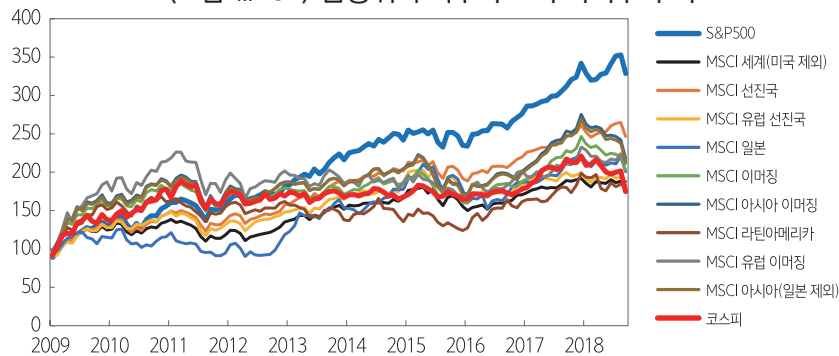


2. 한·미 주식시장 전망

가. 금융위기 이후 주요 글로벌 주가지수 동향

□ 글로벌 주요 주가지수는 2009년 2월 이후 2018년 10월까지 대부분 상승한 가운데 미국이 가장 높은 상승률을 기록한 반면 한국은 가장 저조한 수익률을 기록²⁰⁾(〈그림 Ⅲ-34〉, 〈그림 Ⅲ-35〉)

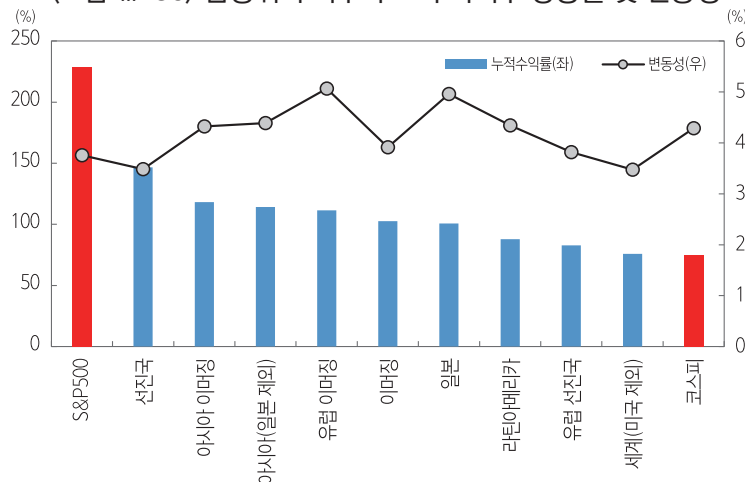
〈그림 Ⅲ-34〉 금융위기 이후 주요 주가지수 추이



주 : 1) 2009년 2월부터 2018년 10월까지의 월별 주가 기준, MSCI 지수는 로컬 통화 기준
2) 2009년 2월 지수를 100으로 표준화

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 Ⅲ-35〉 금융위기 이후 주요 주가지수 상승률 및 변동성



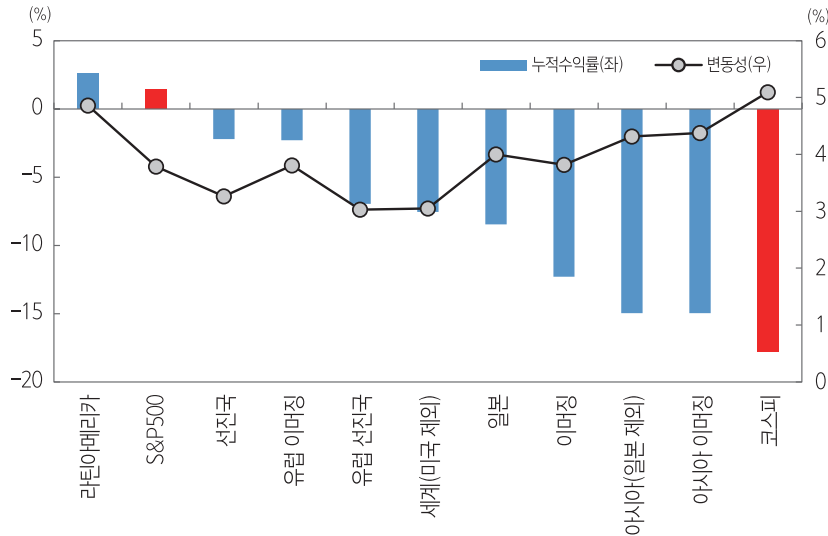
주 : 1) 2009년 2월부터 2018년 10월까지의 지수별 누적상승률 및 월간 수익률의 변동성(표준편차)
2) MSCI 지수는 로컬 통화 기준

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

20) 2009년 2월부터 2018년 10월까지의 누적상승률 기준

- 2018년 들어서는 미국(S&P500)을 제외한 대부분의 주가지수가 하락하였으며, 특히 한국(KOSPI)이 가장 큰 폭의 하락세를 시현 (<그림 Ⅲ-36>)
 - S&P500은 2018년 10월의 하락에도 연간으로는 상승세를 유지
 - 한국은 하락폭과 함께 변동성도 가장 높은 수준

<그림 Ⅲ-36> 2018년 주요 주가지수 변화 및 변동성



주 : 1) 2017년 12월말부터 2018년 10월말까지의 누적수익률 및 같은 기간 월간 수익률의 변동성(표준편차)
 2) MSCI 지수는 로컬 통화 기준
 자료: Bloomberg, 자본시장연구원

- 미국 주가는 주요 글로벌 주가지수의 변화에 영향을 미치는 핵심 요인으로, 특히 미국 주가가 하락할 경우 다른 주가지수도 대부분 동조화되며 하락 (<표 Ⅲ-1>, <표 Ⅲ-2>)
 - 글로벌 주가지수는 미국 주가 상승시에도 동조화되는 경향을 보였으나 미국 주가가 하락할 때 동조화 강도가 상승
 - KOSPI지수는 미국 주가가 큰 폭으로 변동하지 않을 경우 다른 나라에 비해 동조화 정도가 낮았으며, 특히 하락시에는 주요 지수 중 국내 고유요인의 영향이 큰 것으로 분석²¹⁾

21) 변동 폭에 관계없이 미국 주가가 하락(상승)한 경우 KOSPI를 제외한 나머지 주가지수의 평균 하락(상승)비중은 80%(75%)인데 비해, KOSPI의 하락(상승)비중은 62%(67%)

〈표 Ⅲ-1〉 글로벌 주가 변화에 대한 미국 주가의 영향 (1)

(단위: 개월 수, %)

	상승 월 수 (미국 2% 이상 상승 월 수)	상승비중	하락 월 수 (미국 2% 이상 하락 월 수)	하락비중
MSCI 세계(미국 제외)	42(47)	89	17(18)	94
MSCI 선진국	47(47)	100	18(18)	100
MSCI 유럽 선진국	41(47)	87	17(18)	94
MSCI 일본	35(47)	74	17(18)	94
MSCI 이머징	35(47)	74	17(18)	94
MSCI 아시아 이머징	36(47)	77	16(18)	89
MSCI 라틴아메리카	33(47)	70	16(18)	89
MSCI 유럽 이머징	36(47)	77	16(18)	89
MSCI 아시아 (일본 제외)	36(47)	77	15(18)	83
KOSPI	34(47)	72	12(18)	67

주 : 1) 상승(하락)비중은 미국(S&P500)지수가 2% 이상 상승(하락)한 월중 해당 지수가 상승(하락)한 경우

2) 2009년 2월부터 2018년 10월까지의 월별 주가 변화 기준, 각 지수는 로컬 통화 기준

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

〈표 Ⅲ-2〉 글로벌 주가 변화에 대한 미국 주가의 영향 (2)

(단위: 개월 수, %)

	상승 월 수 (미국 3.76% 이상 상승 월 수)	상승비중	하락 월 수 (미국 3.76% 이상 하락 월 수)	하락비중
MSCI 세계(미국 제외)	22(22)	100	10(10)	100
MSCI 선진국	22(22)	100	10(10)	100
MSCI 유럽 선진국	22(22)	100	10(10)	100
MSCI 일본	17(22)	77	10(10)	100
MSCI 이머징	22(22)	100	10(10)	100
MSCI 아시아 이머징	22(22)	100	9(10)	90
MSCI 라틴아메리카	21(22)	95	9(10)	90
MSCI 유럽 이머징	22(22)	100	10(10)	100
MSCI 아시아 (일본 제외)	22(22)	100	9(10)	90
KOSPI	19(22)	86	9(10)	90

주 : 1) 상승(하락)비중은 미국(S&P500)지수가 3.76% 이상 상승(하락)한 월중 해당 지수가 상승(하락)한 경우

2) 2009년 2월부터 2018년 10월까지의 월별 주가 변화 기준, 각 지수는 로컬 통화 기준

3) 3.76%는 2009년 2월~2018년 10월 기간 동안 S&P500지수 월별 수익률의 표준편차

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

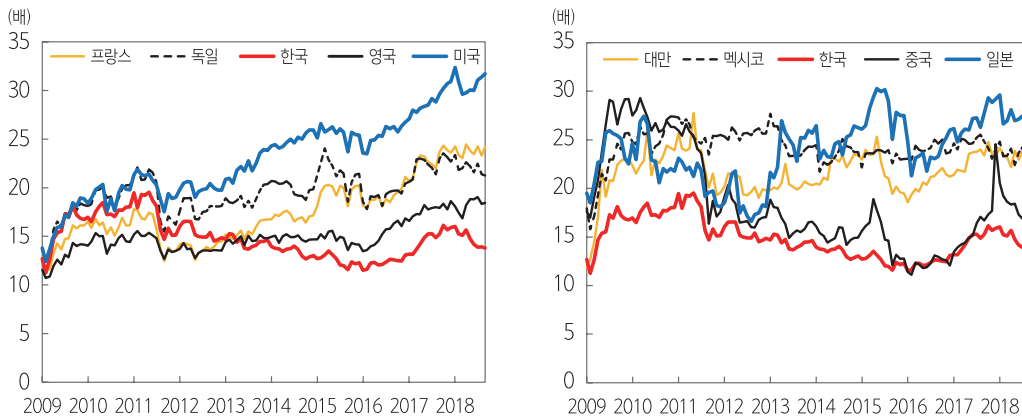
□ 미국 주식은 주요 지수 중 ‘경기조정 주가-이익비율(Cyclically Adjusted Price to Earnings ratio: CAPE)’이 가장 높은 것으로 나타나 실현이익(earning) 대비 가장 높은 수준의 주가를 유지 (<그림 III-37>, <그림 III-38>)

— Campbell and Shiller(1998)가 제안한 CAPE는 현재의 실질주가를 과거 10년 동안의 평균 실질이익으로 나눈 값으로 기업의 실현된 이익창출능력에 비해 주가가 얼마나 높은 수준인가를 나타내는 지표 (경기변동에 따른 이익변화를 통제하기 위해 과거 10년간의 실적을 평균)

□ 한국은 2013년 이후 다른 나라 지수에 비해 CAPE의 하락 폭이 두드러져, 2018년에는 주요 30개국 중 하위 27위를 기록

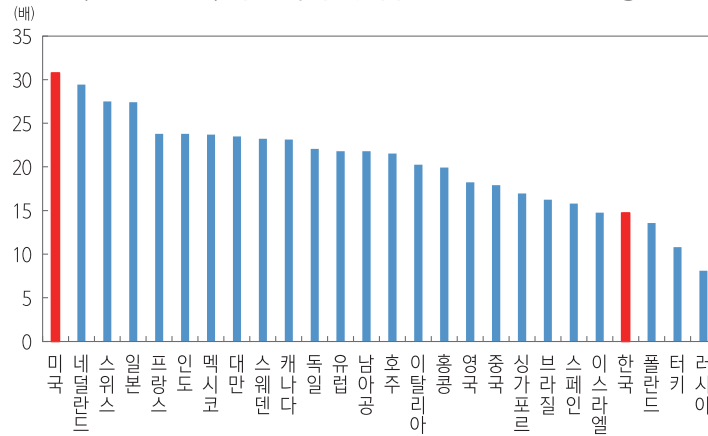
— 2013년 이전에는 선진국 보다 높은 수준의 CAPE를 유지하였으나, 2013년 이후에는 다른 나라 지수의 CAPE가 상승하거나 보합세를 유지한 반면 KOSPI는 하락 추세에 진입

<그림 III-37> 주요국 주가지수의 CAPE 추이



주 : 2009년 1월부터 2018년 9월까지 매월 CAPE 값, 각 지수는 해당 국가의 MSCI 종합주가지수
 자료: Barclays

〈그림 Ⅲ-38〉 주요국 주가지수의 2018년 CAPE 평균



주 : 2018년 1월부터 9월까지 주요 30개국 MSCI 종합주가지수의 매일 말일 CAPE 평균
 자료: Barclays

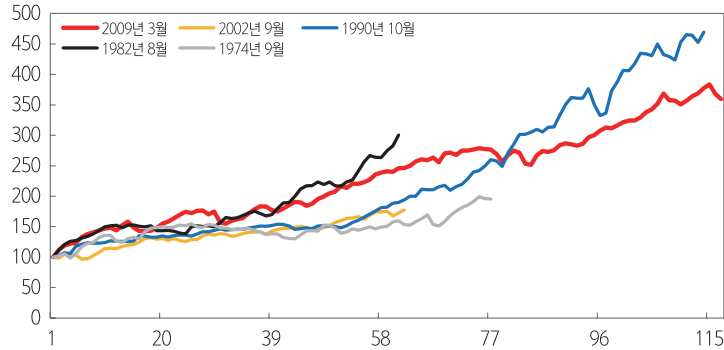
나. 미국 주식시장 전망

1) 금융위기 이후 미국 주가 상승의 특징 및 주요 원인

□ 미국 주식은 금융위기로 인한 경기침체기인 2009년 2월부터 상승추세가 시작되어 역사상 가장 긴 ‘장기상승기(bull market)’에 진입 (〈그림 Ⅲ-39〉)

- 주식시장의 장기상승기(bull market)에 대한 일반적 정의는 존재하지 않는 가운데, Lunde and Timmermann(2004)은 주가가 특정 기간 동안 해당 시점까지의 고점 보다 ‘일정 비율’ 이상 하락할 경우 해당 고점까지를 장기상승기로 정의
- Lunde and Timmermann(2004)과 Mackintosh(2018) 등의 지적과 같이, 미국에서는 ‘일정 비율’을 20%로 간주하는 오랜 시장관행이 존재
- 이에 본고에서는 주가가 해당 시점까지의 고점 대비 20% 이상 하락하지 않을 경우 상승국면이 유지되는 것으로 정의
- 금융위기 이전에 가장 오래 동안 유지된 상승기는 1990년 1월(NBER 기준 침체기)에 시작해 2000년 3월(IT버블붕괴시기)까지의 114개월
- 이번 상승기는 2009년 3월(금융위기로 인한 경기침체기)에 시작해 2018년 10월까지 117개월 동안 지속 중

