

# [화수분전략]

## 두려움은 어떻게 그리고 누가 끝을 낼까

미국 10년물 국채금리가 '공포지수'의 역할을 하고 있다. 현재 미국 10년물 국채금리(1.56%)는 10년물 기대인플레이션(2.24%) 보다 낮은 수준에 머물러 있다. 경기 보다 물가가 빠르게 상승하고 있다는 생각과 연준의 통화 확장정책 선회가 예상 보다 빨리 전개될 수 있는 생각이 증시의 불안 심리로 연결되고 있다.

증시가 상승 추세로 진입하기 위해서는 무엇이 필요할까? 시중금리가 다시 하락해야 할까? 그러나 이는 경기가 다시 악화되는 국면으로 진입한다는 가정이 필요하기 때문에 증시에는 부정적인 영향을 줄 가능성이 높다.

오히려 10년물 국채금리가 더 상승해서 기대인플레이션을 넘어서면 증시는 다시 상승 추세로 진입할 가능성이 높다고 판단된다. 이러한 상황이 나타나면 물가 보다 경기가 더 빠르게 확장하는 국면으로 투자자들의 인식이 전환될 수 있기 때문이다. 그래야 중앙은행의 통화 확장정책 선회도 정당성을 얻을 수 있다.

▶ 2013년과 2016년 미국 10년물 국채금리는 기대인플레이션 보다 낮았던 시기가 있었다. 2013년 2분기와 2016년 3분기에 들어서면서 국채금리가 상승하기 시작, 기대인플레이션과의 격차 축소, 기대인플레이션을 넘어서었다. 해당 과정이 진행되는 동안 증시는 조정을 받긴 했지만, 이후 국채금리가 안정적으로 기대인플레이션 보다 높은 국면이 지속되면서 증시는 상승 국면에 진입했던 경험이 있었다.

한편 시중금리 레벨이 변하면, 밸류에이션에 관심을 가져야 한다. 2020년에는 제로였던 금리가 1%를 넘어섰고, 상승세가 이어진다면 증시 할인률 변화에 주의를 기울여야 한다. S&P500지수는 미국 10년물 국채금리가 2%까지 상승하는 국면에서, 코스피는 국내 3년물 국채금리(현재 1.07%)가 2%까지 상승하는 국면에서 PER이 가장 크게 하락하는 경향이 있다. 이러한 현상은 최근 증시 조정을 설명할 수 있는 중요한 변수 중 하나다.

연초 S&P500지수 EPS는 164달러에서 현재 172달러로, 코스피 순이익은 130조원에서 현재 141조원으로 증가했다. 반면 S&P500지수 PER은 27배에서 현재 22배, 코스피 PER은 15배에서 현재 13배로 하락했다. 지금은 이익이 아닌 밸류에이션 조정 국면이다.

PER 하락이 불가피하다면, 그 하락에 정당성을 부여 할 수 있는 즉 '이익 증가 국면에서 PER이 상대적으로 빠르게 하락할 수 있는 업종'을 찾아야 한다. 글로벌 제조업 구매물가지수가 빠르게 상승하고 있고, 국내와 같이 원자재나 중간재 수출 비중이 높은 국가는 가격 상승을 기반으로 이익 개선을 기대하고 있다.

▶ 인플레이션이 상승할 때 과거(2002~11년)에는 MSCI 전세계 시클릭 업종의 EPS 개선과 주가 상승이 상대적으로 컸지만, 2012~20년에는 Tech 업종의 EPS 개선과 주가 상승이 상대적으로 큰 편이다. 인플레이션을 주도하고, 수혜를 받는 업종이 과거와 달라졌다는 점을 고려해야 한다. 2012년 이후 국내 증시에서 이익이 증가할 때 PER이 상대적으로 빠르게 낮아진 대표 업종도 IT하드웨어와 반도체다. 두 업종은 최근까지도 이익 추정치가 상대적으로 빠르게 상향 조정, PER 하락 정도는 상대적으로 큰 편이다(표1 참고).

