

# [화수분전략]

## 인플레이, 기업의 가격전가율이 중요하다

미국과 국내 시중금리가 빠르게 상승하면서 주식시장에도 영향을 주고 있다. 시중금리 상승이 경기 회복을 바탕으로 진행되고 있다는 점과 신용위험을 건드리고 있지 않다는 점은 긍정적이다. 그러나 미국 10년물 국채금리(1.3%) 보다 10년물 기대인플레이션(2.2%)이 높다는 측면에서 보면, 경기보다는 물가가 빠르게 상승하고 있다는 우려가 생길 수 있다.

세 가지의 고민거리를 안고 있다. ① 현재 미국 적정금리(테일러준칙)는 1.9%로 2015년 12월 연준의 기준금리 인상 당시 수준(2.8~2.9%)에 비해서는 낮지만, 2013년 12월 테이퍼링 발표 당시 수준(1.5~1.7%)에 비해서는 높다. 앞선 생각일 수 있지만, 투자자들은 연준의 통화 확장정책의 변화 가능성을 고려하고 있다. ② 주식시장의 높은 PER도 부담으로 작용한다. 미국 10년물 국채금리가 1.0~1.5% 내에서 형성된 S&P500 평균 PER 16배로 현재 23배와는 차이가 크다. 국내 3년물 국채금리(현재 1.0%)가 1.0~1.5% 내에서 코스피 평균 PER은 12배로 현재 14배와도 차이가 있다. 금리 상승(경기 개선)이 이익 증가로 이어져 PER이 낮아진 결과이기도 하지만, 현재 상황에서 과거에 비해 상대적으로 높은 PER이 정당성을 유지하기 쉽지 않은 것도 사실이다. ③ 물가는 소비자물가와 생산자물가로 구분할 수 있다. 기업 측면에서 보면 소비자물가(CPI)는 제품 판매 가격, 생산자물가(PPI)는 제품 생산 원가로 구분할 수 있다. 중국과 미국의 PPI 증가율(YoY) 모두 플러스로 전환했고, PPI와 CPI 스프레드(PPI YoY-CPI YoY: 물가 스프레드)도 상승하고 있다. 기업들의 생산 원가 상승 부담도 고려할 필요가 있다.

PPI가 CPI 증가율 보다 국제 유가 상승 여부에 민감하다. WTI 가격이 현재 60달러 수준을 유지한다고 가정하더라도 기저효과로 인해 2021년 3~4월 WTI YoY 증가율은 190~200%나 된다. 향후 PPI가 CPI 증가율 보다 가팔라질 가능성이 높다.

투자전략 측면에서 보면 중요한 변수 중 하나가 기업의 생산 원가 상승을 빠르게 제품 가격으로 전가 할 수 있는가의 여부가 중요하다. 미국과 중국의 물가 스프레드(PPI YoY-CPI YoY) 상승 국면에 대비하는 방안 중 하나는 해당 국면에서 매출(YoY)이 매출원가(YoY) 보다 빠르게 상승할 수 있는 즉 가격전가율(기준: 매출과 매출원가 YoY 스프레드의 전분기 대비 변화 폭)이 높은 업종과 기업에 관심을 갖는 전략이 유효해 보인다.

▶ 미국과 중국의 물가 스프레드가 상승하는 국면에서 과거(2011~15년)에 비해 최근(2016~20년) 가격전가율이 개선된 업종은 디스플레이, 정유, 반도체, 기계, 소매/유통, 지주 등이 여기에 해당한다. 반면 과거에 비해 최근 가격전가율이 악화된 업종은 은행, 필수소비재, 유틸리티, 미디어, 호텔/레저 등을 꼽을 수 있다.

▶ 가격전가율이 개선된 업종 내에서 상대적으로 개선 정도가 큰 기업을 선별해 보면, LG디스플레이(일진디스플레이), S-Oil, SK하이닉스, 현대로템, 이마트, 삼성물산, 삼성전기, 카카오, 현대모비스, 롯데케미칼(대한유화), 삼화콘텐서, 휠라홀딩스가 여기에 해당한다.

### Investment Idea

## Equity



주식전략 이재만

02-3771-7547

duke7594@hanafn.com

RA 신다운

02-3771-7516

dawoonshin@hanafn.com

### Compliance Notice

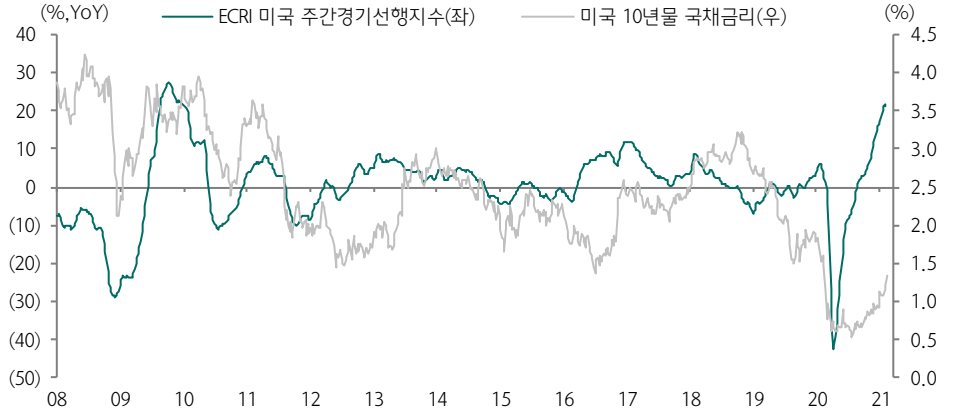
본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 인플레이, 기업의 가격전가율이 중요하다

