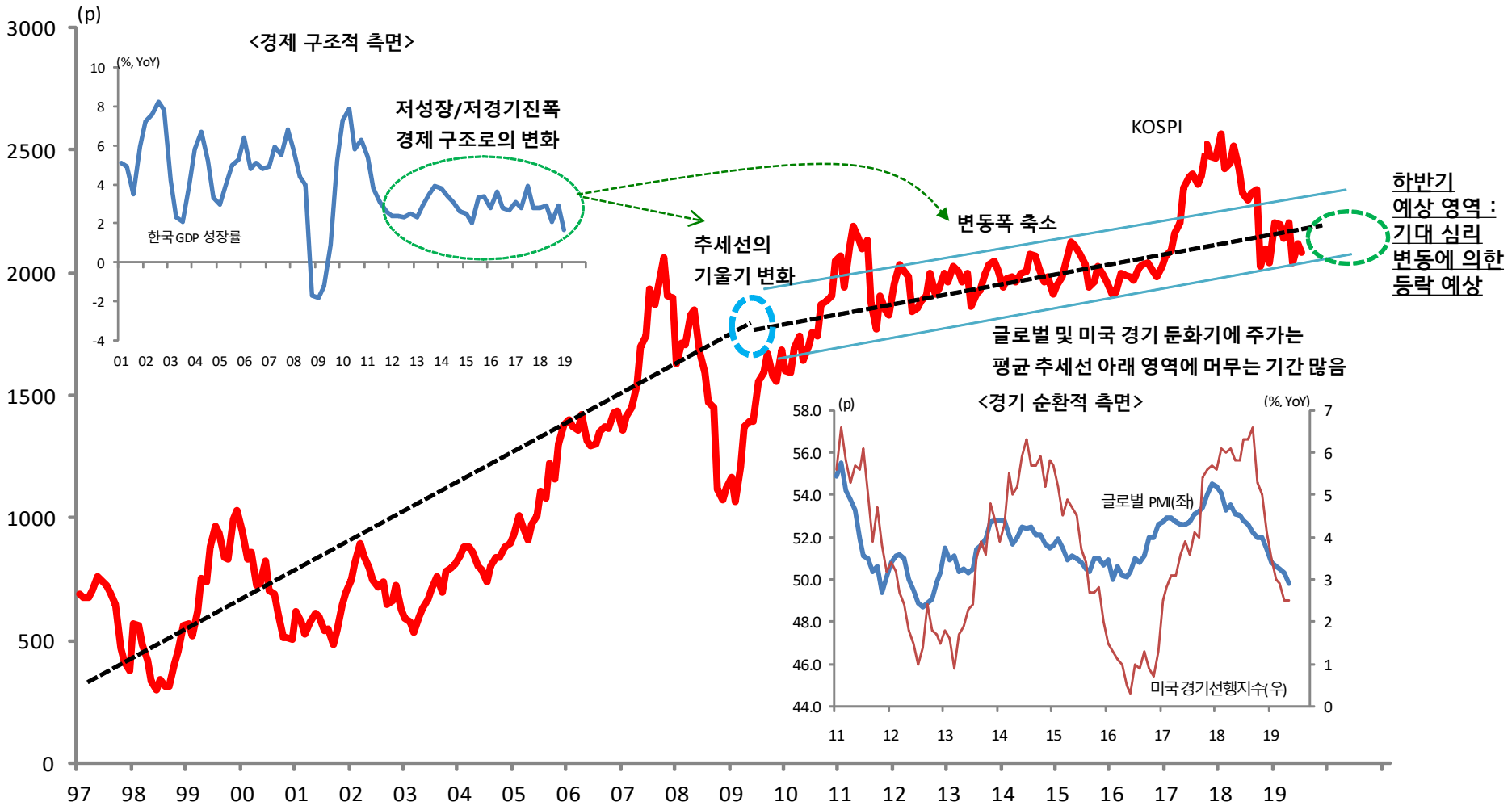
3. 경기 순환적 측면 6

4. 밸류에이션 측면 8

5. 투자전략 9

6. (별첨) 추가 하락 예상되는 금리 11

■ 하반기 주식시장, 기대 심리 변동에 의한 박스권 등락 예상(저성장 국면하에서의 경기하강이 저평가 논리를 희석)

