

## 금리에 더 예민해질 KOSPI, 그리고 유가

2020/ 1/ 8

Strategist

이동호

(2009-7062)

dhlee@leading.co.kr

밸류에이션 논란에도 불구하고, 작년 8 월 이후 주가가 상승한 것은 낮은 인플레이션에 의한 안정적 금리 흐름에 기인한 바가 크다. 경기 지표가 회복되고 있지만 회복 속도가 강하지 않기 때문에 최근의 KOSPI 상승은 안정적 금리 흐름에 근거하는 멀티플 확장에 영향 받은 바도 크다는 것이다.

그 동안의 자료에서 언급한 바와 같이 경기 지표는 금년 중 꾸준히 회복세를 보일 가능성이 높다는 판단이다. 다만 경기 지표 회복 속도 대비 주식시장이 앞서 간 바가 더 큰 현 상황에서는 멀티플의 방향성을 주로 결정하는 금리의 중요성이 매우 커졌다고 본다.

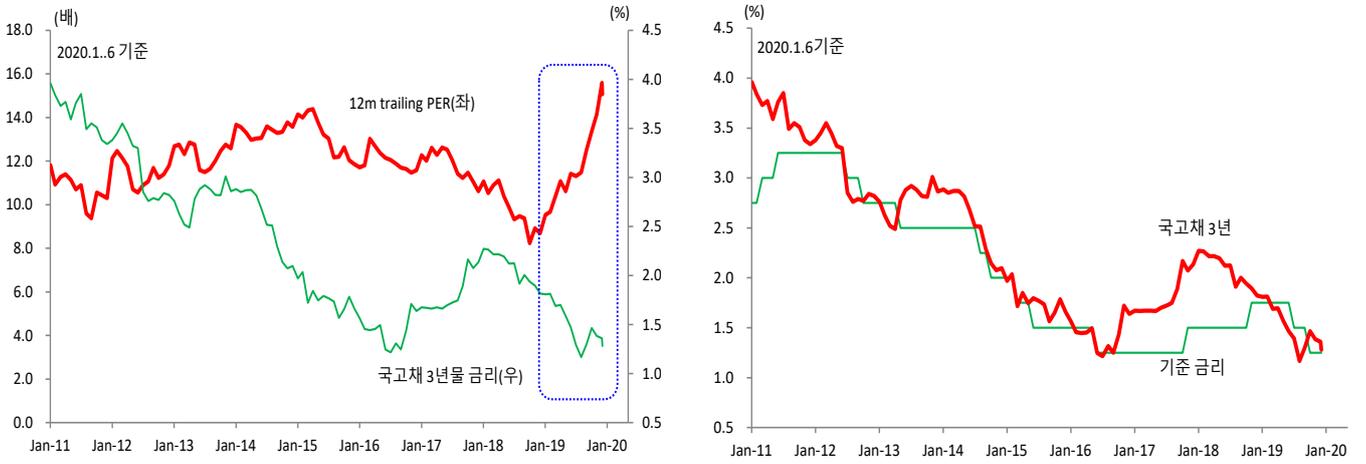
<그림 1>에서 보는 바와 같이 밸류에이션 멀티플(12 개월 trailing PER 기준)이 금리(국고채 3 년 기준)에 반응하는 강도는 2018 년 하반기 이후 그 이전에 비해 더욱 커졌다. 금리의 하락 속도도 중요하지만 낮아진 레벨 자체도 멀티플에 주는 영향력이 이전보다 더 커진 시기이다. 이에 따라 PER 은 2011 년 한국 경제가 저성장 국면으로 접어든 이후 사상 최고치 수준까지 올라와 있다.

멀티플 확장이 최근 주식시장 상승에 기여한 바가 크다는 것인데 그렇다면 향후에도 이런 현상이 계속될 것인가? 저성장 국면이기 때문에 멀티플이 높은 퀄리티/성장주가 여전히 유효할 수 있다. 그러나 저성장 국면이라 하더라도 금리가 오르는 상황에서는 멀티플이 더 올라가기는 힘들다. 완만하지만 회복은 가능한 경기 흐름에 근거하여 물가 상승률이 점차 높아지는 가운데 이미 기준금리 근처까지 하락해 있는 금리(국고채 3 년물 기준, <그림 2>)가 만약 상승 트렌드를 형성해 버린다면 주식시장은 멀티플에 의해 부정적 영향을 받게 된다. 이제 인플레이션 관련 지표도 중요 변수로 떠 오르고 있는 시점인 것이다.

