

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2021. 4. 6 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

황보 국면 펀더멘탈 체크

: 이익 전망치 상향 지속, 밸류에이션 부담 완화

오늘의 차트

테마형 ETF 자금 유출이 추가하락으로 이어질 가능성

칼럼의 재해석

중국, 국채시장의 Safe Haven

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.

Strategy Idea



▲ **퀀트**
 Analyst **강봉주**
 02. 6454-4903
 bj.kang@meritz.co.kr
 RA **이정연**
 02. 6454-4895
 jungyeon.lee@meritz.co.kr

횡보 국면 펀더멘탈 체크 : 이익 전망치 상향 지속, 밸류에이션 부담 완화

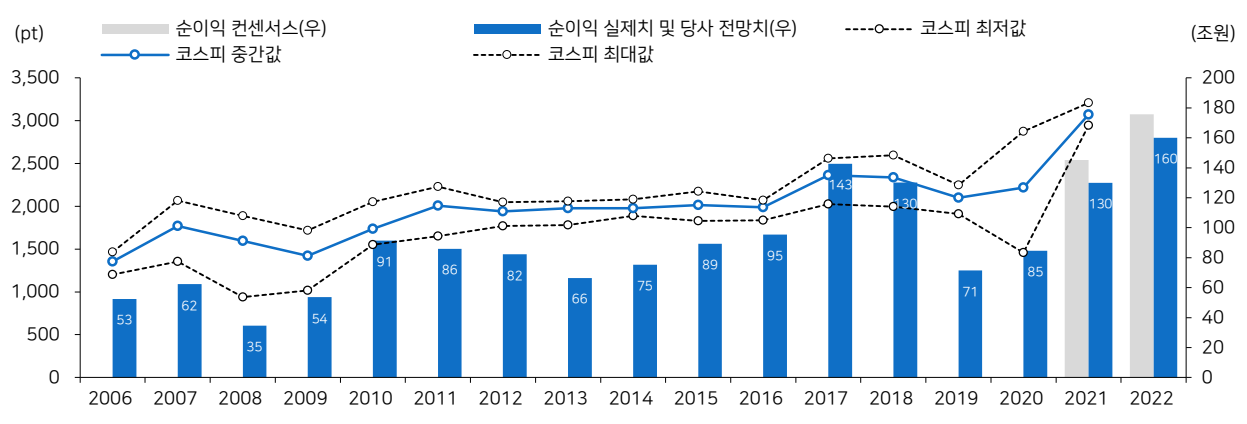
- ✓ 증시 횡보 국면에서도 이익 전망치 상향 지속, 코스피 순이익 2022년 160조까지 개선 예상
- ✓ 이익 개선, 주가 하락으로 최근 코스피 PER 13배까지 하락, 밸류에이션 부담 완화
- ✓ 이익 전망치 변화, PER, 주가 범위 상 투자 매력도 상위 업종 : 반도체, 화학, IT하드웨어

증시 횡보 국면에서 한국 기업 이익 개선세 지속, 밸류에이션 부담 완화

연초 이후 증시가 3개월 이상 횡보세를 나타내고 있다. 코스피 기준 3,000pt 하회
 가 여러 번 나타났지만 완만한 반등을 거듭하며 선방했다. 높아진 경기 회복 기대
 치, 물가 상승 우려, 금리 상승 우려 등 다양한 리스크 요인들도 증시에 반영되는
 중이다. 이에 따라 일부 주도주들의 주가도 고점 대비 10~20%씩 하락했다.

향후 중요한 점은 연초 증시 급등의 배경이 된 경기 회복, 기업 실적 기대가 얼마
 나 현실화 될 것이라는 점이다. 또한, 금리 반등 국면이 이미 시작된 점에서 밸류
 에이션 논쟁도 꾸준할 것이다. 본문에서 보겠지만 이익 전망치 상향이 지속되며
 최근 밸류에이션 부담은 상당 부분 완화되어 긍정적이다. 증시는 횡보 국면을 통
 과하며 상승 여력을 축적해가는 중으로 판단한다.

그림1 연도별 순이익 및 코스피 범위: 2021년 130조, 2022년 160조로 이어지는 장기 기업 이익 개선 국면

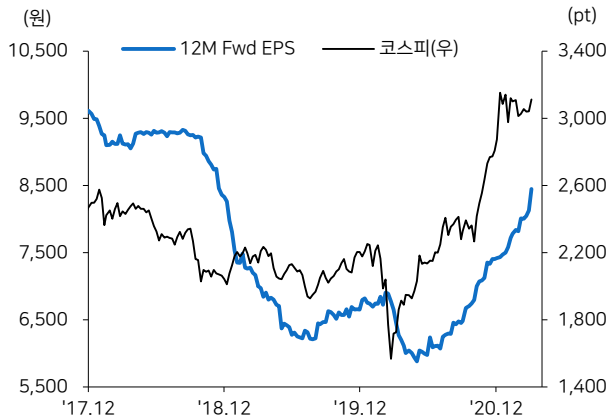


주: 2021년, 2022년의 순이익 실제치 부분은 당사 전망치
 자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

2020년 6월 이후 12개월 예상
이익 전망치 44% 반등
PER 13.0배

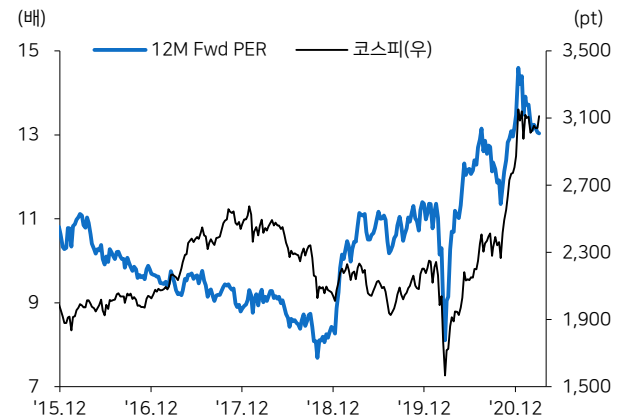
그림2에서 보듯이 한국 12개월 예상 EPS 전망치는 6월 이후 44%나 반등하며
증시 반등의 기본 동력으로 작용했다. 최근의 전망치 상향 추세나 12개월 예상 이
익의 계산 방식상 향후에도 당분간 매월 2%전후 상승 가능성이 높다. PER은 연
초에 증시 급등으로 15배까지 상승했으나 최근 이익 전망치 개선과 주가 하락으
로 13배까지 낮아졌다. 코로나 전 PER 범위 상단 11.4배보다는 여전히 높지만
15배에 비해서는 밸류에이션 부담이 상당히 완화된 셈이다.

그림2 한국 12개월 예상 EPS vs 코스피



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한국 12개월 예상 PER vs 코스피

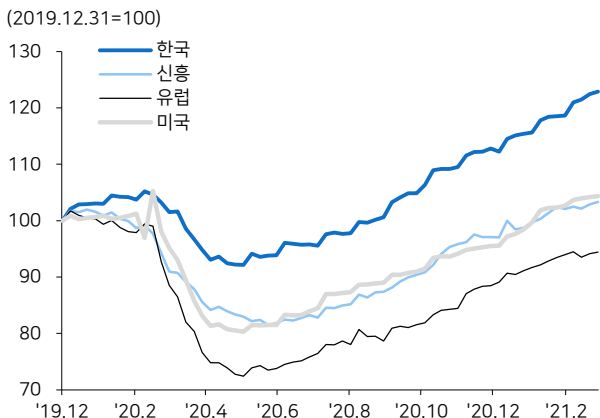


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

한국은 글로벌 대비 이익 개선폭
가장 크고 PER 상향폭은
평균 이하

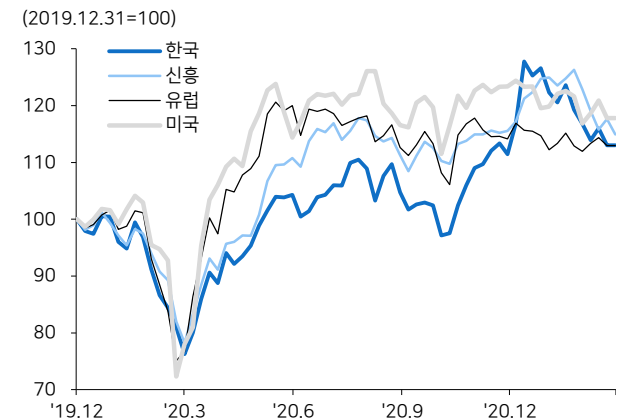
한국의 이익 개선세와 PER 추이를 글로벌 주요국과 비교해보자. 미국, 유럽, 신흥
국에 비해 한국은 2020년 코로나 국면에서 이익 전망치 하향 폭이 가장 작았으며
이후 반등 강도는 가장 크다. 한편, PER 상향폭은 글로벌 대비 소폭 낮은 편이다.
한국의 펀더멘탈 투자 매력이 글로벌 대비 높은 기본 근거이다.