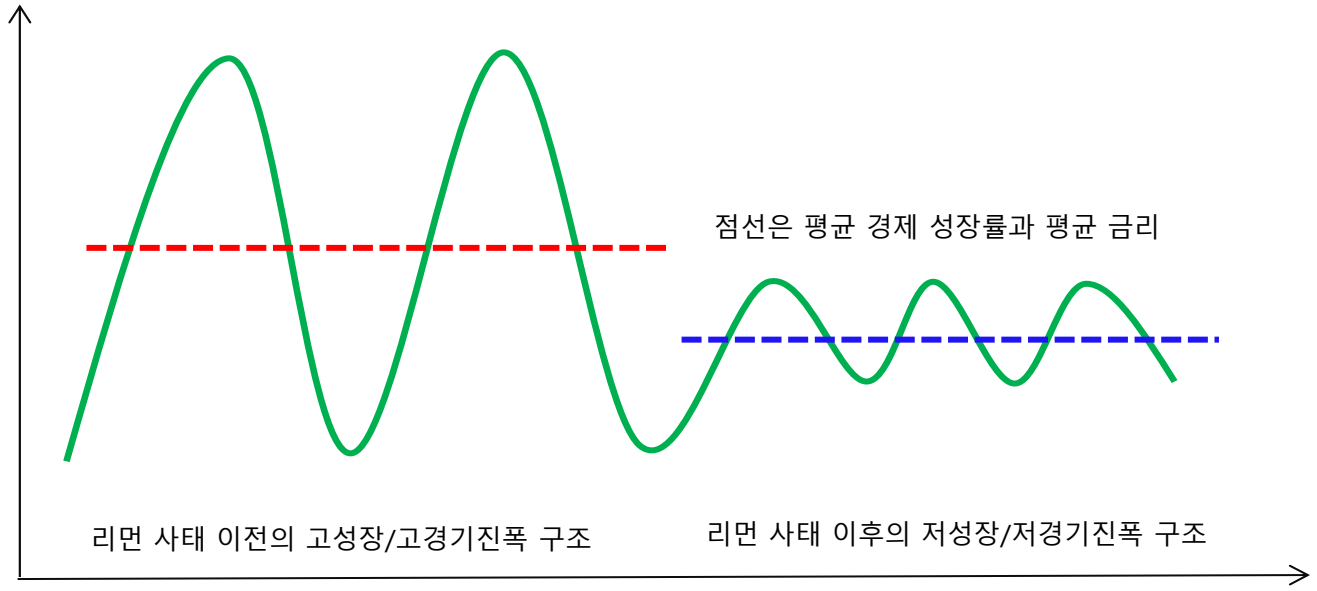


자료 : Bloomberg, 리딩투자증권 리서치센터

■ **경제 구조 변화가 야기하는 주식 시장 환경 변화**

- 리먼 사태 이후 저성장 / 저경기 진폭 경제 구조로 전환
  - ㅇ 투자 대상을 경기 국면별로 구분하기에는 경제 성장률 낮고, 경기 진폭도 적은 상황
  - ㅇ 호황/침체의 뚜렷한 구분이 없는 경기 흐름 → 경기 국면별로 적합한 종목/업종(군)을 특정하기 힘든 환경
- 저성장 / 저경기진폭 경제로의 변화는 주식시장 내 종목/업종간 밸류에이션 양극화를 심화
  - ㅇ 경기 민감 가치 스타일의 밸류 트랩화 vs. 경기에 둔감한 성장 스타일 / 퀄리티 스타일의 고밸류에이션 용인

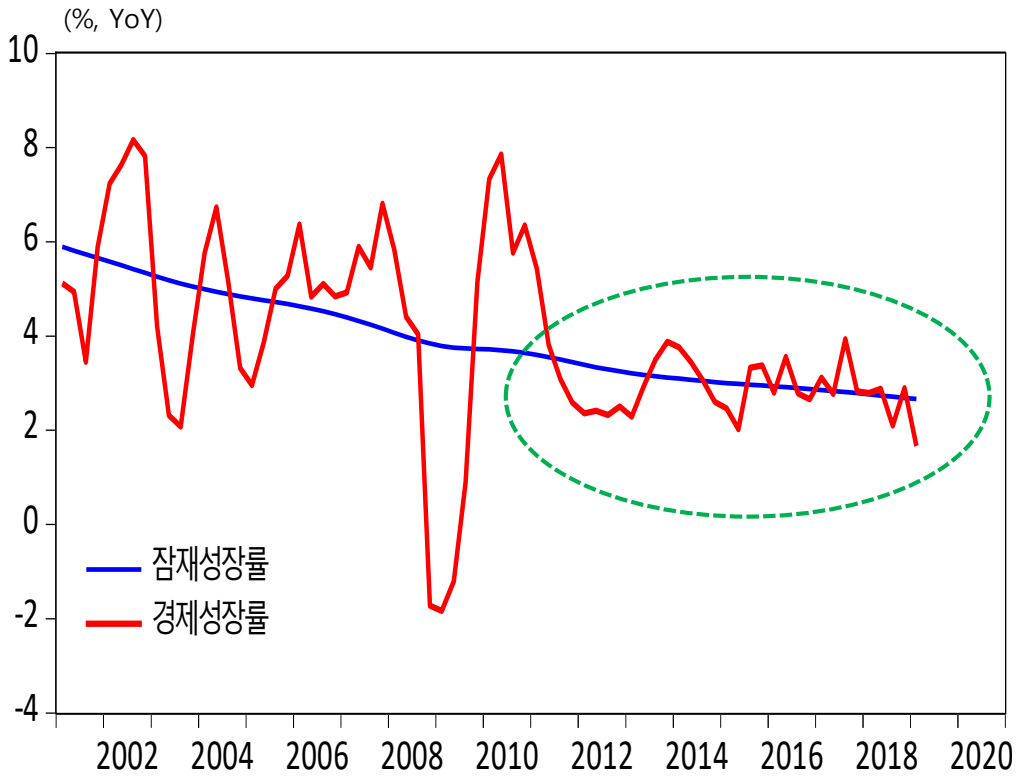
<리먼 사태 이후 저성장 / 저경기 진폭 경제 구조로 변화>



자료 : 리딩투자증권 리서치센터

■ 누적되는 저성장 요인들

<한국 경제의 구조 변화>



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권 리서치센터

<저성장 요인의 누적 >

1. 잠재 성장률 저하세
   - 인구 고령화 지속(L)
   - 국내 설비투자 부진(K)

2. 여전한 가계 부채 디레버리징 문제
   - 경제 성장의 상단을 제약

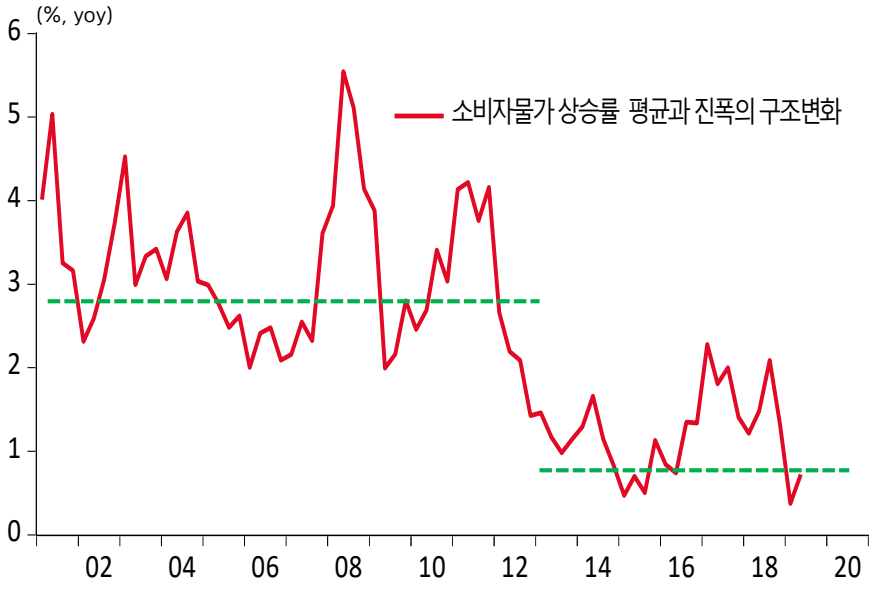
3. 글로벌 보호무역 주의 확산
   - 대외 의존도 높은 국가에 불리
     o 교역량의 세계경제성장 탄력성 저하

4. 미미한 통화정책 효과 vs. 재정 건전화 요구
   - 통화정책의 경기 부양효과 약화세 지속
   - 고강도 재정정책 필요성 vs. 재정 건전화 요구

