



하나금융그룹

2021년 2월 8일 | Global Asset Research

[화수분전략]

미국 장단기금리차가 주는 전략적 시사점

코스피 짧은 조정 이후 반등 과정에서도 고민은 생기기 마련이다. ① 국내 이익추정치가 상향 조정 업종이 더 이상 확산되기 쉽지 않다는 점 ② 대형주가 중소형주에 비해 가격메리트가 낮다는 점 ③ 삼성전자의 주가도 싸 보이지 않는다는 점 등이 지수 상승을 제한 변수들로 꼽을 수 있다.

최근에는 미국 장단기금리차도 106bp까지 상승하면서, 2017년 수준으로 회귀했다. 미국 경기싸이클이 개선되고 있다는 점을 반영한 결과다. 그러나 미국 장단기금리차가 100bp 이상에서 상승 시 다른 결과를 생각해 둘 필요가 있다.

금리 또는 장단기금리차 상승이 진행되는 과정 초기에는 경기 개선으로 인식하지만, 향후에는 기업 비용 부담 증가로도 인식할 가능성이 있다는 점을 염두에 둘 필요가 있다. 미국 장단기금리차 상승 국면에서 국내 기업 영업이익 증가율과 영업이익률의 고점 형성과 하락 전환이 동시에 발생했던 점을 감안하면 비용 증가가 기업 마진 하락 압력으로 이어졌다는 점을 짐작할 수 있다.

일반적으로 미국 장단기금리차가 50~100bp 이내에서 상승 시 이러한 현상은 나타나지 않는다. 그러나 100bp 이상에서 상승 시 코스피 월 평균 주가 수익률은 이전 보다 확연히 낮아지기 시작한다. 특히 200~250bp 수준에서 상승 시 코스피 월 평균 수익률은 오히려 마이너스를 기록했다(2005년 이후 기준, 미국 장단기금리차 50bp 단위로 구분).

업종을 선택하는 기준도 200bp 이하와 이상에서는 달라진다. 200bp 이하 수준에서 상승 시 영업이익 추정치 상향 조정이 큰 폭으로 진행되는 업종군의 주가 수익률이 높지만, 200bp 이상 수준에서 상승 시 매출액 상향 조정과 고(高)영업이익률 업종군의 주가 수익률이 높다. 비용 증가를 높은 매출 성장과 고(高)마진으로 상쇄할 수 있는 업종군으로 관심이 이동하기 때문에 나타나는 변화다. 미국 장단기금리차 200bp는 지수와 기업 이익에 변곡점이 될 가능성성이 높아 보인다.

▶ 미국 장단기금리차 100~150bp와 150~200bp 내에서 상승 시 코스피 대비 꾸준히 주가 수익률이 아웃퍼폼을 했던 업종: 반도체, 화학, 기계, 증권 등. 100~150bp 수준에서 상승 시 부진하지만, 150~200bp 내에서 상승 시 코스피 대비 주가 수익률이 아웃퍼폼으로 변하는 업종: 소프트웨어, 지주, 건설 등이 여기에 해당한다(업종별 주가 수익률 테이블은 본문 표 1 참고).

▶ 미국 장단기금리차 100~200bp 내에서 상승 시 영업이익 추정치 변화가 가장 중요한 변수라는 점을 감안 해 위에서 언급했던 업종 내에서 2021년 영업이익 추정치가 상대적으로 크게 상향 조정됐지만, 주가수익률이 상대적으로 낮은 기업들을 중심으로 관심을 갖는 전략이 유효해 보인다.

▶ 반도체는 SK하이닉스, 화학은 OCI, 기계는 하이록코리아. 소프트웨어는 엔씨소프트, 지주는 효성, 건설은 GS건설 등이 조건을 충족하는 대표 기업들이다(본문 표 2~3 참고).

