

Strategy Idea



▲ 투자전략
 RA 박범지
 02. 6454-4904
 beomji.park@meritz.co.kr

인플레이션? 리플레이션!

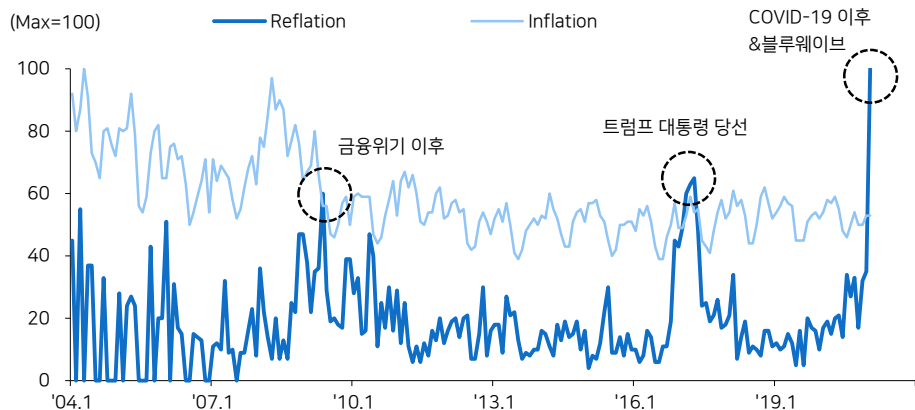
- ✓ 주식시장은 과도한 인플레이션에 대한 우려보다는 회복 기대라는 측면에서 리플레이션 국면에 가까움. 연초 블루웨이브 현실화 및 추가부양책 발표로 가속화
- ✓ 2009년(금융위기 이후), 2016년(트럼프 대통령 당선) 리플레이션 국면에서 경기민감 업종이 선전했던 배경은 경기 회복 기대가 이익 개선 가시화로 연결된 점
- ✓ 이번 리플레이션 국면에서도 유사할 것. 경기민감 업종뿐만 아니라 주도 업종도 마찬가지로 이익 전망치 변화에 주목해야

리플레이션은 경기 회복 국면에서 물가가 '회복'하는 것을 의미

'리플레이션'이란?

최근 금융시장에서 자주 언급되고 있는 단어 중 하나는 '리플레이션(Reflation)'이다. 경기 순환적 관점에서 디플레이션을 벗어나 회복 국면에 물가가 '회복'하는 것을 의미한다. 이 국면에서는 주로 침체를 벗어나기 위한 재정/통화정책이 수반되며 물가 회복을 지지한다. 과도한 인플레이션은 주식시장에 충격을 가져온다는 점에서 우려 요인이지만, 리플레이션 국면에서는 완만한 물가 상승과 시중 금리 상승(채권가격 하락)이 예상되기 때문에 주식시장에 긍정적이다. 인플레이션에 대한 관심은 이전과 유사한 수준이지만, 리플레이션에 대한 관심이 최근 들어 급증한다는 점에서 지금은 우려보다 회복에 대한 기대가 핵심일 수도 있을 듯하다.

그림1 최근 리플레이션에 대한 키워드 검색 급증(구글 트렌드)



주: 각 키워드별 검색 최대 빈도 = 100
 자료: Google Trends, 메리츠증권 리서치센터

2009년, 2016년 리플레이션 사례 과거 2009년과 2016년에도 리플레이션이 주목을 받았는데, 2009년은 금융위기 이후 회복 국면, 2016년은 트럼프 대통령의 당선으로 감세, 인프라 투자, 규제완화 등 정책에 따른 경기 회복 기대감이 높았던 시기이다. 금리 상승(채권 가격 하락)과 더불어 주식, 원자재 등 위험자산이 올랐으며, 주식시장 내에서도 경기회복 기대를 반영해 선진국보다 신흥국, 대형주보다 소형주, 경기방어주보다 경기민감주가 선전하는 양상이 나타났다. 이를 두고 '리플레이션 트레이드'라고도 부른다.