■ **경기 순환 진폭 축소 : '경기 → 인플레이션 → 금리 → 경기' 메커니즘의 연결 고리 약화에 기인**

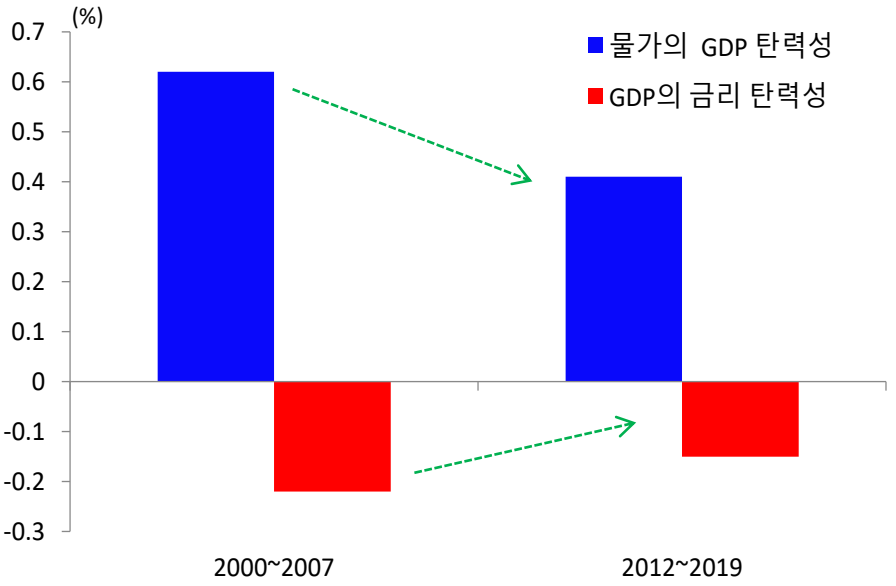
- ① 물가의 경기 민감도 약화, ② 경기의 금리 민감도 약화
- 물가의 경기 민감도 약화 : 저성장세 지속으로 낮아진 인플레이션 기대 심리, 전자상거래 확산 등에 기인
- 경기의 금리 민감도 약화
  - o 성장 잠재력 저하에 따른 금리 하락의 경기 자극 강도 약화 → 생산/재고간 진폭 축소
  - o 높은 가계 부채 부담으로 금리 하락의 소비 심리 자극 강도가 약화

<물가 상승률의 구조 변화>



자료 : Bloomberg

<경기진폭 축소 원인 추정>

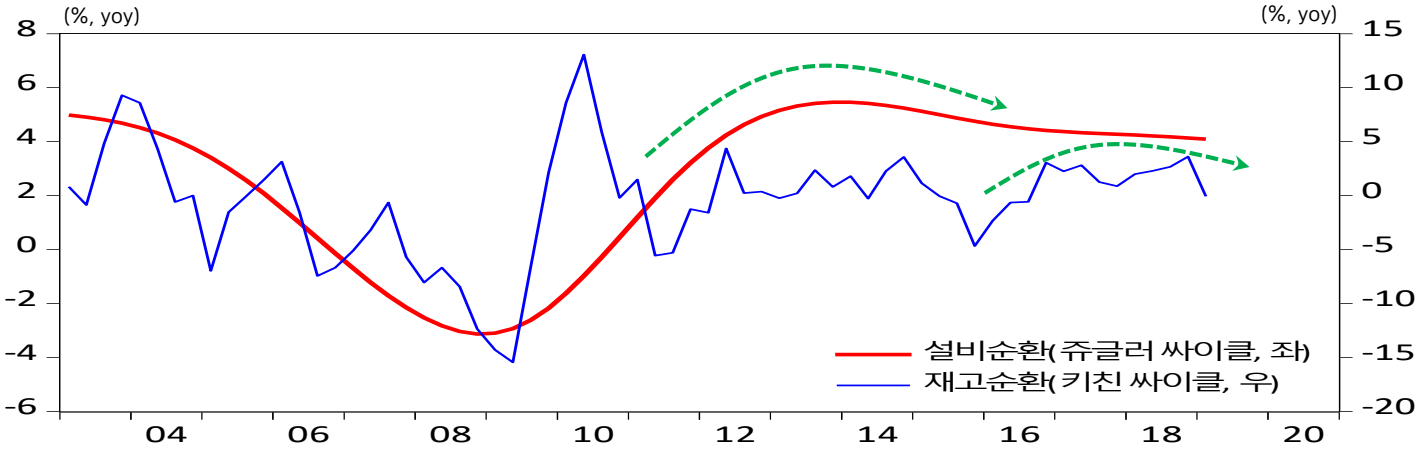


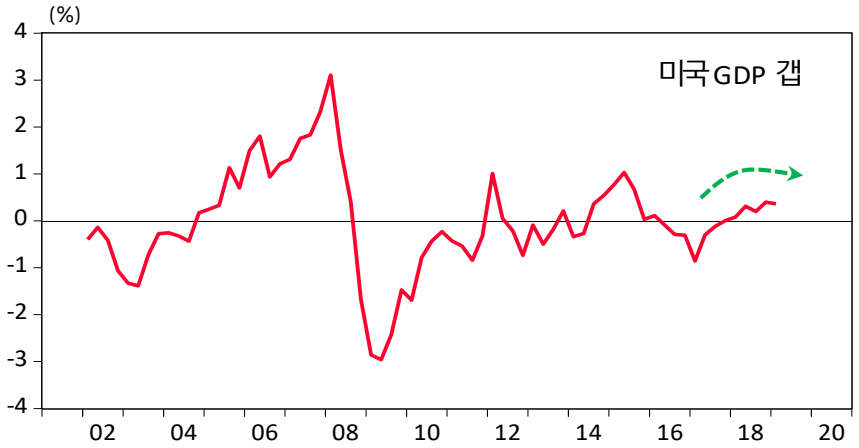
자료 : Bloomberg, 리딩투자증권 리서치센터

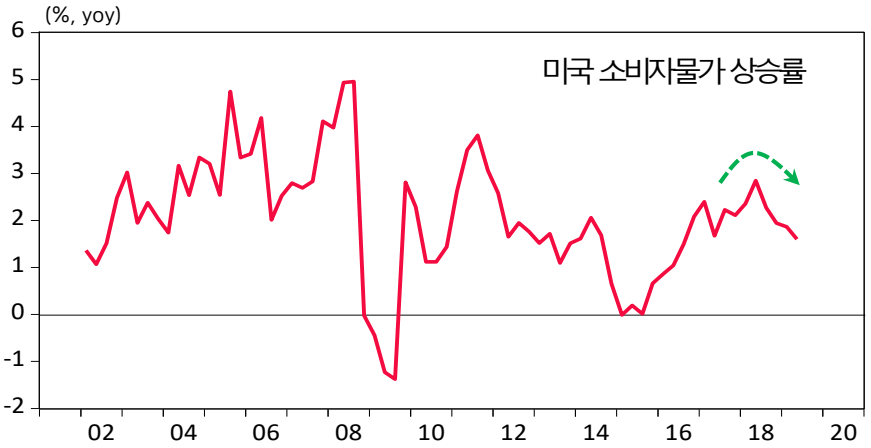
■ 하강 국면으로 접어 든 미국 경기 순환

- 현재 미국 경기 순환상의 위치 판단 : 장기 순환상으로는 이미 하강 국면, 단기 순환상으로는 2018 하반기 이후 하강 국면
  - o '역사상 최장 호황 국면', '2분기 연속 GDP 마이너스 성장이 침체' 등 과는 다른 판단 기준임.. 경기 모멘텀과 관련된 논리