Investment Idea

Equity



주식전략 이재만

02-3771-7547

duke7594@hanafn.com

RA 신다운

02-3771-7516

dawoonshin@hanafn.com

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

미국 장단기금리차가 주는 전략적 시사점

2021년 코스피 영업이익 전망치는 연초대비 3% 상향 조정된 192조원
(2020년 영업이익 전망치 134조원)

국내 증시 26개 업종 중 무려 22개 업종의 12개월 예상 영업이익이 전월 대비 증가

새롭게 상향 조정을 기대할 수 있는 업종이 없는 상황

코스피 대형주 12개월 예상PER 14.1
배로 중형주 10.9배, 소형주 9.5배
다 높은 수준

그림 1. 코스피 이익추정치 상향 조정은 긍정적이지만, 새롭게 상향 조정을 기대할 수 있는 업종이 없음

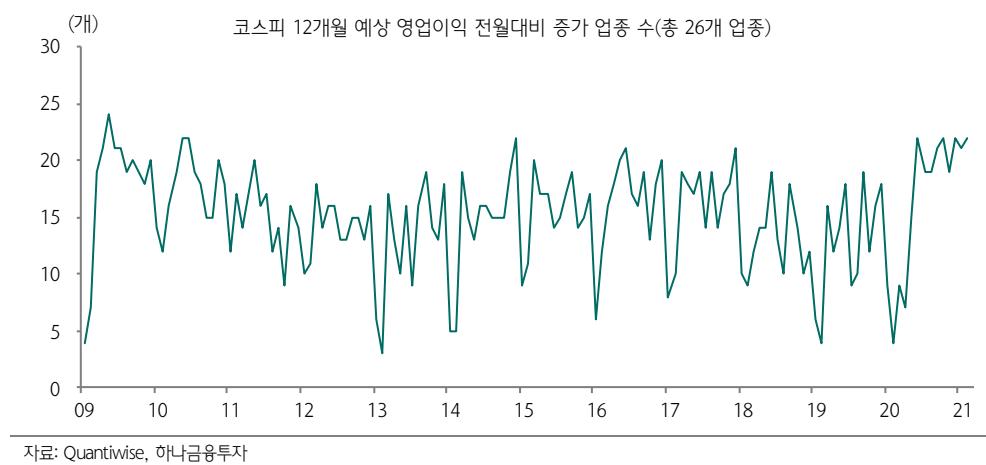


그림 2. 대형주가 가격메리트가 높다는 것도 옛말. 코스피 대형주 PER이 가장 높음