### Investment Idea

Equity



주식전략 이재만

02-3771-7547

duke7594@hanafn.com

RA 신다운

02-3771-7516

dawoonshin@hanafn.com

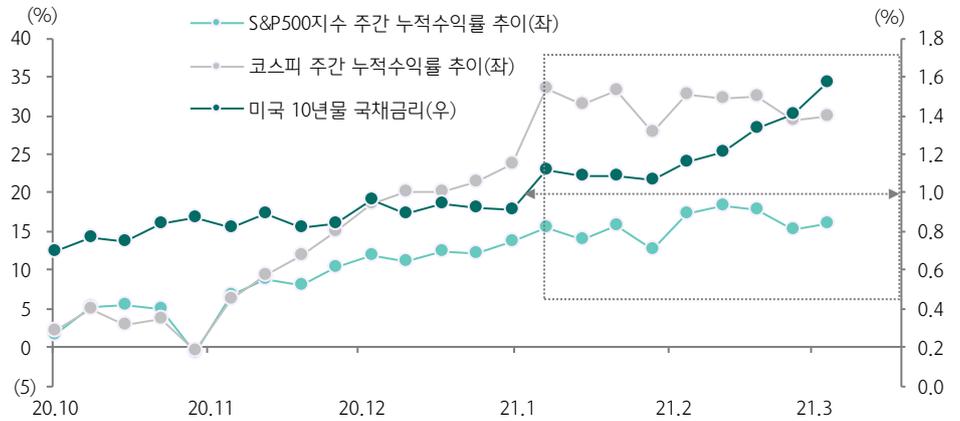
### Compliance Notice

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 책임에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 두려움은 어떻게 그리고 누가 끝을 낼까

그림 1. 미국 10년물 국채금리가 공포지수와 같은 역할을 하고 있음

미국 10년물 국채금리가 1%를 돌파한 이후 S&P500지수와 코스피가 동시에 상승세가 뚜렷하게 약화

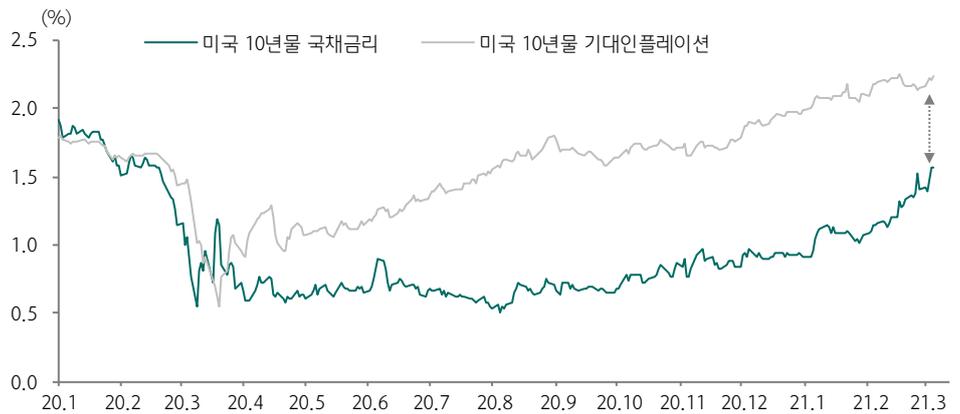


자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 2. 미국 10년물 국채금리 상승이 두려운 이유: 경기보다는 물가가 빠르게 상승하고 있다는 생각

미국 10년물 국채금리(1.56%)는 미국 10년물 기대 인플레이션(2.24%)보다 낮은 수준

▶ 시중금리가 더 상승할 수 있다는 생각, 경기 보다는 물가 빠르게 오르고 있다는 생각, 연준의 통화정책이 확장에서 중립이나 긴축으로 선회할 수 있다는 생각



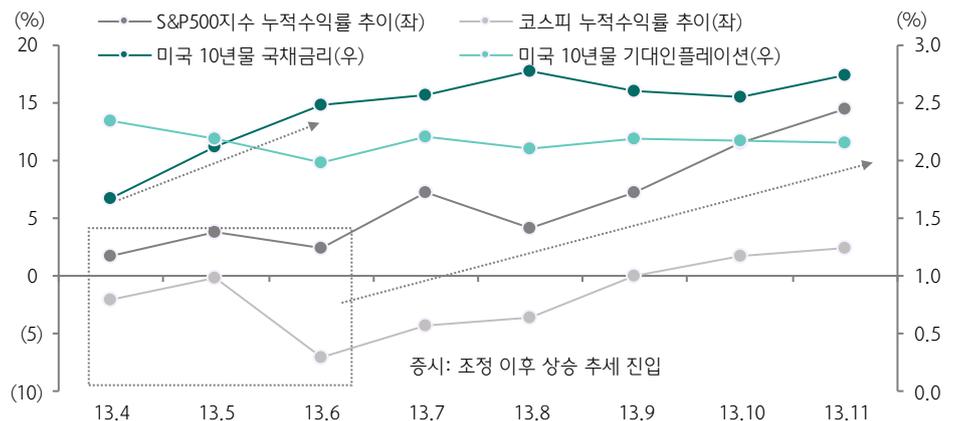
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 3. 단기에는 조금 더 공포심리가 커질 수도 있겠지만, 미국 10년물 국채금리가 기대인플레이션을 넘어서는 정도로 상승하면 오히려 증시는 상승 추세로 진입(1) 2013년의 경험

