전략

김장열의 '요것만'

리서치센터장 김장열
jay.kim1007@gmail.com
02-3779-3531

역사의 반복이라면 수개월내 코스피 1650~1800으로 회복 가능성 (작용/반작용 법칙). 역사의 반복이라면.....



<2008년 금융위기때... 추락은 -36%, 1차 반등은 2개월내 +23%, 완전회복 9개월>

최근 과거 2차례의 주가 급락 위기 상황이 있었다. 한번은 2001년 IT버블 붕괴였고 2008년말~2009년초 글로벌 금융위기였다. 필자가 증권 애널리스트 시작이 1999년 가을이었기에 그 이전은 경험이 없고 2001년은 IT중심 이슈였기에 그나마 현 위기의 충격과 여파의 비교는 2008년 금융위기가 적절할 것이다. 글로벌 금융위기의 시발점이 된 사건인 리먼브라더스 파산신청된 2008년 9월 12일이었다. 그 사태 직후 첫 거래일 9월 165일 6.1% 하락으로 시작된 코스피 지수하락은 한달여 동안 하락세를 보였고 10월 24일 938.75로 9월 12일 대비 36.5% 하락하고 바닥을 쳤다, 그리고 반등세로 전환, 12월 15일에는 바닥 대비 23.4% 상승하여 1158.19로 회복했다. 리먼브라더스 사태 직전으로 완전히 회복하는 것은 09년 7월에 들어서 였고 바닥기준 9개월 걸렸다. 2020년 코르나19로 촉발된 위기도 비슷한 **과거 패턴으로 진행된다면 코스피 바닥은 지난 3월 19일 (1457.64) 이었을 수** 있다고 본다. 코르나바이러스의 국내 본격 이슈 직전이 **1월 23일 지수 2246.13을 기준으로 36.5% 하락폭 적용시 1426.3 산출**되기 때문이다. **반등은 저점 대비 20~25% 상승률 적용하면 1650~1800 회복이 향후 수개월 내 가능할 수 있다는** 추산이다. 전제는 역사적 패턴이 비슷하게 반복된다면 이다.

<글로벌 리세션 (마이너스 성장)을 인정하면.. 바닥에 근접>

그 **역사적 패턴의 반복이라는 말에 당연 한계가 있을 것이고 전혀 틀릴 가능성도 배제하지 못한다. 그럼에도 불구하고 인류는 과거를 통해 미래의 시나리오를 가감할 수밖에** 없는 현실에서 고민한다. 이 정도 하락한 주식시장에서는 감정적 대응으로 일희일비하거나 **Capitulation (항복) 하기전에 rethink 해 볼 하나의 기준이** 될 수 있다.

2008년 10월~12월 기간 중 글로벌 GDP/ 한국 GDP 예측에 대한 변화를 주목할 필요가 있다. 이것이 지금의 상황에도 지수 변동의 실마리를 제공할 수 있기 때문이다. 유례없는 금융위기 상황 전개에 경제예측은 빠르게 현실을 반영 못했다. 주가는 급락하는데 (물론 대책도 쏟아졌었다) 10월 초중순 각종 경제 전망치는 (10월 16일 코스피 지수는 이미 18% 하락) **미국 GDP 성장률** 전망 **08년 1.6%** (Vs 07년 2.0%), **09년 0.1%**였다. **한국 성장률은 08년** 4.0% (2Q 4.8%=> 3Q 3.5%=> **4Q 2.2%** Vs 07년 5.0%), **09년 2.8%**로 심각성을 충분히 반영하지 못했다. 2개월 후 12월 중순 발표된 시장의 예상치는 대략 **미국 08년 1.3%, 09년 -1.0%, 한국 08년 3.7%** (3Q 3.8%, **4Q 0.7%**), **09년 2.0%** 수준으로 하향되었고 예상 수준이 비슷해졌다.