그림4 국가별 EPS추이_2020년 이후



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림5 국가별 PER추이_2020년 이후

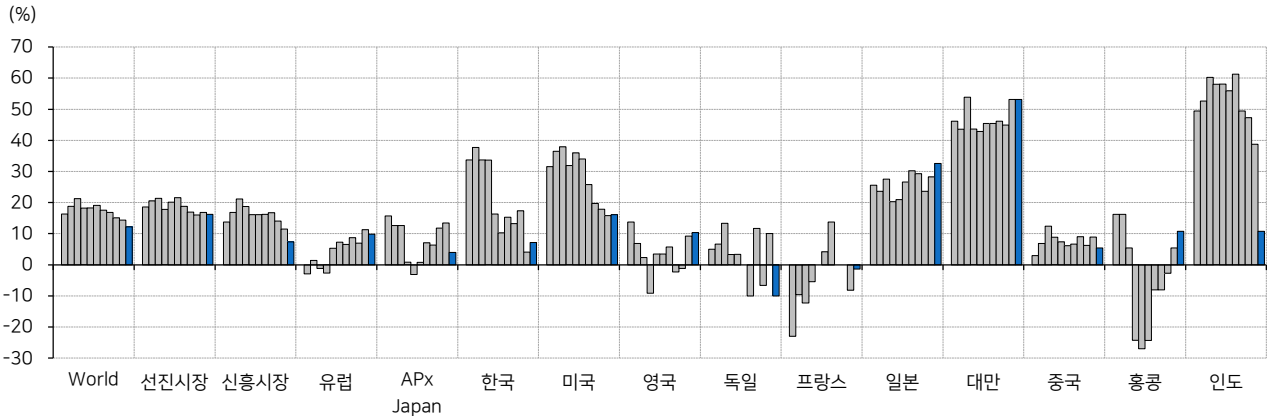


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 주요국 기업 이익 전망치
상향 지속

최근 EPS 순상향 회사수 비율을 보면 글로벌 주요국 대부분이 상향 추세를 지속했다. 한국도 최근 2주간 상향 강도가 소폭 둔화됐으나 상향조정 중이다. 한국은 IT, 2차전지, 자동차를 중심으로 다양한 업종의 성장세가 고르게 나타나는 점을 높게 평가할 만하다.

그림6 국가별 EPS 순상향 회사수 비율_최근 12주



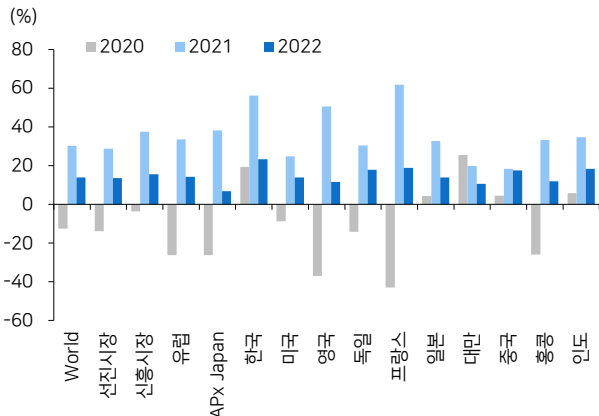
주1: 12M Fwd EPS 기준 (EPS 상향조정된 종목수 - EPS 하향조정된 종목수)/(EPS 추정치가 있는 전체 종목수)로 계산

주2: 파랑색 막대그래프: 최근 1주

자료: I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

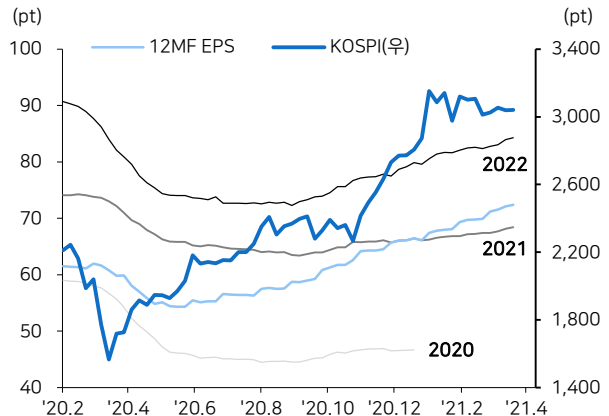
한국은 2019년 40%대의 큰 폭의 이익 감소 후 2020, 2021, 2022년까지 이어지는 장기간의 높은 이익 증가 추세가 예상된다. 특히, MSCI 중목 기준으로는 2021년 56%의 높은 이익 증가 이후 2022년에도 23%의 추가 증가가 전망된다. 향후 매크로 환경에 따라 전망치의 일부 하향 조정 가능성을 감안하더라도, 증시 상승 여력이 상당히 확보되어 있다고 볼 만 하다.

그림7 국가별 연간 EPS 증가율



자료: I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

그림8 KOSPI vs 연도별 EPS

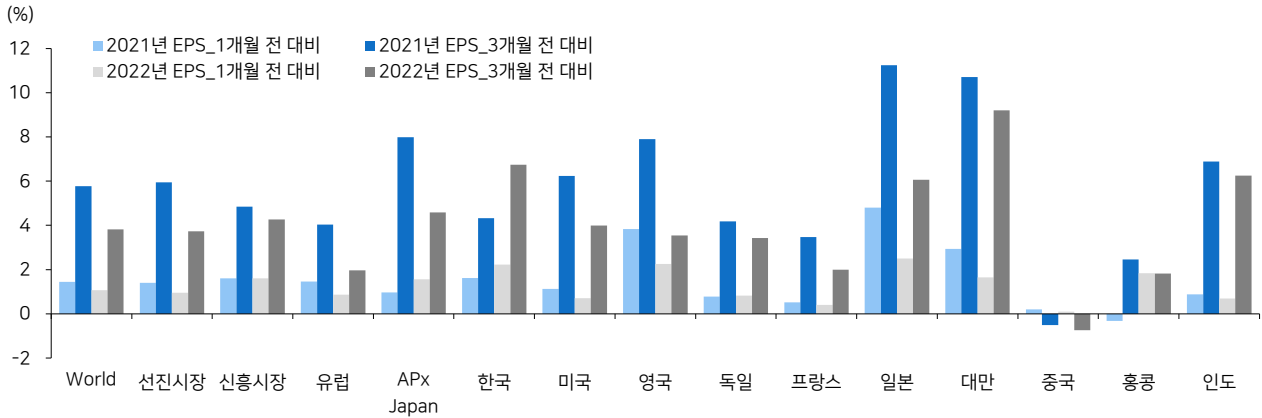


자료: I/B/E/S, Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

2021년 및 2022년 이익 전망치
상향 지속중

1분기 실적 발표 시즌을 앞두고 최근 국가별 이익 전망치 상황이 지속되는 점이 긍정적이다. 한국도 2021년뿐만 아니라 2022년도 이익 전망치 상황이 뚜렷하다는 점에 주목할 만하다. 단기적으로 증시가 횡보 또는 소폭 하락을 보일 수 있지만 중장기 상승 추세내에 있다고 판단하는 기본 근거이다.

그림9 국가별 EPS추정치 변화율

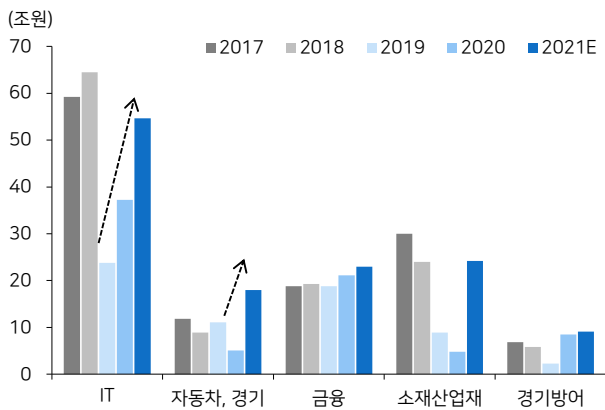


자료: I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

IT, 자동차, 에너지, 소재, 산업재
이익 증가율, 이익 전망치 상황
우수

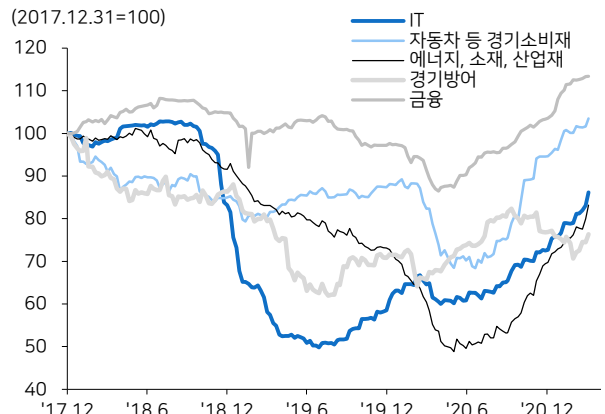
한국 업종별로는 IT, 자동차 및 경기소비재가 전반적으로 2021년 높은 이익증가율이 예상되며, 금융, 경기방어 업종은 상대적으로 낮은 이익 증가를 예상한다. 한편, 금융 업종은 최근 금리 반등 및 업황 회복 기대감으로 이익 개선세가 가팔라진 점이 긍정적이다. 1분기의 실적 발표를 전후로 높아진 이익 전망치의 신뢰도가 검증될 것이다. 당사는 전반적으로 기대치 대비 양호한 실적 흐름을 전망한다.