2013년 2분기 미국 10년물 국채금리가 상승하면서 10년물 기대인플레이션 넘어섰던 경험

당시 증시는 초기 조정 국면이 있었지만, 오히려 이후에는 상승 추세로 진입

물가 보다 경기가 더 빠르게 확장하고 있다는 인식의 변화



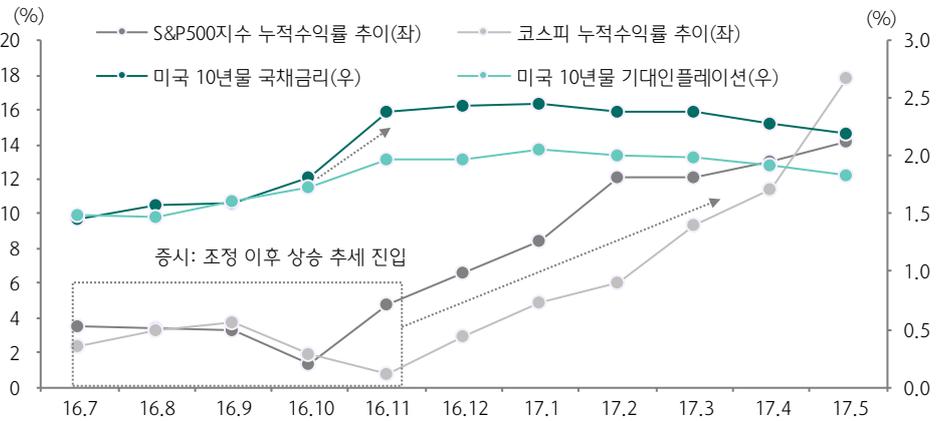
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 4. 단기에는 조금 더 공포심리가 커질 수도 있겠지만, 미국 10년물 국채금리가 기대인플레이션을 넘어서는 정도로 상승하면 오히려 증시는 상승 추세로 진입(2) 2016년의 경험

2016년 3분기 미국 10년물 국채금리가 상승하면서 10년물 기대인플레이션 넘어섰던 경험

당시 증시는 초기 조정 국면이 있었지만, 오히려 이후에는 상승 추세로 진입

물가 보다 경기가 더 빠르게 확장하고 있다는 인식의 변화



자료: Bloomberg, 하나금융투자

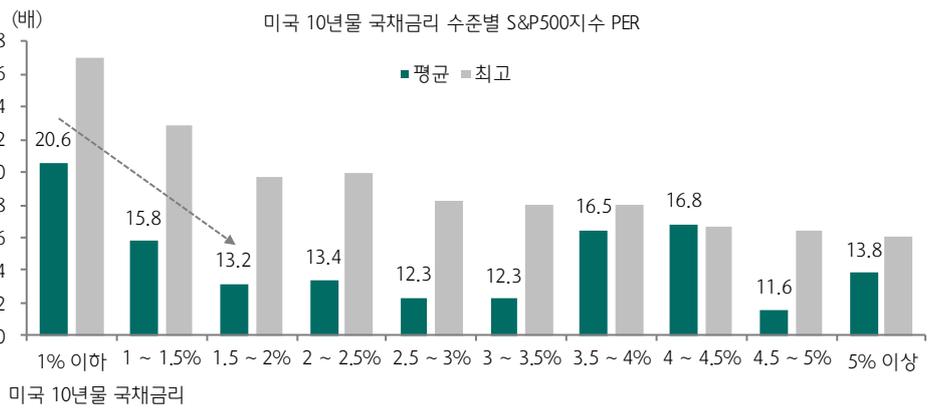
그림 5. 금리 상승 국면에서는 밸류에이션도 챙겨볼 필요가 있음(1): 시총금리 상승→ 할인율 상승, PER 하락. S&P500지수 PER, 10년물 국채금리 1.0~1.5% 수준에서 PER 가장 크게 하락