그림2 2009년 주가와 금리의 동반 상승(채권 가격 하락)



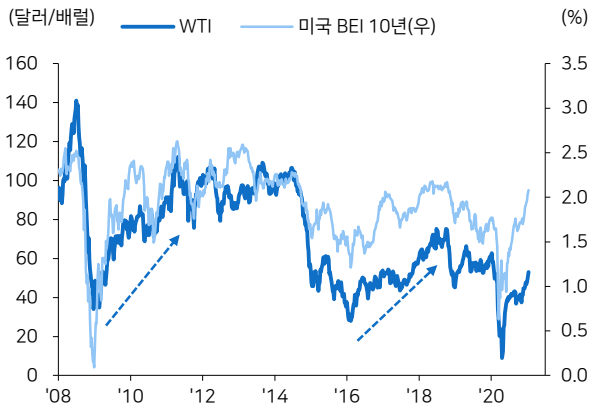
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림3 2016년 트럼프 당선으로 금리 상승 심화



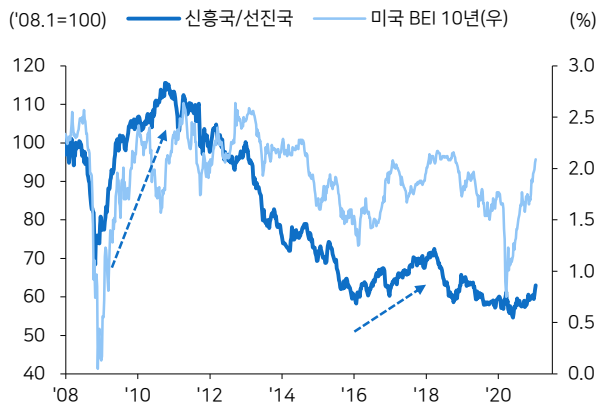
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림4 인플레이션 기대(미국 BEI 10년)와 국제유가(WTI)



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 리플레이션 국면 선진국 대비 신흥국의 상대적 강세



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

결과적으로는 2009년 리플레이션은 유로존 재정 위기, 2016년 리플레이션은 미-중 무역분쟁으로 이어지며 끝이 좋지 않았다. 다만 회복 국면에서 인플레이션 기대가 높아질 때 리플레이션 트레이드가 대체로 유효한 경향을 보였다는 점에서 의미가 있다. 과거의 경험을 바탕으로 참고할 수 있는 새로운 기준점을 찾는 데 도움이 되기 때문이다.

이미 진행 중인 리플레이션, 지속될 가능성

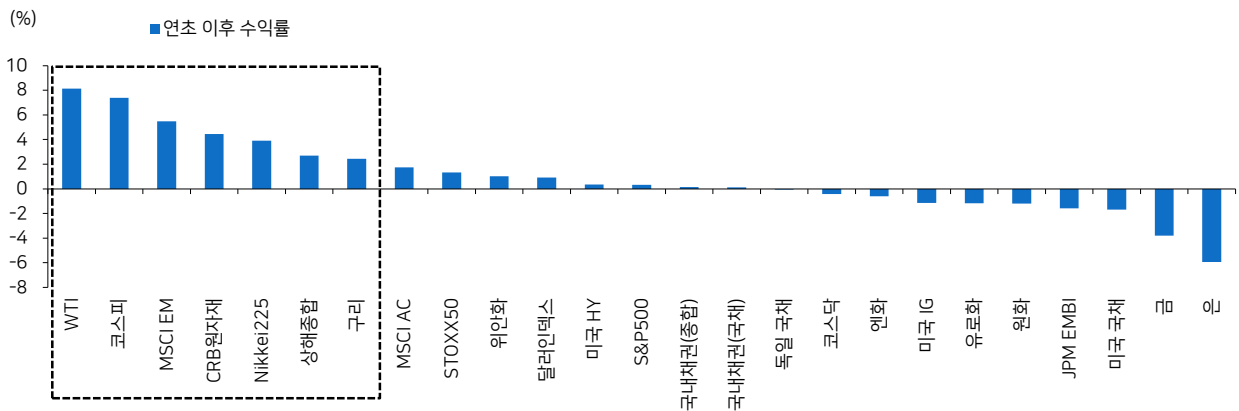
COVID-19 이후 회복 국면, 블루웨이브로 가속화

작년 COVID-19 팬데믹으로 인한 경기 침체 이후 회복 국면에 들어서면서 리플레이션이라는 단어가 다시 등장했고, 금융시장에서도 변화가 나타나기 시작했다. 작년 11월 미국 대선에서 바이든 당선인이 승리하고, 1월 5일 조지아주 상원 결선 투표에서 블루웨이브가 현실화되면서 그 흐름이 가속화되었다.