그림10 업종별 순이익 추이



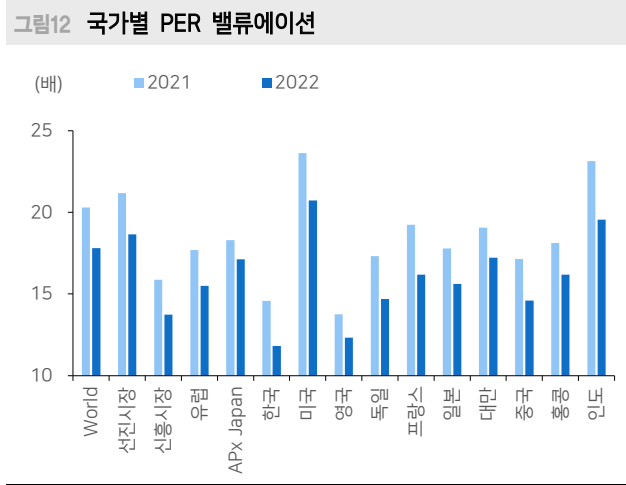
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림11 업종별 이익전망치 추이_2018년 이후

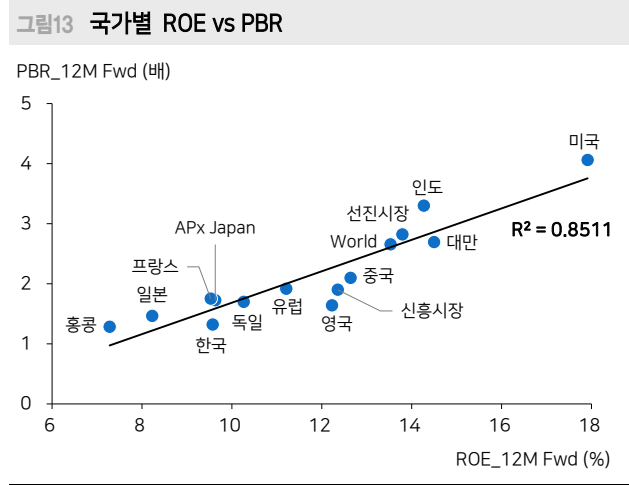


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

밸류에이션을 다시 점검하자면, 글로벌 대비 한국의 PER은 상대적 저평가 상태이다. ROE, PBR 측면에서도 여전히 저평가 상황이다. 한국의 낮은 PER의 근거로는 낮은 배당성향, 높은 이익 변동성, 기업 지배 구조의 한계점 등이 거론된다. 한편, 해당 요소들은 느리지만 완만히 개선되고 있다는 점과, 주요국 대비 가장 높은 이익 개선세를 고려하면 밸류에이션 부담은 최근 많이 완화된 것으로 평가한다.



자료: I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

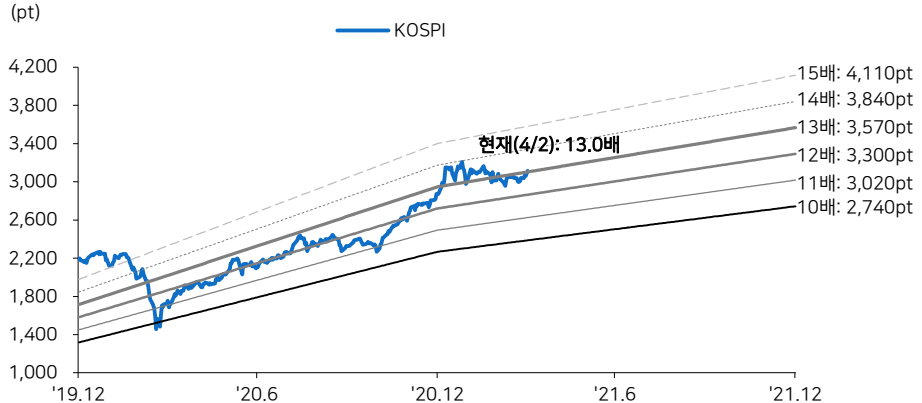


자료: I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

한국 12개월 예상 PER : 13.0배
 현재의 이익 전망치 유지 가정시
 13배, 14배 PER에 해당하는
 연말 코스피 3,570pt, 3,840pt
 PER 11~12배 : 3,020~3,300pt
 연중에는 이익 전망치 의구심과
 PER 하락으로 3,000pt 하회 가능

‘주가 = 이익 * PER’의 관계에 따라 이익과 PER의 변화에 따른 연말 시점의 코스피 시나리오를 점검하자. 2022년 21%의 이익 증가 전망을 고려하면 연말의 12개월 예상 이익은 현재 대비 약 14% 증가하는데 이에 따른 수치를 표시했다. 필자는 연말의 이익 전망치는 보수적으로는 과거 평균(20%)보다 적은 10% 이하의 하향 조정, 낙관적으로는 5%의 상향 조정을 예상한다. PER은 12~14배를 예상한다. 향후 다른 보고서에서 자세히 전망하겠으나, 가령 이익 전망치 변화 0, PER 13배를 가정하면 연말시점의 코스피는 3,500대로 추정된다.

그림14 2021년 연말까지의 PER 시나리오별 코스피 추정치: 현재 이익 전망치 기준



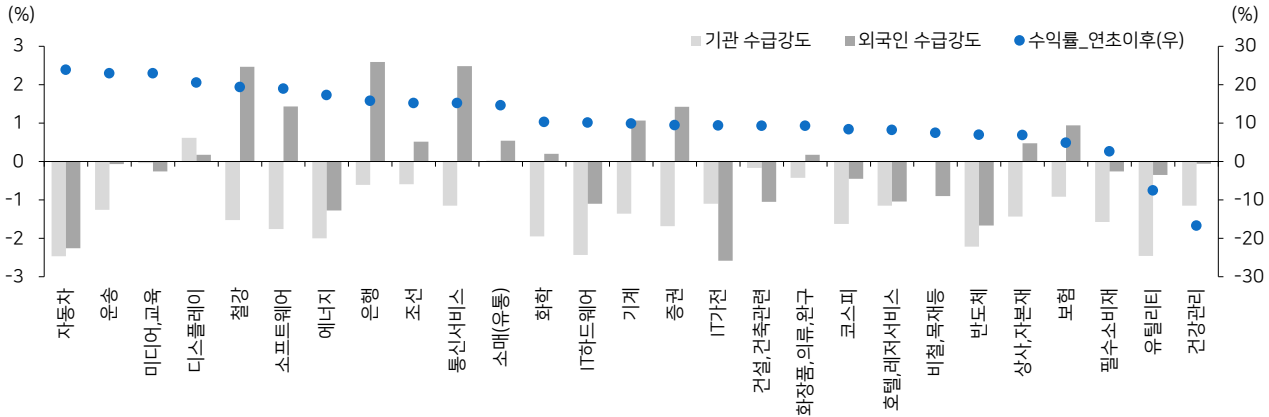
주: 4월 2일 증가 3,112.8pt 기준
 자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

업종별 수급 및 펀더멘탈 체크

연초 이후 업종별 외국인
순매수가 업종 수익률에 영향

연초 이후 업종별로는 자동차, 운송, 미디어, 디스플레이, 철강, 소프트웨어의 수익률이 우수했다. 전반적으로 업종별 외국인 순매수가 수익률 순위에 영향을 준 것으로 볼 만 하다. 금융, 통신 업종에 대한 외국인 순매수도 주목할 만 하다.

그림15 연초이후 업종별 수급강도 vs 수익률

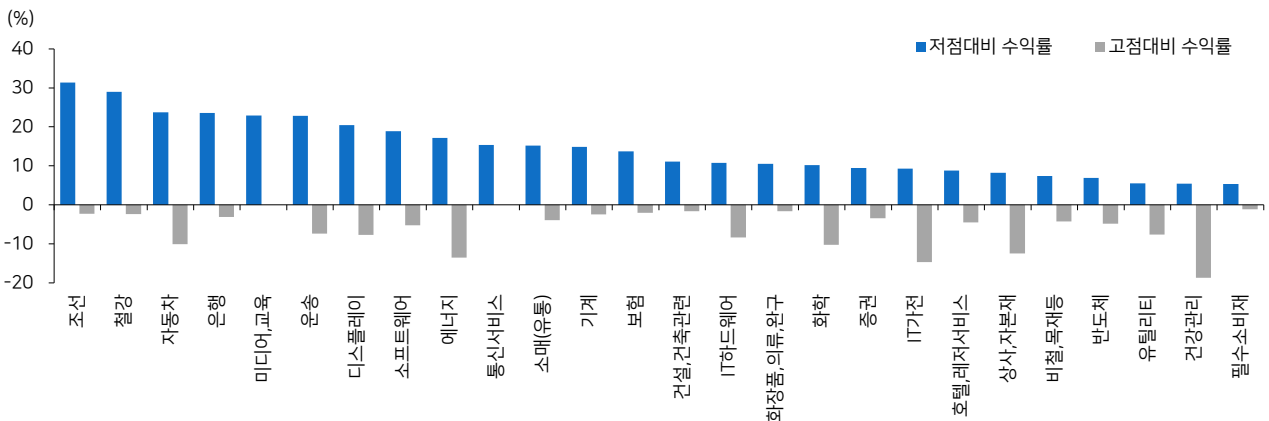


주: 수급강도는 '연초이후 누적순매수 / 시가총액'으로 계산
자료: Enguide, 메리츠증권 리서치센터

증시 홍보 국면 연장 가능성
박스권 하단에 주가가 위치한
반도체, IT하드웨어, IT가전, 화학
유리

연초 이후 업종 전반적인 소폭의 주가 조정이 나타났다. 필자는 중장기 증시 상승 여력에도 불구하고 2,3개월 단기로는 홍보 국면 연장에 무게를 둔다. 매크로 불확실성 및 분기 실적 확인 심리가 우세하다고 보기 때문이다. 홍보 국면이 이어진다면, 금융, 조선, 철강, 필수소비재, 소프트웨어 등 박스권 상단에 주가가 위치한 업종보다는 반도체, IT하드웨어, IT가전, 화학 등이 유리하다고 예상된다.