〈그림 III-39〉 1871년 이후 미국 주식시장의 주요 장기상승국면

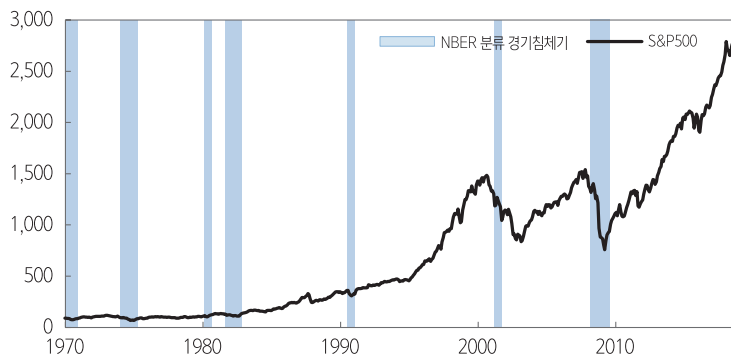


주 : 1) S&P500 월말 종가 기준
 2) 가로축은 주가 저점으로부터 경과 월 수, 저점의 지수를 100으로 표준화
 자료: Shiller online data²²⁾, 자본시장연구원

□ 이번 상승기가 장기간 지속되는 핵심 요인은 2009년부터 시작된 장기 경기성장세

- 미국 주가는 대략적으로 경기침체기(NBER 분류기준) 또는 회복국면 초반부터 상승하기 시작해 경기정점 부근까지 상승세가 이어지는 경향 (〈그림 III-40〉)
- 2009년 2분기를 저점으로 회복세에 진입한 이번 경기확장은 2018년 4분기까지 총 38분기 동안 유지 중으로 1854년 이후 두 번째로 긴 확장국면 (〈그림 III-41〉)
- 가장 길게 유지된 확장기는 1991년 1분기~2001년 1분기까지의 40분기로 2019년에도 경기확장세가 유지될 것으로 예상되어 이번 확장국면이 미국 역사상 가장 긴 경기확장기가 될 전망

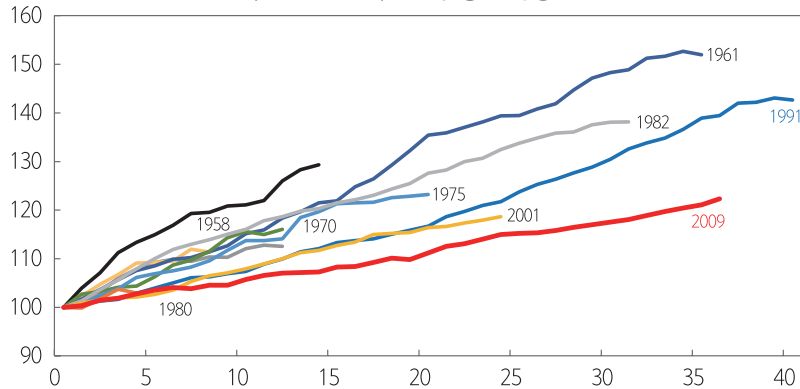
〈그림 III-40〉 미국 경기변동과 주가



주 : 음영으로 표시된 부분은 NBER이 분류한 경기침체기
 자료: Shiller online data, NBER, 자본시장연구원

22) www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm

〈그림 III-41〉 미국 경기확장기

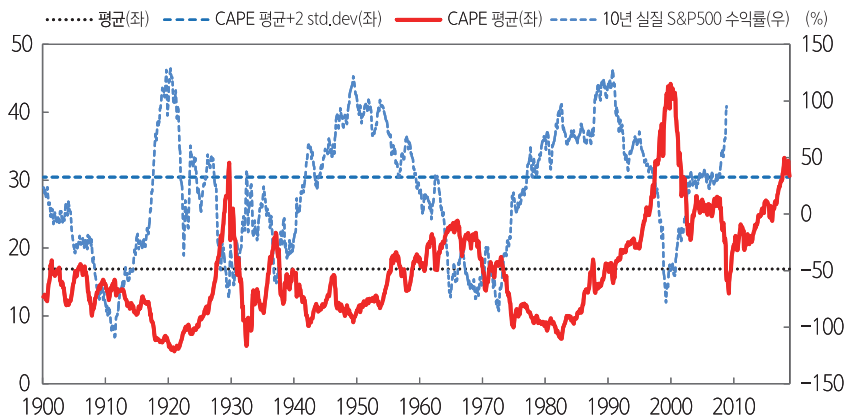


주 : 1950년 이후 NBER 기준 경기저점에서 정점까지 GDP 성장률, 가로축은 경기저점으로부터 경과 분기 수
 자료: 자본시장연구원, 세인트루이스연준

□ 금번 상승국면의 특징은 Shiller CAPE가 2000년 IT버블기를 제외할 경우 역사상 가장 높은 수준까지 상승했다는 점으로, 이는 실현이익에 비해 주가 수준이 상대적으로 높게 형성되었음을 시사

— CAPE비율의 적정성과 유용성에 대해서는 논란이 존재하나²³⁾, 현재 시점의 CAPE비율이 미래 장기(10년) 주가수익률에 대해 높은 예측력을 가진다는 점 (Shiller, 2015)에서 높은 CAPE 수준에 대해 관심이 고조 (〈그림 III-42〉)

〈그림 III-42〉 미국 S&P500지수의 CAPE 추이

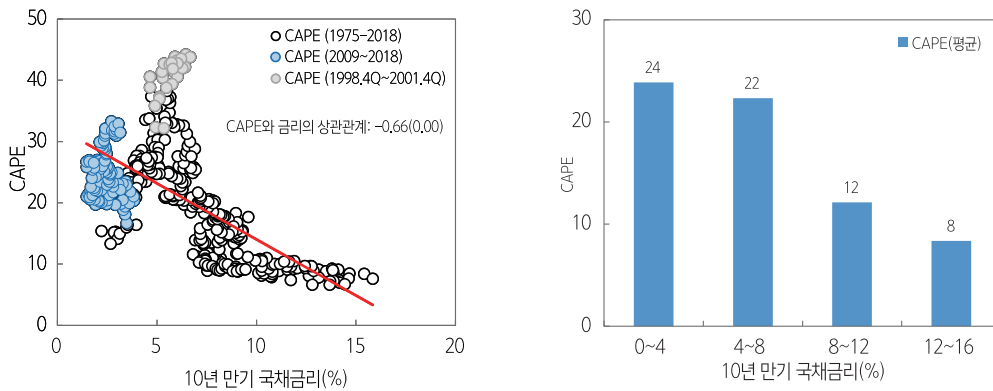


주 : 1) CAPE의 평균과 표준편차는 1880년 1월부터 2018년 10월까지의 CAPE 값으로부터 도출
 2) 10년 실질S&P수익률은 매년 1월부터 향후 10년간 실질S&P지수 수익률의 이동평균
 자료: Shiller online data, 자본시장연구원

23) CAPE지수와 관련한 논의는 Siegel(2016) 및 Arnott and Kalensnik(2018)을 참조

- 높은 미국 주가 수준 및 CAPE비율에는 다양한 원인이 존재하는 것으로 평가되는 가운데 금융위기 이후의 낮은 금리 수준이 핵심적인 역할을 한 것으로 평가
 - 금리가 낮을수록 CAPE비율이 높아지는 경향이 존재 (<그림 Ⅲ-43>)
 - S&P500지수의 월별 수익률과 월별(10년 만기 기준) 금리 변화간에도 통계적으로 유의한 음의 상관관계(-0.13, p-value 0%)가 존재

<그림 Ⅲ-43> 미국 금리 수준과 S&P500 CAPE

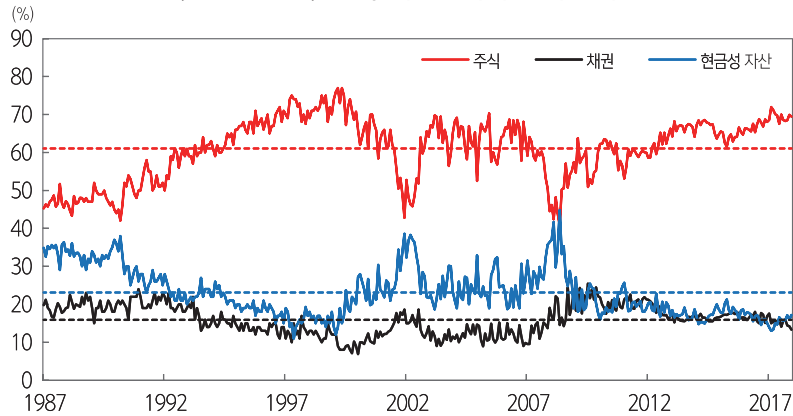


주 : 1) 1975년 1월부터 2018년 10월까지의 월별 10년 만기 국채 금리와 CAPE비율, 상관관계의 괄호는 p-value
 2) CAPE 평균은 금리 수준별 CAPE비율의 평균
 자료: Shiller online data, 자본시장연구원

- 특히 금융위기 이후에 지속된 저금리 기조는 (1)주가에 적용되는 할인율 하락 (2)경제주체의 위험선호 강화 및 채권 대비 주식의 투자매력도 증가 (3)기업의 조달비용 감소 등의 경로를 통해 주가 상승 및 실적 대비 높은 밸류에이션에 기여
 - 미 연준은 저금리를 통해 완화적인 금융여건을 조성함으로써 경제주체의 위험선호 경로를 통해 경제회복을 지원(Brunnermeier and Schnabel, 2016)
 - 금리 수준과 경제주체의 위험선호도는 비선형적 관계를 가지는데, 금융위기 이후에 금리가 역사적으로 가장 낮은 수준에 머물러 위험선호를 통한 ‘수익률 추구’ 현상이 발생한 것으로 분석(Lian, Ma and Wang, 2018)
 - 실제로 미국개인투자자협회(American Association of Individual Investors)가 조사한 바에 따르면 금융위기 이후 개인투자자들은 주식투자를 지속적으로 늘려와 2018년 하반기에는 2001년 IT버블기를 제외하고 가장 높은 수준에 도달 (<그림 Ⅲ-44>)

- 저금리와 위험선호로 인한 할인율 하락도 주가 상승에 기여한 것으로 평가되는데, 미국 S&P500에 대한 주식 리스크 프리미엄(Equity Risk Premium: ERP)²⁴⁾이 1960년 이후 가장 낮은 수준을 기록 (<그림 Ⅲ-48>)
- 이로 인해 2018년 들어 금리가 주가 변동성 확대에 가장 중요한 요인으로 지적

<그림 Ⅲ-44> 미국 개인투자자의 자산배분



주 : 1) 미국개인투자자협회는 1987년 11월부터 매월 회원들을 대상으로 주식(펀드포함)·채권(펀드포함)·현금성자산간 자산배분에 대해 설문조사를 실시
 2) 점선은 각 자산별 배분율의 평균
 자료: 미국개인투자자협회(American Association of Individual Investors)

2) 경기변동, 이익 증가율 및 할인율과 주가간의 관계

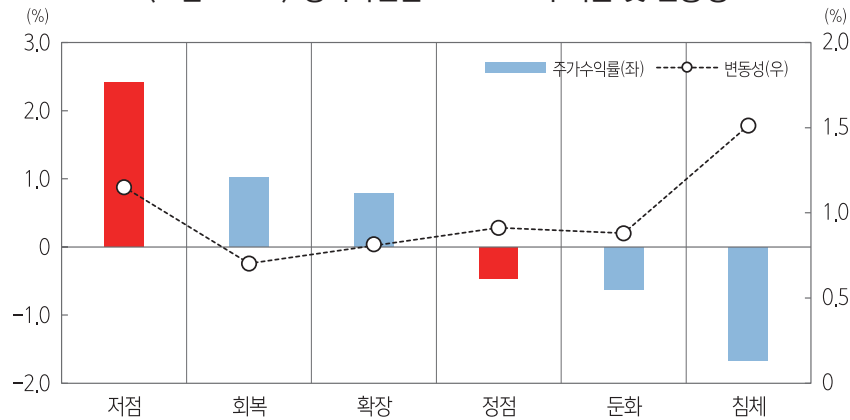
□ (경기변동과 주가) 경기변동은 주가를 결정하는 핵심 요인으로 미국 주가는 경기변동에 선행하는 특성을 가지는 가운데 경기저점부터 상승하기 시작하여 경기정점을 기점으로 하락세로 전환 (<그림 Ⅲ-45>)

- 주가는 경기저점부터 상승세가 시작되어 회복·확장국면까지 상승세가 지속된 후 경기가 정점을 지나며 하락추세로 전환
- 반면, 주가변동성은 경기추세가 전환되는 저점과 정점에서 가장 높아지며, 경기상승국면(회복·확장)과 하강국면(둔화·침체)에서는 상대적으로 낮은 수준

24) 주식 리스크 프리미엄은 다음 절 '2) 경기변동, 이익증가율 및 할인율과 주가간의 관계'에서 논의

- 주가 수익률과 변동성 모두 경기저점에서 가장 높아지는데, 이는 경기저점에서 는 위험이 수익률로 보상받음을 의미
- 회복·확장국면에서는 경기저점 보다 수익률이 저조하나 변동성 또한 낮기 때 문에 위험을 고려할 경우 성과가 나쁘지 않은 것으로 분석

〈그림 Ⅲ-45〉 경기국면별 S&P500 수익률 및 변동성



주 : 1) 1962년 1월부터 2018년 9월까지의 월별 S&P500 수익률
 2) 수익률은 국면별 월간 수익률의 평균, 변동성은 일별 수익률의 월간 변동성²⁵⁾
 자료: Bloomberg, 자본시장연구원

- 아래에서는 〈그림 Ⅲ-45〉에서 확인된 주가와 경기변동간의 관계가 나타나는 원인을 분석
- 주가는 기업이 창출하는 미래 이익(배당)의 현재가치이므로 이익의 (기대)성장률이 높을수록 그리고 할인율이 낮을수록 주식의 가치가 상승
 - 주식에 대한 단순 배당(이익) 현재가치 이론에 따르면 주가지수와 같은 영속기업의 현재주가(주가/이익비율)는 $1/(\text{할인율}-\text{이익증가율})$
 - 따라서 할인율이 증가(하락)할수록 주가는 하락(상승)하며, 이익증가율이 증가(하락)할수록 주가는 상승(하락)