<우려의 예상치가 좁혀지고 초기실패를 바로잡겠다는 인식 (의지)은 분명히 긍정적 Vs문화적 한계?는 변수이지만..>

포인트는 위기가 급속하게 전개될 수록, 주가는 상당히 빨리 추락하고 각종 예상치는 후행적일 수 밖에 없다는 점이고 그 예상치 (컨센서스)가 비슷한 범위로 좁혀지면 주식시장은 그 악재/우려를 이미 거의 다 반영했다고 유추해볼 수 있는 것이다. **역사의 반복이라는 것은** 08년 금융위기와 코로나바이러스발 실물경제와의 본질이 동일하다는 것이 아니다**. 위기 사태에 대한 인간의 반응 패턴이 기본적으로 크게 다르지 않을 것이라는 점이다**. 2020년 3월 중순 현재 전례 없는 코로나바이러스발 위기로 이제 경제학자/경제.금융기관이 매우 암울하고 충격적인 실업률 상승과 경제전망 발표를 쏟아내고 있다. 코로나19 본격 확산 이전에 선제적 조치는 커녕, 우왕좌왕하거나 꾸물거리거나 남의 집 불 난 것으로 본 미국/유럽의 초기 대응 실패로 인해 일을 더 키웠고, 전례가 없이 실질적으로 전세계 각국으로 이미 번진 상태에서 각국의 다양한 차원의 대응 능력 (진단/방역/격리.봉쇄 등 사회적 거리조치 등 문화적/체계적) 또한 차이도 크다. 게다가 인류의 대제전이자 경제적 모멘텀이 되는 올림픽의 연기 가능성이 매우 높아진 상태이다. 따라서, 코로나사태의 경제적 영향에 대한 예측이 과거 위기와는 다를 수밖에 없다고 본다. 그러다 보니 미국 등 선진국의 잇따른 재정.금융정책 발표와 방역조치 본격 시행에도 불구하고 주식시장은 단기에 예상보다 더 급격한 하락폭 (일일 변동치의 확대)을 보이며 공포감에 휩싸이게 된 것이다. 하지만, **하늘이 무너지는 것이라고 이구동성으로 얘기할 때 인간이 만든 금융시장에서는 새로운 기회를 엿보아야 하는 시점이기도 하다. 특히 예측이 매우 매우 험악해지는 지금과 같은 구간과 시기에서는**.

<미국 GDP 2분기 두자리수 마이너스 성장까지 이미 나왔고...(주가에 빠르게 반영)>

최근 2020년 GDP 예측은 다음과 같다. JP모건은 미국 GDP예측을 1분기 -4%, 2분기 -14%(20년 연간 -1.5%), BoA (Bank of America)는 2분기 -12% (20년 연간 -0.8%)이다. 한편, Fitch는 미국 1%, 중국 3.7%, 유로존 -0.4% 예측 기준으로 글로벌 GDP 1.3% 전망을 내놓았다. 영국의 경제 전문지 Economist 산하 EIU (Economist Intelligence Unit) 도 글로벌 GDP가 1.0% (이전치 2.3%) 성장에 그칠 것으로 예상했다. 일반적으로 좀더 현실적? (보수적?)인 금융기관의 전망치를 기준으로 하면, 글로벌 GDP 성장률이 0%대로 볼 수 있다. 물

론 2분기 두자리수 마이너스 성장에도 불구하고 연간 플러스 성장 가능한 것은 3분기부터 회복세를 전제로 한 것이다.