<장단기 경기 순환상 미국 경제의 현 위치>



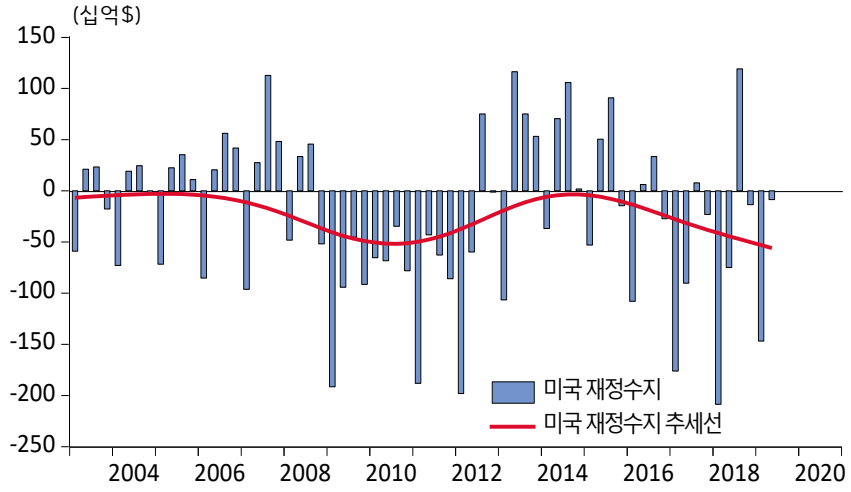


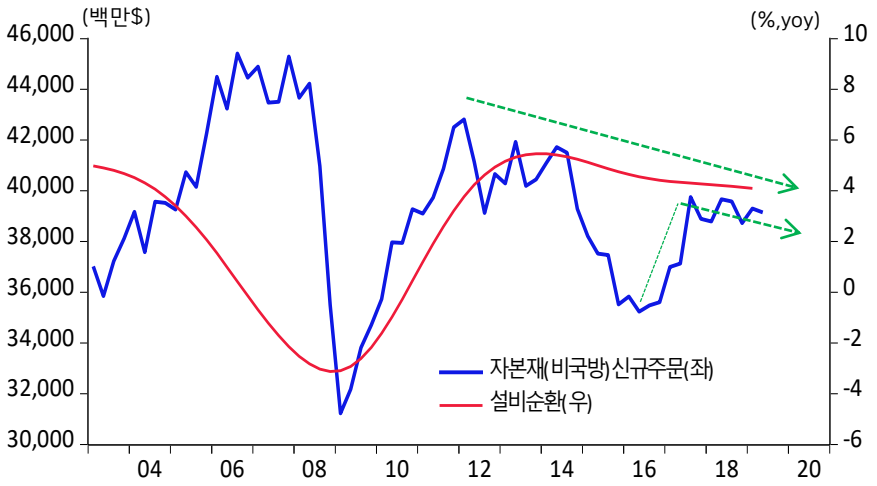


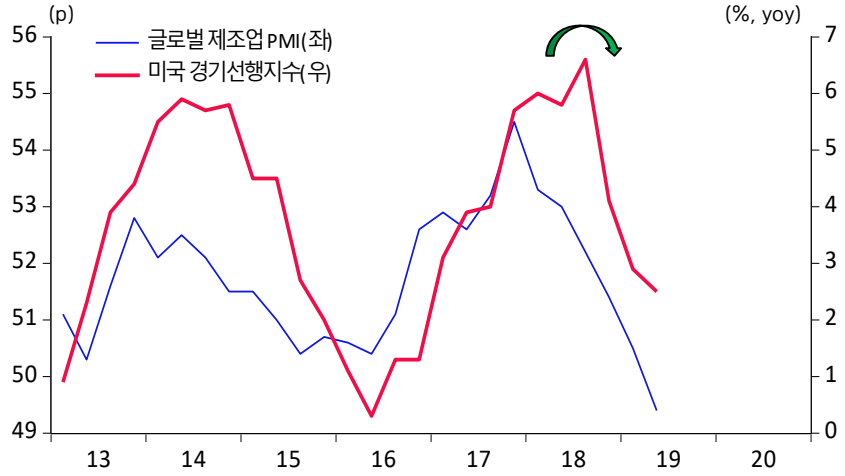
자료 : Bloomberg, 리딩투자증권 리서치센터

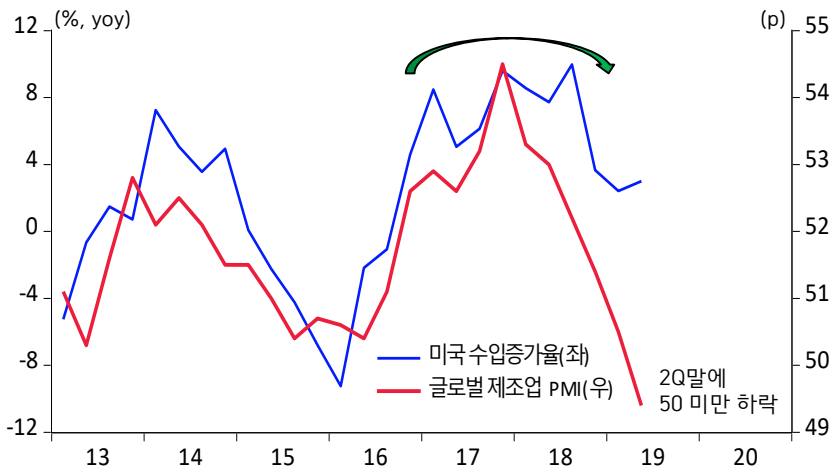
■ 경기 하강 '마무리 국면'으로 보기엔 아직 이른 상황

- 트럼프 집권 초기(2017)의 고강도 재정정책이 계속 유지될 수는 없을 전망
- 글로벌 대비 뒤늦게 하강 국면으로 전환한 미국 재고 순환(현재 1년 경과) → 향후 글로벌/한국 경기에 미치는 영향 감안할 필요