25) 매월 일별 수익률의 표준편차

- 할인율은 무위험 할인율과 주식의 리스크 프리미엄(Equity Risk Premium: ERP)으로 구성되는데, 본 보고서에서는 Himmelberg and Weldon(2017)의 방법을 통해 ERP를 도출
 - Himmelberg and Weldon(2017)이 제시한 ERP는 CAPE비율에서 무위험 할인율²⁶⁾ 및 명목이익증가율을 차감한 값

□ 실제로 미국 주가(S&P500)와 기대이익 성장률 및 할인율간 관계를 살펴보면, 기대이익은 주가에 양의 영향을 미치는 반면, 무위험할인율 및 ERP는 주가에 음의 영향을 미치는 것으로 분석 (<표 Ⅲ-3>)

<표 Ⅲ-3> 기대이익, 할인율 및 주가간의 관계

		주가 결정요인		
		기대이익 성장률	무위험 할인율	ERP
전체 국면	계수	0.11	-0.16	-0.58
	(p-value)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
R2=0.27, F검정 p-value=0.00				

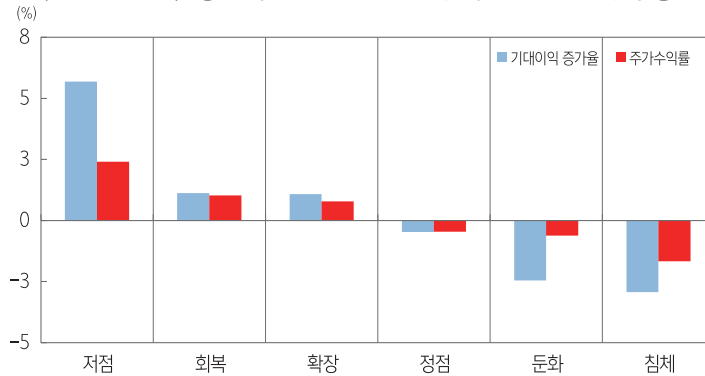
주 : 1962년 1월부터 2018년 9월까지의 월별 S&P500 수익률을 기대이익 성장률, 무위험 할인율 변화율, ERP 변화율에 대해 회귀분석

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

- 이하에서는 경기국면별로 주가와 기대이익 및 할인율간 관계를 분석
- (경기국면별 기대이익과 주가) 기대이익은 경기저점에서 가장 크게 증가하는 반면 경기정점부터 감소하는 경향을 보여 경기국면별 주가 변화와 대체로 일치 (<그림 Ⅲ-46>)
 - 기대이익은 경기국면별로 ‘경기저점→확장국면’까지는 증가하지만 경기정점부터 감소하기 시작하여 침체국면까지 지속

26) 무위험 할인율은 본 보고서 한·미 금리전망편에 제시된 ACM 모형을 사용해 도출된 10년 만기 위험조정금리를 사용

〈그림 Ⅲ-46〉 경기국면별 S&P500 수익률 및 기대이익 증가



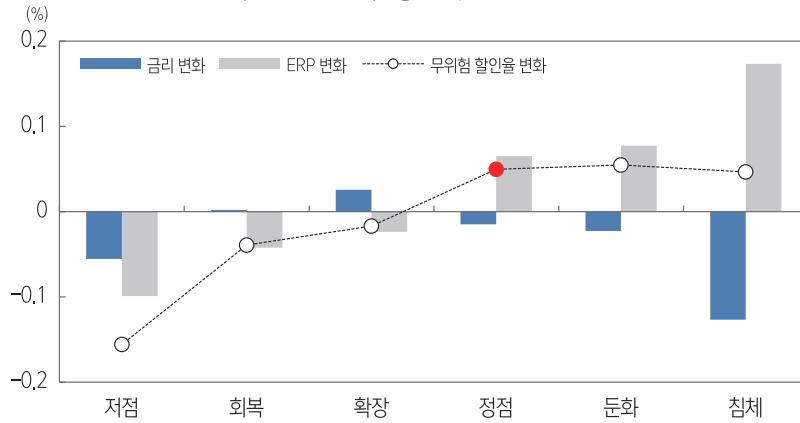
주 : 1) 1962년 1월부터 2018년 9월까지의 월별 S&P500 수익률 및 기대이익의 증가율
 2) 기대이익은 미래 6개월 동안 실현된 이익을 대용치로 사용
 자료: Shiller online data, Bloomberg, 자본시장연구원

□ (경기국면별 할인율과 추가) 할인율은 경기저점부터 확장기까지는 감소하지만 경기정점에 증가세로 전환하여 침체기까지 이어져 기대이익과 상반된 행태 (〈그림 Ⅲ-47〉, 〈그림 Ⅲ-48〉)

- 경기저점국면에서는 무위험 할인율과 ERP가 모두 감소²⁷⁾
- 회복 및 확장국면에서는 무위험 할인율은 증가하나 ERP의 감소폭이 이를 상회하여 전체 할인율이 감소
 - 경기회복 및 확장국면에서는 경기상승세를 반영하여 무위험 할인율이 증가하는 반면 ERP는 경기저점에 이어 하락세를 유지
- 경기가 정점에 도달하면 무위험 할인율은 감소하고 ERP는 상승하는데, ERP 확대폭이 무위험 할인율 하락폭을 상회하여 전체 할인율은 증가
 - 경기정점에서는 기준금리 인하에 대한 기대감으로 무위험 할인율이 하락하는 반면 경기추세 전환 가능성 및 이로 인한 기대이익 감소를 반영하여 ERP가 상승
- 둔화 및 침체국면에서는 ERP의 상승폭이 무위험 할인율의 하락폭을 상회
 - 둔화 및 침체 국면에서는 기준금리 인하의 영향으로 무위험 할인율이 하락세를 유지하는 반면, 경기부진의 영향으로 경제주체의 위험회피도가 증가하여 ERP가 크게 확대

27) 무위험 할인율은 기준금리 인하의 영향으로 하락하며, ERP는 경기개선에 대한 기대감을 반영하여 하락하는 것으로 해석 가능

〈그림 III-47〉 경기국면별 할인율



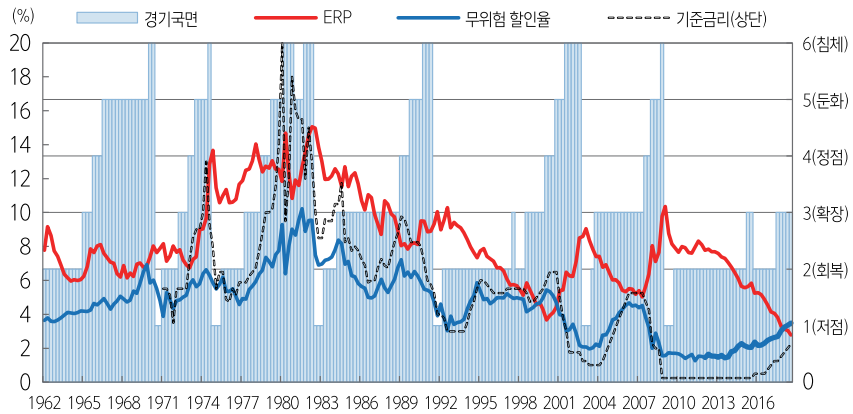
주 : 1) 할인율은 무위험 할인율(금리)과 ERP의 합

2) 금리(무위험 할인율)는 ACM 모형을 통해 도출

3) 수익률은 국면별 월간 수익률의 평균, 변동성은 일별 수익률의 월간 변동성²⁸⁾

자료: Shiller online data, Himmelberg and Weldon(2017), 뉴욕연준, 세인트루이스연준, 자본시장연구원

〈그림 III-48〉 경기국면별 할인율 추이



주 : ERP와 무위험 할인율(위험중립금리)은 각각 Himmelberg and Weldon(2017) 및 ACM 모형을 통해 도출

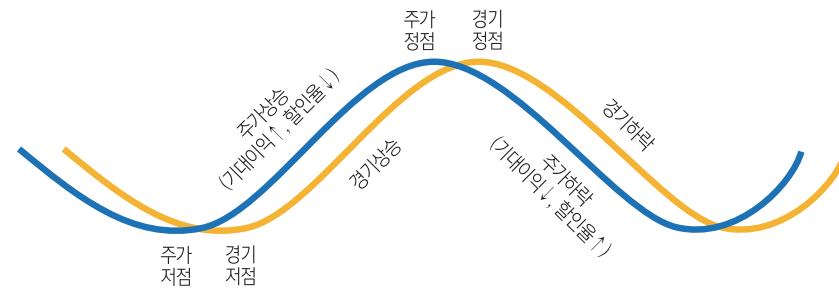
자료: ACM, Himmelberg and Weldon(2017), 뉴욕연준, 세인트루이스연준, 자본시장연구원

□ 이상을 종합하면, 주가사이클이 경기사이클에 선행하여 경기 추세가 전환되기 전에 주가 추세가 변화 (〈그림 III-49〉)

— 역사적으로 현재 미국 경기국면인 확장국면에서는 기대이익 증가·할인율 하락의 영향으로 주가가 상승세를 시현

28) 매월 일별 수익률의 표준편차

〈그림 III-49〉 경기사이클과 주가사이클



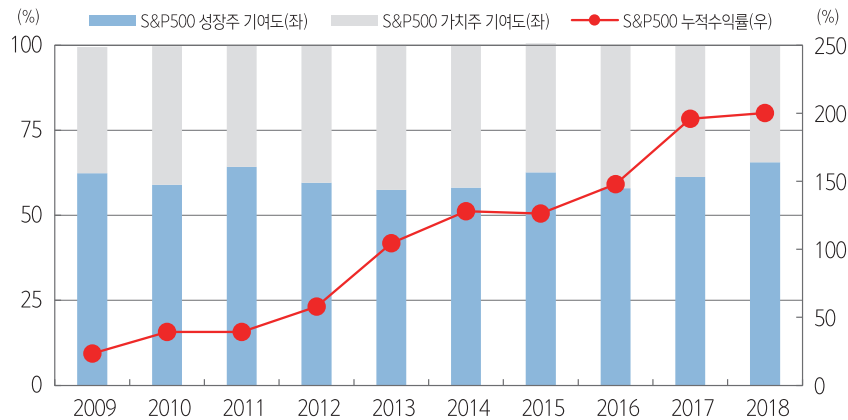
자료: 자본시장연구원

3) 성장주 주도의 시장구조

□ 이번 미국의 주가 상승기의 특징 중 하나는 성장주가 주가 상승을 주도하였다는 점으로 성장주가 가치주 대비 우수한 성과를 시현

- 2008년말 대비 2018년 10월말까지 S&P500지수의 누적상승률 중 약 65%가 성장주의 상승에 기인한 반면, 가치주의 기여도는 34% (〈그림 III-50〉)
- 연간 성과를 기준으로, 2009년부터 2018년(10월말)까지 총 10년 중 8년에 걸쳐 성장주 상승률이 가치주 성과를 상회 (〈그림 III-51〉)

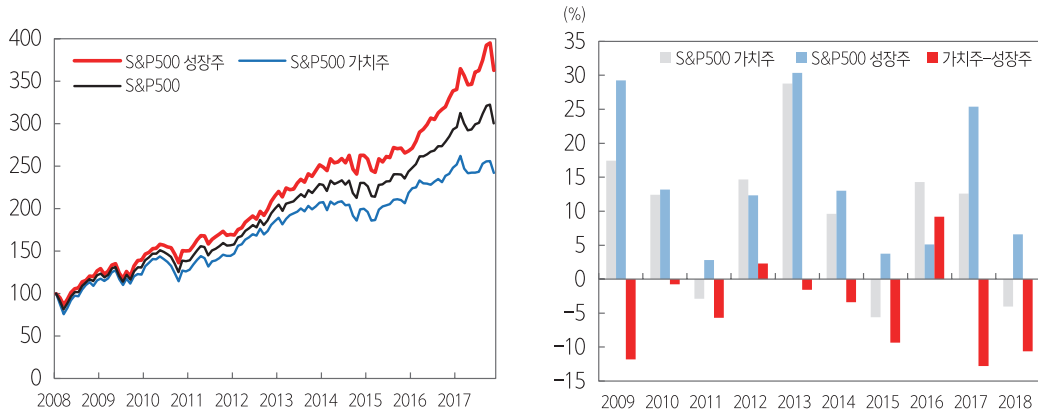
〈그림 III-50〉 금융위기 이후 S&P500 상승률 중 성장주와 가치주의 기여도



주 : 1) S&P500에 속한 종목을 S&P가 정한 방법에 따라 성장주와 가치주로 구분
 2) 2009년부터 2008년 대비 연간 누적상승률 (2018년은 10월말까지의 상승률)

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 III-51〉 S&P500 성장주와 가치주의 상대성과



주 : 1) 상대성과(가치주-성장주)는 연간 가치주지수 상승률에서 성장주지수 상승률을 차감하여 도출
 2) 2008년은 10월말일까지의 상승률

자료: 자본시장연구원, Bloomberg

□ 가치주 대비 성장주의 초과성과는 역사상 가장 긴 주가상승기간 및 CAPE 등과 같은 높은 밸류에이션 수준과 더불어 이번 상승기의 가장 중요한 특징으로, 이하에서는 가치주와 성장주의 상대성과에 대해 분석

— 기존 연구를 바탕으로 가치주와 성장주의 특징 및 상대성과를 비교²⁹⁾

(1) 가치주(value stocks), 성장주(growth stocks) 및 가치주 프리미엄(value premium)

□ 통상 성장주는 기업의 펀더멘털 대비 현재 주가 수준이 높은 주식을 의미하며 반대로 동 비율이 낮은 주식을 가치주로 분류

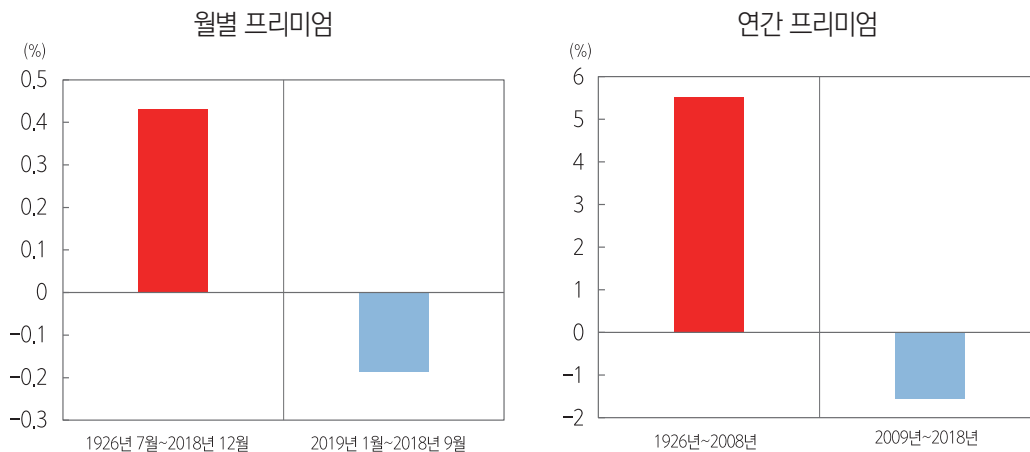
— 기업의 펀더멘털은 실현된 이익·매출액·배당·장부가치 등을 통해 포함하여 기업의 내재가치를 나타낼 수 있는 변수를 의미(Ang, 2018)

