



투자전략

주식과 채권의 동상이몽

Strategist 박승영 park.seungyoung@hanwha.com 3772-7679

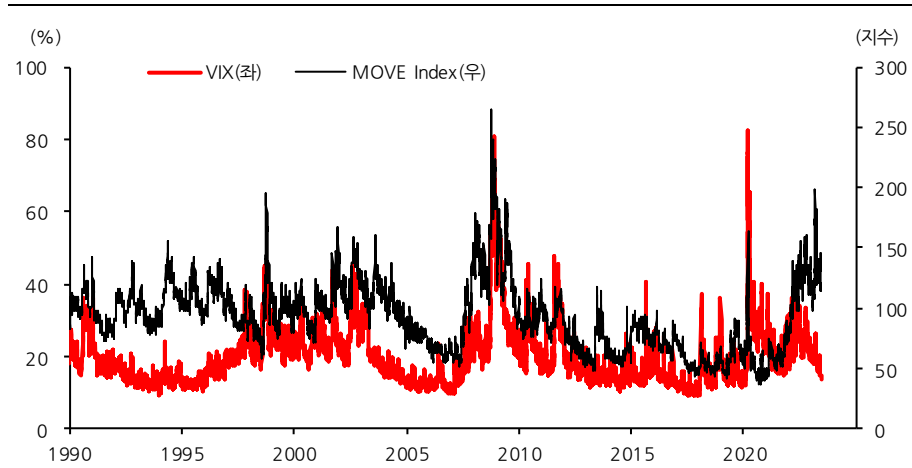
주식과 채권, 동상이몽의 이유

기술적 단기 과열을 해소할 필요가 있어 보인다. 국내 주식시장이 단기적으로 조정을 받을 수 있지만 조정은 길지 않을 것이다. 상반기에 KOSPI가 연중 고점을 찍지도 않을 것이다. 6월 비관론이 짙어질 때 주식을 사야 한다는 의견을 유지한다.

글로벌 주식시장과 채권시장의 내재 변동성이 좁혀지지 않고 있어 불편하다. 같은 경제 여건을 두고 주식시장은 낙관적인 반면 채권시장은 비관적이다. 설명할 수 있는 요인들은 많겠지만 가장 중요한 건 엇갈리는 인플레이션 전망일 것이다. 채권시장은 인플레가 쉽게 잡히지 않을 것으로 보고 있고 주식시장은 인플레를 심각하게 여기지 않는 것 같다.

주목하는 지표도 채권 시장은 근원 인플레를, 주식시장은 헤드라인 인플레를 보는 것 같다. 인플레를 정책의 관점에서 해석하는지, 비용 측면에서 해석하는지에 따라 다를 것이다. 그러면 인플레에 대한 생각 역시 시차를 두고 결국 수렴할 가능성이 높다.

[그림1] 주식-채권 변동성지수 괴리, 1990년대 중반 이후 처음 나타나



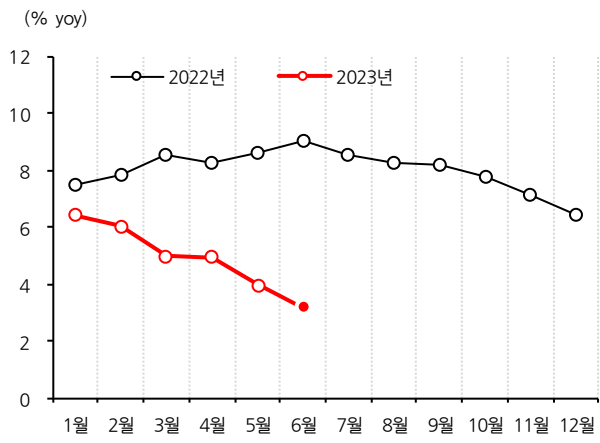
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

방향성보다 변동성

인플레이의 중요성은 갈수록 떨어질 것으로 예상된다. 주식시장은 델타의 함수이기에 어떤 변수이든 방향성보다 변동성이 중요하다. 상승하더라도 상승 폭이 줄면 호재로 인식된다는 의미인데, 미국의 인플레이는 하락 중이다. 미국의 5월 CPI 상승률은 4.0%를 기록했다. 6월엔 3% 초반까지 낮아질 것으로 예상되고 있다. 작년 6월 상승률이 +9.1%로 코로나 확산 이후 가장 높았다. 기저효과가 크게 작용할 것이다. 클리블랜드 연방준비은행은 +3.2%로 예측하고 있다.

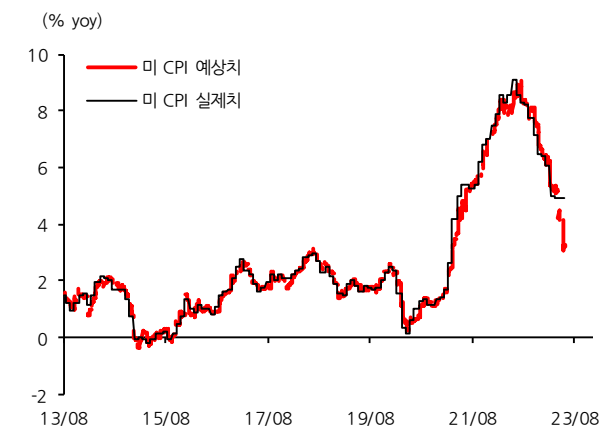
전월대비 +0.2%의 상승률이 유지된다고 가정하면 올해 10월 물가 상승률은 2% 대로 낮아진다. 올해 1월부터 5월까지 월 평균 상승률은 +0.29%였고 둔화되고 있다. 에너지 가격이 더 떨어지기는 어렵겠지만 주택가격 상승률이 낮아져 있어 주거 물가 상승률이 하락할 것으로 기대된다. 주거 물가 가운데 주택소유자등가렌트(OER)만 떨어지지 않고 있는데, 주택가격 등락률을 뒤따라 움직여 왔다.