자료 : Bloomberg, 리딩투자증권 리서치센터

■ **기업이익 전망 기조 고려시 절대적/상대적 저평가 논하기는 힘든 시기**

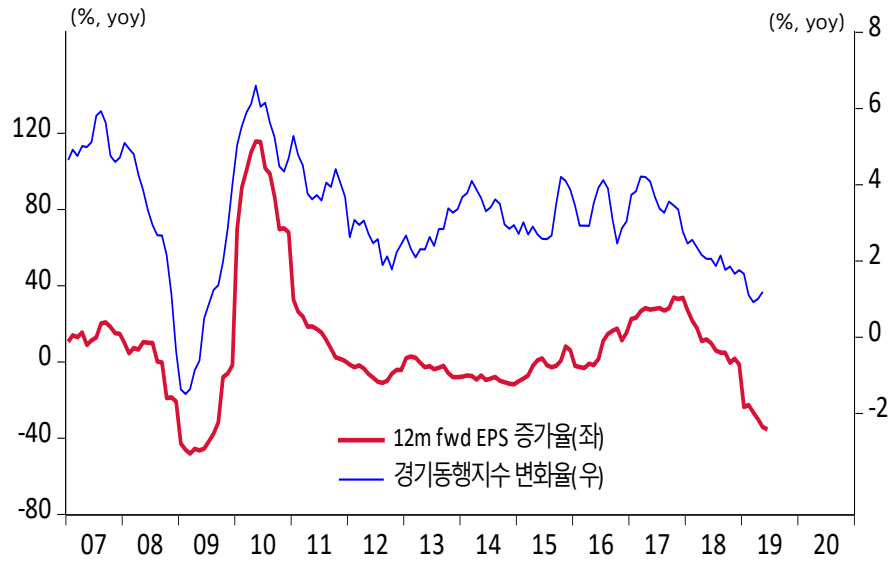
① 경기 하강 국면 지속될 경우 기업이익 전망치 추가 하향 가능

- 기업이익 전망 기조는 경기에 동행하는 경향(시차상관분석으로는 오히려 경기동행지수가 1분기 선행)
- 향후 경기 추가 하강시 기업이익 전망치도 추가 하향 조정 가능 → 잠재된 밸류에이션 부담

② 한국 주식시장의 절대/상대 밸류에이션 메리트 미미

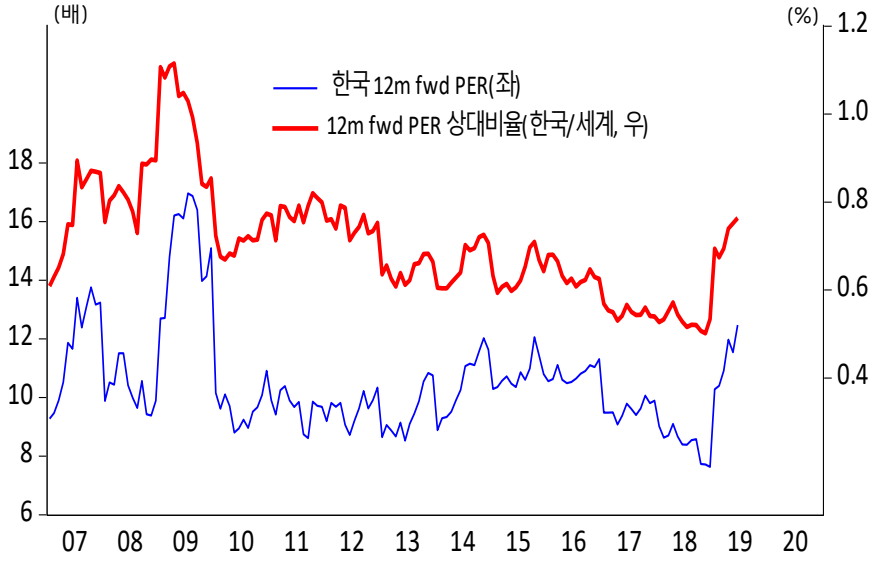
- 절대 PER(12m fwd) 은 저성장 국면인 2011년 이후의 평균치 9.9배를 크게 웃도는 12.4배(블룸버그 컨센서스 기준)
- MSCI World 대비 KOSPI의 PER(12m fwd) 상대 비율은 저성장 국면인 2011년 이후의 평균치 65%를 크게 웃도는 76%