□ 가치주 프리미엄은 가치주 수익률에서 성장주 수익률을 차감한 값으로 정의되는데, 금융위기 이전에는 미국을 중심으로 주요 선진국 주식시장에서 가치주의 평균 성과가 성장주를 상회(〈그림 III-52〉)

29) 가치주 및 성장주에 관한 전반적인 논의는 Chan and Lakonishok(2004), Asness et al.(2015) 및 Patari and Leivo(2017)를 참고

- Fama and French(1992, 1993, 1994, 2015: 이하 Fama and French)의 정의³⁰⁾에 따라 가치주와 성장주를 구분한 후, 1926년부터 월별 및 연별 가치주 프리미엄을 비교한 결과 금융위기 이전에는 가치주가 성장주 보다 우수한 성과를 시현(양의 가치주 프리미엄)³¹⁾
 - 이와 같은 가치주의 우수한 성과는 가치투자를 뒷받침하는 근거로 활용
- 하지만 금융위기 이후에는 가치주 프리미엄이 음의 값으로 전환
- 이와 같은 성장주 대비 가치주의 저조한 성과는 기타 주요 글로벌 가치주·성장주에서도 관찰

〈그림 III-52〉 미국 주식의 가치주 프리미엄



주 : 월별(연간) 가치주 프리미엄은 월별(연간) 가치주 수익률에서 성장주 수익률을 차감한 값

자료: French data library³²⁾, 자본시장연구원

30) 가치주 프리미엄(=가치주 수익률-성장주 수익률)에 대한 논의를 주도하고 있는 Fama and French는 기업의 장부가치(book value)를 시장가치(market value)와 비교하여, 장부가치에 비해 시장가치가 상대적으로 높은(낮은) 주식을 성장주(가치주)로 정의

31) 양의 가치주 프리미엄이 주목받는 이유는 가치주와 성장주가 시장베타계수(CAPM)에 차이가 존재하지 않기 때문. 성장주 대비 가치주의 높은 성과에 대한 해석은 학자들간에 이견이 존재하는데, 크게 Fama and French를 중심으로 가치주의 높은 성과는 가치주가 기업의 수익성 등과 관련된 위험이 크기 때문이라는 의견을 제시하는 반면, Lakonishok, Shleifer and Vishny(1994) 등은 가치주는 저평가·성장주는 고평가된 주식이라는 관점을 제기

32) www.mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html

(2) 가치주와 및 성장주의 경제적 특성: 경기변동, 금리 및 전체 시장수익률

□ 가치주와 성장주의 특성에 대한 기존 연구의 논의를 종합하면 (1)가치주는 성장주보다 경기변동에 민감하게 반응할 가능성이 높으며, (2)성장주는 가치주보다 금리 변화에 민감

- 가치주의 이익(배당)은 성장주보다 전체 시장의 이익(배당)과 높은 상관관계를 가지는 것으로 분석되었는데(Hansen, Heaton and Li, 2008; Cohen, Polk and Vuolteenaho, 2009), 이는 가치주의 성과가 성장주보다 경기변동에 연동될 수 있음을 시사
- 이론적·실증적으로 성장주는 가치주보다 먼 미래에 실현될 이익의 중요성이 높기 때문에 주가결정요인 측면에서 실적 변화보다 할인율의 변화에 민감³³⁾, 반대로 가치주는 성장주보다 할인율의 변화 보다는 단·중기시계의 실적 변화에 민감하게 반응(Lettau and Wachter, 2007; Campbell, Polk and Vuolteenaho, 2010)

□ (가치주 프리미엄과 경기변동: 금융위기 이전) Fama and French의 성장주·가치주 간 상대성과를 경기순환국면별로 분석한 결과, 금융위기 이전에는 (1)경기회복·확장국면에는 양의 가치주 프리미엄이 존재한 반면, (2)경기정점에는 가치주 성과가 성장주를 하회 (<그림 Ⅲ-53>)

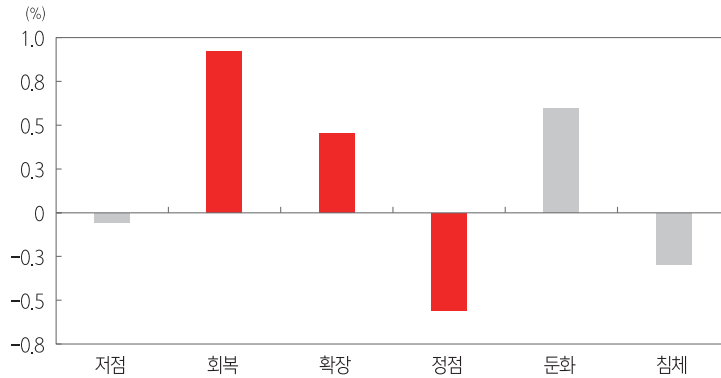
- 경기둔화기에는 가치주 프리미엄이 양의 값을 가지나 유의하지 않은 것으로 분석
- 따라서 대체적으로 가치주가 성장주보다 경기변동 리스크에 더 많이 노출되어 있음을 시사

□ (가치주 프리미엄과 경기변동: 금융위기 이후) 금융위기 이전과는 달리, 금융위기 이후에는 경기회복·확장국면에서 음의 가치주 프리미엄이 존재하여 가치주가 성장주보다 낮은 성과를 가지는 것으로 분석 (<그림 Ⅲ-54>)

33) 이와 같은 이유에서 성장주를 고듀레이션(high-duration)주식, 가치주를 저듀레이션(low-duration)주식으로 지칭, Dechow, Sloan and Soliman(2004)의 실증분석에 따르면 성장주가 가치주보다 이익(현금흐름)의 듀레이션이 긴 것으로 나타남

— 결과적으로 금융위기 이전에는 매우 강하게 나타났던 경기확장에 따른 양의 가치주 프리미엄이 관찰되지 않는 것으로 분석

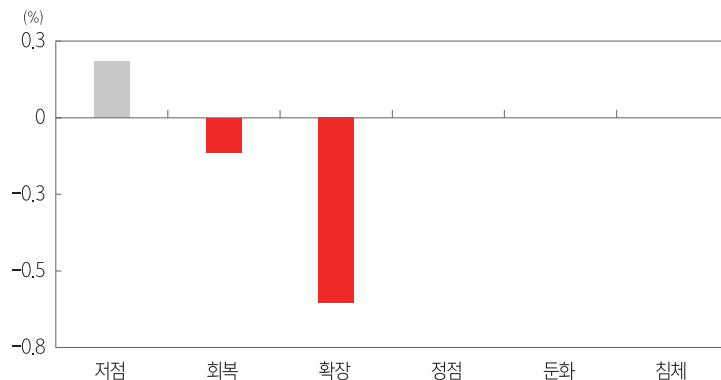
〈그림 III-53〉 가치주 프리미엄과 경기순환주기: 금융위기 이전



주 : 1) 1975년 1월부터 2007년 12월까지 Fama and French 성장주·가치주의 월별 수익률 자료를 이용하여, Ahn, Min and Yoon(2018)의 방법론을 적용
 2) 가치주 프리미엄은 월별 가치주 수익률에서 성장주 수익률을 차감하여 도출, 양의 가치주 프리미엄은 가치주 수익률이 성장주 수익률 보다 높음을 의미
 3) 분석기간에서 IT버블기는 제외, IT버블기는 Ofek and Richardson(2003) 및 DeLong and Magin(2006)을 참고하여 1998년 11월부터 2001년 12월까지로 선정
 4) 그림에서 회색으로 표시된 부분은 가치주 프리미엄이 유의수준 15%에서 통계적으로 유의하지 않음을 의미, 회복·확장·정점국면에서 가치주 프리미엄은 p-value는 각각 0%, 1%, 10%

자료: French data library, 자본시장연구원

〈그림 III-54〉 가치주 프리미엄과 경기순환주기: 금융위기 이후



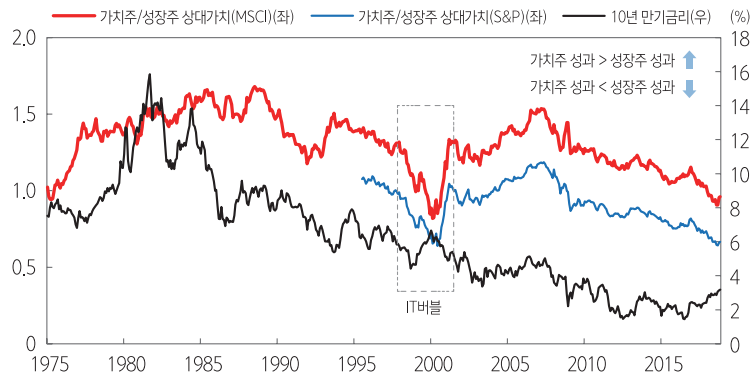
주 : 1) 2008년 1월부터 2018년 9월까지 Fama and French 성장주·가치주의 월별 수익률 자료를 이용하여, Ahn, Min and Yoon(2018)의 방법론을 적용
 2) 그림에서 회색으로 표시된 부분은 가치주 프리미엄이 유의수준 15%에서 통계적으로 유의하지 않음을 의미

자료: French data library, 자본시장연구원

□ (가치주 프리미엄과 금리) 금리가 상승하면 가치주가 성장주 대비 우수한 성과를 보이며, 반대로 금리 하락기에는 성장주 성과가 우수한 경향 (<그림 Ⅲ-55>)

- 가치주·성장주간 상대가치 변화와 10년 만기 금리 변화간에는 일부시기를 제외할 경우 대체적으로 양의 상관관계가 존재 (<그림 Ⅲ-56>)
- 분석기간 총 479개월 중 양의 상관관계가 68%

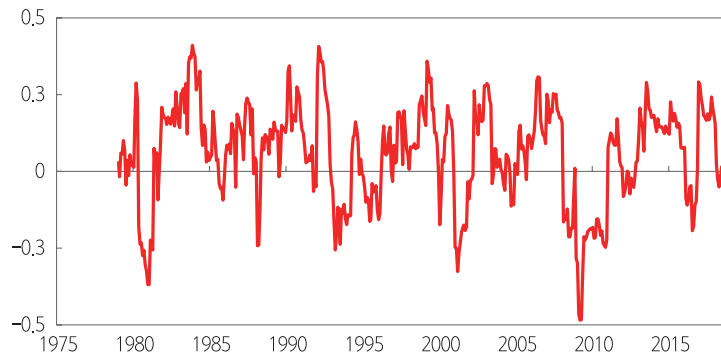
<그림 Ⅲ-55> 가치주 프리미엄과 금리



- 주 : 1) 1975년 1월부터 2018년 10월까지 월별 미국 10년 만기 국채 금리, MSCI 미국 가치주·성장주 지수와 S&P 500 가치주·성장주 지수
- 2) 가치주 상대성과는 가치주 지수를 성장주 지수로 나눈 값으로 상대성고가 상승(하락)할수록 가치주(성장주)의 성과가 우수

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

<그림 Ⅲ-56> 가치주·성장주 상대성과 변화와 금리 변화간 상관관계



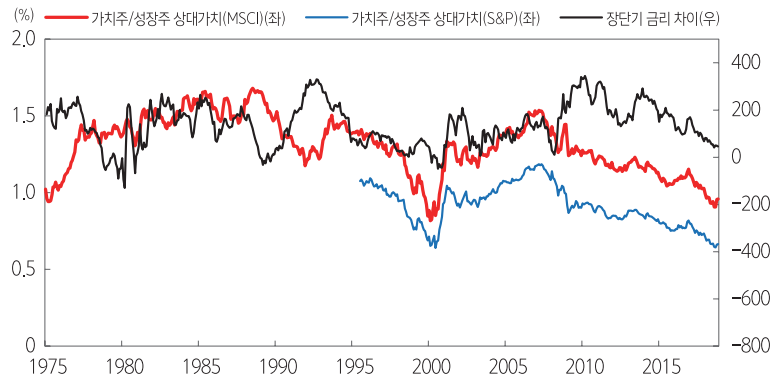
- 주 : 1) 1975년 1월부터 2018년 10월까지 월별 10년 만기 국채 금리 변화와 MSCI 미국 가치주·성장주의 상대가치 변화
- 2) 조건부 상관관계는 Gallant and Tauchen(1989, 2017)의 SNP 모형을 이용하여 도출

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

□ (가치주 프리미엄과 장단기 금리 차) 장기금리가 단기금리에 비해 많이 상승(하락)할 수록 가치주(성장주) 성과가 우수한 경향 (<그림 Ⅲ-57>, <그림 Ⅲ-58>)

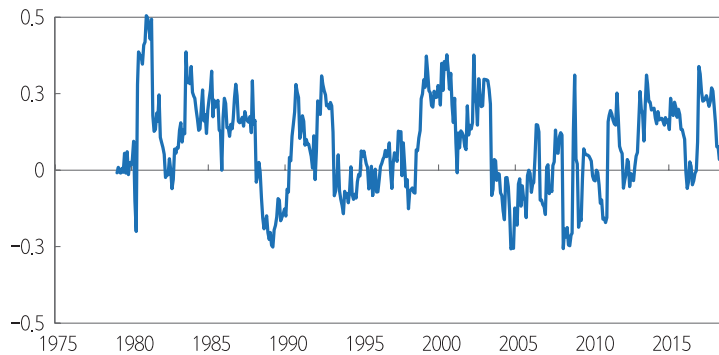
- 가치주·성장주 상대성과와 장단기 금리 차이 간 양의 상관관계가 존재
- 가치주·성장주 상대성과와 장단기 금리 차이 간 상관관계 중 양의 상관관계가 67%
- Hahn and Lee(2008)도 1963년부터 2001년까지 장단기 금리 차이(10년 금리-1년 금리)가 Fama and French의 가치주 프리미엄에 대해 양의 영향을 미치는 것으로 분석