수요 측면의 인플레이션 압력은 걱정되지 않는다. 완만한 상승으로 인해 오히려 주식시장에 긍정적일 수 있다. 그러나 예상이 어려운 비용 측면의 인플레이션 압력은 유의해야 할 변수이다. 이러한 관점에서 최근 미국-이란간 갈등에 의한 유가 상승은 향후 금리 흐름과 관련하여 주목해야 할 리스크 변수이다.

<그림 1> 역사적 최고치 수준의 PER

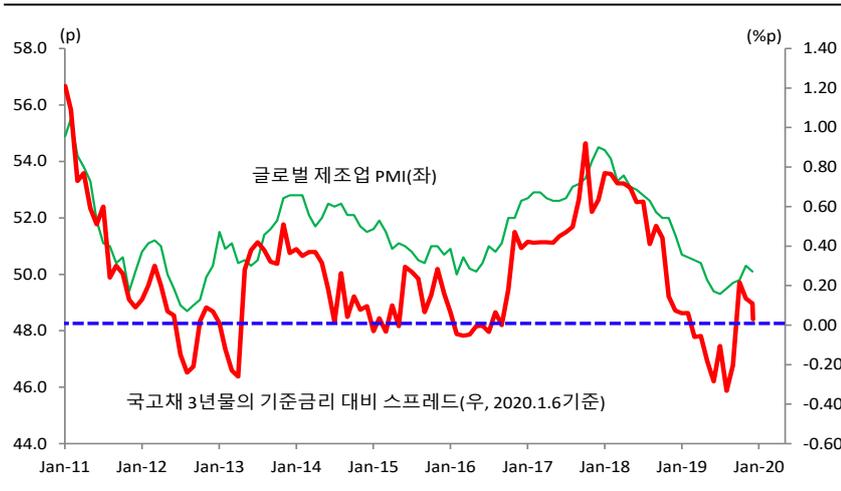
<그림 2> 기준 금리 수준으로 다시 하락한 국고채 3년물



자료 : Dataguide

금리는 작년 11 월 초 이후 재차 하락하여 국고채 3년물 기준으로 기준 금리(1.25%)에 근접해 있다. 1월 6일 기준 국고채 3년물 금리는 1.28%로 기준 금리와의 스프레드는 이제 +3bp에 불과하다. 통상적으로 경기 지표가 호전될 때 국고채 3년물(시장 금리)은 기준 금리 대비 높다(<그림 3>). 따라서 향후 시장 금리가 하락세를 지속하기 보다는 박스권에 접어들거나 상승세를 보일 확률이 높아진 시기가 되었다는 것으로 판단해 볼 수 있다. 이러한 상황에서 예상하기 힘든 비용 측면 인플레이션 압력은 향후 금리 흐름에 매우 중요한 변수가 된다.

<그림 3> 시장 금리(국고 3년)의 기준 금리 대비 스프레드와 경기 지표



자료 : Dataguide

지난 자료('숨 좀 돌릴 시간', 2019.12.24)에서 언급한 바와 같이 개와 주인의 비유(주인보다 앞서간 개)를 고민해야 하는 현 시점에서는 더욱 그러하다. 그 동안 상승해 온 주식시장을 경기(EPS)가 설명할 수 있는 부분이 상대적으로 적고, 향후 금리는 하락세를 마감할 가능성이 높아진 시기이기 때문이다.