리플레이션 국면의 원자재, 신흥국 강세 다시 나타나

글로벌 자산별로 보면 성과 차이가 극명하게 나타났는데, 올해 연초 대비 수익률이 가장 우수한 자산은 원자재(WTI +8.1%)와 신흥국 주식(MSCI EM Index +5.5%)이다. 반면 미국 국채(10년물 총수익지수 -1.7%), 금(-3.8%) 등 안전 자산은 부진을 면치 못했다.

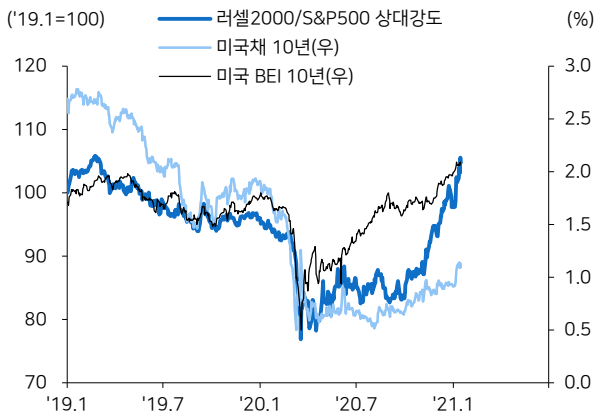
그림6 연초 이후 1월 15일까지 자산별 수익률: 원자재, 신흥국 증시 선전한 반면, 채권 등 안전자산 부진



자료: Bloomberg, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

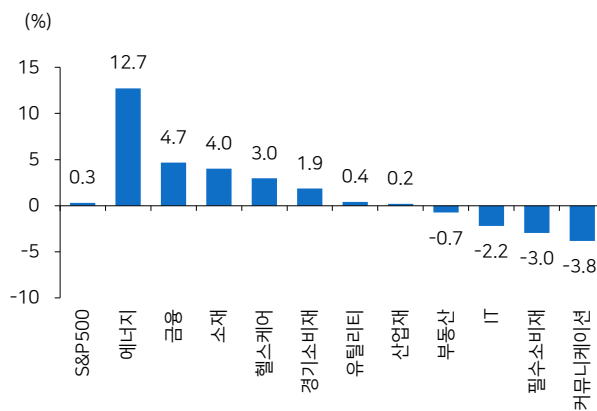
주식시장 내에서도 마찬가지로 변화가 관찰되었다. 대형주 대비 소형주의 강세가 심화되었고, 업종별 성과에 있어서도 에너지, 금융, 소재 등 경기민감 업종이 선전했다. 다만, 최근 경기민감 업종의 급등세는 다소 부담스럽기도 하다.

그림7 대형주(S&P500) 대비 소형주(러셀2000) 선전



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림8 연초 이후 미국 업종별 성과: 에너지, 금융, 소재 강세



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

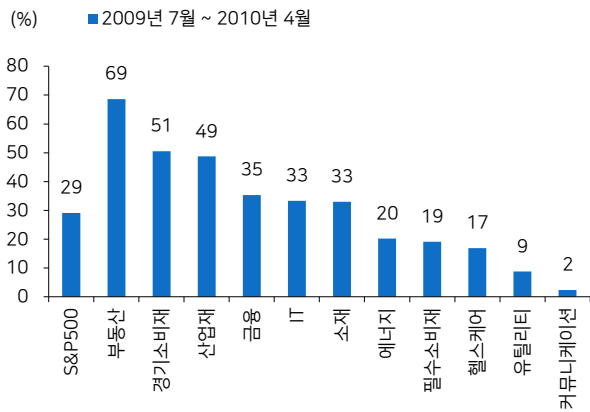
리플레이션 국면은 연장될 가능성 높아

재정지출 확대와 완화적 통화정책 기조가 유지되는 배경에서 리플레이션 국면은 지속될 가능성이 높다. 인플레이션이 Fed의 목표치에 수렴하는 데까지는 오래 걸릴 것으로 보이나, 완만한 인플레이션 정상화를 시사하는 다양한 요인들이 현재 관찰되고 있기 때문이다(1월 19일 전략공감2.0 "미국 인플레이션과 연준의 정책 반응 함수" 참고).

경기민감 업종의 강세도 지속될까?