<그림 Ⅲ-57> 가치주 프리미엄과 장단기 금리 차



주 : 장단기 금리 차는 10년 만기 금리에서 1년 만기 금리를 차감한 값
 자료: Bloomberg, 자본시장연구원

<그림 Ⅲ-58> 가치주·성장주 상대성과 변화와 장단기 금리 차이 변화간 상관관계

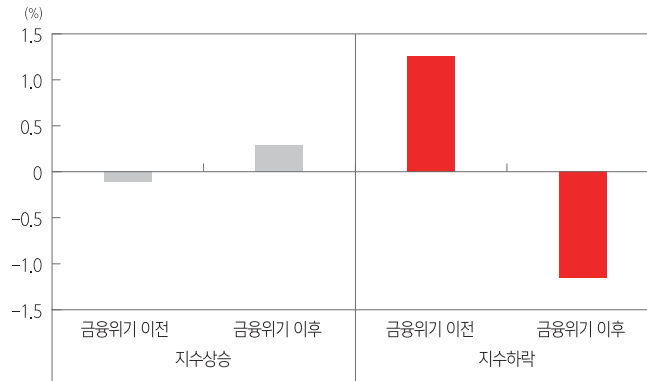


주 : 1) 1975년 1월부터 2018년 10월까지 월별 장단기 금리차 변화와 MSCI 미국 가치주·성장주 상대성과의 상관관계
 2) 조건부 상관관계는 Gallant and Tauchen(1989, 2017)의 SNP 모형을 이용하여 도출
 자료: Bloomberg, 자본시장연구원

□ (가치주 프리미엄과 전체 시장지수 변화) 금융위기 이전에는 전체 주식시장이 하락 시 가치주가 성장주 보다 우수한 성과를 보였는데, 이와 같은 특성은 대부분의 경기 국면에서 관찰 (<그림 Ⅲ-59>, <그림 Ⅲ-60>)

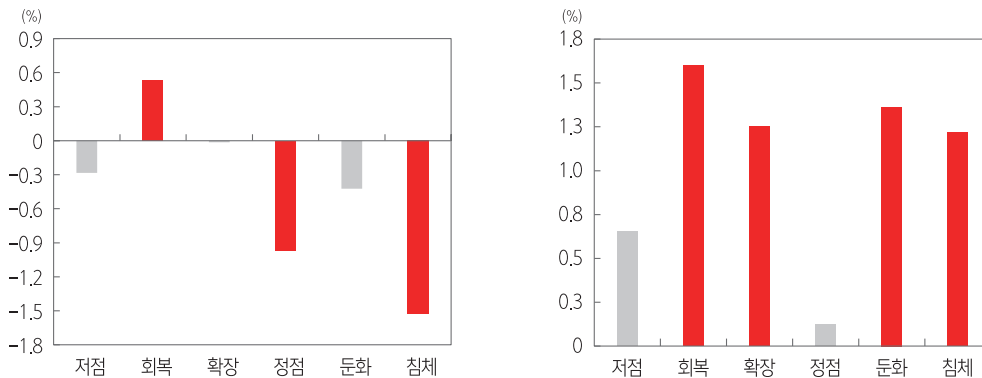
- 시장하락 시 관찰되는 양의 가치주 프리미엄은 가치주가 저평가된 주식의 특성을 가지고 있을 가능성을 시사(Lakonishok, Shleifer and Vishny, 1994; Chan and Lakonishok, 2004)
- 한편 금융위기 이전을 기준으로 가치주는 경기회복기를 제외할 경우 시장지수 상승 시 성장주 보다 열등한 성과를 시현

<그림 Ⅲ-59> 시장지수 상승·하락시 가치주 프리미엄



주 : 1) 1975년 1월부터 2018년 9월까지 월별 Fama and French 가치주 프리미엄을 이용, IT버블기는 제외
 2) 월별로 시장지수(S&P500)가 상승·하락시 가치주 프리미엄의 평균
 3) 그림에서 회색으로 표시된 부분은 가치주 프리미엄이 유의수준 15%에서 통계적으로 유의하지 않음을 의미
 자료: French data library, 자본시장연구원

<그림 Ⅲ-60> 경기국면별 시장지수 상승·하락 시 가치주 프리미엄: 금융위기 이전



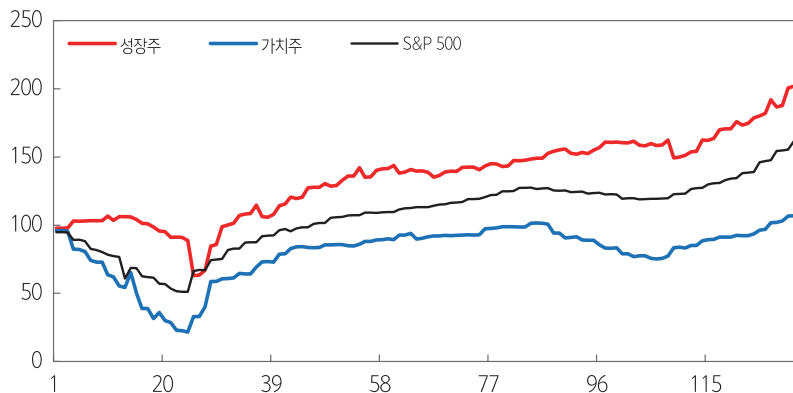
주 : 1) 1975년 1월부터 2018년 12월까지 Fama and French 가치주 프리미엄을 이용 (IT버블기는 제외)
 2) 경기국면별로 시장지수(S&P500)가 상승(하락)시 가치주 프리미엄의 평균
 자료: French data library, 자본시장연구원

(3) 금융위기 이후 가치주 부진의 주요 원인

□ 가치주의 성장주 대비 부진한 성과에는 다양한 원인이 있을 수 있으나, 저금리 기조 및 완만한 경제성장세로 인한 가치주의 저조한 실적 회복세가 중요한 역할을 담당

- 이번 미국의 경기확장세는 역사상 두 번째로 길게 유지되고 있는 반면, 성장의 강도는 다른 경기확장기 보다 약한 편 (〈그림 III-61〉)
- 이로 인해 2018년 10월 기준, 성장주의 이익은 금융위기 이전 정점 대비 100% 이상 증가하였으나, 가치주는 8% 수준의 증가에 그침 (가치주의 이익이 성장주보다 경기확장세에 연동하는 성격)³⁴⁾
- 이익 증가와 함께 저금리 기조 및 금리 수익률 곡선의 평탄화 추세가 가치주(및 시장지수) 대비 성장주의 초과성과에 기여

〈그림 III-61〉 금융위기 이후 가치주·성장주의 이익 증가세



주 : 1) 금융위기 이전 경기 및 기업이익 정점(2007년 10월) 대비 (MSCI 미국)가치주·성장주 및 S&P500 기업의 주당이익 성장률
 2) 가로축은 이익 정점으로부터 경과 월 수
 3) 2007년 10월부터 2018년 10월까지의 이익을 사용하였으며, 2007년 10월의 주당이익을 100으로 표준화

자료: 자본시장연구원, Datastream, Bloomberg

34) 앞 절 (2) 가치주와 및 성장주의 경제적 특성: 경기변동, 금리 및 전체 시장수익률에서 제시된 바와 같이 가치주의 이익은 성장주 보다 거시경제여건과 높은 상관관계를 가질 가능성을 상기

4) Late cycle과 주식시장

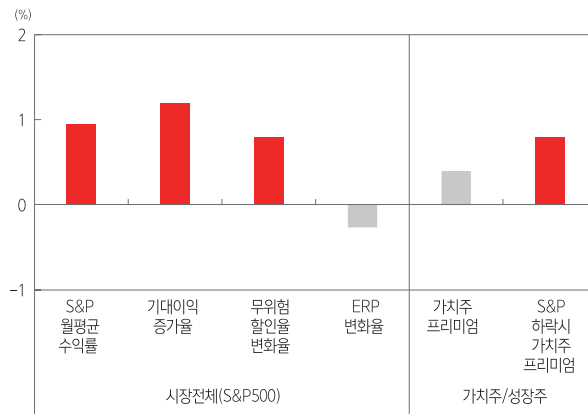
- 앞서 제시된 추가결정요인(경기변동, 이익, 할인율) 및 가치주·성장주간 상대성과에 대한 특징을 토대로 Late cycle 동안 미국 주식시장의 특징을 분석
- (Late cycle: 시장지수) 2019년은 미국 경제 및 통화정책이 Late cycle에 진입, Late cycle에서 추가(S&P500)는 상승세를 유지한 가운데 추가의 주요 결정요인은 무위험 할인율(금리) (<그림 Ⅲ-62>, <표 Ⅲ-4>)
 - Late cycle은 다양한 관점에서 정의될 수 있으나, 본 전망에서는 미국 경기가 2019년 초에 정점에 진입할 것으로 예상되는 점을 고려하여 경기가 정점에 진입하기 1년 전의 시기를 Late cycle로 정의³⁵⁾³⁶⁾
 - Late cycle에서는 기대이익이 증가세를 유지하였으며, 할인율 중 무위험 할인율은 상승한 반면 ERP는 보험수준을 유지하는 경향
 - 추가 결정요인을 분석한 결과, Late cycle에서는 기대이익 증가 보다는 무위험 할인율이 추가에 높은 영향을 미치는 경향
 - 기대이익이 경기정점에 감소세로 전환되는 경향(<그림 Ⅲ-46>)을 반영하여 Late cycle에서는 기대이익이 증가해도 추가에 미치는 영향이 감소하는 것으로 해석 가능
 - 반면, 무위험 할인율은 기준금리 인상을 반영하여 상승세가 지속되어 상대적으로 추가에 미치는 영향이 커지는 것으로 해석 가능
 - 이는 Late cycle에 들어서면 이익 보다는 무위험 할인율이 주요 리스크로 작용함을 시사
- (Late cycle: 가치주 프리미엄) 금융위기 이전에는 Late cycle 동안 가치주와 성장주가 유의미한 성과차이를 보이지 않은 반면, 시장지수가 하락시에는 가치주의 상대성과가 우수 (<그림 Ⅲ-62>)

35) 정점에 진입하기 2년 이내부터는 Late cycle의 정의에 따라 분석결과에 유의한 차이를 보이지 않았으나, 2019년이 정점에 진입하기 1년 전으로 예상되는 점을 고려하여 동 시기를 Late cycle로 정의해서 도출된 결과를 토대로 논의

36) 정점에 도달하기 전 1년 이내에 회복국면이 포함되어 있을 경우에는 Late cycle에서 제외

- 금융위기 이전에는 경기확장국면 전체로는 가치주의 상대성차가 우수하였으나, Late cycle에 진입하면 가치주·성장주간 성과차이가 감소
- 하지만 Late cycle에서 시장지수가 하락할 때는 가치주의 성과가 성장주 보다 우수

〈그림 III-62〉 미국 주식시장의 특성 요약 : Late cycle



- 주 : 1) 1962년 1월부터 2018년 9월까지의 월별 S&P500 수익률, 기대이익 증가율, 무위험 할인율 변화율, ERP 변화율
 2) 가치주 프리미엄은 월별 Fama and French 가치주 프리미엄
 3) 가치주 프리미엄 분석기간에서 IT버블기는 제외 (IT버블기는 Ofek and Richardson(2003) 및 DeLong and Magin(2006)을 참고하여 1998년 11월부터 2001년 12월까지로 선정)
 4) 그림에서 회색으로 표시된 부분은 유의수준 15%에서 통계적으로 유의하지 않음을 의미
 자료: French data library, Shiller online data, ACM, Himmelberg and Weldon(2017), 자본시장연구원

〈표 III-4〉 기대이익, 할인율 및 주가간의 관계: Late Cycle

	주가 결정요인		
	기대이익	무위험 할인율	ERP (Equity Risk Premium)
계수	0.08	-0.42	-0.35
(p-value)	(0.76)	(0.00)	(0.00)
$R^2=0.24$, F검정 p-value=0.00			

- 주 : 1) 1962년 1월부터 2018년 9월까지의 월별 S&P500 수익률을 기대이익 성장률·무위험 할인율 변화율·ERP 변화율에 대해 회귀분석
 2) Late cycle은 Ahn and Min(2016)의 방법론을 통해 도출된 미국의 경기 확장국면 중 정점국면의 1년 전부터의 기간을 의미
 자료: Shiller online data, ACM, Himmelberg and Weldon(2017), 자본시장연구원

5) 미국 주식시장 전망 종합: Late cycle, 이익증가율 및 할인율

(1) 시장전망

□ 미국 주식은 2019년에도 상승세를 유지할 전망이나 금리상승으로 할인율의 영향이 본격화되며 주가 상승폭이 제한될 것으로 예상, 반면 변동성은 확대되어 위험 대비 기대수익이 높지 않을 것으로 전망

— (경기요인) 역사적으로 Late cycle에서는 주가가 상승하는 경향을 유지해왔으며 경기가 정점에 진입해야 하락추세로 전환, 따라서 2009년에 시작된 장기 상승 국면이 2019년에도 유지될 것으로 예상

- 최근 주가급락에도 상승추세는 유효한 것으로 판단

— (할인율요인) 미 연준의 기준금리 인상으로 시장금리(10년 만기 국채금리 기준)가 3% 중반까지 상승할 것으로 예상되어, 2019년중에는 금융위기 이후에 처음으로 금리 상승에 따른 할인율 정상화가 본격적으로 주가에 반영될 전망

- 미국 주식이 높은 밸류에이션을 유지해온 핵심 원인은 역사상 가장 낮은 수준에서 유지된 금리와 주요 중앙은행의 양적 완화를 통한 유동성 확충

- 2018년 2월과 10월에 미국 주식을 포함한 글로벌 주식의 급락은 공통적으로 미국 금리가 변동성이 확대되며 3% 이상으로 상승가능성이 제기되며 촉발

- 2019년에는 미국 금리가 3% 중반까지 상승할 것으로 예상되는데, 동 수준은 이번 장기 주식상승국면에서 경험되지 않은 영역으로 주가 밸류에이션 수준에 부담으로 작용할 전망

- 할인율 중 ERP는 2019년중 미국 경기가 확장국면이 이어질 것으로 예상되어, 주가에 부담을 주는 수준까지 확대될 가능성은 높지 않은 것으로 전망

— (기업이익요인) 2019년에는 세계개혁 효과의 퇴조 등으로 2018년 보다 기업이익 증가세가 둔화될 것이라는 견해가 다수인 가운데, 둔화폭에 대해서는 이견이 존재

- Factset에 따르면 S&P500 기업의 EPS 증가율은 2018년 20%에서 2019년에는 9%로 낮아질 전망³⁷⁾

37) Factset, Earnings insights (2018.11.16.)