<더 이상 만시지탄 NO!+초강경 확산저지 조치도...당분간 수치는 Terrible예고되어 있지만 이제 동전의 뒷면도 봐야>

따라서, 미국포함 서방 각국이 (잘사는 나라의 인구가 경제활동 사실상 STOP이라는 것이 이슈) Decentralized system/개인적 문화 특성의의 단점을 극복하고 강력한 (방역) 통제를 할 수 있을지 지속적으로/상당기간 의문이 남는다면 3분기 회복을 장담할 수 없을 것이다. 주식시장은 그 확신을 아직 갖지 못하고 있다. 코로나 진단 의료체계가 확대될 수록 확진자수는 당분간 지속 증가할 것이다. 사회적 거리/외출금지/ 다중시설 폐쇄 등 문화적 인식의 차이가 크기 때문에 중앙집권적 중국/대만/한국 등 보다는 확산세 저지/확진자 순증수 둔화를 얼마나 빨리 볼 수 있을지는 좀 더 지켜보아야 한다. 하지만, 미국, 이탈리아, 스페인 등 **국가비상사태를 선언하고 나서고 이전과는 다른 차원의 조치가** 이루어지고 있다. 미국의 캘리포이나주는 전주민 외출 금지 행정명령을 발령했다 (사실 이러 **비상시국이라면 Simply " Keep your Freedom or your Life"라는 식으로 강제해야 효과**). 이탈리아는 한국 대응 모델의 세부 방식을 연구하기 위한 스터디 그룹을 가동했다. 더 이상의 만시지탄 (晩時之歎)이 되지 않게 하기 위한 대응이 나오고 있다. 재정/금융 대응책도 상당한 규모로 이어지고 있다. 물론, 당분간은 수치적으로는 나쁜 소식이 더 이어질 것이다. 3**월 하순부터 경제적 임팩트는 이제 본격적으로 각종 지표로 눈으로 확인하게 될 것**이다. 그리고 그러한 헤드라인 소식이 (이미 폭락한) 주식시장의 투자 심리에 여전히 부담요인으로 작용할 것이다. 그렇지만 **모든 현상에는 작용과 반작용이 있다는 점과 어느 시점에 작용보다 반작용의 힘을 보게 될 것이라는 점**을 (동전의 뒷면) 이제부터는 생각할 때가 아닌가 하는 판단이다.

<미국 실업률 6~8%까지 치솟을 전망+ 글로벌 GDP 0%대 성장까지 실망의 예상치 올려 놓은 것이 오히려 부담이 적을 수도>

물론, 전례 없는 바이러스 전파로 인해 경제활동이 사실상 멈추게 되면 실업자 급증과 (실업은 아니어도 소득감소 불가피) 한계기업의 도산등이 이어질 수밖에 없다. 이슈는 얼마나 단기로 막을 수 있을 것인가이다. 일단, 시장은 글로벌 경제 성장률을 당초 2% 중후반 ~3%에서 이제 1% 또는 그 이하까지 열어 두고 있다. 최악은 경제성장률 제로도 불가능하지 않다는 공포까지. 글로벌 경제의 24%를 (18년 기준) 차지하는 미국의 실업자 수치는 그래서 당분간 부담스러울 수밖에 없다. 최근 여러 관련 예상치가 나오고 있다. 케빈 하셋 전 백악관 경제자문위원회 위원장은 3월동안 1백만명 실업자 양산을 예상했다. 전미 레스토랑협회는 향후 3개월내 5~7백만명 실업자나 나올 것으로 우려했다. 현재 2월 실업률 3.5%인데 이것이 8% (블룸버그 추산)~9% (20년 중반경, 노스캐롤라이나대 교수 예측)까지 나온 상태이다. JP모간 예측은 20년 중반 6.25%까지 상승했다가 연말 5.25%로 하락이다. 이 정도라면 향후 방역의 효과가 수개월내 나온다고 보고 3분기부터 회복세 가정한 앞에서 언급한 **20년 연간 미국 GDP성장률 -1% 전후로 저지할 수 있다는 추산이다. 주식시장은 이것을 반영한 상태**이다.

<최악의 최악 시나리오는 불가능하지는 않아도 오히려 정책당국에 경고역할로... >

한편, **국제노동기구 분석은 어마 무시한 수치 전망**을 내놓았다. **전세계 530만 (GDP -2%성장)~2247만개 일자리 감소 (GDP -8%성장)** Vs 2008년 금융위기 실업자수 2200만명. 미국/유럽이 조치를 제대로 못하면 (초기대응 실패처럼, 재정/금융정책도 강하지 않다면.) 그럴 수도 있겠다는 걱정을 갖을 것이다. **그런 일이 없게 하기위한 총력을 각국 리더가 동원할 것이다. 아니면 끝장이기 때문에**. 따라서 이 분석이 현실화된다면이라는 가정은 현시점에서는 지나친 것이다. 한가지 골칫거리는 남아있다. 달러 강세와 (8년내 고점) 모든 Commodity 가격의 약세이다. 특히 사우디아라비아-러시아 간의 원유 전쟁 여파까지 이 위기에 가세하여 유가의 급락폭이 역대급이라는 점이 이머지시장과 관련 산업 주식군의 폭락을 더 부채질했고 코로나위기의 바닥이 지난다고 해서 다른 시장/종목군 대비 반등의 강도를 낮게 잡게 한다. 결국은 분할 매수의 시점/종목/시장의 선택에서도 신중해야 한다.