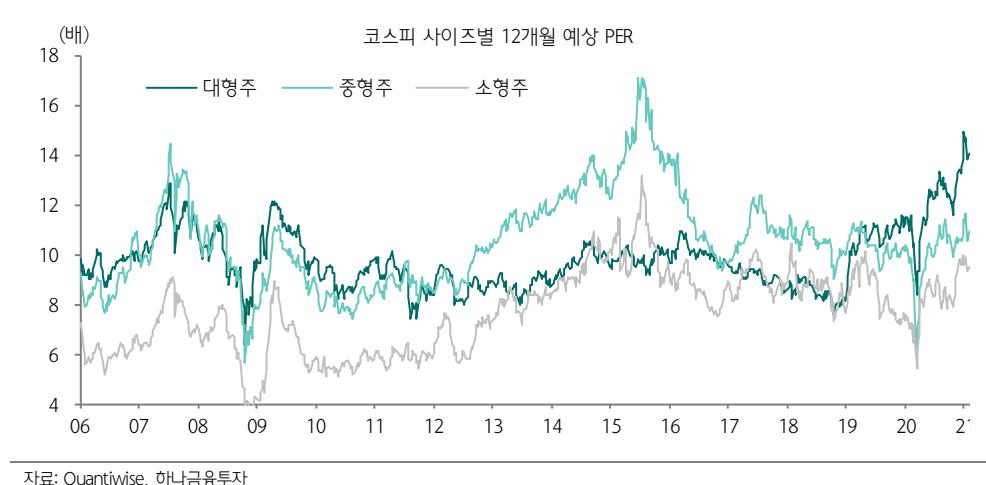


그림 3. 삼성전자도 싸게 보이지 않을 수 있는 상황

코스피 내 삼성전자 영업이익 비중은 24~25%로 정체

코스피 대비 삼성전자 PER 수준은 114%까지 상승 이후 현재 108%로 하락

2010년 이후 평균치가 98%라는 점을 감안 시 삼성전자도 싸게 보이지 않는 상황



ERCI 미국 주간경기선행지수 YoY
+19%까지 상승

미국 장단기금리차 106bp로 2017년
수준으로 복귀

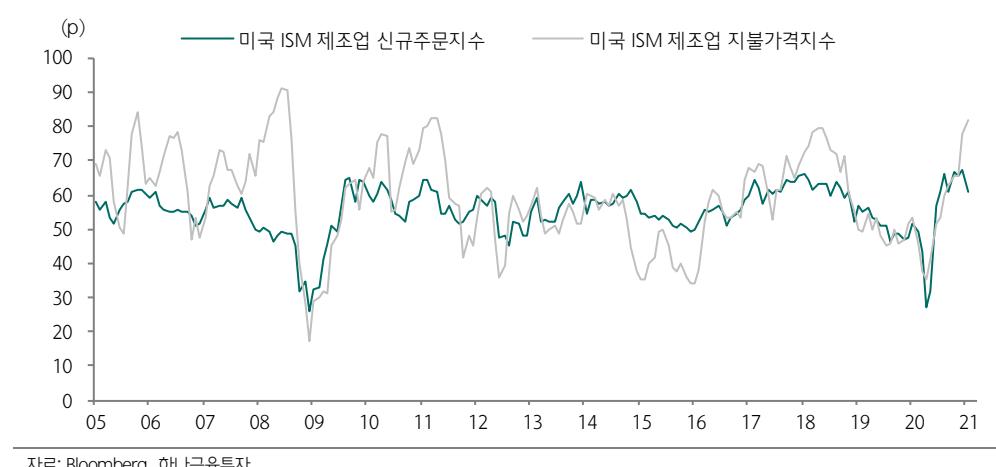
그림 4. 현재 미국 장단기금리차 100bp를 상회하며 2017년 수준으로 복귀, 경기 개선 기대



1월 미국 ISM 제조업 신규주문지수
61.1p로 8개월 연속 확장 국면 유지
(12월 67.5p)

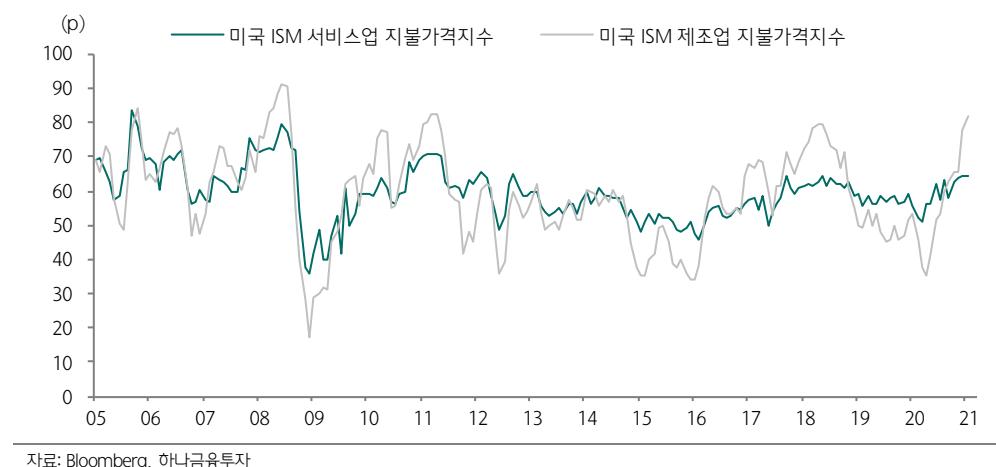
물가지표에 선행하는 제조업 지불가
격(구매물가)지수도 82.1p로 급등하
며 2011년 4월 이후 최고 수준 기록