그림 1. 미국 경기 개선을 기반으로 시중금리 상승 중

미국 10년물 국채금리 1.3%

ECRI 미국 주간경기선행지수 YoY +20% 기록. 글로벌 금융위기 이후 회복 국면 당시 최고 수준과 비슷한 수준

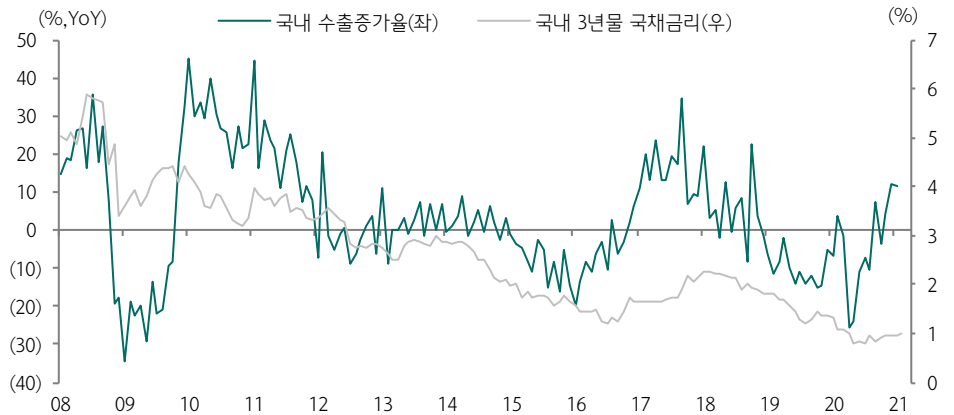


자료: Bloomberg, ECRU, 하나금융투자

그림 2. 국내 경기 개선을 기반으로 시중금리 상승 중

국내 3년물 국채금리 1.0%

국내 수출증가율 YoY +11%로 2018년 이후 최고 수준 기록



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 3. 기업 신용위험이 낮은 수준을 유지하고 있는 상황에서 금리가 상승하고 있다는 점은 긍정적

미국 하이일드 신용스프레드는 319bp 수준으로 2008년 이후 최저 수준으로 회귀

기업 신용위험이 낮은 수준을 유지하고 있어 한계 및 부실 기업 위험은 당분간 수면 위로 부각되지 않을 것으로 판단

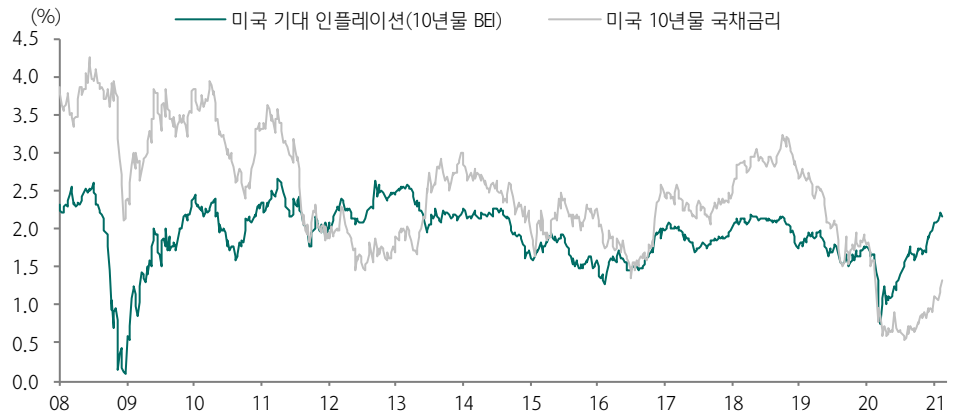


자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 4. 그러나 시중금리 보다 기대 인플레이션이 상대적으로 빠르게 상승 중이라는 점도 고려

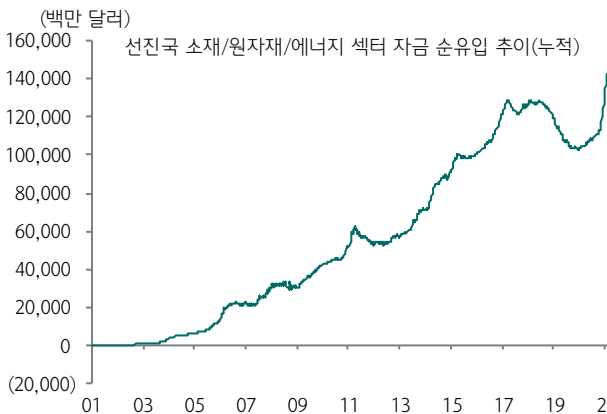
미국 10년물 국채금리(1.3%) 보다  
10년물 기대인플레이션(2.2%) 높음

경기보다는 물가가 빠르게 상승하고  
있다는 우려가 생길 수 있음



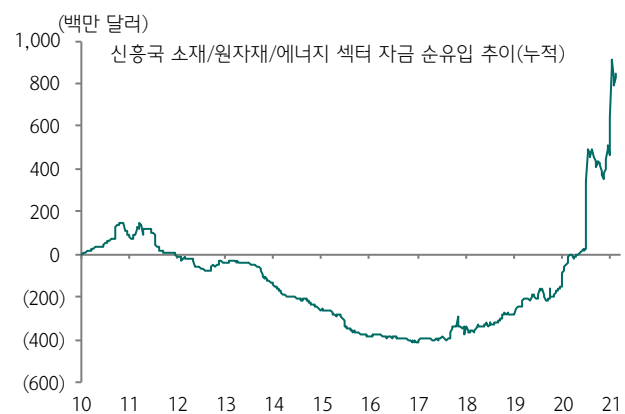
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 5. 투자자들은 인플레이에 베팅 중(1): 선진국 소재/에너지 섹터로  
2020년 11월 이후 꾸준히 자금 순유입 진행 중