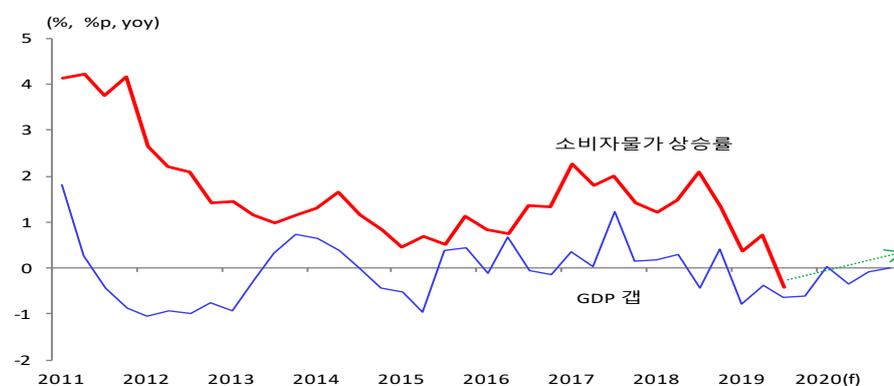
이러한 관점에서 향후 가장 큰 리스크는 미국-이란 갈등으로 인한 유가 상승 문제이다. 경기(수요)가 견인하지 않는 인플레이션 압력이고, 이는 금리에 영향을 주기 때문이다. 당초 주식시장 전망에 크게 고려되지 못한 변수이다. 완만한 경기 회복을 예상하면 수요 측면 인플레이션 압력은 안정적일 수 있다. 대다수의 시장 참여자들이 그렇게 예상해 왔다. 그러나 미국-이란 갈등에 의한 유가 상승 문제는 경제 펀더멘털로 조절되지 않는, 새롭게 등장한 인플레이션 압력이라는 점에서 리스크 변수이다. 물론 그 동안의 경제 제재로 이란의 경제 체력이 크게 저하되어 있는 상황이기 때문에 양국간 갈등이 전면전 또는 장기전으로 치달을 확률은 낮아 보인다. 미국 이외 서방 세력도 친 이란 성향은 아니다. 따라서 장기간의 유가 상승 가능성을 우려할 필요는 크지 않다.

다만 신경에 거슬리는 것은 양국간의 갈등이 지속되면서 유가가 추가 상승한 이후 하방 경직성을 보이는 경우이다. 금년 글로벌 경기 지표가 완만하게 회복되면서 국제 유가도 일정 부분 오를 수 있다는 점은 이미 시장에 반영되어 있다. 그러나 그 이상의 유가 레벨일 경우에는 당초 예상보다 인플레이션 압력이 높아지는 것이다. 그런 상황이라면 경기 지표의 회복은 더딘데 인플레이션 압력은 당초 예상보다 높아(특히 수요 측면이 아닌 비용 측면이라는 것이 문제)지면서 경제 체력이 감당할 수 있는 범위 이상의 금리 부담이 생길 수 있다는 우려감이 등장할 수 있다.

한편 미국-이란간의 긴장 관계는 당초 예상했던 달러화 약세 전망 기조에도 변화를 줄 수 있다. 그렇다면 '달러화 약세(원화 강세)에 따른 수입 물가 상승 압력 약화'라는 전망 기조를 수정할 수도 있게 된다. 이 역시 금리 부담을 발생시키는 요인이 될 수 있다.

미국-이란 문제를 고려하지 않을 경우의 인플레이션 압력은 금년에도 여전히 낮아 금리가 안정적일 가능성을 지지한다. 유가가 완만한 상승세를 보일 전망이다 가운데 <그림 4>에서와 같이 GDP 갭도 인플레이션 압력이 높지 않을 것임을 시사하기 때문이다. 금년 GDP 는 전년 대비 회복은 되겠으나 여전히 잠재 GDP 아래에 위치할 전망이다. 따라서 전술한 유가 문제는 현 시점에서 최대 리스크 변수이다.

<그림 4> GDP 회복 예상하나 금년 중 잠재 GDP 를 초과하지는 못할 전망



자료 : 한국은행, 리딩투자증권

---

연초 주식시장은 숨 좀 돌릴 필요성이 있던 시기(필자의 '숨 좀 돌릴 시간', 2019.12.24 참조)에 미국-이란 갈등이라는 추가적인 변수에 직면해 있다. EPS 회복 기대도 주가 상승에 기여했지만 안정적인 인플레이션 압력 및 금리 안정화 기대에 의한 멀티플 확장이 그 간의 주식시장 상승에 기여한 바가 상대적으로 더 컸던 상황에서 관련 불확실성이 등장했다는 것이다.

따라서 미국-이란간 갈등 문제가 해소되면서 유가가 다시 안정화되는 것이 우선적으로 필요하다. 금리를 자극하지 않아야 하기 때문이다. 동변수가 아니더라도 주가가 일정 기간의 소강 상태를 보일 확률이 높은 시기였다는 점을 고려할 때 수요 회복 가속화로 인한 것이 아닌 최근의 유가 상승이 다시 안정화되지 않는 한 주식시장은 일정기간 쉬어가는 흐름이 될 확률이 더 높아졌다는 판단이다.

**▶ Compliance Notice**

---

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.