그림 5. 경제지표가 좋아질 수 있음. 그러나 그만큼 기업의 비용 부담도 증가할 가능성이 있음



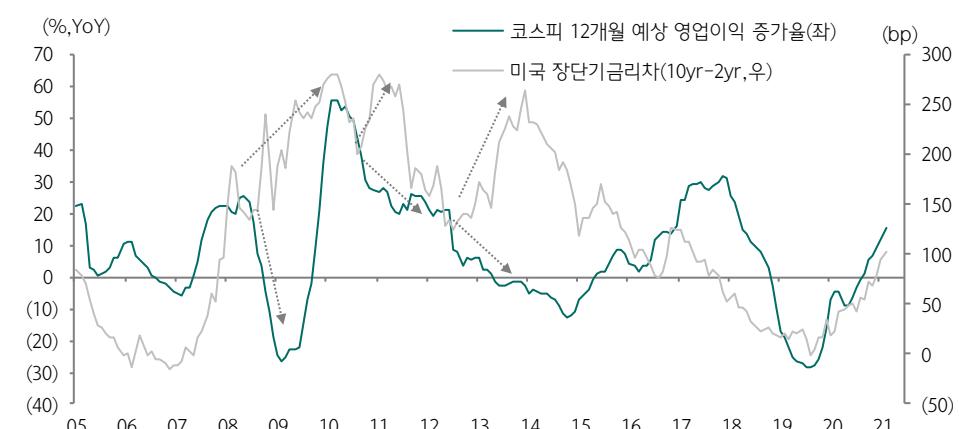
ISM 서비스업 지불가격지수도 64.2p
를 기록하며 2017~18년 수준으로 복
귀