자료: EPFR, 하나금융투자

그림 6. 투자자들은 인플레이에 베팅 중(2): 신흥국 소재/에너지 섹터로  
2020년 11월 이후 꾸준히 자금 순유입 진행 중

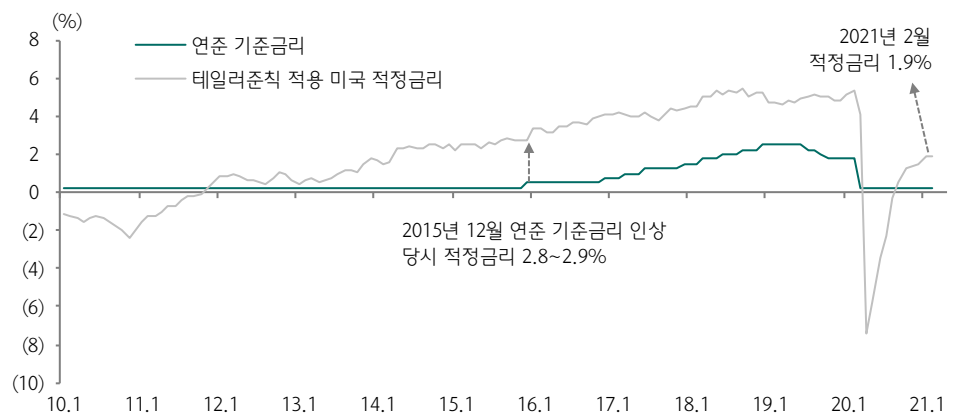


자료: EPFR, 하나금융투자

그림 7. 연준이 기준금리를 인상할 정도로 미국 적정금리가 상승해 있지는 않지만

미국 테일러 준칙 적용 시 적정금리  
는 현재 1.9%

최근 연준이 기준금리를 인상했던  
2015년 12월 당시 적정금리는  
2.8~2.9% 수준



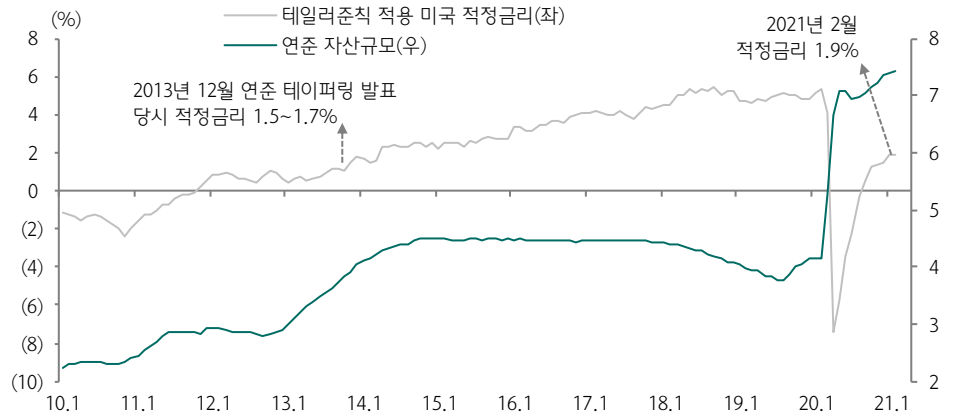
주) 테일러준칙: 미국 목표물가 2%, 자연실업률 5% 가정  
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 8. 현재 미국 적정금리는 연준이 테이퍼링을 발표했던 2013년 12월 보다는 높은 수준

미국 테일러 준칙 적용 시 적정금리는 현재 1.9%

연준이 테이퍼링을 발표했던 2013년 12월 1.5~1.7%를 상회하고 있음

참고로 2013년 12월 미국 실업률 6.7%. 2021년 1월 6.3%



주) 테일러준칙: 미국 목표물가 2%, 자연실업률 5% 가정  
자료: Bloomberg, 하나금융투자

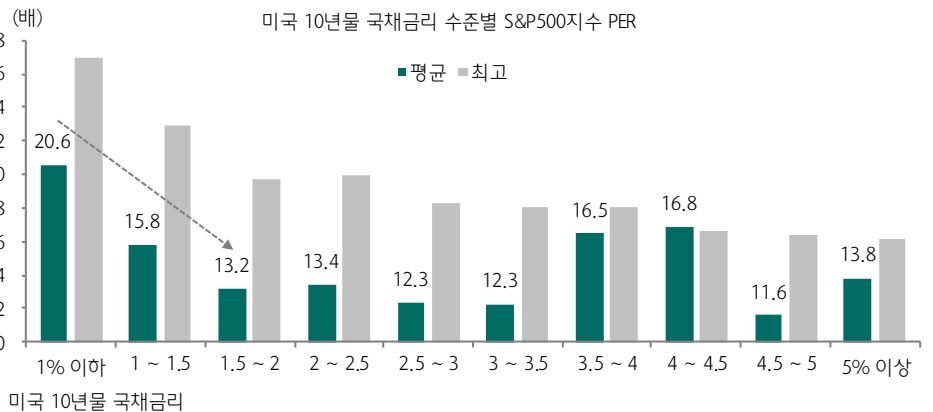
그림 9. 시중금리 상승→ PER 하락(1) S&P500지수 PER, 10년물 국채금리 1.0~1.5% 수준에서 PER 가장 크게 하락

시중금리 상승→ PER 하락

미국 10년물 국채금리 1.0~1.5% 수준일 때 PER 가장 크게 하락. 이러한 현상은 2.0%까지 지속

▶현재 미국 10년물 국채금리 1.3% S&P500지수 PER 22.9배

▶10년물 국채금리 1.0~1.5%, 평균 PER 15.8배



자료: Bloomberg, 하나금융투자

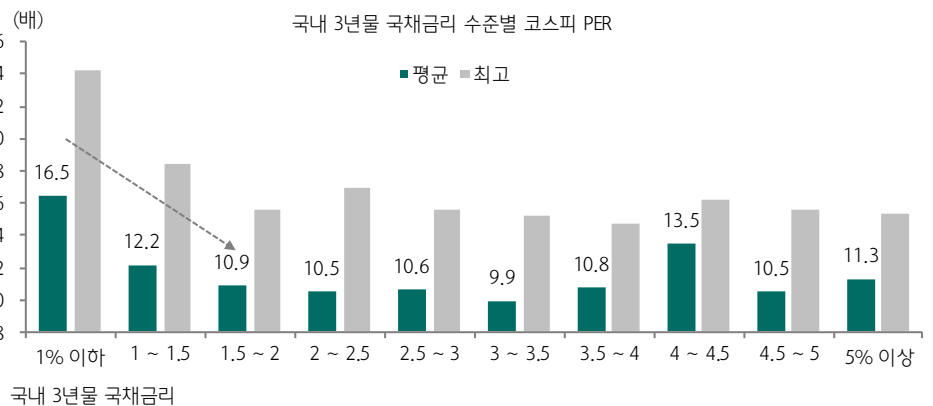
그림 10. 시중금리 상승→ PER 하락(2) 코스피 PER, 3년물 국채금리 1.0~1.5% 수준에서 PER 가장 크게 하락

