

Equity Strategy

Reflation 후반전을 기다리는 하프타임

Equity Strategy Overview

미국 금리 하락으로 Reflation 국면이 약해졌다. 그러나 다시 성장주가 주도하는 국면으로 전환되었. 대기보다 Reflation의 후반 국면으로 볼 필요가 있다. 경기 사이클과 함께 동행할 수 있는 성장주와 중소형주에 대한 관심은 유효하다. 미국/한국 모두 인터넷/SW 업종에 대한 관심은 유망해 보인다.

Strategist 허재환_02)368-6176_jaehwan.huh@eugenefn.com

Reflation 은 진행형, 틈새 국면에서 중소형, 인터넷/통신주 관심

지난주 필자가 많이 받은 질문은 '주식시장의 색깔이 변했는지'에 대한 것이다. 가치주에서 성장주, 대형주에서 중소형주, 미국에서 한국으로 스타일이 변했는지에 대한 문의가 있었다.

미국 3 월 소비자물가 및 소매판매 등 미국 경제지표가 호조를 보였다. 그런데 역설적으로 미국 국채금리가 하락했다(미국 10년 국채금리는 4주 만에 최저). 미국 중소형주, 금융주 등 경기민감 섹터들 주가가 주춤해졌다. 한국에서는 대형주보다 중소형주와 코스닥 성과가 더 좋았다. 스타일의 변화가 뚜렷하다.

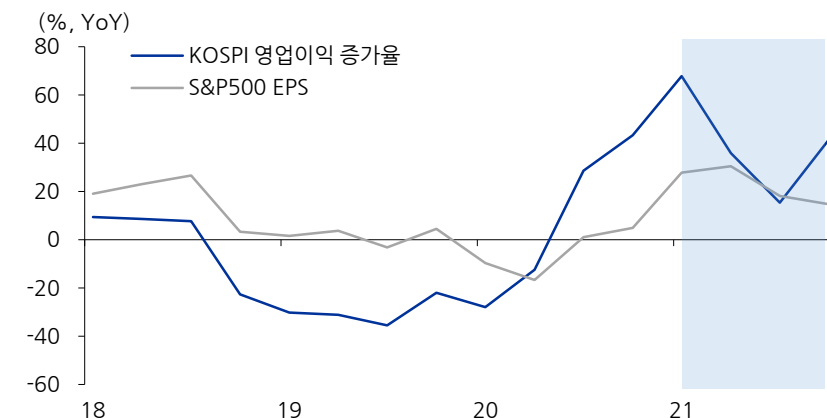
주식시장의 국면 자체가 반전된 것으로 보기는 이르다. 1) JNJ 백신 논란과 중국 1Q 성장을 경점 우려가 있으나 글로벌 경기 사이클은 개선 중이고, 2) 금리 상승세도 끝났다고 보기 이르며, 3) 주가가 상반기 이익 개선 기대를 일부 선반영했으나, 전부 반영했다고 볼 정도는 아니다. Reflation 기대를 1 차적으로 반영한 후 후반부로 진입하는 틈새 과정에 나타난 현상이다.

금리 상승세가 진정된 만큼 급락했던 일부 성장주와 중소형주 관심은 유효하다. 그러나 지역별로는 미국/유럽 등 선진국 증시 우위 국면은 변하지 않을 전망이다. 한국보다 미국/유럽 기업실적 증가율 모멘텀이 더 양호하기 때문이다. 경기 민감 섹터 내 에너지/소재 산업은 긍정적이다. 미국과 한국에서 경기와 동행성이 있는 커뮤니케이션/인터넷/SW 기업들도 유망하다.

Equity Strategy Check Point

- 미국 경제지표 호조에도 불구하고, 최근 미국 국채금리가 하락 반전. 미국 중소형주 및 금융주 등 Reflation 국면의 주도주 강세 현상이 주춤해짐.
- 그러나 성장주 또는 한국 중소형주 중심으로 국면이 완전히 반전된 것으로 보기는 이룸.
- 1) 하반기 글로벌 경기 사이클 개선 가능성은 유효하고, 2) 금리 상승세도 끝났다고 보기는 이룸. 3) 주가가 상반기 이익 개선 기대를 반영했으나, 추가적으로 이익 상향 가능성이 남아 있음.
- Reflation 국면 전환이라기보다 1차적인 반영 이후 후반부로 진입하기 전 하프타임.
- 금리 변동성이 주춤해진 만큼 가치 및 경기민감주에 대한 집중할 필요는 없음. 중소형주, 일부 성장주들에 대한 관심도 유효. 경기와 함께 이익이 개선될 수 있고, 이익 변동성이 낮은 커뮤니케이션, 인터넷 업종에 대한 관심이 유망해 보임.

KOSPI 영업이익의 증가율은 1Q 정점, S&P500 순이익의 증가율은 2Q 정점



자료: Refinitiv, 유진투자증권

방향보다 스타일에 대한 고민

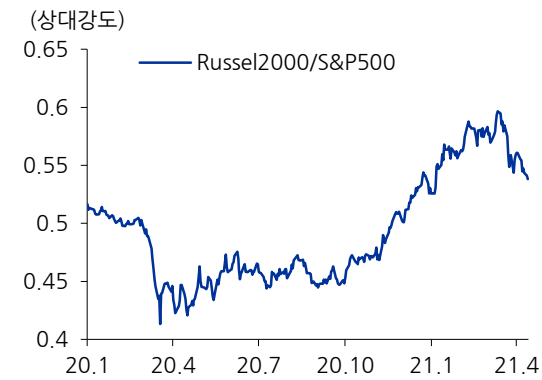
Reflation 국면 진정, 스타일의 변화 조짐

지난해 11 월 이후 이어졌던 Reflation 국면이 시들해졌다. 미국 주식시장에서 더욱 뚜렷하다. 대형 주인 S&P500 대비 중소형주인 러셀 2000 지수의 상대강도가 지난 한 달여 동안 약해졌다(도표 1). 올해 들어 강했던 미국 필라델피아 은행주들의 상승 추세도 주춤해졌다(도표 2).