그림 6. 미국 제조업과 서비스업 지불가격지수 동시에 빠르게 상승



미국 장단기금리차가 일정 수준을 넘어서게 되면 국내 기업 영업이익 증가율도 고점을 형성하며 하락 전환

그림 7. 미국 장단기금리차가 상승한다고 무조건 국내 기업 이익 증가율이 높아지지는 않음

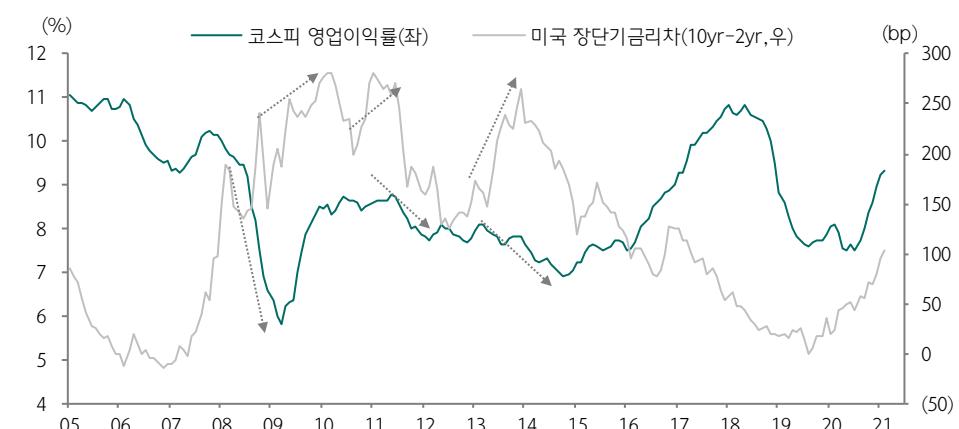


자료: Quantwise, Bloomberg, 하나금융투자

경기 확장과 금리 상승 그리고 기업 이익 개선 구조를 형성하는 것이 일 반적

그러나 금리 상승이 기업 비용 부담으로 이어지면서 마진이 하락하는 결과로 이어짐

그림 8. 장단기금리차가 일정 수준을 넘어설 경우 비용 부담으로 인해 기업 수익성(마진) 하락 전환



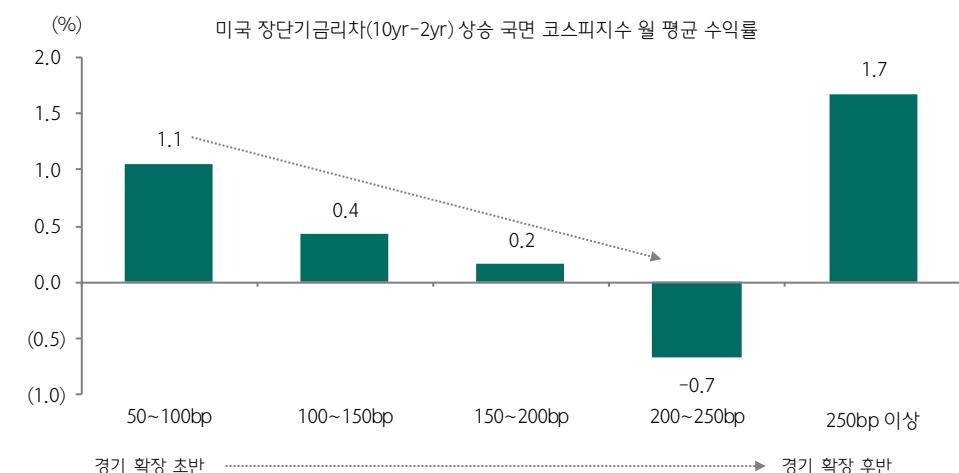
자료: Quantwise, Bloomberg, 하나금융투자

미국 장단기금리차를 50bp 단위로 수준별로 구분해서 보면,

200~250bp 수준에서 상승하는 경우 코스피 수익률도 마이너스로 전환

전반적으로 100bp 이상 수준에서 상승하는 경우 코스피 수익률이 낮아지는 경향이 있음

그림 9. 미국 장단기금리차 상승국면, 200~250bp 수준에서는 코스피 평균 수익률 마이너스 기록



주) 2005년 이후 월간 평균 수익률

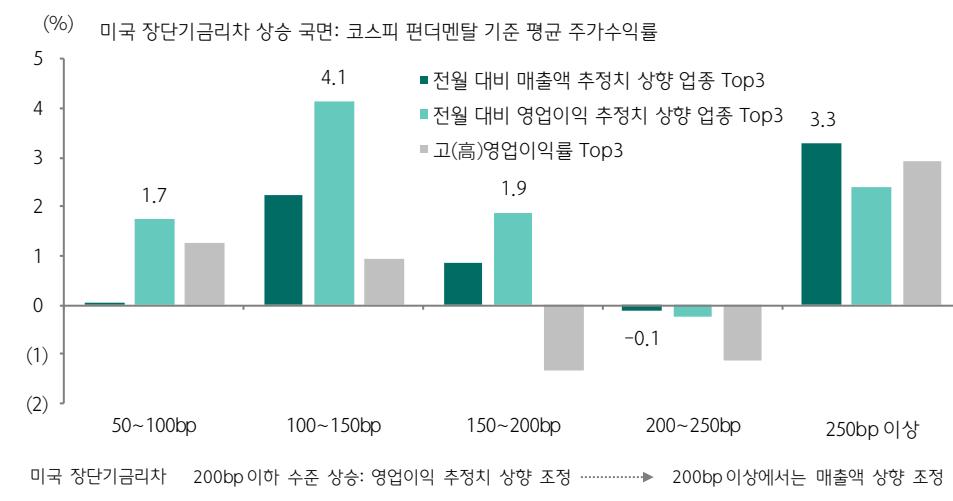
자료: Quantwise, Bloomberg, 하나금융투자

미국 장단기금리차 200bp 이하와 이상에서는 업종과 종목을 선택하는 기준에도 변화가 발생

200bp 이하 수준에서 상승 시 영업이익 추정치 상향 업종군이 상대적으로 높은 주가 수익률을 기록

200bp 이상에서는 매출액 추정치 상향 업종군의 주가 수익률이 상대적으로 높은 편

그림 10. 미국 장단기금리차 200bp 이하와 이상: 업종을 선택하는 변수가 변함, 영업이익에서 매출액으로



주) 2005년 이후 월간 평균 수익률

자료: Quantivise, Bloomberg, 하나금융투자

표 1. 미국 장단기금리차 수준별, 국내 증시 업종별 월 평균 주가 수익률 비교 테이블

| 코스피 업종 | 미국 장단기금리차 상승 국면(bp), 코스피 업종별 월 평균 수익률 | | | | | |
|--------------|---------------------------------------|-------------|------------|-------------|------------|-----------------|
| | 50~100bp | 100~150bp | 150~200bp | 200~250bp | 250bp 이상 | 100~200bp 국면 특징 |
| 코스피지수 | 1.1 | 0.4 | 0.2 | -0.7 | 1.7 | |