시중금리 상승→ PER 하락

국내 3년물 국채금리 1.0~1.5% 수준일 때 PER 가장 크게 하락. 이러한 현상은 2.0%까지 지속

▶현재 국내 3년물 국채금리 1.0% 코스피 PER 13.7배

▶3년물 국채금리 1.0~1.5%, 평균 PER 12.2배

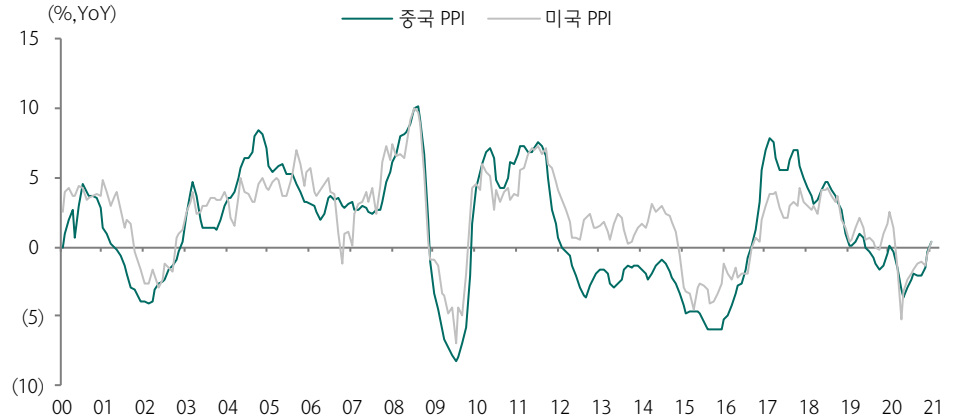


자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 11. 미국과 중국의 생산자물가(PPI)도 빠르게 상승하고 있음

2021년 1월 중국 PPI 상승률(YoY)  
+0.3%, 2019년 6월 이후 처음으로  
플러스로 전환

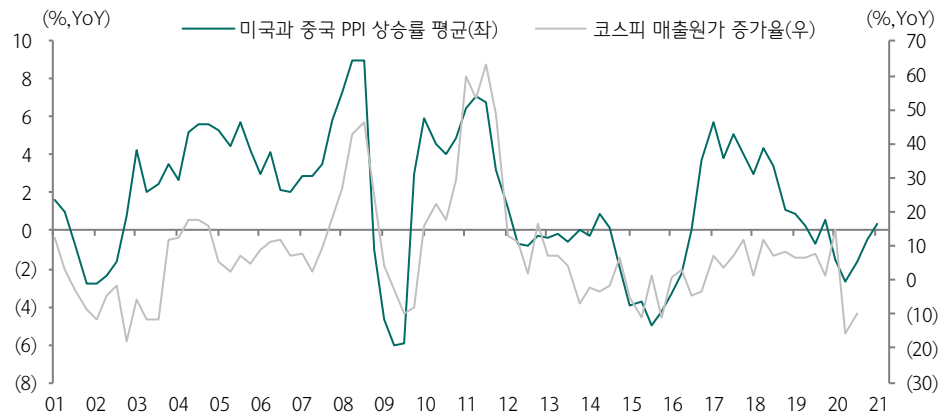
2021년 1월 미국 PPI 상승률(YoY)  
+0.4%, 2020년 2월 이후 처음으로  
플러스로 전환



자료: Bloomberg, 하나금융투자

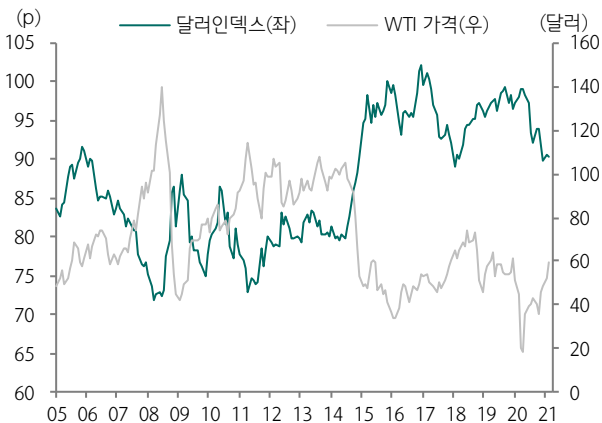
그림 12. 생산자물가지수(PPI) 상승: 기업의 생산원가 상승으로도 이어짐

2001년 이후 미국과 중국의 PPI 상승  
률(YoY)과 코스피 매출원가 증가율  
(YoY) 상관계수는 0.62



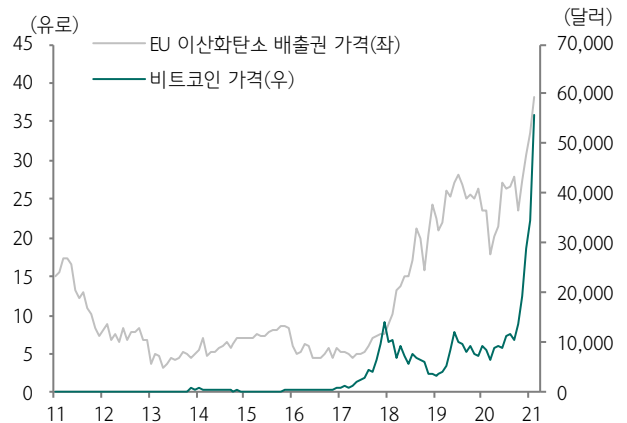
자료: Quantwise, Bloomberg, 하나금융투자

그림 13. 화폐 보유 가치가 낮아지는 국면에서 국제 유가와 같은 전통 Commodity 상승 사이클 형성



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 14. 이전과는 달리 투자 가능한 신규 Commodity가 늘어났다는 점에서 과거와 같은 전통 Commodity 상승 사이클에 대한 논란