<경기동행지수와 궤를 같이하는 기업이익 전망 기조>



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권 리서치센터

<한국 주식시장의 절대/상대 밸류에이션 추이>

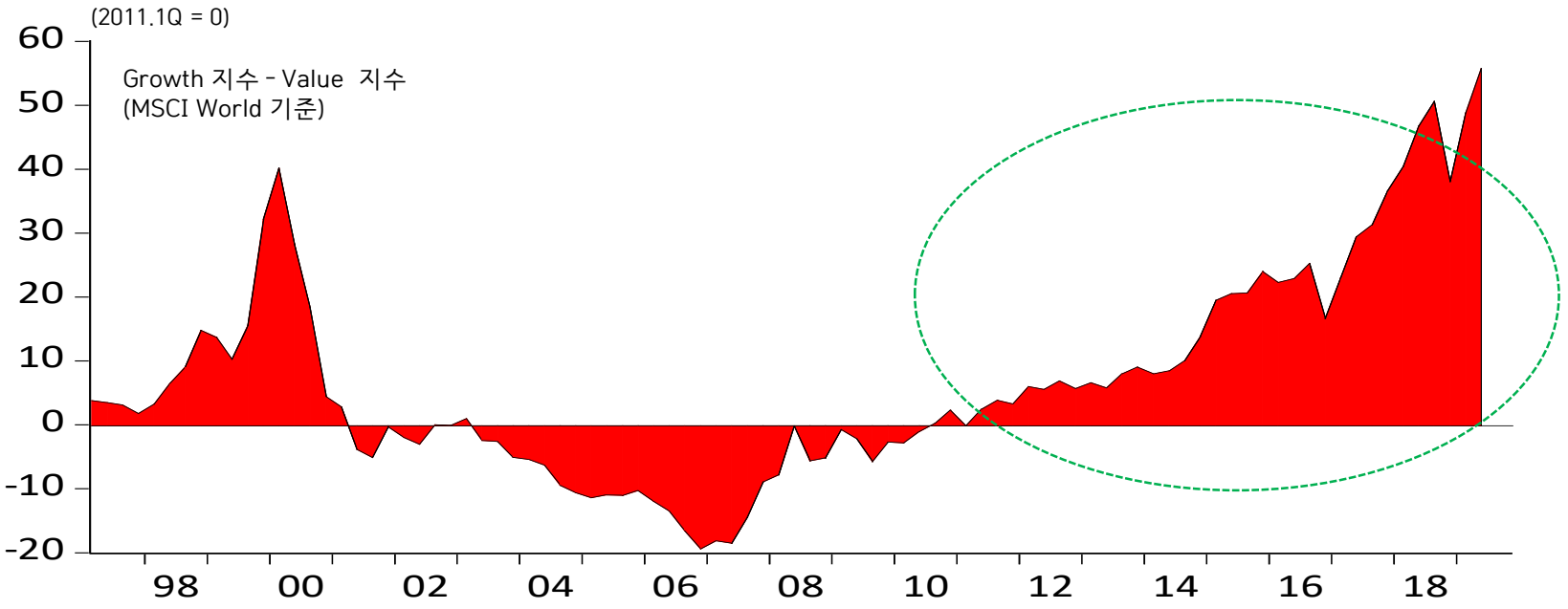


자료 : Bloomberg, 리딩투자증권 리서치센터

■ **저성장 국면에서는 성장 스타일이 유리**

- 저성장 국면의 특징 : 성장에 목말라 하고, 금리 하향으로 미래 이익에 대한 할인폭 축소(밸류에이션 논리 약화)
  - o 저성장 국면인데다 경기 하강 국면까지 진행되는 상황에서는 가격 메리트보다는 성장성 추구 전략이 더 필요
  - o 경기 회복 반전이 임박한 상황 아닌 한 멀티플 레벨은 낮지만 성장성 약한 주식은 밸류 트랩에 빠질 확률 존재
- 리먼 사태 이전 고성장 국면에서는 밸류 스타일이, 리먼 사태 이후 저성장 국면에서는 성장 스타일이 우월한 경험

<저성장 국면에서 상대적으로 우월한 성장 스타일 >

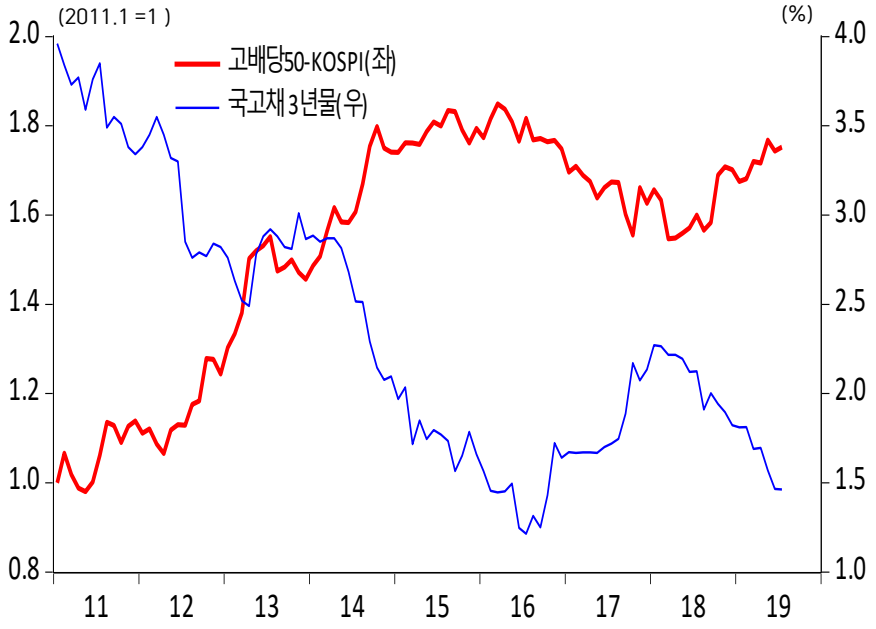


자료 : Bloomberg, 리딩투자증권 리서치센터

■ **저성장, 경기 하강 국면에서는 안정성을 고려 : 배당주, 퀄리티주**

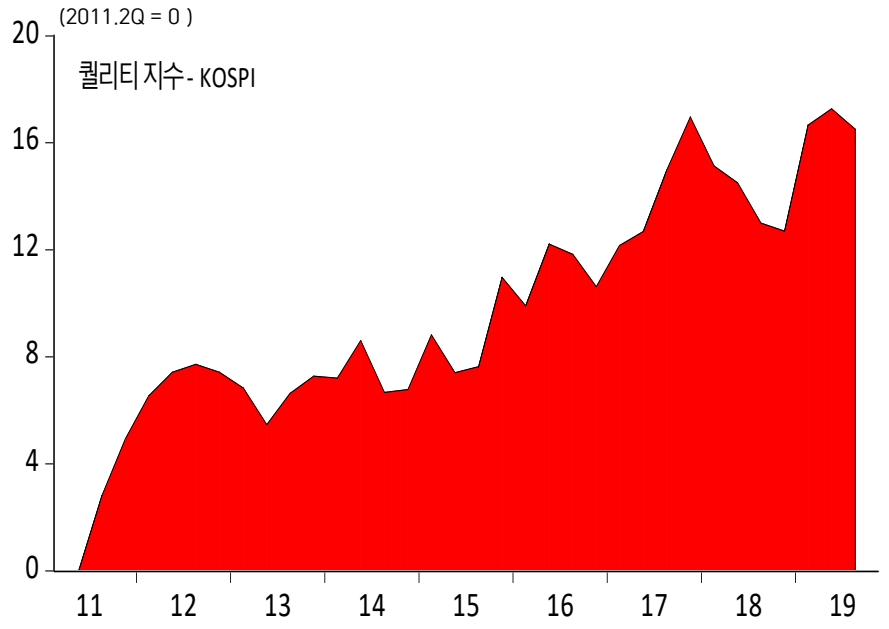
- 금리 추가 하락 가능성(별첨 참조)까지 감안시 안정적인 배당 스타일 전략도 유효
- 멀티플은 상대적으로 높다 하더라도 이익(률) 흐름이 꾸준한 호조세이면서 부채비율이 낮은 퀄리티 스타일 전략도 긍정적 (실제 ETF 상품으로도 출시)