- (기업이익 증가세와 할인율의 상대적 중요성) Late cycle에서는 기업이익 증가율 보다는 할인율, 특히 무위험할인율(금리)이 주가 결정에 중요, 따라서 금리상승에 따른 할인율 증가를 상회하는 수준의 이익 증가세가 뒷받침되는 지가 관건 (<표 Ⅲ-4>)
 - 상반기에는 금리상승에 따른 할인율 증가가 주가결정에 중요할 것으로 예상
 - 반면, 하반기에는 경기정점이 임박함에 따라 이익증가율의 감소세 전환 리스크가 부각될 것으로 전망

(2) 성장주·가치주간 상대성과

□ 성장주의 상승추세는 2019년에도 이어질 것으로 예상되지만, 가치주 투자확대를 통한 위험관리가 필요

- 미국 성장주의 상승세 지속 여부는 2019년 글로벌 주식시장에서 가장 중요한 변수
- (금리요인) 성장주가 가치주보다 금리상승에 취약하다는 점을 고려할 때, 상반기 중에는 ‘가치주의 가치’가 부각될 가능성
 - 이번 상승국면에서 가치주 대비 성장주의 우수한 성과에는 성장주의 이익증가세가 높았다는 점과 함께 낮은 금리 수준이 기여했음을 상기할 필요
- (시장요인) 2019년에는 주식시장의 변동성이 증가할 것으로 예상되는 가운데 Late cycle에서 시장지수 하락시 가치주의 상대성과가 우수했다는 점을 감안할 때, 가치주 투자를 통한 위험관리가 필요할 전망 (<그림 Ⅲ-62>)
- (경기요인) Late cycle에서는 성장주와 가치주간 상대성과 차이가 축소되나, 하반기에는 경기정점이 목전에 도래함에 따라 ‘성장주의 가치’가 부각될 가능성
 - 역사적으로 경기정점에서는 성장주가 가치주보다 우수한 성과를 시현(<그림 Ⅲ-53>)

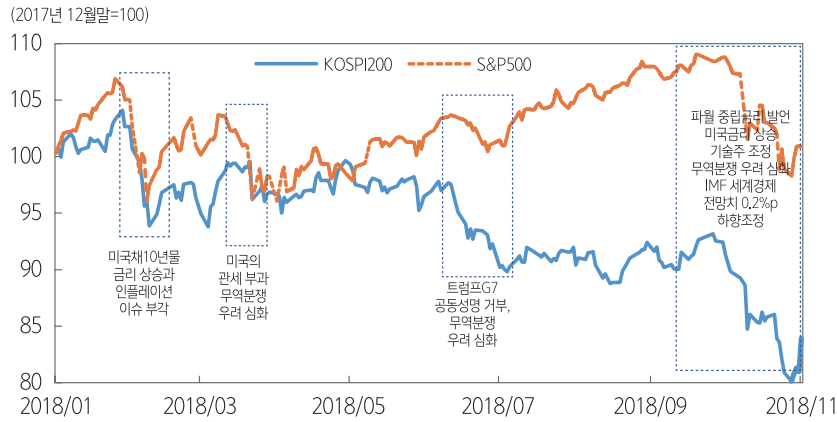
- (위험요인) 2019년 미국 주가결정에 가장 중요한 위험요인은 연준의 기준금리 인상 경로와 미·중 무역분쟁
- 2019년중 연준의 기준금리 인상경로에 불확실성이 상존할 것으로 예상되는 가운데 기준금리 인상이 조기에 마무리되면 주가 상승세가 확대될 가능성
 - 반면 3.5%를 상회하는 수준까지 기준금리 인상이 이루어지면 시장금리가 3% 후반까지 상승할 가능성이 있으며, 이 경우 성장주를 중심으로 주가 밸류에이션에 상당 폭 조정이 불가피할 전망
 - 또한 미·중간에 무역분쟁이 심화·확산되면 전체 주식시장에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상되며, 특히 글로벌 비즈니스의 중요성이 높은 성장주에 미치는 영향일 클 것으로 전망

다. 국내 주식시장 전망

1) 2018년 국내 주식시장 동향

- 2018년 1월에 사상 최고치를 기록한 국내 주식시장은 이후 상승세를 이어가지 못하고, 수차례 급락 과정을 거치면서 연초 예상과 달리 부진한 성과를 시현
- 미국 금리 상승과 무역 분쟁 등으로 인한 글로벌 금융시장의 충격 발생 시 아래 그림처럼 KOSPI200 지수는 하락하고, 이후에 상승세로 전환하지 못하는 추세(〈그림 Ⅲ-63〉)
 - 10월중 미국 금리 상승 및 세계 성장률 전망 하향으로 발생된 글로벌 주식시장 충격 상황에서 큰 폭의 조정을 겪는 등 성장률 전망이 하향되고 있는 중국과 함께 글로벌 주식시장 중에서 상대적으로 저조한 성과(〈그림 Ⅲ-36〉)
 - 이러한 상황은 직접적인 대외 요인과 함께 국내 성장세 둔화로부터 기인한 것으로 추정

〈그림 III-63〉 2018년 KOSPI200지수와 S&P500지수 추이



자료: Bloomberg

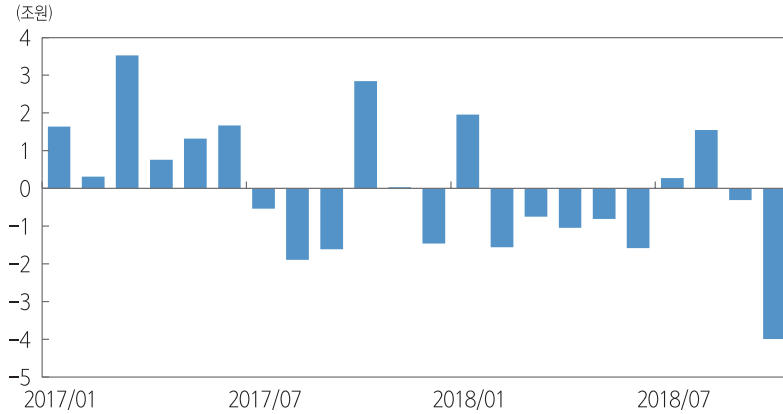
— KOSPI200과 같은 시기에 조정을 겪었던 S&P500지수는 기업 실적 기대로 다시 반등하며 9월까지의 전반적인 상승세를 유지

□ 2017년 하반기부터 시작된 KOSPI 시장 외국인의 매도 추세는 2018년에도 이어지고 있으며, 국내 주식시장 조정에도 영향

— 2016년부터 2017년 상반기까지 KOSPI 시장에 20조원 규모의 외국인 순매수가 유입되었으나, 그 이후로 2018년 10월까지 9조원 정도의 매도세가 이어지고 있는 상황

- 2017년 하반기 국내와 미국 주식시장 모두 상승하였음에도 불구하고, 이 기간 KOSPI 시장에서 외국인은 2.6조원 순매도
- 2018년 1월 글로벌 주식시장 상승세와 함께 국내 주식시장에도 외국인 매수세가 유입되었지만, 올들어 10월까지 외국인은 6.2조원 규모를 순매도(특히 10월에 4조원의 대규모 순매도)하면서 KOSPI 지수 하락에 영향

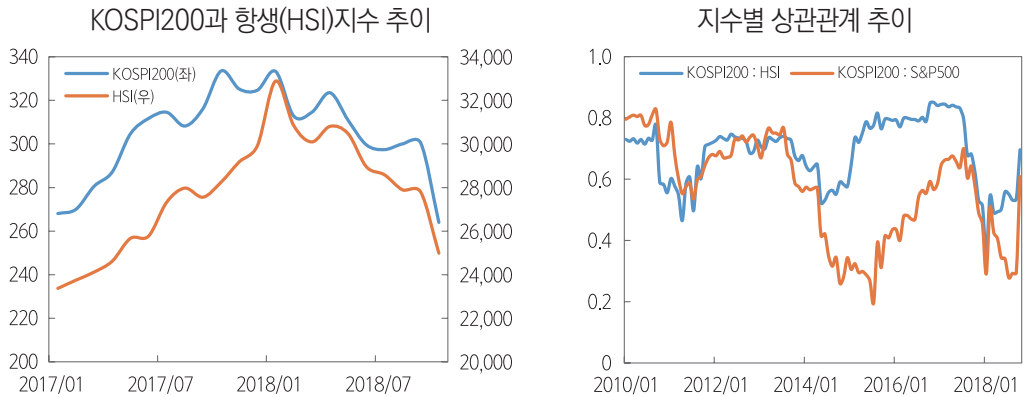
〈그림 Ⅲ-64〉 KOSPI 시장 월별 외인 순매수 추이(2017년 1월~2018년 10월)



자료: Fn-Guide

- 2012년 이후로 국내 주식시장은 미국 보다 중국과의 상관관계가 높아지고 있는 상황이며, 2018년 글로벌 주식시장에서 중국과 함께 상대적으로 부진한 성과를 시현
 - KOSPI200지수와 홍콩 항셱지수(HSI)³⁸⁾와의 상관관계를 추정해 보면 2012년부터³⁹⁾ S&P500과의 상관관계보다 높아지고 있는 상황으로 국내 경제가 미국보다는 중국에 동조화 되어 움직이는 데서부터 기인한 것으로 추정

〈그림 Ⅲ-65〉 국내 주식시장과 중국 주식시장의 관계



주 : 2017년~2018년10월, 월말가격
 자료: Bloomberg

주 : 지수 수익률은 월간 수익률 기준, 상관관계는 24개월 이동평균 방식으로 계산
 자료: Bloomberg, 자본시장연구원

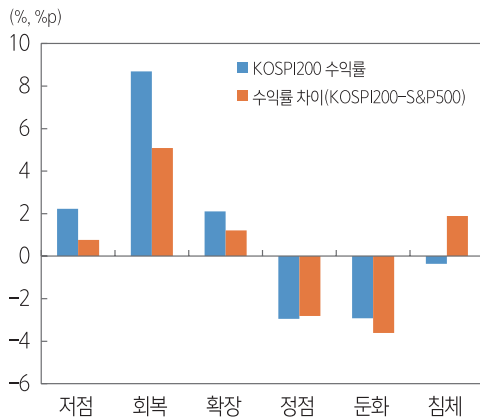
38) 중국 역대 주식시장보다 외국인들의 유입이 자유로운 홍콩 항셱 지수와 관계 분석

39) 그래프에서 2014년 수치부터 차이가 발생하지만, 24개월 이동 평균 방식으로 산출된 상관관계이므로 2012년경부터 항셱지수와의 상관성이 높아졌다고 해석

2) 과거 경기순환 국면과 국내 주식시장

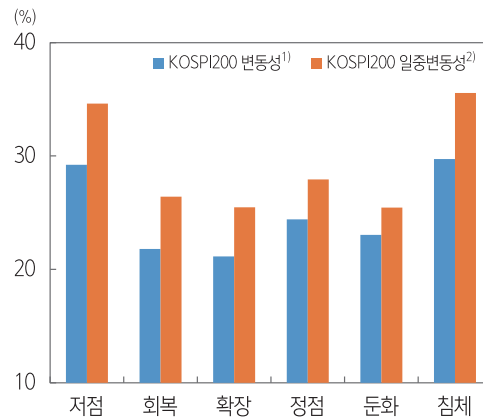
- 국내 주식 성과는 경기순환 국면에 선행하여 저점 국면에서부터 상승세를 타게 되며, 정점 국면에 들어서면서 향후 경제 상황을 반영하여 하락세로 전환
 - 경기 저점에서 확장 국면까지 KOSPI200은 상승세를 보이며, 또한 이 구간에서 S&P500대비 상대적으로 좋은 성과
 - 정점과 둔화 국면에서 KOSPI200은 음의 수익률로 되면서, S&P500대비 상대적으로 좋지 않은 성과를 보이지만, 침체 국면부터는 하락세가 진정
 - 회복과 확장 국면에서 변동성은 낮은 편이고, 정점에서 침체 국면까지 변동성은 상대적으로 높은 수준
 - 국내 주식시장의 성과측면에서, 회복과 확장 국면에서 위험(변동성) 대비 수익률이 높지만, 정점부터 둔화 국면까지는 위험(변동성) 대비 수익률이 좋지 않은 구간

〈그림 III-66〉 경기 국면별 KOSPI200 수익률과 변동성(1998년1Q~2018년3Q)



주 : 분기 수익률의 국면별 평균

자료: Bloomberg, 자본시장연구원



주 : 1) 일별 수익률의 분기 변동성을 국면별로 평균(연율화)

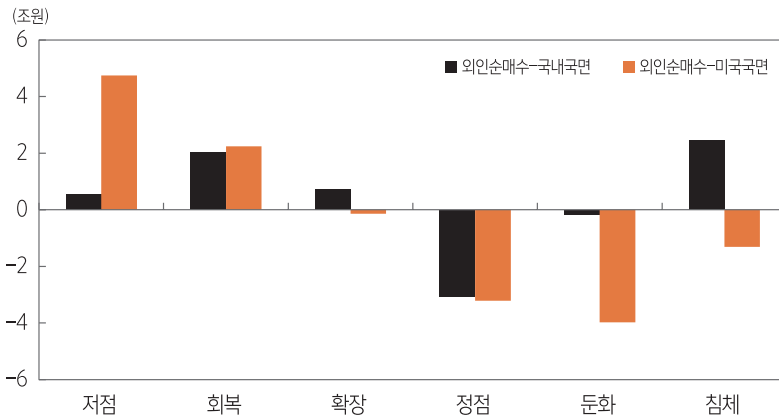
2) 일별 최고가와 최저가 차이의 평균(연율화)

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

□ 외국인 투자자의 KOSPI 시장 순매수 금액은 국내 경기순환 국면뿐 아니라 미국의 경기순환 국면과 뚜렷한 연관성을 보이며, 미국 주식시장이 호황인 구간에서 국내 주식시장으로의 외국인 자금이 유입되는 경향

- 국내 주식시장은 저점 국면부터 본격적인 상승세를 타기 시작하는데, 그 직전인 침체 국면부터 외국인 자금이 유입되는 추세를 보이며 정점 국면에서 가장 큰 규모의 순매도 발생
- KOSPI 시장 외국인 순매수 금액은 미국의 경제 상황 및 주식시장과도 연동되며 미국 경기순환 기준으로 구분된 국면별 특징과 잘 부합
 - 실증 분석 결과⁴⁰⁾ 외국인 순매수 금액은 국내보다 미국 경기순환 국면과의 연관성이 더 뚜렷한 것으로 추정
 - 미국 주식시장 호조인 저점과 회복 국면에서 KOSPI 시장으로 외국인 자금 유입이 활발해 지고, 정점부터 침체 국면까지 외국인은 국내 주식시장에서 순매도로 전환

〈그림 Ⅲ-67〉 경기 국면별 KOSPI 시장 외인순매수 금액(1998년1Q~2018년3Q)



자료: FN Guide, 자본시장연구원

40) 면별로 외국인 순매수의 차이가 있는지 터미 변수를 이용한 회귀분석 모형을 설정하여 비교 결과 미국 국면 적용시의 모형의 유효성이 더 크게 추정됨. (국내 국면 적용 조정결정계수 0.037, F확률 0.173 : 미국 국면 적용 조정결정계수 0.123, F확률 0.011)