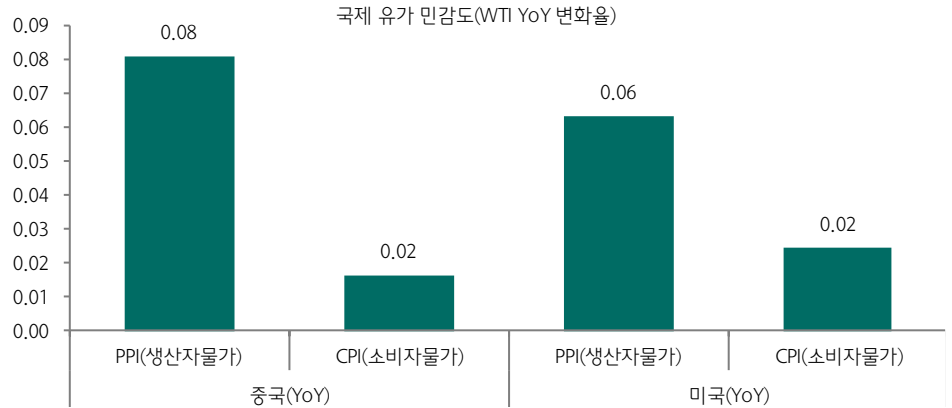
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 15. 미국과 중국의 생산자물가(PPI)는 소비자물가(CPI) 상승률에 비해 국제 유가 변화에 민감한 편

WTI 가격(월말 종가 기준)  
2020/2월 44.5달러 → 3월 20.5달러  
→ 4월 18.8달러

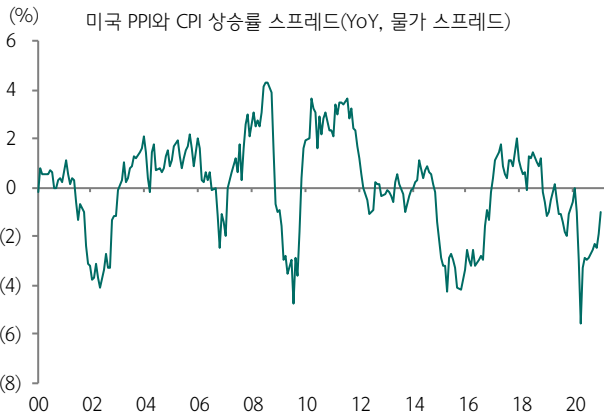
현재 60달러 수준을 유지하더라도  
2021/3~4월 YoY 증가율은  
190~200%

향후 PPI가 CPI 증가율 보다 가팔라  
질 가능성 높음



주) YoY 변화를 민감도는 2000년 이후  
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 16. 생산자물가가 소비자물가 보다 빠르게 상승(1) 미국



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 17. 생산자물가가 소비자물가 보다 빠르게 상승(2) 중국



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 18. 제품 생산원가 상승을 제품 판매가격 인상으로 빠르게 전가할 수 있는 업종과 기업에 관심 필요