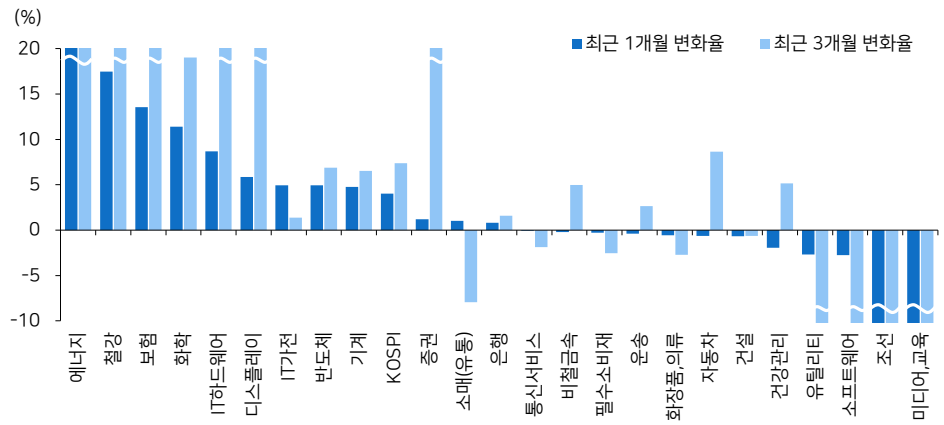
그림16 연초이후 업종별 고점 대비 수익률, 저점 대비 수익률



자료: Enguide, 메리츠증권 리서치센터

곧 시작될 1분기 실적 시즌과 관련해 최근 1개월 간 소재, 산업재, 반도체, IT하드웨어, IT가전 업종의 이익 전망치가 상향됐다. 미디어, 조선, 소프트웨어, 유틸리티, 건강관리는 하향조정을 나타냈다.

그림17 업종별 영업이익의 추정치 변화율_2021년 1분기 기준

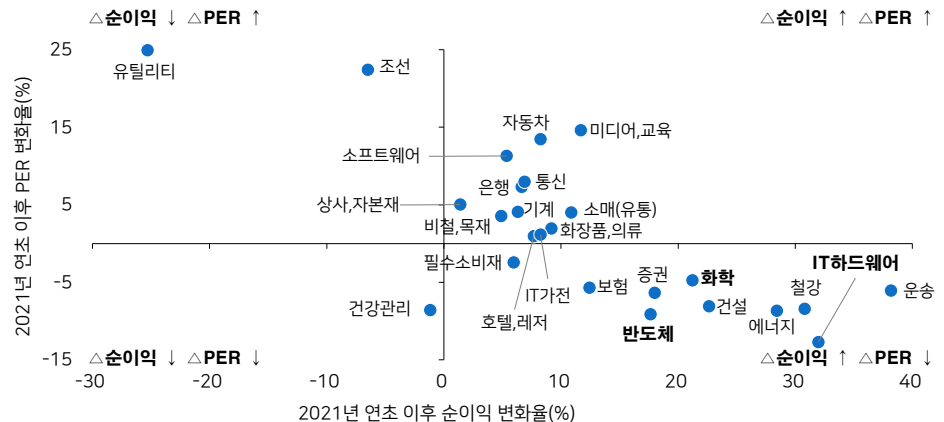


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

투자매력도 상위 업종 :
반도체, 화학, IT하드웨어

현 시점의 업종별 투자매력도를 점검하기 위해 2021년 연초와 비교한 이익 전망치 및 PER의 변화율에 주목해 보자. 연초 증시 급등 이후 이익의 개선, PER의 하향이 나타나는 국면임에 주목하면 우측 하단의 업종에 주목할 만 하다. 이익 개선세가 뚜렷하면서 연초 주가 조정 등의 이유로 밸류에이션 부담이 완화된 업종들이기 때문이다. 앞서 설명한 주가 범위 등을 종합적으로 고려하면 반도체, 화학, IT하드웨어 등이 유리하다고 판단된다. 본문에 설명한대로 중장기 상승 여력, 단기 회복세 연장 가능성을 염두에 둔 업종 선별적인 대응을 권한다.

그림18 업종별 PER 변화율 VS 순이익의 변화율_2021년 연초 이후



주: 12M Fwd 기준
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 및 한국 업종별 펀더멘탈 모니터

표1 국가별 수익률

국가	수익률 (%)						52주 최저가 대비	52주 최고가 대비
	1주	1개월	3개월	6개월	연초 이후			
World	1.2	2.8	6.7	20.3	6.7		55.9	0.0
선진시장	1.1	3.5	6.9	20.0	6.9		56.0	0.0
신흥시장	2.3	(1.0)	5.3	22.1	5.3		54.5	(6.2)
유럽	1.1	4.3	7.6	17.9	7.6		37.3	0.0
APx Japan	2.0	(1.1)	5.3	21.8	5.4		51.1	(6.3)
한국	2.8	1.8	7.5	37.0	7.5		80.9	(4.0)
미국	1.3	3.3	6.4	20.3	6.4		65.1	0.0
영국	(0.1)	1.8	4.4	13.9	4.4		22.2	(1.9)
독일	2.4	6.5	9.2	17.0	9.2		52.4	0.0
프랑스	1.8	4.7	9.2	25.3	9.2		46.9	0.0
일본	(0.2)	3.6	9.1	24.0	9.1		49.7	(1.6)
대만	1.6	2.7	13.7	35.6	13.7		80.8	(2.1)
중국	3.1	(5.1)	2.5	14.0	2.5		46.1	(14.2)
홍콩	0.5	1.0	7.7	24.0	7.7		37.8	(4.6)
인도	2.6	0.2	5.9	25.7	6.4		81.4	(1.9)

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

표2 국가별 Valuation

국가	PER (배)				PBR (배)				ROE (%)			배당수익률 (%)
	2020	2021	2022	12M Fwd	2020	2021	2022	12M Fwd	2020	2021	2022	2020
World	26.4	20.3	17.8	19.6	2.85	2.70	2.51	2.65	10.8	13.3	14.1	2.2
선진시장	27.3	21.2	18.7	20.5	3.02	2.88	2.69	2.82	11.1	13.6	14.4	2.2
신흥시장	21.8	15.9	13.7	15.4	2.08	1.94	1.77	1.90	9.5	12.2	12.9	2.5
유럽	23.6	17.7	15.5	17.1	1.99	1.94	1.84	1.91	8.4	11.0	11.9	2.6
APx Japan	25.3	18.3	17.1	17.9	1.85	1.75	1.69	1.72	7.3	9.5	9.9	2.8
한국	22.8	14.6	11.8	13.8	1.36	1.35	1.24	1.32	6.0	9.2	10.5	2.4
미국	29.5	23.6	20.7	22.7	4.46	4.18	3.83	4.06	15.1	17.7	18.5	1.9
영국	20.7	13.8	12.3	13.4	1.69	1.66	1.57	1.64	8.2	12.1	12.7	3.4
독일	22.6	17.3	14.7	16.5	1.65	1.72	1.63	1.70	7.3	9.9	11.1	2.5
프랑스	31.1	19.2	16.2	18.4	1.86	1.77	1.69	1.75	6.0	9.2	10.4	2.3
일본	23.6	17.8	15.6	17.8	1.54	1.46	1.38	1.46	6.5	8.2	8.8	1.9
대만	22.7	21.8	17.2	18.6	2.91	2.73	2.53	2.69	12.8	14.3	14.7	2.4
중국	20.3	17.1	14.6	16.6	2.34	2.14	1.92	2.09	11.5	12.5	13.2	2.7
홍콩	24.1	18.1	16.2	17.6	1.41	1.29	1.25	1.28	5.8	7.1	7.7	2.6
인도	31.2	23.1	19.6	23.1	3.66	3.30	2.96	3.30	11.7	14.3	15.1	1.2

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

표3 국가별 Earnings

업종	EPS 증가율 (%)					2021 EPS		2022 EPS		EPS 추정치	EPS 순상향	
						전망치 변화율 (%)		전망치 변화율 (%)			추정치 비율 (%)	
	2020	2021	2022	12M Fwd	장기성장률	1개월	3개월	1개월	3개월	분산도	12M Fwd	12M Fwd
World	(12.4)	30.2	13.9	24.7	15.8	1.4	5.8	1.1	3.8	3.4	0.9	12.2
선진시장	(13.9)	28.8	13.5	23.7	15.0	1.4	6.0	1.0	3.7	3.1	1.5	16.2
신흥시장	(3.6)	37.5	15.5	30.1	22.3	1.6	4.9	1.6	4.3	12.1	0.0	7.4
유럽	(26.3)	33.6	14.2	27.5	9.4	1.5	4.0	0.9	2.0	13.2	1.5	9.9
APx Japan	(26.2)	38.2	6.8	21.2	7.6	1.0	8.0	1.6	4.6	4.1	(0.2)	3.9
한국	19.3	56.2	23.3	44.9	35.6	1.6	4.3	2.2	6.7	10.2	1.5	7.1
미국	(8.8)	24.8	14.0	20.9	17.2	1.1	6.2	0.7	4.0	11.3	1.3	16.1
영국	(36.9)	50.6	11.6	36.8	7.9	3.8	7.9	2.3	3.5	19.3	1.7	10.3
독일	(14.2)	30.5	17.9	26.0	13.4	0.8	4.2	0.8	3.4	8.0	1.4	(10.0)
프랑스	(42.9)	61.8	18.9	47.0	6.8	0.5	3.5	0.4	2.0	15.1	1.4	(1.4)
일본	4.4	32.7	13.9	31.4	14.3	4.8	11.2	2.5	6.1	10.0	3.0	32.6
대만	25.4	19.8	10.5	17.2	19.7	2.9	10.7	1.6	9.2	3.5	2.9	53.2
중국	4.4	18.3	17.5	17.8	22.6	0.2	(0.5)	0.1	(0.7)	0.8	(1.0)	5.4
홍콩	(25.9)	33.2	11.9	25.6	11.3	(0.3)	2.5	1.8	1.8	156.4	0.0	10.8
인도	5.8	34.7	18.3	34.7	21.6	0.9	6.9	0.7	6.3	9.2	0.2	10.8