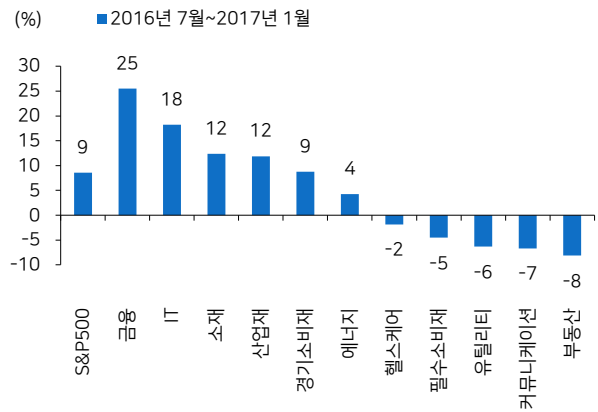
과거 리플레이션 국면별 S&P500의 업종별 성과를 보게 되면, 2009년도에는 금융위기로 인한 업종별 낙폭 차이가 컸다는 점을 고려해야 하겠지만, 경기소비재, 산업재, 금융 등 경기민감 업종이 상위를 차지하고 있다. 2016년에는 금융 업종이 가장 높은 수익률을 기록한 가운데, 소재, 산업재, 경기소비재 등 경기민감 업종과 IT 업종이 시장을 아웃퍼폼했다.

그림9 2009년 리플레이션 국면 업종별 수익률



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림10 2016년 리플레이션 국면 업종별 수익률



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림11 에너지 업종은 인플레이션 기대, 금리 보다는 유가에 연동



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

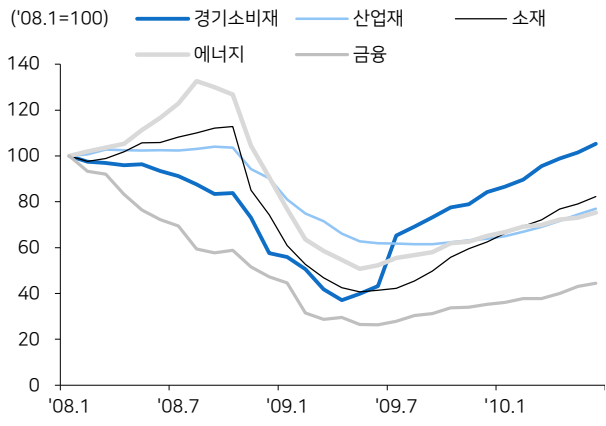
2009년과 2016년 경기민감 업종 내에서도 업종별 차별화

공통적인 점은 경기소비재, 산업재, 금융, 소재 등 업종이 시장 수익률을 상회한 반면, 에너지 업종이 시장보다 부진했다는 점이다. 에너지 업종의 성과는 인플레이션 기대와 금리보다는 유가에 더 크게 영향을 받기 때문이다. 다른 점은 2009년에는 부동산, 경기소비재, 산업재 업종, 2016년에는 금융과 IT 업종 성과가 월등히 높았다는 점이다.

이익 개선 폭에 따른 추가 차별화

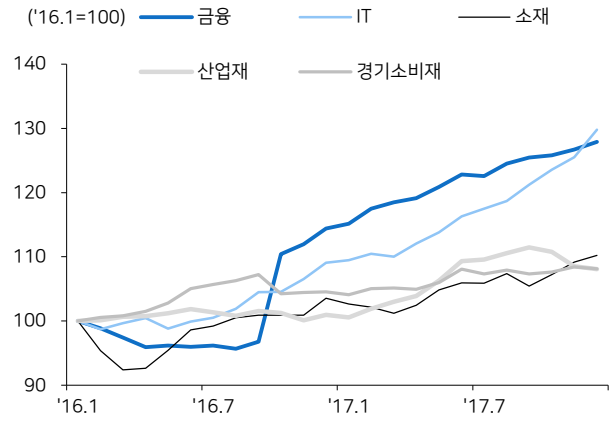
리플레이션 국면별로 업종 내 성과 차별화 배경 중 하나는 이익이다. 2009년은 이익 개선 폭이 컸던 경기소비재 업종이 부동산을 제외하면 가장 높은 수익률을 기록했다. 2016년에는 이익과 성과 간의 관계가 더 뚜렷하다. 성과가 가장 좋았던 금융과 IT 업종의 이익 개선 폭이 가장 컸기 때문이다.