PPI(생산자물가)가 CPI(소비자물가)  
보다 빠르게 상승

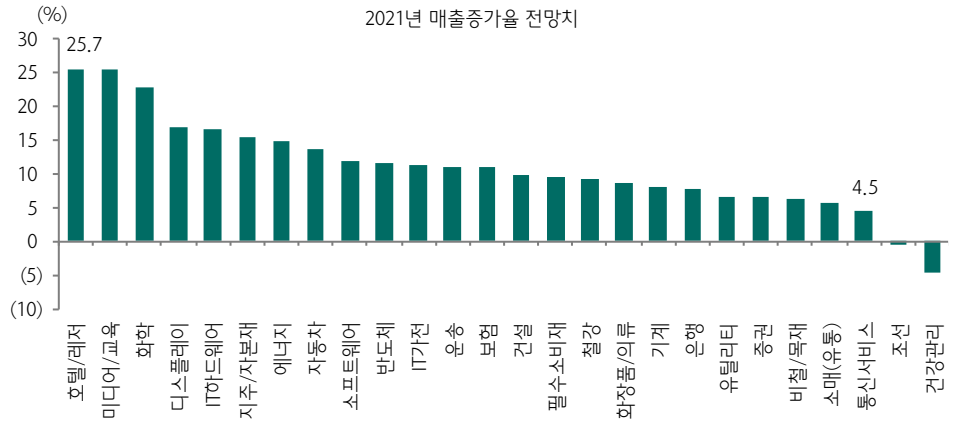
: 투자 업종이나 기업 선택 기준은  
가격 전가율이 중요



자료: Bloomberg, 하나금융투자

2021년 코스피 내 대부분 업종 매출 (금융섹터 순이익) 전년 대비 증가 전망

그림 19. 2021년 국내 증시 대부분 업종 매출 증가 예상

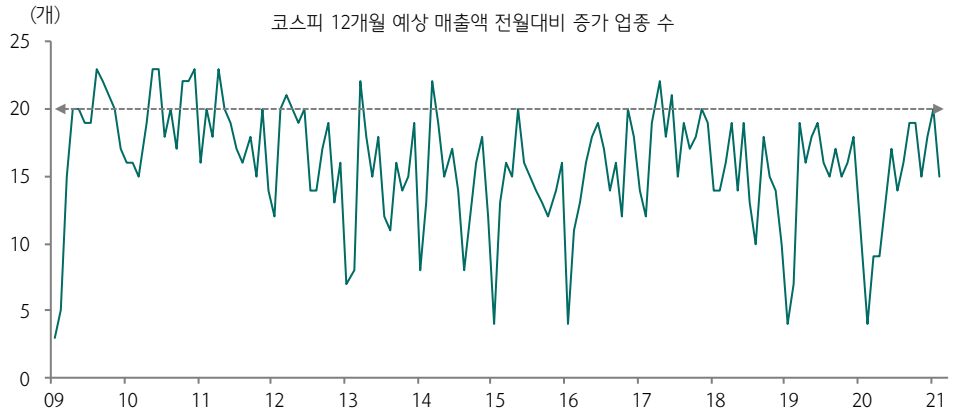


주) 은행, 증권, 보험 순이익 증가율로 표기  
 자료: Quantwise, 하나금융투자

2021년 1월 코스피 총 26개 업종 중 매출 추정치 20개 업종이 상향 조정되며 정점 형성

2월 들어서 상향 조정 업종 수는 15개로 감소

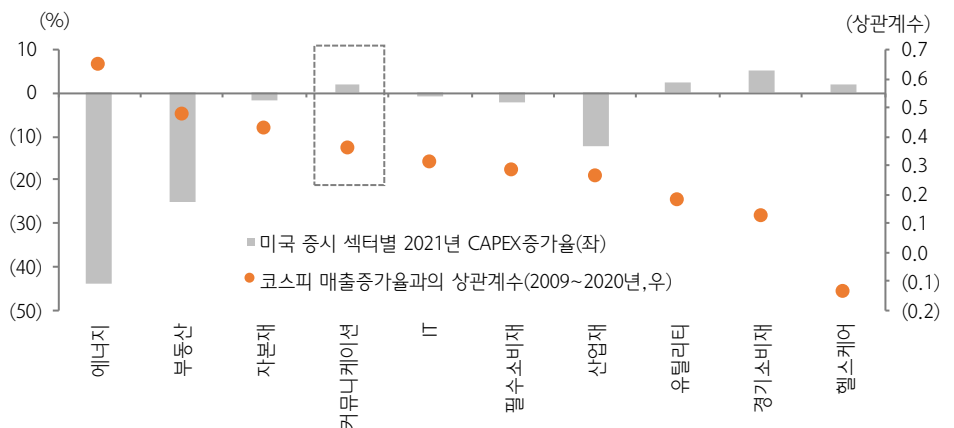
그림 20. 2021년 국내 증시 대부분 업종 매출 증가 기대는 이미 알고 있었던 상황



주) 은행, 증권, 보험 12개월 예상 순이익  
 자료: Quantwise, 하나금융투자

미국 증시 내에서 코스피 매출 증가율과 상관관계가 높으며 2021년 CAPEX 증가율 상승 섹터: 커뮤니케이션

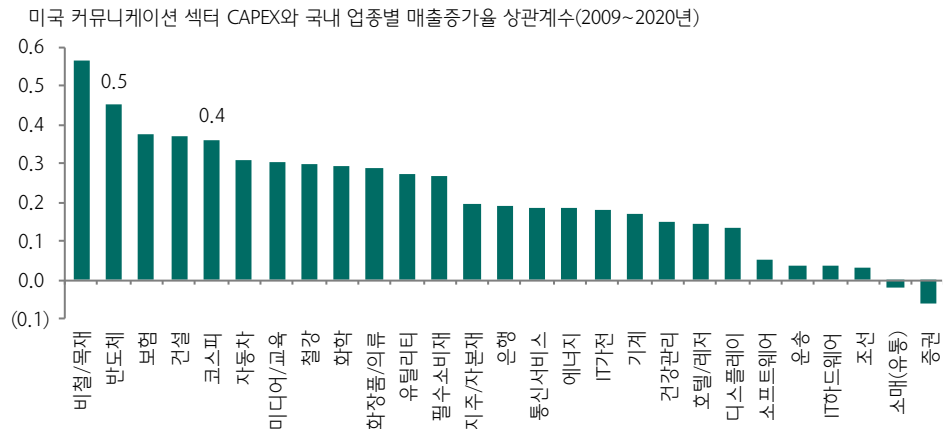
그림 21. 매출 증가에 대한 신뢰 필요(1) 미국 섹터별 CAPEX와의 상관계수와 증가율 고려



주) 상관계수는 2009년 이후  
 자료: Bloomberg, Quantwise, 하나금융투자

미국 커뮤니케이션 CAPEX 증가율과 국내 증시 업종별 매출 증가율 간의 상관관계가 높은 업종: 반도체

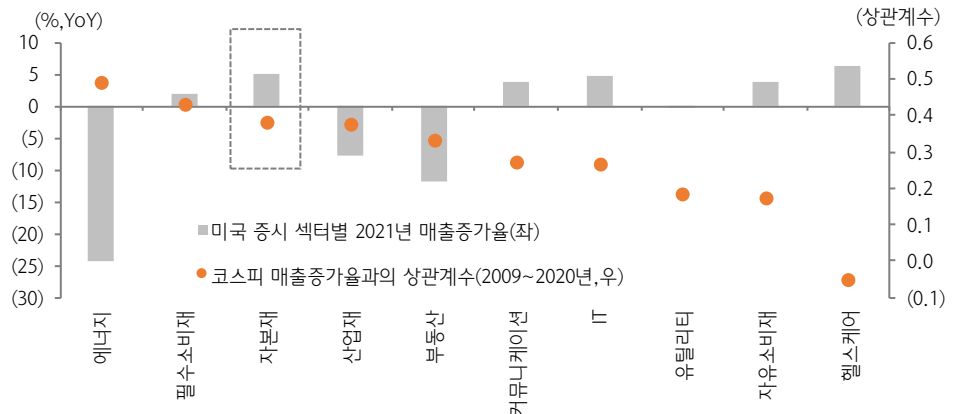
그림 22. 미국 커뮤니케이션 섹터 CAPEX 증가율과 국내 업종별 매출증가율 상관관계수 고려 시: 반도체



주) 상관계수는 2009년 이후  
 자료: Bloomberg, Quantwise, 하나금융투자

미국 증시 내에서 코스피 매출 증가율과 상관관계가 높으며 2021년 매출 증가율 상승 섹터: 자본재

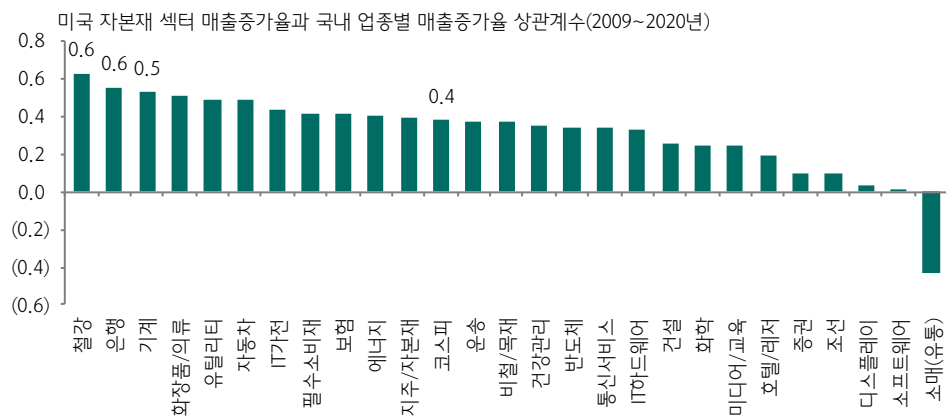
그림 23. 매출 증가에 대한 신뢰 필요(2) 미국 섹터별 매출과의 상관관계수와 증가율 고려