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

업종	PER (배)				PBR (배)			EV/EBITDA (배)			ROE (%)			배당수익률(%) Trailing
	2020	2021	2022	12M Fwd	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	
KOSPI	24.5	13.9	11.5	13.0	1.26	1.20	1.11	9.4	7.1	6.0	5.1	8.6	9.6	1.9
에너지	적자	20.8	15.7	18.8	1.07	1.06	1.01	적자	10.3	8.9	(8.6)	5.1	6.4	1.2
화학	44.7	17.0	14.9	16.2	1.97	1.96	1.77	13.9	9.0	8.0	4.4	11.6	11.9	1.0
비철금속	15.8	10.8	10.7	11.1	0.92	0.95	0.92	7.1	5.1	4.4	5.8	8.8	8.6	2.2
철강	39.4	10.0	9.4	9.8	0.55	0.54	0.51	7.4	4.7	4.3	1.4	5.4	5.4	1.9
건설	9.3	8.4	7.0	7.9	0.89	0.87	0.79	6.5	4.9	4.0	9.6	10.4	11.3	1.9
기계	적자	15.1	12.9	14.3	1.19	1.10	1.03	13.1	7.1	6.2	(1.3)	7.3	8.0	0.6
조선	적자	87.8	33.6	57.1	0.96	0.93	0.91	적자	16.9	12.9	(9.8)	1.1	2.7	0.1
상사, 자본재	25.9	14.8	12.7	14.1	0.91	0.90	0.85	7.2	5.9	5.5	3.5	6.1	6.7	2.0
운송	적자	13.2	11.8	12.4	1.72	1.45	1.31	10.4	7.1	6.2	(0.1)	11.0	11.1	1.1
자동차	33.8	10.2	8.9	9.7	0.90	0.84	0.77	11.9	7.1	6.3	2.7	8.2	8.7	1.2
화장품, 의류	32.1	19.9	17.2	19.0	2.17	2.49	2.22	10.8	8.9	7.8	6.8	12.5	12.9	0.7
호텔, 레저	적자	210.2	18.5	47.2	2.25	2.50	2.29	적자	26.2	9.4	(16.2)	1.2	12.4	0.1
미디어, 교육	적자	33.9	22.1	28.8	2.26	2.72	2.49	64.9	10.8	8.8	(11.6)	8.0	11.3	1.0
소매(유통)	897.7	13.9	10.9	12.7	0.61	0.59	0.57	8.3	6.6	6.0	0.1	4.2	5.2	1.6
필수소비재	14.5	11.5	10.6	11.2	0.99	1.06	1.00	6.5	6.3	5.9	6.8	9.2	9.4	2.5
건강관리	89.7	66.3	53.2	61.6	5.98	6.87	6.24	42.7	43.1	37.4	6.7	10.4	11.7	0.2
은행	5.8	5.0	4.8	4.9	0.42	0.38	0.36	n/a	n/a	n/a	7.3	7.5	7.6	3.8
증권	6.2	5.7	5.9	5.8	0.66	0.65	0.60	n/a	n/a	n/a	10.7	11.3	10.2	3.6
보험	9.1	8.0	8.0	8.0	0.41	0.39	0.38	n/a	n/a	n/a	4.5	4.9	4.8	3.4
소프트웨어	52.6	33.1	27.8	31.1	4.64	4.54	3.99	18.0	21.4	17.4	8.8	13.7	14.3	0.4
IT하드웨어	31.3	14.2	12.5	13.6	1.91	1.77	1.56	9.0	6.4	5.6	6.1	12.5	12.5	0.6
반도체	19.8	13.9	10.3	12.4	1.91	1.76	1.56	7.1	5.6	4.4	9.7	12.7	15.2	3.0
IT가전	30.2	22.1	19.0	21.0	2.57	2.30	2.07	11.6	9.6	8.5	8.5	10.4	10.9	0.4
디스플레이	적자	8.9	8.3	8.6	0.77	0.67	0.62	5.0	2.5	2.3	(1.4)	7.6	7.4	0.0
통신서비스	13.5	10.3	8.9	9.8	0.79	0.75	0.71	4.0	3.7	3.5	5.8	7.3	8.0	3.5
유틸리티	9.4	14.3	10.1	12.6	0.28	0.27	0.26	6.0	6.7	6.3	3.0	1.9	2.6	4.1

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

업종	영업이익 전망치 변화율 (%)						순이익 전망치 변화율 (%)					
	2021		2022		1Q20		2021		2022		1Q20	
	1개월	3개월	1개월	3개월	1개월	3개월	1개월	3개월	1개월	3개월	1개월	3개월
KOSPI	2.5	5.8	2.9	8.3	4.0	7.4	2.7	6.7	2.9	8.6	2.8	3.4
에너지	8.7	7.1	1.5	11.5	134.9	66.9	17.3	19.8	4.4	18.5	174.1	32.2
화학	7.1	20.0	5.5	20.3	11.4	19.0	7.3	20.5	5.6	19.6	9.8	14.1
비철금속	1.1	6.0	(0.3)	2.4	(0.2)	5.0	(0.2)	1.4	(2.5)	(2.7)	(1.2)	(1.3)
철강	15.5	29.5	10.8	22.0	17.5	39.2	14.1	28.6	8.6	21.4	20.4	69.1
건설	(0.3)	3.0	0.2	6.4	(0.7)	(0.6)	(0.3)	1.5	0.5	5.3	(0.0)	(5.5)
기계	1.1	3.5	1.7	5.4	4.8	6.5	0.4	2.3	1.2	6.1	7.7	12.7
조선	(10.0)	(22.9)	(9.6)	(20.3)	(13.3)	(60.9)	(24.9)	(37.6)	(15.9)	(25.1)	적자지속	적자전환
상사, 자본재	(1.3)	(10.9)	0.8	(4.3)	n/a	n/a	1.3	(0.9)	0.4	4.1	n/a	n/a
운송	1.6	23.3	3.2	18.4	(0.4)	2.7	5.6	38.3	6.7	35.1	(13.3)	(18.3)
자동차	(0.1)	5.7	(0.5)	6.6	(0.6)	8.6	(0.5)	4.5	(0.7)	5.9	(0.6)	14.5
화장품, 의류	0.7	5.5	1.5	5.2	(0.6)	(2.7)	0.6	5.2	1.4	5.0	(1.6)	1.0
호텔, 레저	(24.2)	(79.4)	(3.3)	(3.8)	적자지속	적자지속	(64.4)	(92.6)	(3.5)	(4.3)	적자지속	적자지속
미디어, 교육	(2.0)	(6.5)	(0.3)	3.0	(21.7)	(52.0)	(0.7)	(6.6)	(0.2)	1.1	(59.6)	(73.6)
소매(유통)	1.0	2.2	0.7	3.9	1.0	(7.9)	0.7	(0.3)	0.8	3.6	4.0	(7.6)
필수소비재	0.9	0.9	0.9	0.7	(0.3)	(2.6)	1.7	5.4	1.4	3.8	0.8	3.6
건강관리	3.5	(0.9)	1.0	(0.7)	(1.9)	5.2	3.4	(0.1)	0.6	2.8	0.1	0.1
은행	0.9	5.2	0.9	5.2	0.8	1.6	1.0	6.0	1.0	6.6	0.5	4.0
증권	(0.1)	17.7	0.0	12.2	1.2	28.4	0.8	17.8	0.5	13.0	1.2	27.0
보험	3.6	21.7	4.0	11.4	13.6	57.0	2.2	13.0	3.1	6.0	17.5	28.6
소프트웨어	(1.7)	(2.5)	(1.2)	1.2	(2.8)	(10.9)	(1.6)	0.5	(0.7)	3.6	(2.6)	(46.8)
IT하드웨어	3.6	13.4	4.0	13.5	8.7	34.1	4.0	13.6	4.9	14.3	11.8	35.4
반도체	4.3	6.3	5.6	11.6	4.9	6.9	3.9	5.2	5.2	9.1	(0.4)	0.9
IT가전	0.2	(0.8)	1.0	2.2	4.9	1.4	(0.1)	4.3	1.7	6.7	6.8	(2.1)
디스플레이	6.0	155.4	1.1	80.0	5.9	2,551.2	8.7	239.3	2.8	89.4	39.2	흑자전환
통신서비스	0.1	(0.0)	0.3	(1.4)	(0.1)	(1.9)	1.7	1.4	2.2	1.7	(0.1)	3.6
유틸리티	(2.9)	(23.3)	2.2	(3.5)	(2.7)	(22.4)	2.7	(30.8)	4.9	(0.9)	0.7	(9.9)