그림12 2009년 업종별 12m fwd. EPS 추이



자료: Refinitiv, I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

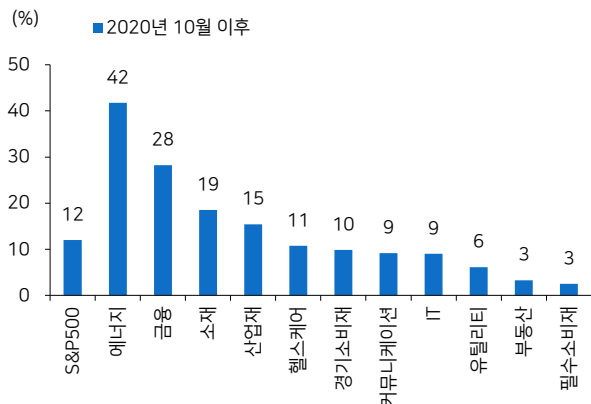
그림13 2016년 업종별 12m fwd. EPS 추이



자료: Refinitiv, I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

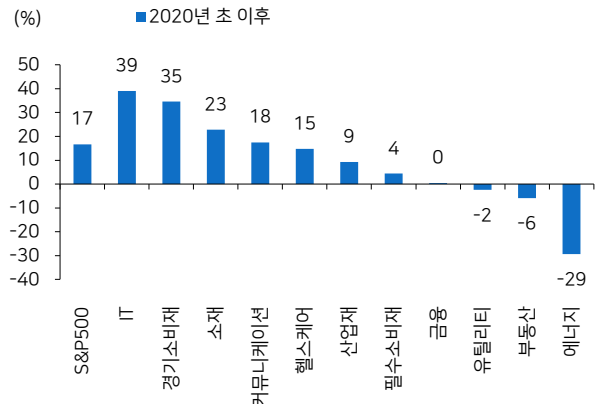
이번 리플레이션 트레이드가 본격화된 10월 이후 업종별 성과를 보면, 에너지 업종과 금융, 소재, 산업재 등 경기민감 업종이 시장을 상회했다. 리플레이션 트레이드와 주도 업종의 조정이 맞물린 것이 배경이다. COVID-19 팬데믹 이전 수준과 비교하면 여전히 IT, 커뮤니케이션, 헬스케어 등 주도 업종 성과가 앞서고 있다.

그림14 2020년 10월 이후 업종별 수익률



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림15 2020년 초 이후 업종별 수익률



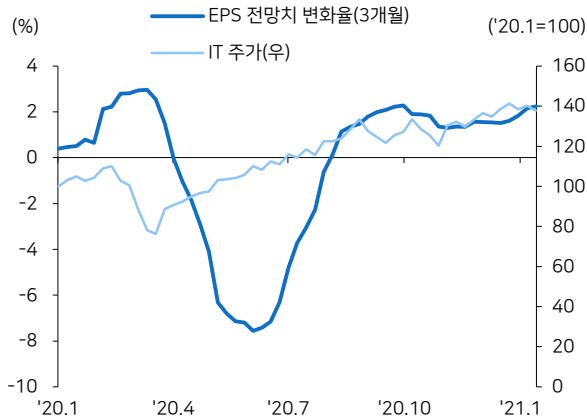
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

경기 회복 기대가 이익 개선의
가시화로 연결되는지가 중요

중요한 것은 앞으로도 경기민감 업종이 더 상승할 수 있는가이다. 과거 리플레이션 국면에서 그러했던 것처럼 실마리는 이익에 있는 듯하다. IT, 커뮤니케이션 서비스 등 주도 업종의 이익 모멘텀(이익 전망치 변화율)은 정체되어 있는 반면, 에너지, 금융, 소재 등 선진했던 업종의 이익 모멘텀은 개선 중에 있다. 리플레이션 트레이드가 유효했던 것도 물가와 경기의 회복이 경기민감 업종의 이익 개선 기대감으로 연결되었기 때문이다.

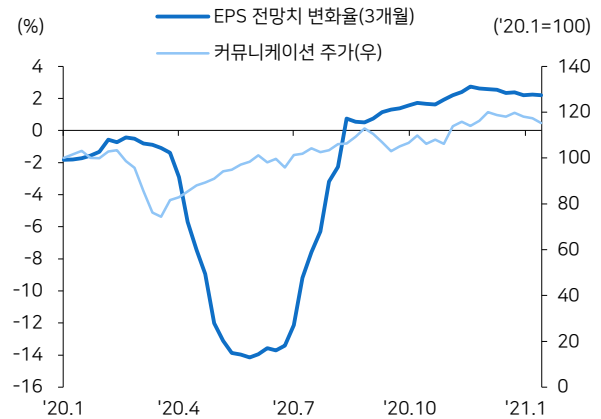
결국 이익 개선이 가시화되는 것이 중요하다는 의미다. 리플레이션 국면이 연장되는 한 경기민감 업종이 대체로 유리한 것은 맞지만, 경기민감 업종 내에서도 성과 차별화가 진행된다는 점에 유의해야 한다.