주) 상관계수는 2009년 이후  
 자료: Bloomberg, Quantwise, 하나금융투자

미국 자본재 섹터 매출 증가율과 국내 증시 업종별 매출 증가율 간의 상관관계가 높은 업종: 철강과 기계

그림 24. 미국 자본재 섹터 매출증가율과 국내 업종별 매출증가율 상관관계수 고려 시: 철강, 기계

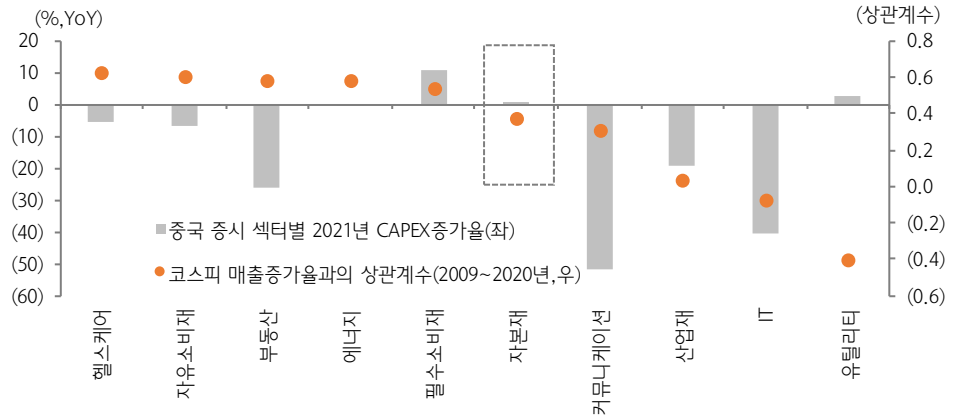


주) 상관계수는 2009년 이후  
 자료: Bloomberg, Quantwise, 하나금융투자



중국 증시 내에서 코스피 매출증가율과 상관계수가 높으며 2021년 매출 CAPEX 증가율 상승 섹터: 자본재

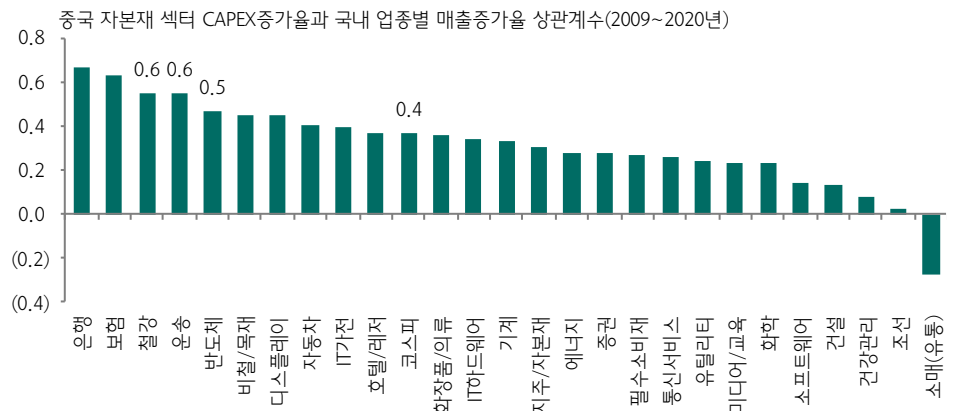
그림 25. 매출 증가에 대한 신뢰 필요(3) 중국 섹터별 CAPEX와의 상관계수와 증가율 고려



주) 상관계수는 2009년 이후  
 자료: Bloomberg, Quantwise, 하나금융투자

중국 자본재 섹터 CAPEX 증가율과 국내 증시 업종별 매출 증가율 간의 상관계수가 높은 업종: 철강, 운송, 반도체

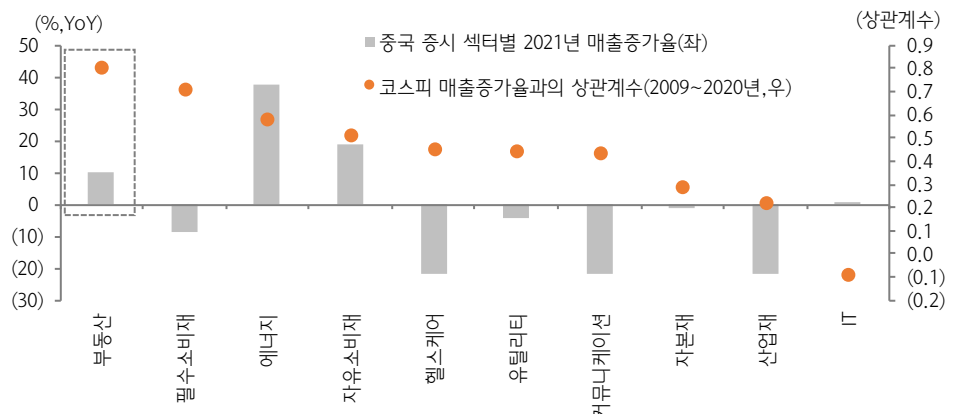
그림 26. 중국 자본재 섹터 CAPEX 증가율과 국내 업종별 매출증가율 상관계수 고려 시: 철강, 운송, 반도체



주) 상관계수는 2009년 이후  
 자료: Bloomberg, Quantwise, 하나금융투자

중국 증시 내에서 코스피 매출 증가율과 상관계수가 높으며 2021년 매출 증가율 상승 섹터: 부동산

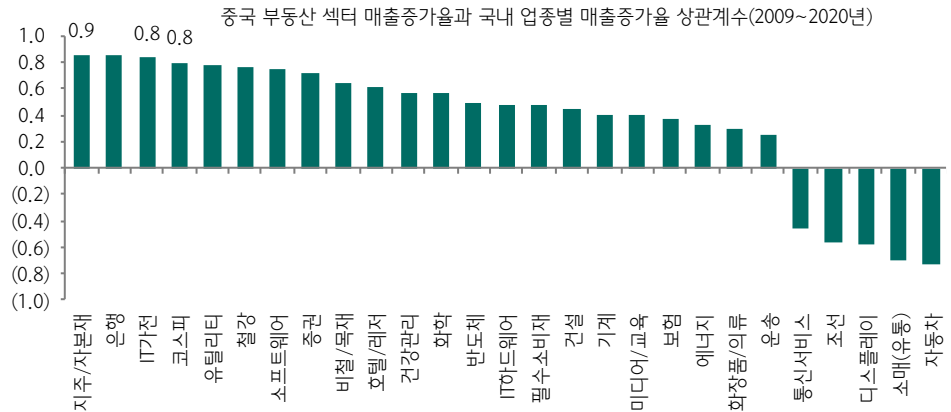
그림 27. 매출 증가에 대한 신뢰 필요(4) 중국 섹터별 매출과의 상관계수와 증가율 고려