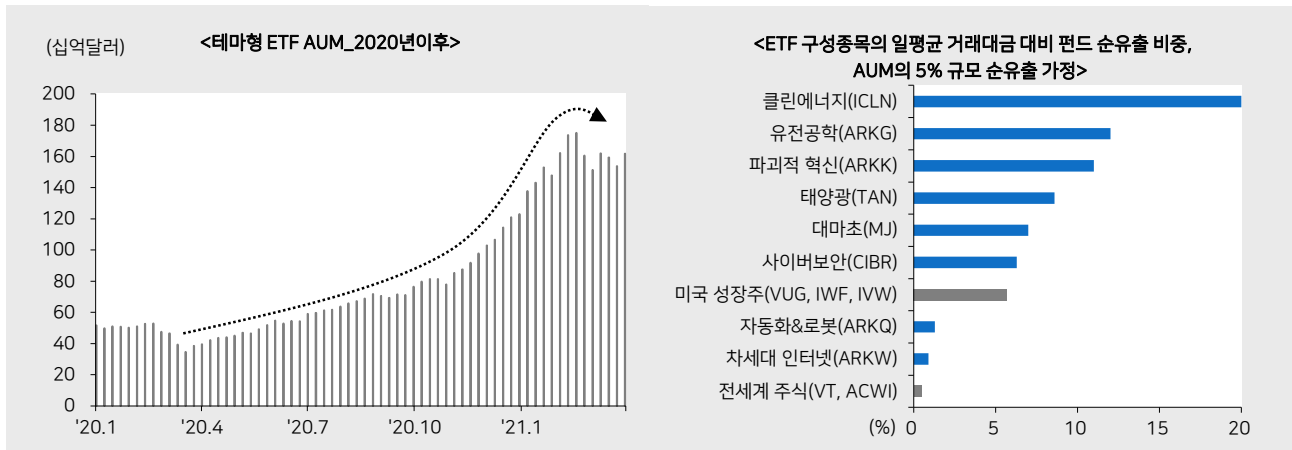
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

업종	영업익 증가율 (%)			영업이익률 (%)			순익 증가율 (%)			순이익률 (%)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
KOSPI	5.5	49.1	20.1	5.8	8.5	9.8	17.8	71.7	21.0	3.4	5.9	6.9
에너지	적자전환	흑자전환	24.8	(3.9)	4.1	4.8	적자전환	흑자전환	32.6	(4.4)	1.9	2.3
화학	18.9	125.3	12.8	6.0	10.6	10.8	142.4	199.2	13.7	3.1	7.3	7.5
비철금속	14.5	11.6	5.1	9.3	9.3	9.6	1.6	22.5	5.7	5.7	6.3	6.5
철강	(34.8)	114.3	4.4	3.4	6.5	6.7	(43.2)	247.9	6.3	1.2	3.9	4.0
건설	6.9	25.7	19.6	6.2	7.1	7.8	12.8	25.0	20.5	4.2	4.8	5.3
기계	13.8	32.6	13.1	5.4	6.7	7.1	369.7	85.0	16.9	1.9	3.2	3.5
조선	적자전환	흑자전환	76.0	(2.1)	1.8	2.9	적자지속	흑자전환	161.3	(6.6)	0.7	1.7
상사, 자본재	(43.6)	91.2	17.0	2.5	4.5	5.0	(23.5)	68.0	16.7	1.4	2.3	2.5
운송	57.6	90.7	16.4	4.0	6.9	7.2	흑자전환	702.6	12.9	0.6	4.1	4.1
자동차	(21.2)	114.3	13.9	3.3	6.3	6.7	(37.4)	164.6	15.5	2.2	5.2	5.6
화장품, 의류	(15.5)	39.1	14.6	8.7	10.8	11.3	(11.7)	49.0	15.7	5.2	6.9	7.3
호텔, 레저	적자전환	흑자전환	634.1	(16.9)	1.9	10.2	적자전환	흑자전환	1,037.6	(17.2)	0.9	7.0
미디어, 교육	(75.9)	374.0	42.0	1.9	7.3	9.1	적자지속	흑자전환	53.4	(8.4)	4.1	5.5
소매(유통)	(23.5)	59.8	20.8	2.3	3.5	4.0	(97.4)	17,292.1	27.5	0.0	2.2	2.6
필수소비재	18.7	10.7	7.1	8.0	8.2	8.4	72.7	31.4	8.7	4.9	5.9	6.2
건강관리	41.9	72.2	17.8	11.2	16.3	17.7	62.4	72.4	25.6	9.1	13.1	15.2
은행	(0.2)	6.8	6.4	n/a	n/a	n/a	(1.0)	8.8	5.9	n/a	n/a	n/a
증권	36.9	5.2	(3.6)	n/a	n/a	n/a	24.3	5.2	(3.0)	n/a	n/a	n/a
보험	42.3	(12.9)	(0.6)	n/a	n/a	n/a	37.7	18.5	0.5	n/a	n/a	n/a
소프트웨어	29.9	19.6	22.5	14.7	15.2	16.6	52.5	60.5	18.9	8.7	12.1	12.8
IT하드웨어	19.6	48.9	13.1	7.2	9.2	9.6	10.4	83.9	13.8	4.5	7.0	7.4
반도체	34.7	43.0	36.1	15.3	19.3	23.3	31.4	42.1	35.6	11.5	14.4	17.4
IT가전	32.7	24.4	16.2	5.2	5.8	6.2	491.9	32.9	16.2	3.4	4.1	4.4
디스플레이	흑자전환	50,219.6	(1.8)	0.0	5.7	5.5	적자지속	흑자전환	5.4	(0.2)	3.3	3.4
통신서비스	15.8	11.4	10.5	6.1	6.5	7.0	35.3	30.1	15.4	4.7	5.9	6.5
유틸리티	807.9	(24.6)	25.4	6.1	4.5	5.5	흑자전환	(30.7)	41.2	2.5	1.7	2.3

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 이정연 연구원

테마형 ETF 자금 유출이 추가하락으로 이어질 가능성



주: 'ETF 구성종목의 일평균 거래대금 대비 펀드 순유출 비중'은 구성종목별 '(ETF AUM * 5% * ETF내 비중)/(최근 20일 일평균 거래대금)'으로 계산. 중간값 기준
 자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

**테마형 ETF 시장규모(AUM)
 전년동기대비 300%이상 증가**

지난해 코로나국면 이후 산업구조 재편 가속화로 테마형 ETF 시장은 빠르게 성장하고 있다. 2021년 3월말 기준 글로벌 테마형 ETF AUM 합은 1,617억 달러로 1Q20말 대비 320% 증가했다. 다만 최근에 글로벌 주식의 상승 탄력 약해지고, 테마형 ETF로 자금 유입이 멈춤에 따라 테마형 ETF 환매가 추가 하락변동성을 키울지에 대한 우려가 커지고 있어 이에 대한 내용을 정리해보았다.

**ETF 규모대비 중소형주의 상당비
 증으로 펀드 환매가 유동성 문제
 로 이어질 가능성**

테마형 ETF 환매가 추가 하락변동성 확대로 이어질 수 있는 이유는 크게 3가지다. 1) 테마형 ETF는 대부분 중소형주 중심으로 구성되어있고, 2) 시가총액 가중 방식을 따르지 않기 때문에 중소형주임에도 큰 구성비중을 차지하는 경우가 있다. 3) 이들 종목 중 시장에서 활발히 거래되고 있지 않은 종목도 존재함에 따라 ETF 자금 유출이 유동성 문제로 이어져 큰 폭의 추가 하락이 나타날 수 있다.

**일부 테마형 ETF는 AUM대비
 유동성이 낮은 종목을 보유**

AUM 상위 테마형 ETF를 대상으로 AUM의 5% 규모로 펀드 순유출이 나타날 경우, 구성종목의 일평균 거래대금에서 차지하는 비중(강도)을 계산해 보았다. 예를 들어 클린에너지 ETF(AUM 50억 달러)의 경우 2.5억달러 규모의 순유출이 나타날 경우 구성종목들의 일평균 거래대금의 20%는 기계적인 매도물량이 나타난다. 즉, 거래대금 대비 자금 유출 비중이 클수록 ETF AUM 대비 유동성이 낮은 종목을 보유하고 있으므로 가격 하락에 영향을 미칠 가능성이 큰 것이다.

**친환경, ARK사의 ARKK, ARKG
 : 향후 펀드 환매가 나타날 경우
 큰 폭의 추가 하락 가능성에 유의**

결론적으로 모든 테마형 ETF가 펀드 자금 유출로 추가 영향이 크게 나타나지는 않지만, 친환경 ETF(ICLN, TAN), ARK사의 ARKK(파괴적 혁신), ARKG(유전공학)는 구성종목들의 일평균 거래대금 대비 AUM 규모가 크기 때문에 단일 ETF의 자금 유출이 추가 하락으로 이어질 가능성이 크다. 이러한 ETF 종목은 추가 하락이 투자자들의 차익실현을 자극하면서 또다시 펀드 환매로 이어지는 등 악순환이 나타날 수 있기 때문에 유의해야 할 필요가 있다.

칼럼의 재해석 윤여삼 연구위원

중국, 국채시장의 Safe Haven (Bloomberg)

올해 들어 미국채 금리를 중심으로 경기 정상화 기대를 반영하며 글로벌 금리가 빠르게 상승하였다. 약세 흐름에 맞춰 채권시장은 전반적인 매도우위를 나타냈다. 반면, 중국채 금리는 글로벌 금리와의 상관성이 낮게 유지되며 반락까지는 아니나 상승세가 제한되는 모습을 보였다.