<금리 하락기에는 고배당주가 선전>



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권 리서치센터

<단기 굴곡은 있으나 장기적으로 시장대비 선전하는 퀄리티 스타일>



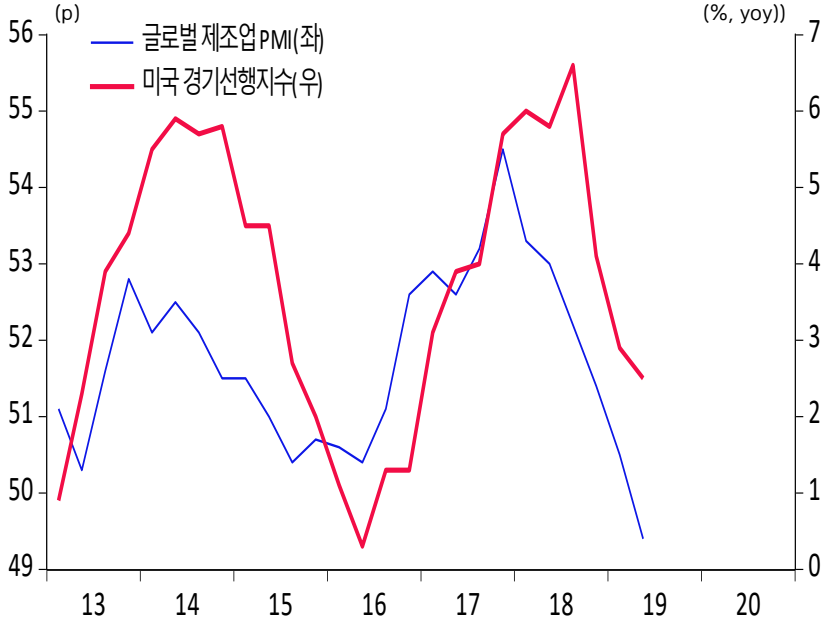
자료 : Dataguide, 리딩투자증권 리서치센터

<별첨> 추가 하락 예상되는 금리

■ **펀더멘털 측면 : ① 경기 하강, ② 물가 상승률에 선행하는 GDP 갭의 하락세**

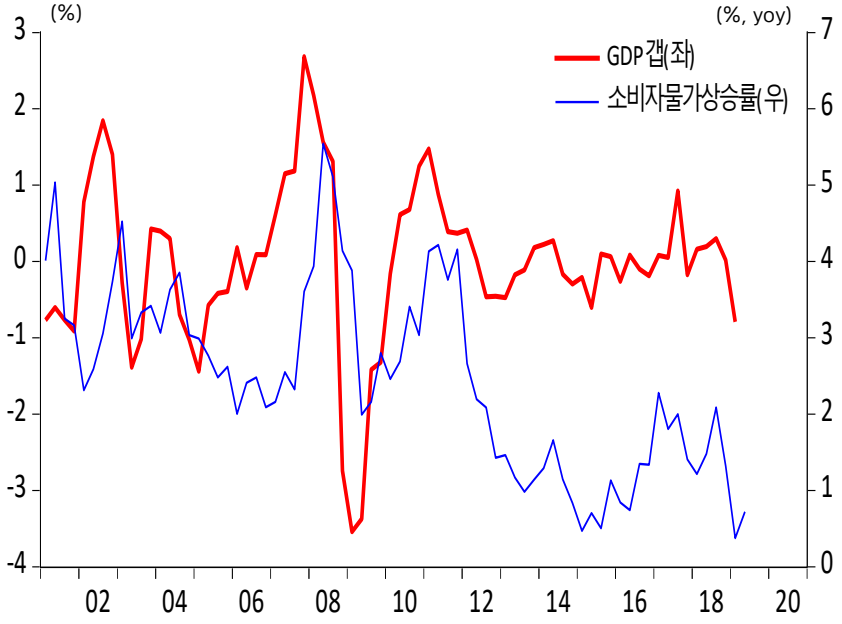
- 하반기에도 이어질 가능성 높은 경기 하강 국면
- GDP 갭의 추가 하락세 예상.. GDP 갭은 물가 상승률에 2분기 선행하는 경향 → 하반기 물가 상승 압력은 여전히 미미할 전망
- 미국, 미국 이외 지역 중앙은행과 같이 한국은행도 기준 금리 인하 예상