그림16 IT 주가 및 12m fwd. EPS 변화율(3개월)



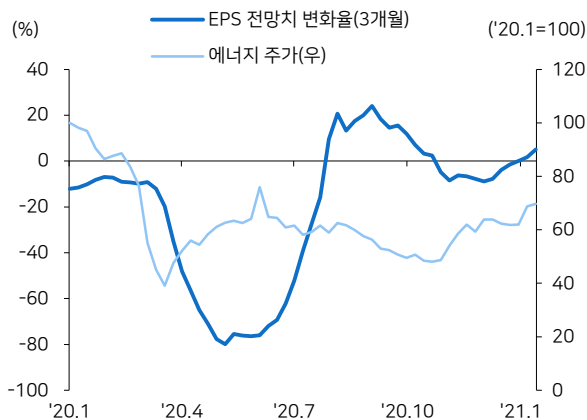
자료: Refinitiv, I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

그림17 커뮤니케이션 주가 및 12m fwd. EPS 변화율(3개월)



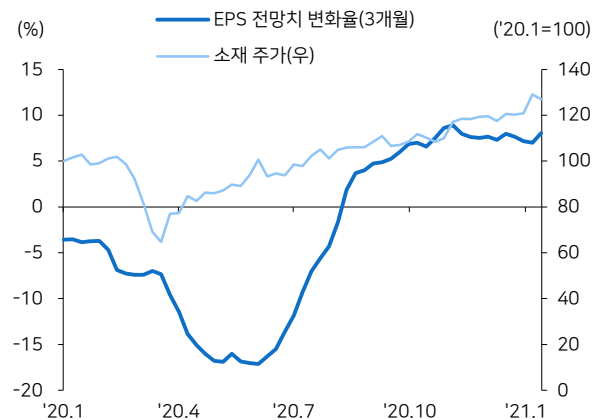
자료: Refinitiv, I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

그림18 에너지 주가 및 12m fwd. EPS 변화율(3개월)



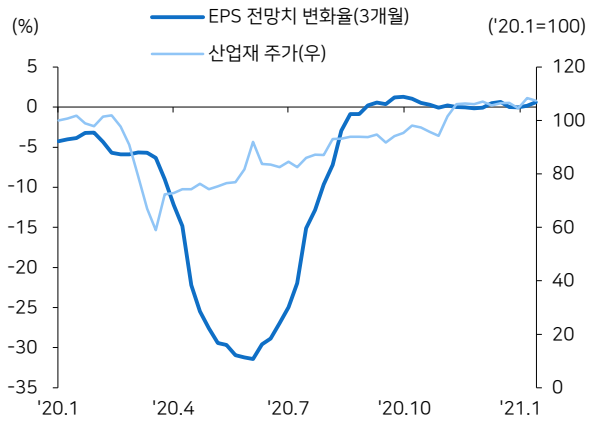
자료: Refinitiv, I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

그림19 소재 주가 및 12m fwd. EPS 변화율(3개월)



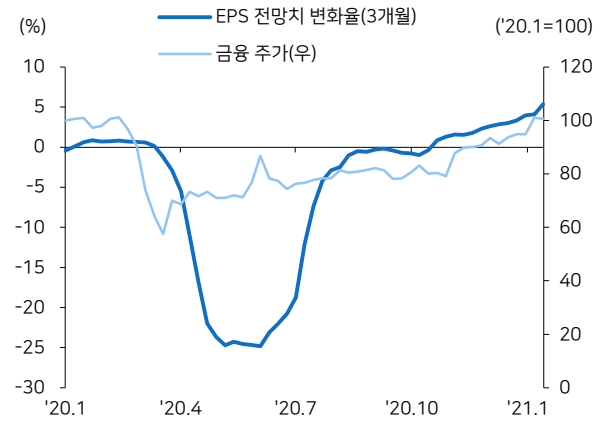
자료: Refinitiv, I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

그림20 산업재 주가 및 12m fwd. EPS 변화율(3개월)



자료: Refinitiv, I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

그림21 금융 주가 및 12m fwd. EPS 변화율(3개월)



자료: Refinitiv, I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.