시장 일각에서는 3월부터 있을 지방정부채의 공급물량 부담이 중국채의 약세 요인으로 작용할 수 있다는 우려를 표명하고 있다. 지방채권은 만기가 주로 1~5년 정도되는데, 작년 인프라 계획 투자 과정에서 공급이 크게 늘어나 재정환 부담이 막대하다는 주장이다. 그렇지만 3월부터 지방정부채의 물량은 크게 늘어난 것에 비해 중국채 금리는 3월말 반락했다. 중국채의 안정된 흐름의 배경에는 중국채 금리가 글로벌금리에 선행해 움직여 추가적인 상승률이 상대적으로 작다는 인식, FTSE WGBI 인덱스 편입으로 늘어나는 외국인 자금 흐름, 중국 정부의 긴축전환 우려의 완화가 있다.

중국은 코로나19의 충격에서 가장 빨리 벗어난 나라 중 하나다. 중국채 금리 또한 이를 반영해 글로벌 금리에 선행성을 보였는데, 4월 저점 기록 이후 11월까지 90bp 이상 상승한 이후 안정화되는 흐름을 보였다. 또한, 중국채의 높은 절대금리와 낮은 변동성으로 매력도가 높은 가운데, FTSE WGBI 인덱스 편입으로 인해 1,300억 달러 정도의 외국인 자금 유입이 기대되는 상황이다. 연초 중국 정부의 긴축 전환에 대한 우려가 깊었으나, 3월 양회에서 다시한번 완화적인 중국 당국의 스텐스와 유동성 조달 상황을 확인하며 이러한 우려는 줄어드는 모습이다.

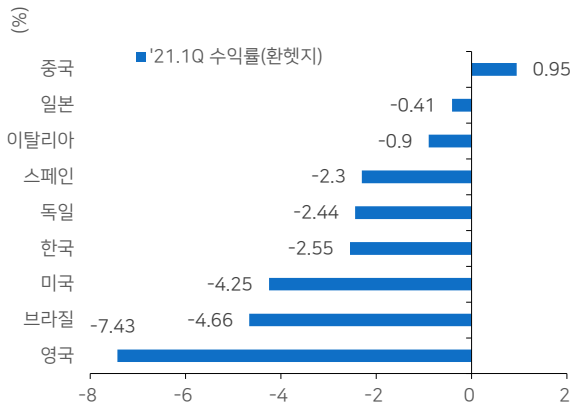
불안한 글로벌금리, 안정적인 중국채 금리

올해 들어 미국채 금리를 중심으로 경기 정상화 기대를 반영하며 글로벌 금리가 가파르게 상승하였다. 예상보다 가파른 금리상승과 높은 변동성 위험을 줄이기 위해 포지션을 축소해 투매현상이 나타나기도 했다.

중국채 금리, 글로벌채권과 낮은 민감도 보이며 변동성 제한

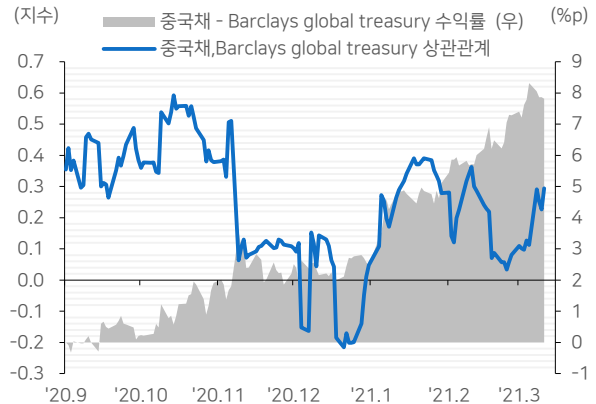
반면, 중국채 금리는 3월 3.18~3.27%에서 등락이 제한되며 월말에는 소폭 하락하기도 했다. '21 1Q에 환율변동을 제외한 수익률을 비교했을 때 중국채는 소비본드 중 유일하게 (+)수익률을 기록했다<그림1>. 안정적인 중국채 금리의 움직임에 자금유입이 지속되어 지난해 9월 이후 글로벌 국채와 수익률 격차는 빠르게 확대되었다. Barclays 글로벌채권 수익률 지표와 상관관계는 낮게 유지돼 높은 채권금리의 변동성을 피하고 싶은 투자자들에게 좋은 투자처로 부각되었다<그림2>.

그림1 지난 1분기에 주요국에서 유일하게 (+) 수익률 기록



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 글로벌채권 중국채 수익률 상관관계 약 0.2



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

지방정부채 발행 증가에도 중국채 금리 상승은 제한적

지방정부채의 과도한 공급물량
중국채 약세 요인으로 작용 가능

지난해 11월까지 빠르게 상승하던 중국채 금리가 안정화되었음에도 일각에서는 중국채의 약세가 다시 시작될 수 있다는 의견이 있다. 금리 상승 리스크로 부각되었던 것은 3월 빠르게 증가할 것으로 예상되는 지방정부채의 공급물량 부담이다. 지방정부채는 전체 중국 채권시장에서 20% 정도를 차지하는데, 지방정부채의 발행이 과도하게 늘어나면 시장이 중국채를 소화하는데 어려움이 생길 것이라는 예상이었다.

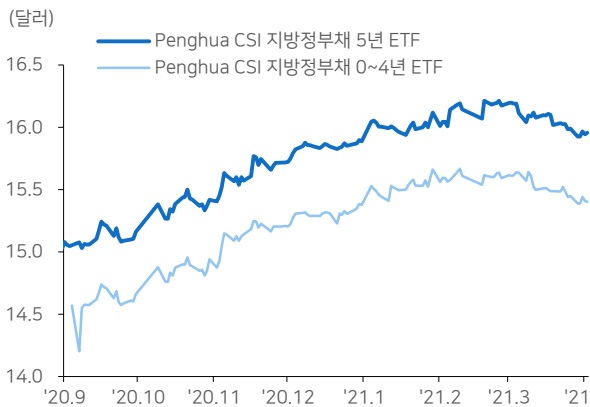
2월 지방정부채 발행은 지난해 동기대비로는 87%, 전월대비로는 85% 급감하였다. 이는 3월 4일 중국 최대 정치행사인 양회에서 지방정부의 특수목적채권의 발행한도 발표가 예정되어 있었는데, 이에 대응하기 위해 선제적으로 발행을 조절한 것으로 풀이된다. 또한, 당국의 선제적인 자금 조달로 유휴자금이 2.5조 위안 가까이 있어 1분기에는 국채발행의 시급성이 떨어진 부분이 있었다.

지난해 인프라 시설 투자에 사용되는 지방정부의 특수목적채권은 발행이 크게 늘었다. 지방정부채 만기는 대부분 1~5년 정도인데, 늘어난 발행물량이 기존에 만기가 임박한 정부지방채에 더해져 채용자 물량이 3월 큰 폭으로 늘어날 것이라고 시장은 예상했다.

3월 지방정부채 발행 증가에도
중국채 금리 안정적인 흐름 보여

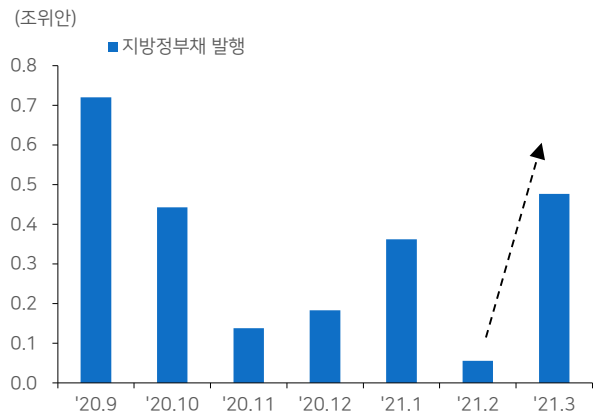
이러한 발행물량 부담을 반영하며 2월 말 이후 Penghua CSI 지방정부채 5년 ETF는 가격 하락세를 보였다<그림3>. 3월에는 실제로 지방정부채 발행이 다시 늘어나 4,500억 위안 정도가 발행되었다<그림4>. 시장의 우려가 현실화되는 듯 하였으나 중국채 금리는 여전히 변동이 작았고, 오히려 3월말 이후에는 금리가 하락했다. 이러한 중국채의 흐름의 바탕에는 1) FTSE WGBI index 편입에 따른 외국인 자금 흐름 유입 2) 중국 당국의 긴축 전환에 대한 우려 축소 3) 중국채 금리가 글로벌 금리에 선행해서 움직였다는 인식이 있다.