| 반도체 | 2.0 | 1.0 | 2.6 | 0.2 | 1.0 | 아웃퍼퓸 유지 |
| 건강관리 | 2.0 | 2.8 | 2.2 | -0.6 | -0.2 | 아웃퍼퓸 유지 |
| 소프트웨어 | 1.0 | -0.6 | 1.1 | 0.1 | 3.8 | 아웃퍼퓸 전환 |
| 자동차 | 2.3 | -1.3 | -1.3 | 3.7 | 2.3 | |
| 화학 | 2.3 | 1.4 | 1.7 | 0.1 | 3.5 | 아웃퍼퓸 유지 |
| IT가전 | 2.3 | 1.1 | -2.3 | -0.1 | 1.8 | |
| 지주/당사 | 0.7 | 0.0 | 1.8 | -0.5 | 3.3 | 아웃퍼퓸 전환 |
| 화장품/의류 | -1.7 | 1.8 | 0.8 | 0.1 | -0.4 | 아웃퍼퓸 유지 |
| 은행 | 0.9 | 1.9 | -0.4 | -2.0 | 1.7 | |
| IT하드웨어 | -1.6 | -0.9 | 0.0 | -0.9 | 0.9 | |
| 건설 | -0.8 | -1.6 | 2.7 | 0.2 | 2.2 | 아웃퍼퓸 전환 |
| 필수소비재 | -1.5 | 1.5 | -0.6 | -2.1 | 0.8 | |
| 운송 | -1.2 | -0.6 | -0.7 | -2.8 | 2.1 | |
| 에너지 | 3.5 | 3.1 | 0.6 | 0.1 | 2.4 | 아웃퍼퓸 유지 |
| 기계 | -1.6 | 0.7 | 0.9 | -1.9 | 1.0 | 아웃퍼퓸 유지 |
| 보험 | 1.2 | 1.0 | -1.2 | -0.8 | 1.0 | |
| 미디어, 교육 | -1.1 | 0.5 | -0.3 | -1.7 | 0.3 | |
| 철강 | 1.6 | 1.3 | -1.4 | -1.8 | 1.8 | |
| 통신서비스 | 0.7 | 1.6 | -0.9 | -1.7 | -0.5 | |
| 디스플레이 | -0.1 | -0.4 | 1.6 | -0.3 | 1.5 | 아웃퍼퓸 전환 |
| 증권 | 1.1 | 1.3 | 0.5 | -3.5 | 1.8 | 아웃퍼퓸 유지 |
| 소매(유통) | -0.9 | 0.4 | -2.1 | -1.9 | 1.0 | |
| 유트리리티 | -1.5 | 3.5 | -1.3 | -0.8 | 0.6 | |
| 조선 | 0.3 | -0.9 | 0.7 | 0.3 | 4.6 | 아웃퍼퓸 전환 |
| 비철, 목재등 | -0.8 | 2.6 | 0.3 | -1.1 | 2.1 | 아웃퍼퓸 유지 |
| 호텔, 레저서비스 | -1.9 | 0.2 | -1.5 | -1.2 | 1.4 | |

주) 2005년 이후 월간 평균 수익률

자료: Quantivise, 하나금융투자

표 2. 미국 장단기금리차 100~150bp와 150~200bp 내에서 상승 시 코스피 대비 꾸준히 주가 수익률이 아웃퍼폼을 했던 업종: 반도체, 화학, 기계 등.