시총금리 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 1.6% S&P500지수 PER 22.3배

▶10년물 국채금리 1.0~1.5%, PER 평균 13.2배



자료: Bloomberg, 하나금융투자

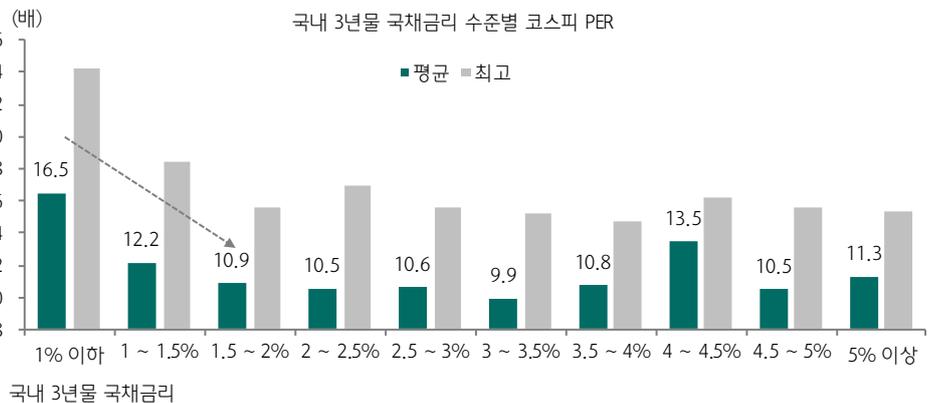
그림 6. 금리 상승 국면에서는 밸류에이션도 챙겨볼 필요가 있음(2): 시총금리 상승→ 할인율 상승, PER 하락(2) 코스피 PER, 3년물 국채금리 1.0~1.5% 수준에서 PER 가장 크게 하락

시총금리 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 1.1% 코스피 PER 13.1배

▶3년물 국채금리 1.0~1.5% 평균 PER 12.2배



자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 7. 최근 증시 조정은 기업 이익이 아니라 PER 조정 과정으로 이해(1) S&P500지수

2020년 연말 S&P500지수 PER은 27배까지 상승. 현재 22배

2021년 연초 S&P500지수 EPS는 164달러에서 현재 172달러로 증가



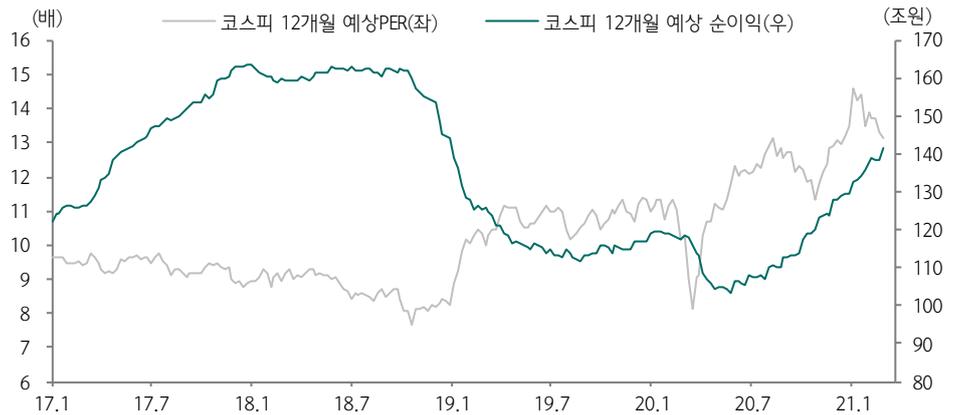
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 8. 최근 증시 조정은 기업 이익이 아니라 PER 조정 과정으로 이해(2) 코스피

2021년 1월 초 코스피 PER은 15배까지 상승. 현재 13배

2021년 연초 코스피 순이익은 130조원에서 현재 141조원으로 증가

PER 하락이 불가피하다면, 그 하락에 정당성을 부여 할 수 있는 즉 '이익 증가 국면에서 PER이 상대적으로 빠르게 하락할 수 있는 업종' 관심