<BC (Before Coronavirus)=>AC (After Coronavirus)는 생산지역 다변화/ 언택트사업 확실히 뿌리 뻗기/ 새로운 인프라는 반도체/소프트웨어 산업을 강화>

단기적으로는 필자의 기존 애심종목 추천이 의미를 갖기 어려운 현실이다. 워낙 낙폭이 컸기때문에 펀더멘탈/중장기 방향 이전에 기술적/Trading대응 또는 현금보유비중 차이에 따른 수익률이 (또는 손실축소) 더 좌우되기 때문이다. 하지만, 몇가지 BC (Before Coronavirus)와 AC (After Coronavirus) 시대로 나누어서 새로운 AC시대를 바라 볼 필요는 분명히 있다. 1. 제조업 생산지역은 더 다변화될 것이다 (중국=> 동남아/ 자국으로). 2. 언택트 (Untact) 사업모델은 각 산업에 뿌리를 더 확실히 뻗을 것이다: WFH (Work From Home, 재택근무), Streaming contents, 온라인 쇼핑/결제, 원격진료 등. 3. 그리고 그 뼈대/인프라 역할을 한 반도체/소프트웨어는 오히려 중장기 성장의 토대를 더 단단히 다질 것이다. **다만, 불확실성은 인간 그 자체, 특히 각국의 위정자(爲政者)와 리더이다. 작금의 위기를 글로벌 공조의 기회로 삼을 것인지 Nationalism (Shut-the-Door) 정책을 확고하게 하는 계기로 삼을 것인지?** 한편, 한국 GDP성장률 컨센서스는 기존 2%전후 전망에서 최근 0.2%~1.3%로 낮추어진 상태이다. 미국의 경기침체가 단기로 끝날 것인가가 중요하지만 국내의 각종 정책지원 (추경예산/소상공인 대책 등) 효과적 집행과 중국 경제의 회복세 또한 중요하다. 수출주도의 일부 경쟁력을 갖춘 제조업을 (반도체/디스플레이) 제외하고는 빠른 회복세를 기대하는 것은 어렵다. 결국은 **전염병의 상흔(傷痕)은 불가피 하지만, 일정 회복 후 다시 볼 한국의 대표주식은 우선 반도체 대표주이다**. 삼성전자/SK하이닉스/네패스 등 (시총순) 이다. 이 주식들이 안정화되고 나면 그들의 수혜주인 중소종목중 PBR 1배 전후까지 하락한 장비주 또는 탄탄한 고성장주인데 PER 20~30배에서 10~20배로 추락한 주식이 유망한 종목일 것이다. 우선, **3월 19일 "반도체에 대한 시선: 삼성전자 3분기부터 이익 다시 감소, SK하이닉스 20년 4분기 적자 가능성. 주가는 그것을 이미 보고있다. 그렇다면 바닥은 PBR 1.0~0.85배**" 리포트에 언급한 대로 제시한 바닥권에서 삼성전자/하이닉스의 분할 매수 유효하다. 물론 모두 비슷한 생각이면 좀더 높은 가격에서. 투자심리 악화가 기술적으로 좀 더 이어진다면 일시 하회 가능하다.

[도표1] 주가 그래프 (2008년 금융위기: 08년 8월 1일~09년 7월 31일)



자료: 상상인증권

[도표2] 주가 그래프 (2020년 코로나위기: 20년 1월 1일~20년 6월 30일)



자료: 상상인증권

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:김장열)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight(비중확대)			
		Neutral (중립)			
		Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	Buy (매수)	+15% 이상	53.5%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자등급별 비중 (최근 1 년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		Hold (보유)	-15% ~+15%	1.8%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	
		Not Rated(투자의견없음)	등급보류	44.7%	
		합계		100.0%	