주) 상관계수는 2009년 이후  
 자료: Bloomberg, Quantwise, 하나금융투자

그림 28. 중국 부동산 섹터 매출증가율과 국내 업종별 매출증가율 상관관계수 고려 시: 지주, 가전

중국 부동산 섹터 매출 증가율과 국내 중시 업종별 매출 증가율 간의 상관관계수가 높은 업종: 지주/상사, 가전

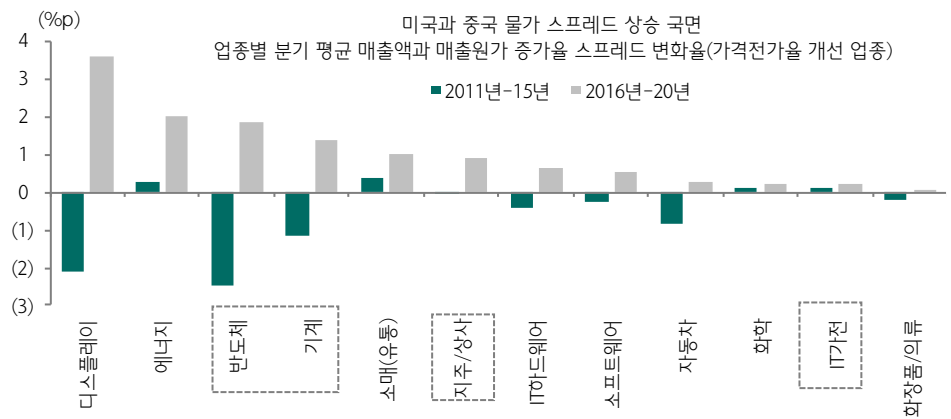


주) 상관관계수는 2009년 이후  
 자료: Bloomberg, Quantivise, 하나금융투자

그림 29. 미국과 중국 물가 스프레드 상승 국면에서 과거에 비해 최근 가격전가율이 개선된 업종들

과거(2011~15년)에 비해 최근 (2016~20년) 가격전가율이 개선된 업종은 디스플레이, 반도체, 기계, 에너지, 자동차 등이 여기에 해당

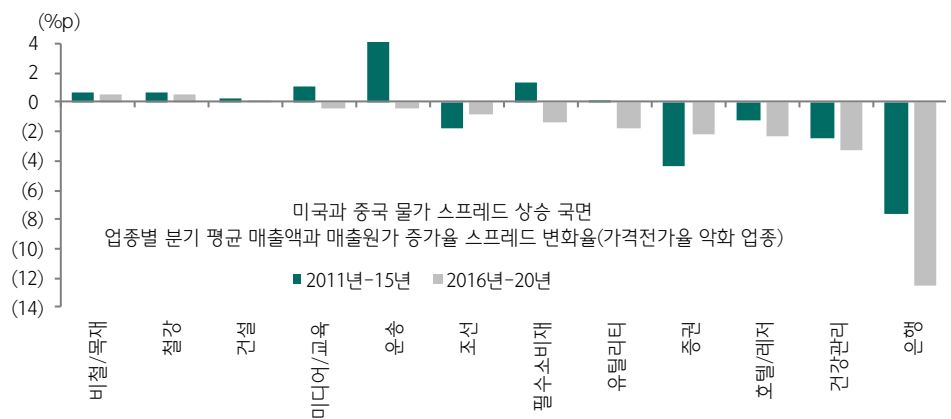
참고로 반도체, 기계, 지주, 가전 등은 매출 증가 신뢰도 높은 업종



자료: Bloomberg, Quantivise, 하나금융투자

그림 30. 미국과 중국 물가 스프레드 상승 국면에서 과거에 비해 최근 가격전가율이 악화된 업종들

과거(2011~15년)에 비해 최근 (2016~20년) 가격전가율이 악화된 업종은 은행, 필수소비재, 유틸리티, 미디어, 호텔/레저 등이 여기에 해당



자료: Bloomberg, Quantivise, 하나금융투자

표 1. 가격전가율이 개선된 업종 내에서 상대적으로 개선 정도가 큰 기업을 선별해 보면, LG디스플레이(일진디스플레이), S-Oil, SK하이닉스, 현대로템, 이마트, 삼성물산, 삼성전기, 카카오, 현대모비스, 롯데케미칼(대한유화), 삼화콘덴서, 윌라홀딩스가 여기에 해당

업종	종목	분기 평균 매출과 매출원가 증가율 스프레드 변화(%p)		매출총이익률 (E, %)	
		2011년-2015년	2016년-2020년	2020년	2021년
디스플레이	LG디스플레이	-2.57	3.69	9.6	15.8
	일진디스플레이	2.14	4.99	-16.5	12.6
에너지	S-Oil	-0.25	1.51	-3.2	6.8
반도체	SK하이닉스	-3.04	7.37	33.7	43.1
기계	현대로템	-1.15	6.78	9.2	9.4
소매(유통)	이마트	0.16	0.10	26.2	26.6
지주/상사	삼성물산	-1.83	3.02	11.6	12.2
IT하드웨어	삼성전기	3.90	6.47	25.6	27.3
소프트웨어	카카오	-0.57	1.50	11.0	14.0
자동차	현대모비스	-1.86	0.34	12.9	13.9
화학	롯데케미칼	-0.87	1.62	9.1	15.2
	대한유화	-0.28	8.70	11.1	17.7
IT가전	삼화콘덴서	-0.32	2.81	23.1	25.7
화장품/의류	윌라홀딩스	0.24	4.94	49.5	50.6

자료: Quantiwise, 하나금융투자