그림3 지방정부채 ETF, 공급물량 부담에 하락



자료: Thomson Reuters, 메리츠증권 리서치센터

그림4 지방정부채 발행 2월 급감 이후 다시 증가



자료: Thomson Reuters, 메리츠증권 리서치센터

중국채 금리 안정적인 흐름 지속될 전망

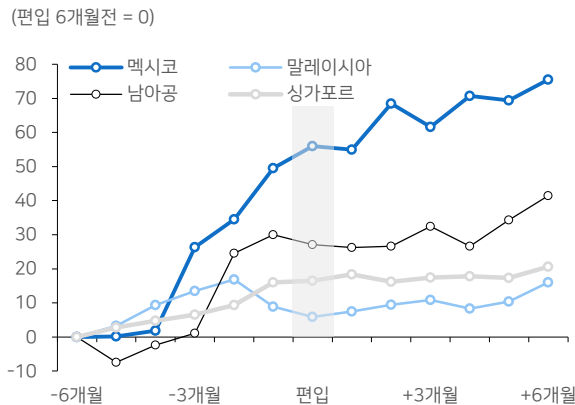
FTSE WGBI index 편입으로 외국인 수요 여건 다지기

FTSE WGBI index 편입되며
외국인 자금 흐름 유입될 전망

3월 말, 중국채의 FTSE WGBI index 편입 시기가 오는 10월로 최종 승인되었다. FTSE 러셀은 중국채가 인덱스에서 5.25% 정도를 차지할 것이라고 밝혔다. HSBC, Citi group 등 주요 IB들은 중국채의 WGBI 편입으로 인해 3년간 외국인 자금 유입은 약 1,300억달러 수준으로 추정했다. 이로써 중국채는 블룸버그 바클레이즈 글로벌 채권지수, JP모건 글로벌 신흥시장 국채지수에 이어 글로벌 3대 채권지수에 모두 편입되었다.

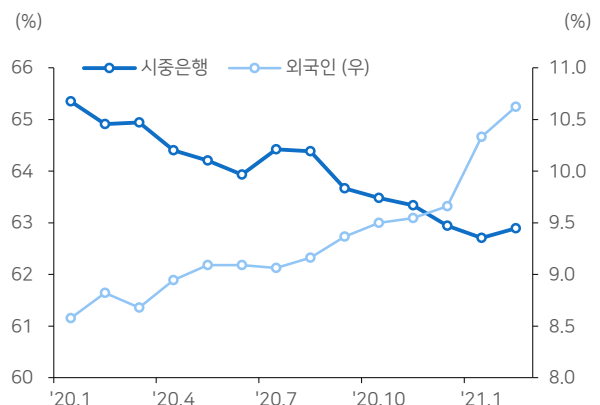
최근 구조화예금 규제 등의 문제로 60%를 넘는 비중을 차지하는 상업은행의 중국채 매수세가 주춤해 비중이 65.3→62.8%로 감소했으나, 외국인 비중이 8.5%→10.6%까지 증가하며 수요를 뒷받침해주고 있다. 기존 신흥국의 WGBI 편입 사례를 볼 때, 편입 발표 이후 passive fund 서서히 유입되기 전 active fund 위주로 자금이 강하게 유입되는 경향이 확인할 수 있다<그림5>. 지난해 9월 자국 채권시장에 대한 외국인 투자규제를 완화하는 등 중국 당국이 금융시장 개방에 속도를 내고 있는 가운데, 높은 중국채의 절대금리 매력과 낮은 변동성 그리고 최근 위안화 강세 기조로 인해 외국인 자금 흐름은 지속될 것으로 보인다<그림6>.

그림5 인덱스 편입전 active fund 중심으로 유입 강해



자료: Lipper, 메리츠증권 리서치센터

그림6 외국인 중국채 시장에서 차지하는 비중 빠르게 늘어



자료: CDDC, 메리츠증권 리서치센터

정부 당국의 긴축 전환에 대한 우려 축소

빠른 경제성장으로 연초 중국 정부의 긴축 전환에 대한 경계감이 높았다. 중국채 10년금리는 1,2월에 소폭 상승하기도 했다. 그러나 긴축에 대한 우려는 축소된 것으로 보인다. 양회에서 확장적 재정정책 및 완화적인 통화정책 기조를 재확인하는 가운데, 이강 인민은행장이 정책 전환은 없을 것이라고 강조하며 실질금리 역할을 하는 LPR을 동결하자 중국채 금리는 반락했다.

정부 확장적인 재정정책 지속

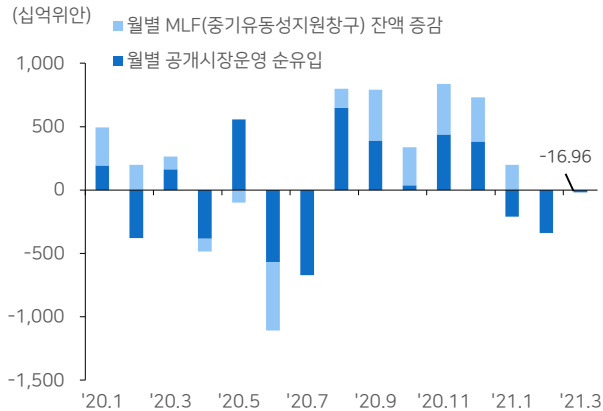
양회에서 재정적자를 GDP대비 '20년 -3.6%→ 올해 -3.2%로 축소하였으나, 코로나 전 GDP대비 재정적자 목표를 3% 정도에서 유지하려고 했던 당국의 스탠스와 비교해볼 때 이는 여전히 높은 편이다. 다만 늘어나는 부채문제를 인지하며 재정건전성을 강화하려는 의도가 있는 것으로 해석된다.

지방정부 특별부채 규모 또한 3.75 →3.6조 위안으로 소폭 낮추는데 그쳐 여전히 경기 성장 지원을 우선시하고 있음을 확인할 수 있다. 또한 M2와 총사회융자 증가율을 작년보다 낮은 수준이나 이 또한 신용억제를 통한 긴축으로 해석되기보다, 중소기업 대출은 늘리는 가운데 레버러지가 높은 부문으로의 지원은 줄이는 등 선택적인 신용지원 노력의 일환으로 보인다.

중국인민은행 유동성 회수에 신중한 모습

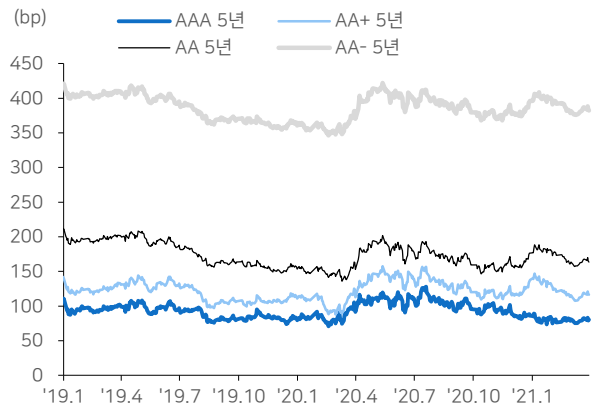
준절을 앞두고 역레포 거래를 통한 단기유동성 환원에 대한 우려가 존재했으나 최근 월별 공개시장운영 추이를 보면 순유출이 다시 줄어들며 유동성 조절에 신중한 모습을 확인할 수 있다<그림7>. 은행권에 중장기 유동성을 제공하는 MLF(중기유동성지원창구)은 잔액이 유지되었다. 중국 회사채 시장의 줄도산 문제도 중국 정부의 영향력 하에 있다는 인식하에 우려와 달리 시스템 리스크로 번지지 않았다. 이에 크레딧 스프레드도 주목할 만한 움직임은 보이지 않고 있다<그림8>.

그림7 중국 인민은행 유동성 회수 제한적



자료: 중국인민은행, 메리츠증권 리서치센터

그림8 크레딧 스프레드 흐름 또한 양호



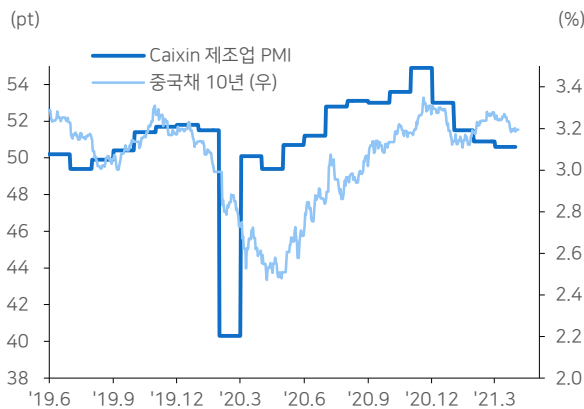
자료: NIBFC, 메리츠증권 리서치센터

중국채 금리, 경기정상화 기대 선반영했다는 인식

중국은 이번 코로나 국면에서 빠르게 회복하며 V자형 반등을 보였다. '20년 연간으로 2.3%로의 경제성장률을 기록했고, 1분기에도 전년대비 17%를 상회하는 성장세를 시현했다. 제조업 경기 또한 3월 차이신 제조업 PMI는 기준선인 50을 넘어선 이후 확장국면이 지속되고 있다<그림9>. 금리 또한 경기상황을 반영해 5월 저점을 기록하고 11월까지 선제적으로 금리가 90bp 가까이 상승하였다.

이로 인해 시장참여자들은 현재 빠르게 상승하는 글로벌 금리 대비 중국채 금리는 상당부분 경기회복 기대가 선반영되어 있다는 인식하에 투자가 지속된 것으로 보인다. 중국의 2년, 10년 장단기 금리차도 최근 확대가 주춤한 흐름이다<그림10>.

그림9 중국 제조업 경기 확장국면 지속돼



자료: Caixin, 메리츠증권 리서치센터

그림10 중국채 장단기 금리차 확대 주춤



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

여전히 중국채 금리는 미국채 등 주요국 국채와 비교했을 때 높은 절대금리 매력을 가지고 있다. 중국 정부의 적극적인 금융 시장 개방 노력과 완화적인 통화정책을 바탕으로 외국인의 중국채 투자는 당분간 유지될 가능성이 높아 보인다. 글로벌 금리의 변동성이 확대된 현 상황에서 안정적인 중국채의 피난처 역할은 지속될 것으로 보인다.

원문: *China's Bonds only one to gain among biggest market in rout-Bloomberg*