자료: Quantivise, 하나금융투자

그림 9. 글로벌 제조업 구매물가지수 상승, 국내 수출가격지수 상승 기대

글로벌 제조업 구매물가지수가 빠르게 상승세. 국내 수출물가지수 상승 기대

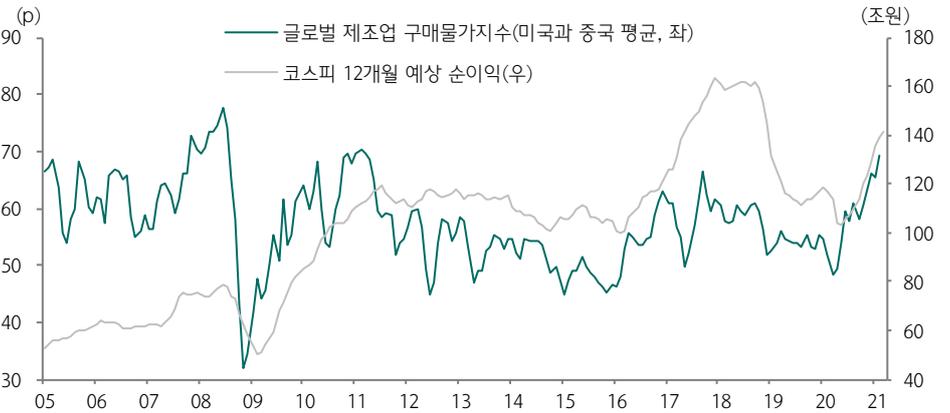


자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 10. 글로벌 제조업 구매물가지수 상승, 가격 상승을 기반으로 국내 기업 이익 개선 기대

글로벌 제조업 구매물가지수가 빠르게 상승세

국내와 같이 원자재나 중간재 수출 비중이 높은 국가는 가격 상승을 기반으로 이익 개선 기대

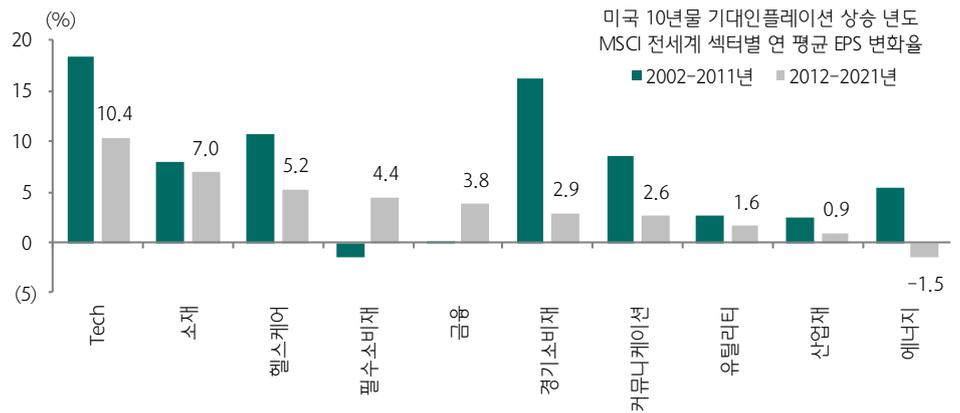


자료: Bloomberg, Quantivise, 하나금융투자

그림 11. 인플레이션이 상승할 때 전세계 섹터별 EPS 증가율: Tech가 가장 높음

인플레이션이 상승할 때

Tech 섹터의 이익 개선 정도가 가장 큰 편



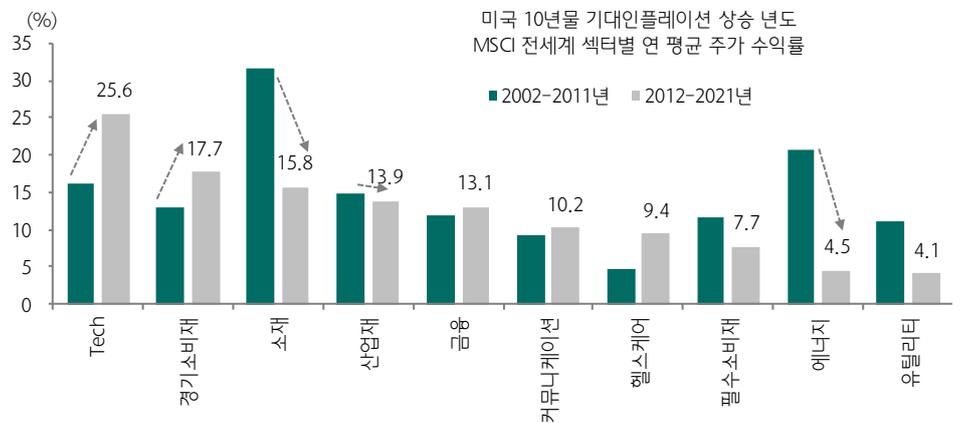
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 12. 인플레이션이 상승할 때 전세계 섹터별 추가 수익률: Tech가 상대적으로 크게 높아짐