해당 업종 내에서 2021년 영업이익 추정치가 상대적으로 크게 상향 조정됐지만, 주가수익률이 상대적으로 낮은 기업들을 중심으로 관심을 갖는 전략 유호

| 업종 | 기업 | 2021년 영업이익 추정치 | | | | 2021년 주가 수익률(%) |
|-----|-----------|----------------|-----------|------------|------------|-----------------|
| | | 1월 초(억원) | 2월 현재(억원) | 추정치 변화율(%) | 증가율(YoY,%) | |
| 반도체 | SK하이닉스 | 85,791 | 99,168 | 15.6 | 97.8 | 7.6 |
| | 원익IPS | 2,066 | 2,190 | 6.0 | 22.1 | 8.0 |
| | 리노공업 | 907 | 907 | 0.1 | 14.0 | 12.1 |
| 화학 | 롯데케미칼 | 13,448 | 13,899 | 3.4 | 278.2 | 2.9 |
| | 금호석유 | 7,801 | 9,385 | 20.3 | 29.5 | 90.7 |
| | SKC | 2,946 | 2,983 | 1.3 | 56.4 | 38.8 |
| | OCI | 1,704 | 2,013 | 18.2 | 흑자전환 | 10.2 |
| | 한솔케미칼 | 1,856 | 1,868 | 0.7 | 23.0 | 10.7 |
| 기계 | 대한유화 | 2,859 | 3,154 | 10.3 | 90.4 | 32.2 |
| | 두산밥캣 | 4,428 | 4,615 | 4.2 | 24.4 | 9.9 |
| | 씨에스원드 | 1,198 | 1,232 | 2.9 | 26.2 | -4.2 |
| | 현대로템 | 950 | 1,013 | 6.6 | 23.4 | 21.5 |
| 증권 | 하이 тек코리아 | 140 | 157 | 11.8 | 5.7 | 11.2 |
| | 미래에셋대우 | 7,553 | 8,305 | 10.0 | 1.5 | 3.7 |
| | 한국금융지주 | 7,636 | 8,226 | 7.7 | 9.8 | 7.8 |
| | 키움증권 | 5,280 | 5,848 | 10.7 | -12.5 | 17.8 |

주1) 업종 내 시가총액 순서로 기업 정렬

주2) 증권업종은 순이익 기준

자료: Quantitative, 하나금융투자

표 3. 미국 장단기금리차 100~150bp 수준에서 상승 시 부진하지만, 150~200bp 내에서 상승 시 코스피 대비 주가 수익률이 아웃퍼폼으로 변하는 업종: 소프트웨어, 지주, 건설 등. 해당 업종 내에서 2021년 영업이익 추정치가 상대적으로 크게 상향 조정됐지만, 주가수익률이 상대적으로 낮은 기업들을 중심으로 관심을 갖는 전략 유호

| 업종 | 기업 | 2021년 영업이익 추정치 | | | | 2021년 주가 수익률(%) |
|-------|-------|----------------|--------|------------|------------|-----------------|
| | | 1월 초 | 2월 현재 | 추정치 변화율(%) | 증가율(YoY,%) | |
| 소프트웨어 | NAVER | 14,035 | 14,166 | 0.9 | 16.6 | 23.9 |
| | 카카오 | 7,543 | 7,576 | 0.4 | 68.5 | 16.8 |
| | 엔씨소프트 | 12,972 | 13,235 | 2.0 | 58.5 | 4.8 |
| 지주 | 삼성물산 | 11,430 | 10,998 | -3.8 | 28.3 | -2.5 |
| | SK | 41,093 | 35,397 | -13.9 | 1,016.6 | 31.2 |
| | LG | 21,727 | 23,487 | 8.1 | 5.8 | 18.9 |
| | CJ | 17,589 | 18,003 | 2.4 | 25.2 | 8.4 |
| | 효성 | 2,268 | 2,700 | 19.0 | 94.5 | 16.4 |
| 건설 | 현대건설 | 8,549 | 8,636 | 1.0 | 57.3 | 13.4 |
| | GS건설 | 8,855 | 9,042 | 2.1 | 20.5 | 6.6 |
| | 대우건설 | 5,822 | 6,866 | 17.9 | 23.0 | 24.4 |

주) 업종 내 시가총액 순서로 기업 정렬

자료: Quantitative, 하나금융투자