회귀분석 모형: $y = \sum_{i=1}^6 \beta_i D_i + \epsilon$, y는 외국인 순매수, D는 국면 터미 (i=1~6)

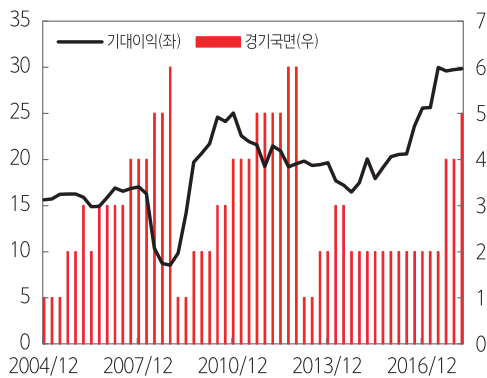
□ KOSPI200 기대이익(Earning)⁴¹⁾의 변화도 경기순환 국면에 따라 특징을 나타내는데, 저점에서 확장 국면까지 기대이익이 증가하는 반면 정점부터 침체 국면까지 기대이익이 감소

— 주가는 미래의 기대이익과 할인율에 의하여 영향을 받는데, 경기 국면별로 발생되는 기대이익의 변화로 인하여 KOSPI200 수익률이 <그림Ⅲ-66>와 과 같은 국면별 추세를 나타내는 것으로 추정

- 2014년부터 큰 상승세를 보이던 기대이익은 2017년에 접어들면서 정체기 된 상황이며 2018년 주식시장 조정의 원인 중 하나로 추정

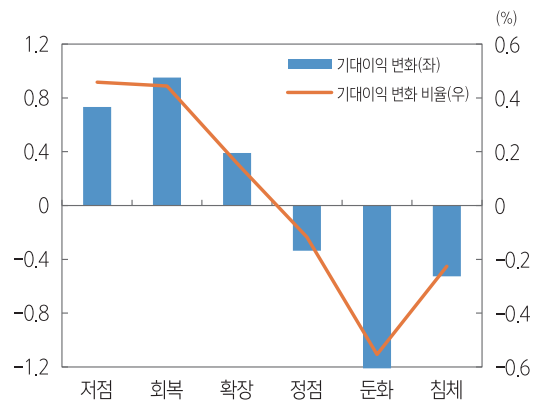
<그림 Ⅲ-68> 경기 국면별 KOSPI200 기대이익(2004년4Q~2018년3Q)

경기 국면¹⁾과 기대이익²⁾ 추이



주 : 1) 저점부터 침체까지 1~6으로 표시 2) 관찰 시점 전후 6개월(총12개월) 동안의 주당 순이익
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

경기 국면별 기대이익 변화¹⁾와 변화비율²⁾



주 : 1) 기대이익의 분기 변화를 국면별로 평균 2) 기대이익의 변화를 전분기 KOSPI200 지수로 표준화
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

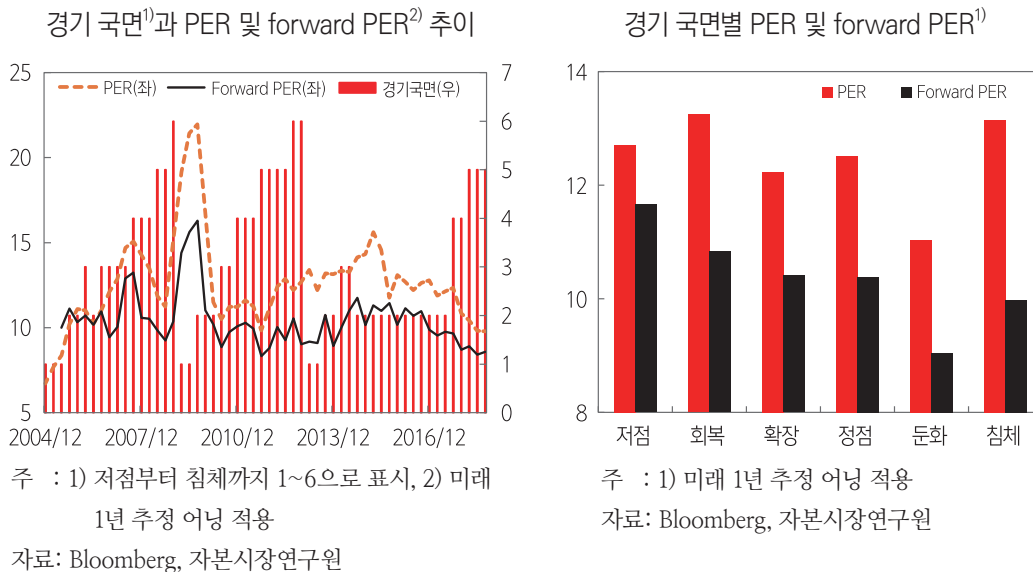
41) 미래의 정보를 반영하기 위하여, 기대이익 산출 시점 기준 전후 각 6개월 동안(총 12개월)의 주당 순이익 사용. 기대이익 산출 시점 이후 6개월 날짜의 Bloomberg 12M trail EPS 자료(최근 12개월 동안의 주당 순이익)를 사용

□ KOSPI200의 PER(Price Earning Ratio)도 경기 국면과 연관되는 경향을 보이는데, 저점과 회복 국면에서 가장 높으며 이후 하락하여 둔화 국면에서 최저점에 도달한 후 침체 국면에서 다시 상승 추세로 전환

— 경기 국면별 PER 특징은 forward PER에서 좀 더 확실히 볼 수 있는데, 성장률 전망이 부정적인 둔화기에 가장 낮아지며, 성장률 전망이 긍정적인 저점과 회복기에 높은 수준

- 배당할인모형⁴²⁾에서 기업의 기대성장률이 클수록 PER 가 높아지는 관계가 되는데, KOSPI200의 PER(Forward PER)는 국내 성장률 기대와 관계되면서 국면별 특징(〈그림 Ⅲ-69〉)을 나타내는 것으로 추정
- 기대이익과 함께 PER 또는 forward PER도 국면별 주가 수익률에 영향을 주는 요인으로 2017년부터 4분기부터 하락 추세⁴³⁾를 보이면서 국내 주식시장도 부진한 성과 시현

〈그림 Ⅲ-69〉 경기 국면별 KOSPI200 PER(2004년4Q~2018년3Q)



42) 현재 주가 $P_0 = \frac{kE_1}{r-g}$ 로 표현할 수 있는데, 이를 적용하면 $PER = \frac{k}{r-g}$ 가 되며, PER은 g가 클수록 높아짐.(g는 회사의 기대 성장률, r은 무위험 금리와 risk premium을 합한 할인율, k는 배당성향, E는 다음기 기대 어닝)

43) 국내 기대 성장률의 하락과도 관계되는 것으로 추정

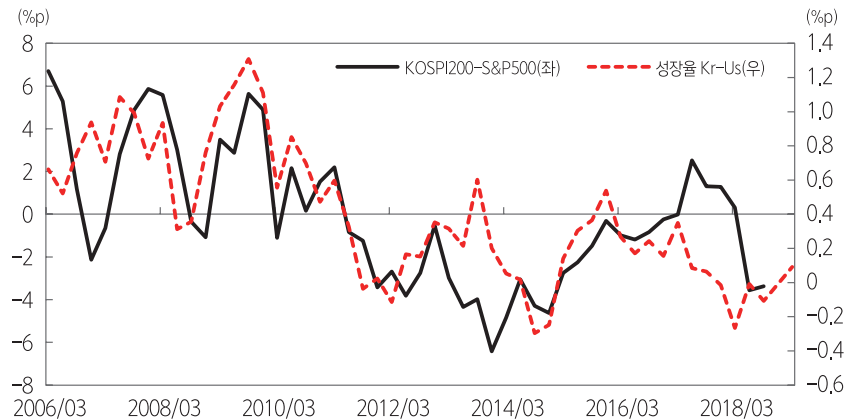
3) 미국과 국내 주식시장의 성과 차이의 주요 원인

□ 2011년부터 유지되고 있는 국내 주식시장의 미국 주식시장 대비 부진한 성과는 (〈그림Ⅲ-1〉 참고) 국내 성장세의 상대적인 둔화와 연관되는 것으로 추정

— KOSPI200과 S&P500의 수익률 차이는 양국의 성장률 차이와 비슷한 추세⁴⁴⁾를 나타내는 가운데, 2011년부터 성장률 차이가 하락하면서 KOSPI200도 상대적으로 부진한 성과를 유지

- 2017년 상반기에 KOSPI200이 18.2%은 수익률을 기록하면서 7.9% 상승에 그친 S&P500대비 초과 성과를 달성했는데, 이 기간에는 삼성전자가 27.7% 상승하면서 KOPI200지수 상승을 견인(삼성전자의 KOSPI200 지수 내 비중이 22~24%)
- 이후 국내 성장세 둔화 영향으로 KOSPI200은 2017년 하반기부터 다시 상대적으로 저조한 성과를 나타내는 것으로 추정

〈그림 Ⅲ-70〉 KOSPI200의 S&P500 대비 초과 수익률¹⁾과 한·미 성장률 차이²⁾



주 : 1) 지수 분기 수익률을 4분기 이동평균, 각국의 CPI로 조정하여 산출, 2) 분기(QoQ)성장률의 4분기 이동평균, 국내에서 미국을 차감, 2분기 후행, 2018년 3분기부터 성장률 자료는 추정치 사용

자료: Bloomberg, Data stream, 자본시장연구원

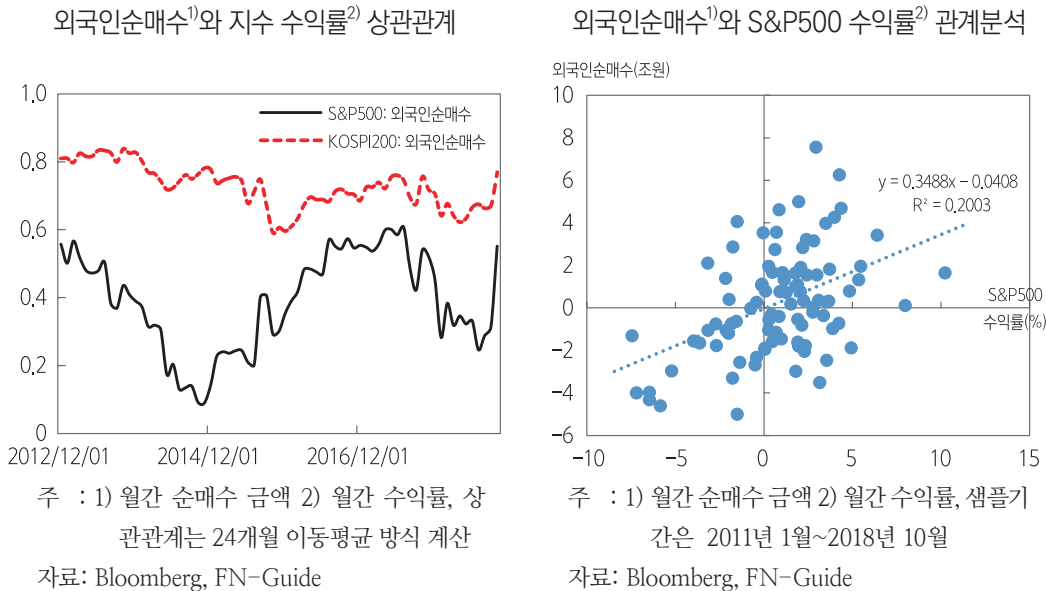
44) 지수 수익률은 양국의 CPI를 반영하여 실질 수익률로 환산하고, 2분기 선행으로 감안. (명목 수익률 차이도 비슷한 추세)

□ KOSPI 시장 외국인 순매수 금액은 미국 주식시장과도 밀접한 관계가 있으며, 미국 주식시장⁴⁵⁾의 효과로 유출입되는 부분을 제외한 초과 금액은 국내주식의 상대 수익률(미국)과 관계되는 것으로 추정

— 외국인 순매수 금액과 지수별 상관관계 추이를 보면 국내 주식뿐 아니라, S&P500 수익률과도 상관관계가 큼을 볼 수 있는데, 이는 앞에서 살펴본 미국 국면과의 연관성과도 부합(〈그림 Ⅲ-71〉 좌)

- 미국 또는 선진국 주식시장이 좋으면 외국인 매수세가 유입되고, 그로 인하여 KOSPI200 수익률에도 긍정적인 효과를 주는 것으로 추정
- 회귀분석을 이용하여 외국인 순매수금액을 S&P500 수익률과 연관되는 금액(〈그림 Ⅲ-71〉 오른쪽 그래프 추세선)과 그 효과 외에 추가로 유출 또는 유입되는 부분(회귀분석의 잔차)으로 구분 가능

〈그림 Ⅲ-71〉 외인순매수와 지수의 관계



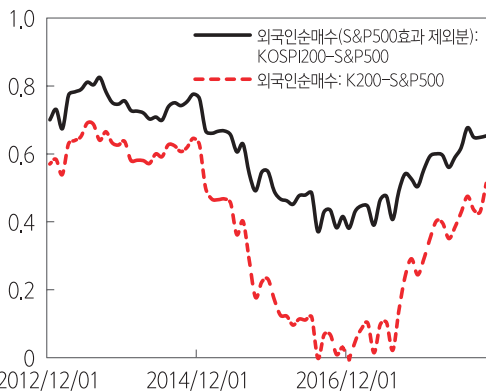
45) S&P500지수 외에 MSCI 선진국 지수로 분석해도 비슷한 결과 산출

— 미국 주식시장 성과(S&P500 수익률)로 인한 효과를 제외하고 추가로 발생되는 외국인 순매수 자금을 산출⁴⁶⁾하여 분석해 보면 KOSPI200의 초과수익률(S&P500 대비)과 높은 상관관계가 존재(〈그림 Ⅲ-72〉 좌)

- 회귀분석에서 잔차는 미국 주식시장 성과로 인하여 유출입되는 부분을 제외하고, 추가로 발생하는 외국인 순매수 금액으로 해석 가능
- 국내 주식시장의 해외 주식시장 대비 상대적으로 긍정(부정)적일 때 외국인 자금은 상대적으로 더 많이 유입(유출)되는 것으로 보이며, 추가로 유입되는 자금이 클수록 국내 주식시장이 해외 주식시장보다 좋은 성과가 실현되는 것으로 추정