[그림2] 미 인플레이, 5월에 4.0%로 떨어진 이후



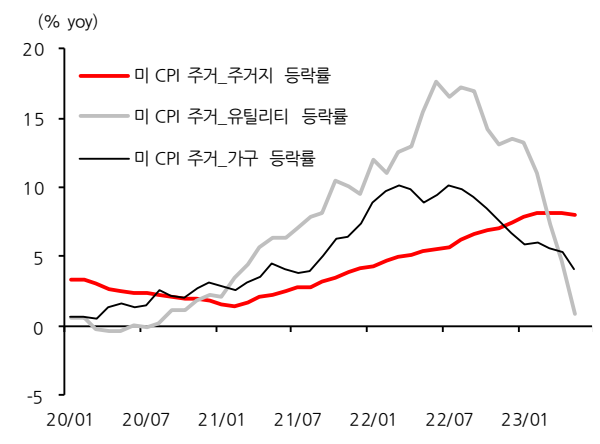
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 6월엔 3.2%까지 하락할 전망



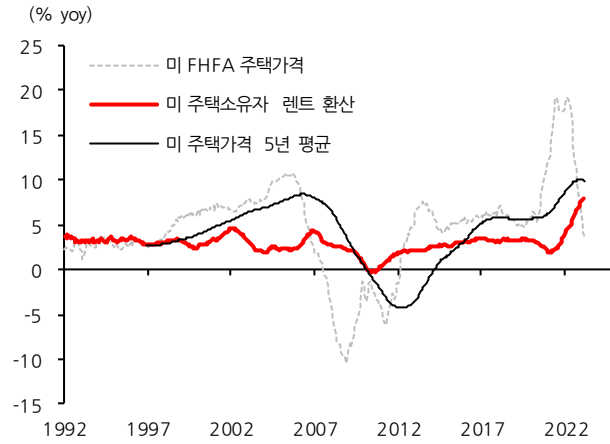
자료: 클리블랜드연은, CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 미 주거물가, 주거지 빼고 하락



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 주택가격 하락으로 주거지 물가도 하락할 것



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

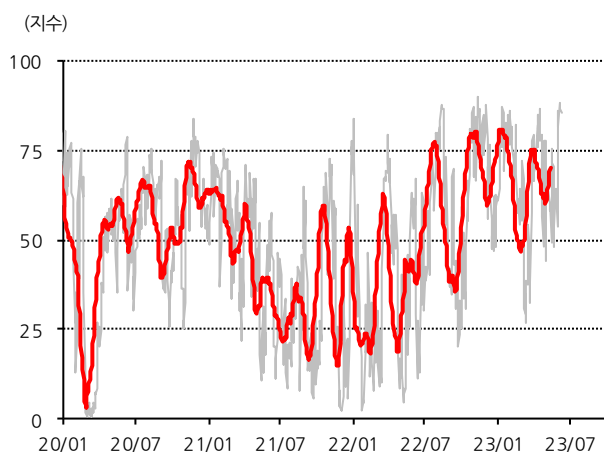
금리, 성장, 밸류에이션

주식시장은 금리, 성장, 밸류에이션으로 이뤄져 있다. 중요도도 이 순서를 따른다. 지금 주식시장의 부담은 밸류에이션이다. 삼성전자, SK하이닉스, 한국전력을 제외하면 PER이 역사적 평균이라고 하지만 삼성전자, SK하이닉스를 제외하고 한국 주식시장을 논할 수 없다.

글로벌 경기에 동행하는 KOSPI의 이익 컨센서스가 상향되고 있어서 밸류에이션 부담을 낮춰줄 것이다. 12개월 예상 기준으로 상향 속도가 빨라 보이는 건 2024년 이익 비중이 점차 높아지는 효과가 커서다. 2023년, 2024년 컨센서스가 상향되고 있는 건 맞지만 속도는 더디다.

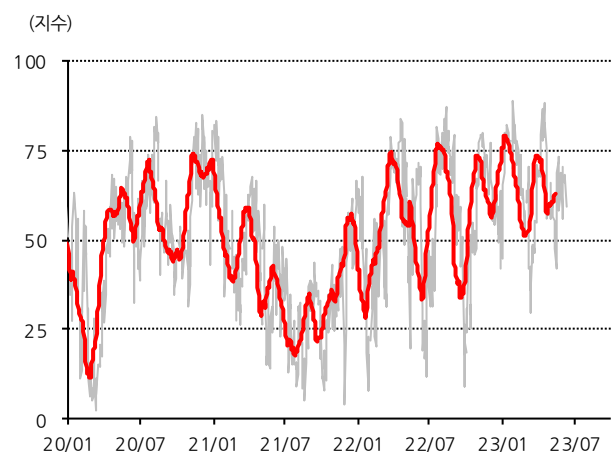
그럼에도 불구하고 주식시장을 긍정하는 건 글로벌 긴축이 사실상 끝났기 때문이다. 14일 FOMC가 기준금리를 동결하면서 2023년 점도표를 5.75%로 50bp 상향했지만 올 초 한번에 75bp씩 올렸던 것과 비교하면 6개월 간 50bp는 약하다. 작년 10월 이후 KOSPI의 조정 폭이 점차 축소되고 있는 것도 같은 이유라고 본다.

[그림6] 미 금융시장, 과도한 탐욕 구간 진입



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 국내 금융시장, 미국보단 덜해



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림8] KOSPI, 조정폭 점차 축소되는 중



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.