<하반기 글로벌 경기 하강 국면 지속 예상>



자료 : Bloomberg

<GDP 갭 하락세>



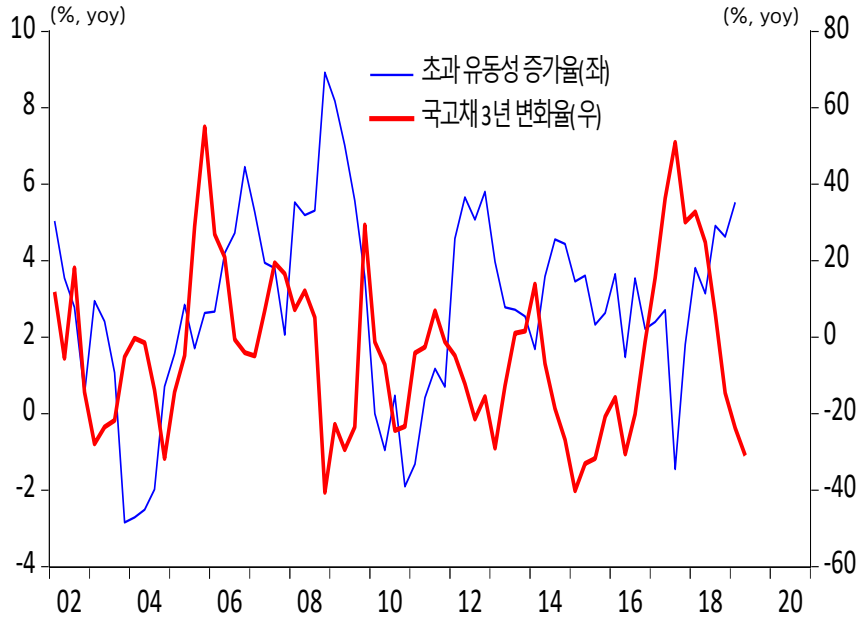
자료 : Bloomberg, 리딩투자증권 리서치센터

<별첨> 추가 하락 예상되는 금리

■ **수급 측면 : 시중 초과 유동성 확대 → 펀드 수탁고 확대 → 저 리스크 상품으로 이동하는 경제 환경 → 채권 수요 확대**

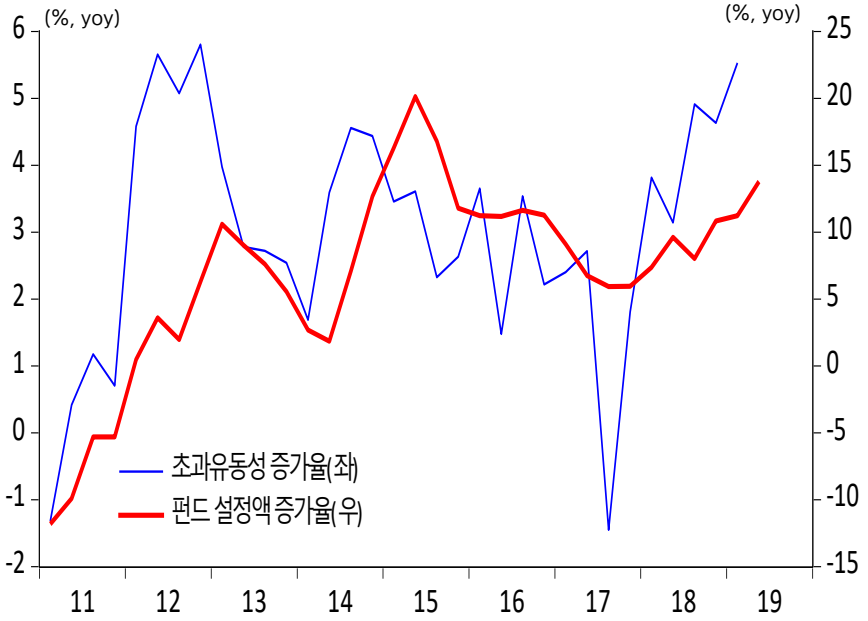
- 완화적 통화정책 스탠스 + 경기 하강 국면 지속 → 하반기에도 초과 유동성 확대세 예상
- 초과 유동성 증가율 확대는 금리 하락 압력으로 작용
- 초과 유동성과 궤를 같이 하는 펀드 수탁고 → 하반기에도 펀드 수탁고 확대세 이어질 전망 → 펀드 시장 내에서의 유동성 흐름은 ?

<하반기 초과 유동성 확대 → 금리 하락 압력 존재>



자료 : Bloomberg, 금융투자협회, 리딩투자증권 리서치센터

<하반기 초과 유동성 확대 → 펀드 수탁고 확대>



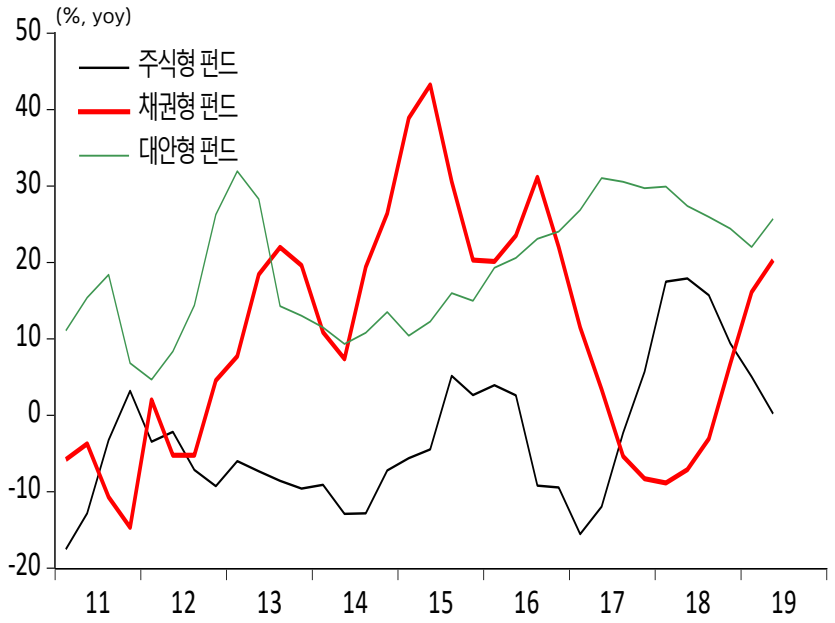
자료 : 금융투자협회, 리딩투자증권 리서치센터

<별첨> 추가 하락 예상되는 금리

■ **수급 측면 : 초과 유동성 확대 → 펀드 수탁고 확대 → 저 리스크 상품으로 이동하는 경제 환경 → 채권 수요 확대**

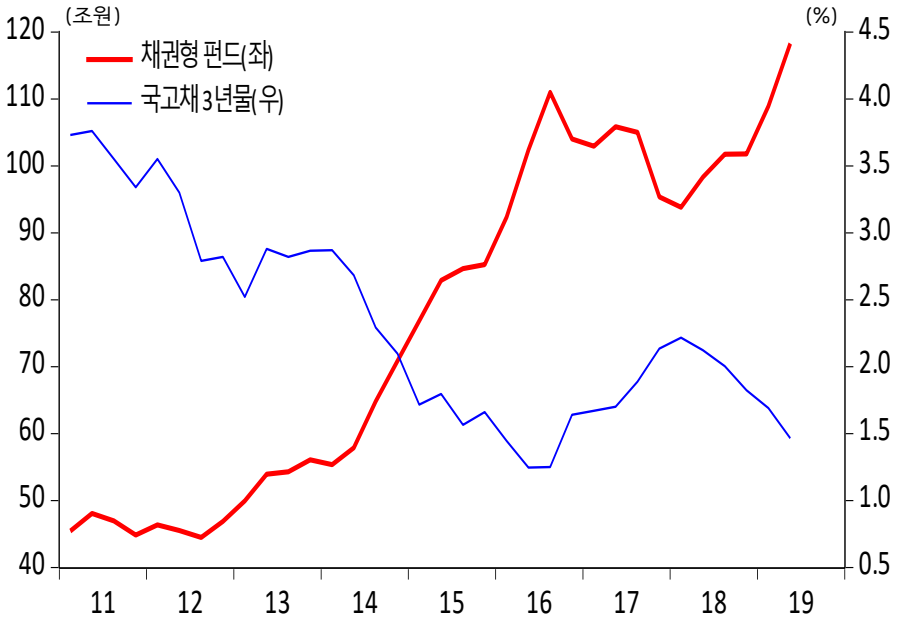
- 지난 해 이후 저 리스크 상품 선호되는 경제 환경 강화로 채권형 펀드 수탁고 증가율 확대세
- 금리 흐름과 역 관계에 있는 채권형 펀드 수탁고 → 채권형 펀드 수탁고 확대가 다시 금리 하락 요인으로 작용

<지난 해 이후 채권형 펀드 수탁고 증가세>



자료 : 금융투자협회

<금리와 역관계에 있는 채권형 펀드 수탁고>



자료 : Bloomberg, 금융투자협회