다만 인플레이션이 상승할 때 과거 (2002~11년)에는 MSCI 전세계 시클리컬 업종의 추가 상승이 상대적으로 컸음

하지만 2012~20년에는 Tech 업종의 EPS 개선과 추가 상승이 상대적으로 큰 편

인플레이션을 주도하고, 수혜를 받는 업종이 과거와 달라졌다는 점을 염두



자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 1. 2012년 이후 국내 증시에서 이익이 증가할 때 PER이 상대적으로 빠르게 낮아진 대표 업종도 IT하드웨어와 반도체. 두 업종은 최근까지도 이익 추정치가 상대적으로 빠르게 상향 조정, PER 하락 정도는 상대적으로 큰 편

업종	순이익 증가 국면 PER 변화 민감도	12개월 예상PER(2021년)			2021년 순이익 추정치 변화율(%)	
		최고점(배)	현재(배)	변화율(%)	연초 대비 현재	2월 초 대비 현재
코스피	-0.05	14.6	13.1	-10.2	9.1	4.3
소매(유통)	-0.87	13.4	13.2	-1.0	3.7	3.3
보험	-0.81	9.0	8.1	-9.5	10.4	2.8
통신서비스	-0.79	9.7	9.1	-6.9	3.4	2.5
<b>IT하드웨어</b>	<b>-0.73</b>	<b>17.7</b>	<b>15.4</b>	<b>-13.0</b>	<b>20.3</b>	<b>6.1</b>
<b>반도체</b>	<b>-0.71</b>	<b>14.6</b>	<b>12.9</b>	<b>-11.4</b>	<b>10.1</b>	<b>6.3</b>
건설	-0.63	8.1	7.5	-7.1	4.8	2.0
<b>에너지</b>	<b>-0.63</b>	<b>27.0</b>	<b>22.4</b>	<b>-16.9</b>	<b>14.6</b>	<b>10.6</b>
유틸리티	-0.60	12.8	12.6	-2.0	-26.6	-20.7
철강	-0.43	11.5	10.6	-7.8	17.3	4.0
증권	-0.43	6.9	5.5	-19.4	17.4	4.0
호텔, 레저	-0.42	70.6	57.0	-19.3	-24.0	-13.4
조선	-0.30	48.0	41.1	-14.4	11.2	2.8
IT가전	-0.28	25.8	20.9	-19.1	8.5	4.7
<b>화학</b>	<b>-0.22</b>	<b>20.2</b>	<b>17.5</b>	<b>-13.4</b>	<b>14.4</b>	<b>8.3</b>
자동차	-0.18	11.2	9.6	-14.7	9.1	3.2
<b>운송</b>	<b>-0.16</b>	<b>16.4</b>	<b>11.3</b>	<b>-31.1</b>	<b>37.2</b>	<b>24.1</b>
필수소비재	-0.12	12.1	11.2	-7.5	6.6	5.0
소프트웨어	-0.11	33.2	30.7	-7.7	13.2	1.9
비철, 목재	-0.10	11.8	11.0	-6.7	7.2	1.2
은행	-0.02	4.9	4.6	-5.3	5.9	2.4
기계	0.00	14.8	12.9	-12.8	8.1	7.8
지주/상사	0.04	16.2	13.8	-14.8	1.1	0.2
미디어, 교육	0.10	30.6	26.8	-12.3	4.5	1.2
건강관리	0.15	72.3	67.5	-6.6	-16.9	-11.3
화장품, 의류	0.20	19.4	18.7	-4.0	5.6	5.2

주) 순이익 증가 국면 업종별 PER 변화 민감도: 2012년 이후 기준  
 자료: Quantwise, 하나금융투자