〈그림 Ⅲ-72〉 외국인순매수 중 S&P500효과 제외분과 지수 수익률 차이의 관계

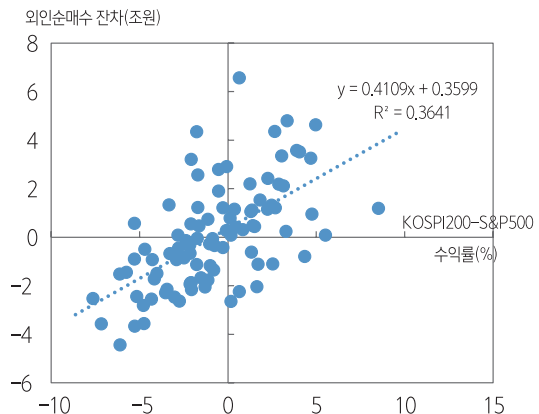
외인순매수¹⁾와 지수 수익률 차이²⁾의 상관관계



주 : 1) 외인순매수 중 S&P500 효과 제외분 산출: S&P500 수익률로 회귀분석 후 잔차항
2) KOSPI200 수익률에서 S&P500 수익률 차감(월간 기준), 상관관계는 24개월 이동평균 방식 계산

자료: Bloomberg, FN-Guide

외인순매수¹⁾와 지수 수익률 차이²⁾의 관계분석



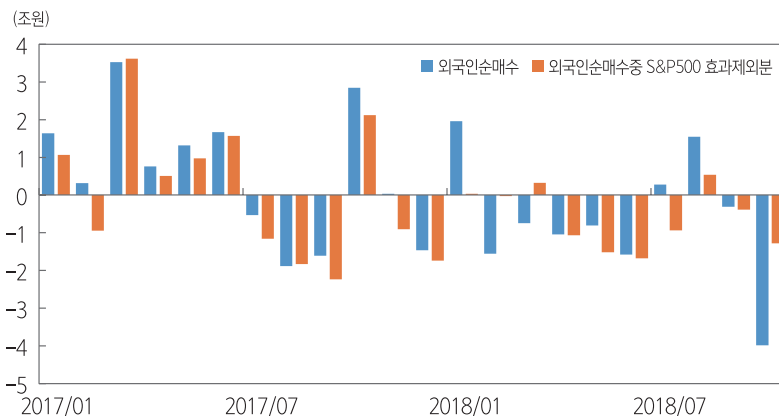
주 : 1) 외인순매수 중 S&P500 효과 제외분 산출: S&P500 수익률로 회귀분석 후 잔차항
2) KOSPI200 수익률에서 S&P500 수익률 차감(월간 기준), 샘플기간 2011년1월~2018년10월

자료: Bloomberg, FN-Guide

46) 회귀식 $y = a + bX + e$ 에서 잔차항 산출 (y는 외국인 순매수금액, X는 S&P500 수익률) 회귀식은 〈그림 Ⅲ-71〉의 추세선

- 2016년에 이어 2017년 상반기 중 국내 주식시장에 외국인 자금이 대규모 유입되면서 KOSPI200은 S&P500대비 초과 성과를 달성하였으나, 이후 2017년 하반기부터는 외국인의 매도세로 전환되면서 국내 주식시장은 미국 대비 상대적으로 저조한 성과 시현
 - 2017년 상반기 중 S&P500 상승효과를 제외하고도 6.3조원의 추가적인 외국인 자금이 국내 주식시장에 유입되면서 국내 주식시장의 호황을 주도하였고, 이 기간에 KOSPI200은 18.2% 상승하면서 S&P500 대비 10.3%의 초과 수익 달성
 - 2017년 하반기 중 외국인 순매도 금액은 2.6조원이지만, S&P500 상승효과를 감안한 상대적인 순매도 금액은 5.7조원으로 추정되며, 이 기간 KOSPI200은 4.1% 상승하였지만 S&P500 대비 5.7% 저조한 성과 시현
 - 2018년 1월과 8월에 2조원과 1.6조원의 외국인 순매수가 있었지만, S&P500 상승 효과를 제외하면 0.1조원과 0.5조원의 초과 유입만 발생
 - 이러한 외국인 자금 추세는 2017년 하반기부터 국내 주식시장의 미국 대비 상대적으로 저조한 성과와 연관되는 것으로 추정

〈그림 Ⅲ-73〉 KOSPI 시장 월별 외인 순매수 추이(2017년1월~2018년10월)



주 : 외인순매수 중 S&P500 효과 제외분 산출: S&P500 수익률로 회귀분석 후 잔차항 계산, 회귀 분석 기간은 2015년1월~2018년10월
 자료: Bloomberg, FN-Guide, 자본시장연구원

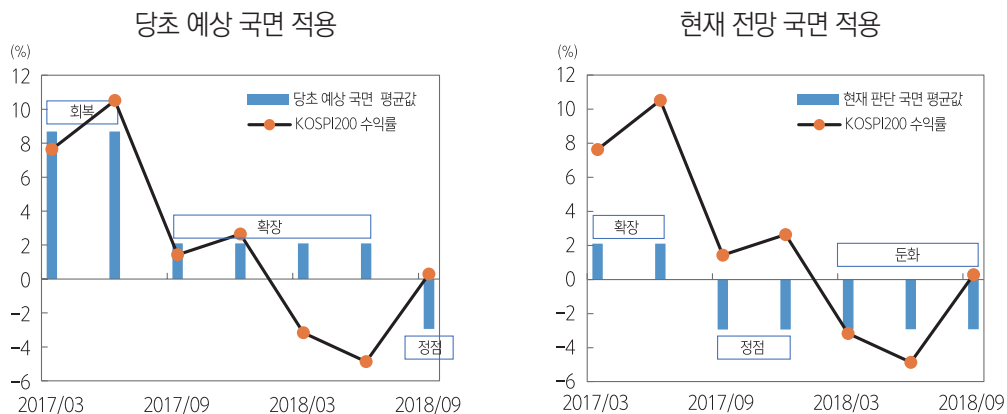
4) 현재 경기 국면과 국내 주식시장

□ 2017년 중 회복~확장 국면을 반영하는 모습을 보이던 국내 주식시장은 2018년 들어서 정점을 지나 둔화 국면에 진입한 양상을 보이며 조정기간을 겪었는데, 이는 국내 경기가 당초 예상과 달리 일찍 정점~둔화 국면에 도달하였기 때문으로 판단

— 2018년 상반기까지 확장 국면을 지나 하반기에 정점 국면에 도달할 것으로 예상되던 당초 경기 전망과 달리 정점 국면이 2017년 하반기로 앞당겨지고 2018년 둔화국면으로 진입한 것으로 판단

- 2017년 국내 주식시장의 흐름은 2분기 지수 상승률 10%로 2013년 이후 경기확장 사이클에서 최고 수준을 기록하는 등 당초 예상 경기 순환 국면의 특징과 잘 부합(〈그림 III-74〉 좌)
- 국내 주식시장은 2018년 1월말 최고점을 기록하고 이후 경기 정점 국면 통과 양상을 보였는데, 이는 당초 예상과 달리 정점과 둔화 국면이 앞당겨지는 상황을 반영한 것으로 추정(〈그림 III-74〉 우)
- 2018년 주식시장 조정은 대외 요인(미국 금리인상, 무역분쟁)영향도 있지만, 국내 성장세 둔화와 그에 따른 경기 국면 변화로부터 기인한 것으로 판단

〈그림 III-74〉 KOSPI200 수익률과 국면 상황



주 : 막대그래프는 KOSPI200 수익률의 해당 국면 평균, 분기 해당 국면은 자본시장연구원 7월 전망 기준

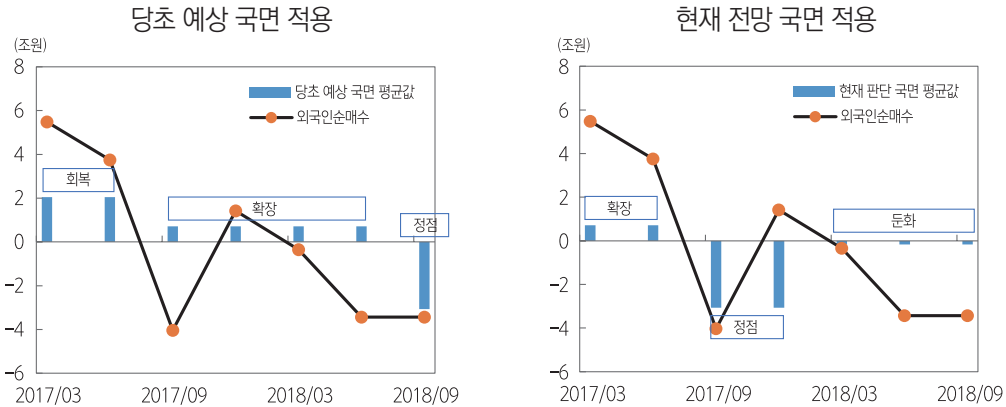
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

주 : 막대그래프는 KOSPI200 수익률의 해당 국면 평균, 분기 해당 국면은 자본시장연구원 현재 전망 기준

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

- KOSPI 시장 외국인 순매수는 2017년 상반기까지 당초 예상이었던 회복 국면의 특징이 나타났으나(〈그림 Ⅲ-76〉좌) 하반기부터 현재까지 순매도 추세로 전환되면서 정점과 둔화 국면이 앞당겨진 상황을 반영하는 것으로 추정
 - 2017년 상반기에 추가로 유입된 자금의 이탈 가능성 존재

〈그림 Ⅲ-75〉 KOSPI시장 외국인 순매수와 국면 상황



주 : 막대그래프는 외인순매수금액의 해당 국면 평균, 분기 해당 국면은 자본시장연구원 7월 전망 기준

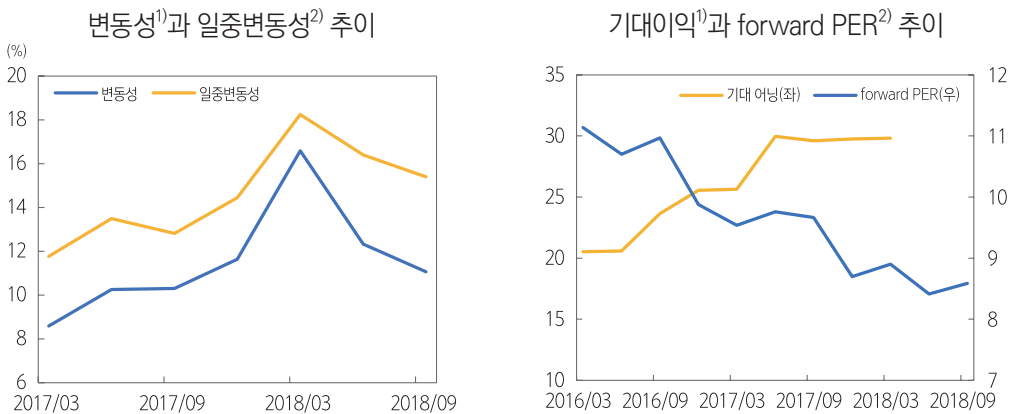
자료: FN-Guide, 자본시장연구원

주 : 막대그래프는 외인순매수금액의 해당 국면 평균, 분기 해당 국면은 분기 해당 국면은 자본시장연구원 현재 전망 기준

자료: FN-Guide, 자본시장연구원

- KOSPI200 변동성도 2018년 1분기 급등하여 정점 국면을 지나는 추세
- 둔화 국면에서 가장 낮은 추이를 나타내던 forward PER는 이번 순환주기(2013년 이후)에서 가장 낮은 수준까지 하락한 상황

〈그림 Ⅲ-76〉 최근 KOSPI200 변동성, 기대이익, forward PER 추이



주 : 1) 일별 수익률의 분기 변동성(연율), 2) 일별 최고가와 최저가 차이의 평균(연율)

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

주 : 1) 관찰 시점 전후 6개월(총12개월) 동안의 주당순이익, 2) 미래 1년 추정 어닝 적용

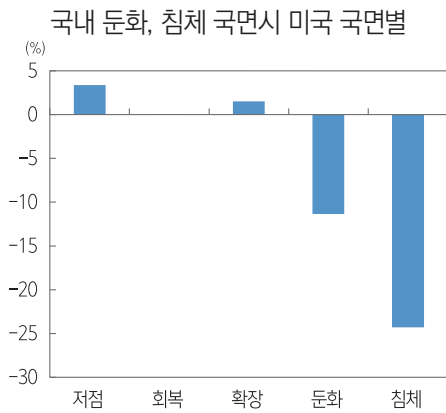
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

5) 2019년 국내 주식시장 전망

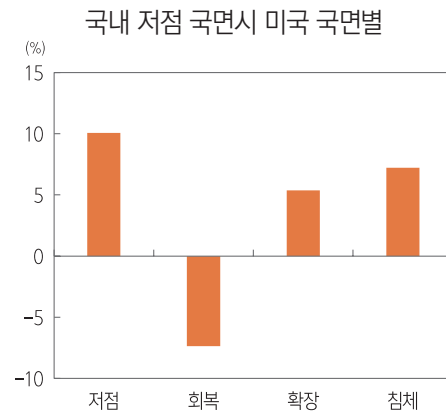
□ 2019년 국내 주식시장은 2018년에 이어 부진한 성과를 이어갈 것으로 전망되는 가운데 하반기에 점차 안정되어 반등을 모색할 수 있을 것으로 기대

- 국내 경기순환 흐름상 2019년은 둔화와 침체 국면을 지날 것으로 될 것으로 전망되는데, 이 구간에서 국내 주식시장은 변동성 대비 수익률이 저조
- 미국 경기순환 국면상 정점 통과(2020년 1분기 예상) 전까지 미국 주식 시장에 큰 조정이 오지 않는다면, 국내 주식시장의 하방 리스크는 다소 완화될 것으로 예상(〈그림 III-77〉 좌)
 - 2020년 상반기에 국내 경기순환상 저점 국면에 도달할 것으로 예상되는데, 저점 국면부터 국내 주식시장은 상승세로 접어들 수 있으므로 그 직전인 2019년 하반기부터 안정화 또는 반등 기대(〈그림 III-77〉 우)
 - 2018년 무역 분쟁 영향으로 주요 국가들보다 큰 조정을 받았던 국내 주식시장은 2019년 무역 협상 진행 상황에 따라 일부 반등도 가능
- 다만, 예상과 달리 미국이 2019년에 일찍 정점을 지나 둔화 국면으로 진입하면서 미국 주식시장이 본격적인 조정기에 접어든다면, 국내 주식시장도 큰 폭의 조정 압력을 받게 될 가능성 존재(〈그림 III-77〉 좌)

〈그림 III-77〉 국내 둔화~저점 국면까지 미국 경기 국면별 KOSPI200 수익률



주 : 1998년1Q~2018년3Q
 자료: Bloomberg, 자본시장연구원



주 : 1998년1Q~2018년3Q
 자료: Bloomberg, 자본시장연구원