계기는 미국 금리 상승세가 꺾인 점이다. 금방이라도 2%를 넘어설 듯했던 미국 10 년 국채금리는 지난 주 후반 1.53%대로, 한 달 만에 최저 수준으로 떨어졌다(도표 3).

달러 강세 현상도 완화되었다. 국내 증시에서 외국인투자자도 5 개월 만에 매수 우위다(4 월 +2.7 조 원). 1 월 이후 주춤했던 중형주와 KOSDAQ 도 강세다(도표 4).

도표 1. 미국 중소형주 강세 현상 약화



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 2. 미국 은행주들의 강세도 주춤



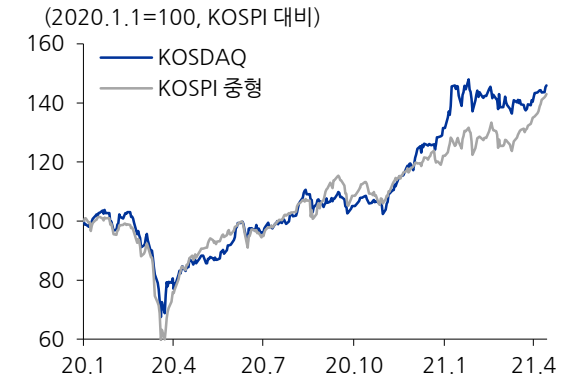
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 3. 미국 국채금리 상승세 진정



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 4. 한국 KOSDAQ과 중소형주도 재차 강세



자료: Refinitiv, 유진투자증권

변화는 있지만, 반전은 아니다

1) JNJ 백신과 중국 1Q Peak 논란 불구, Reflation 국면에 이상 없어

시장 색깔이 변하고 있다. 그러나 완전히 국면이 변했다고 보기는 어렵다. '대형주'에서 '중소형주'로, '가치'에서 '성장' 스타일로 반전되고 있다고 보기는 이르다.

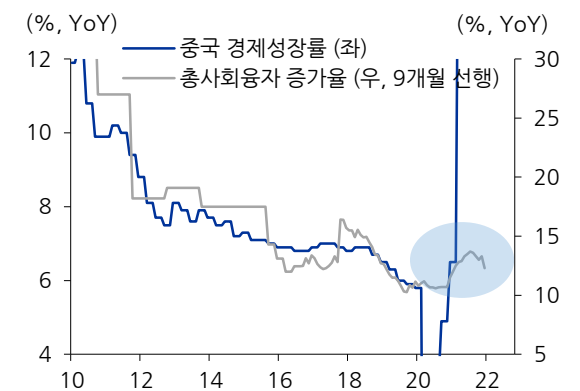
악재가 없지 않다. 아스트라제네카(AZ)와 존슨앤존슨(J&J) 등 백신 공급과 국내 코로나 19 확산세가 그렇다. 백신 공급이 문제라면 금리는 하락하는 것이 합리적이다.

중국 경기 사이클도 정점을 지났을 가능성이 높다. 중국 1Q 성장률은 +18.3%yoy 을 기록했다. 그러나 기저효과가 사라진다. 최근 통화 증가율도 둔화되었다(3 월 총사회용자 +12.3%yoy vs. 2 월 +13.3%yoy). 중국 경기 사이클은 2Q 부터 5~6%대로 둔화될 가능성이 높다. 인플레이션 경기 과열이 나타나기는 어렵다. 가치주보다 성장주에 유리할 수 있다.

그러나 글로벌 경기 사이클이 개선되고 있다는 전제는 유효하다. J&J 백신 접종 중단과 AZ 백신 부작용 논란은 정상화 시점을 조금 늦추는 정도에 그칠 것이다. 현재 회복 중인 미국 경기 사이클에 치명적인 영향을 주기 어렵다. 미국 내 봉쇄조치가 해제되고 있다(도표 6). 하루 평균 470 만명 이상 백신이 접종되고 있다(도표 7). 4/12 일 기준 미국 내 J&J/얀센 백신 접종자 수는 680 만 명이다. 이들 분의 백신 접종이 어려웠을 뿐이다.

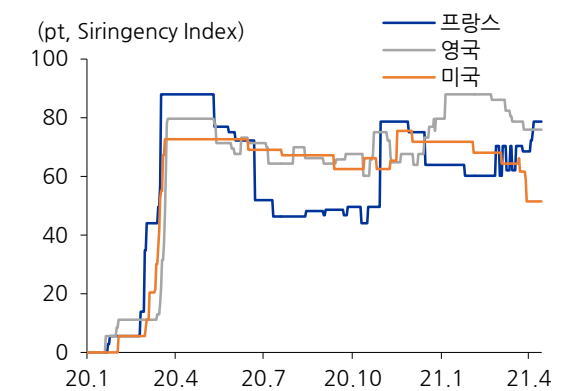
문제가 된다면 미국 이외 지역일 것이다. 그러나 적어도 지금까지 이들 지역 주가나 통화 가치가 크게 약하지 않다. 한국과 유럽 경기 사이클이 하반기에 더 나빠질 것을 걱정할 정도는 아니다. 백신이나 중국 경기 사이클 둔화 가능성이 올해 성장 전망에 영향을 주었다는 증거를 찾기 어렵다.

도표 5. 중국 1Q 성장률 정점 가능성



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 6. 미국/영국 봉쇄조치는 올해 3월 이후 완화



자료: Refinitiv, 유진투자증권

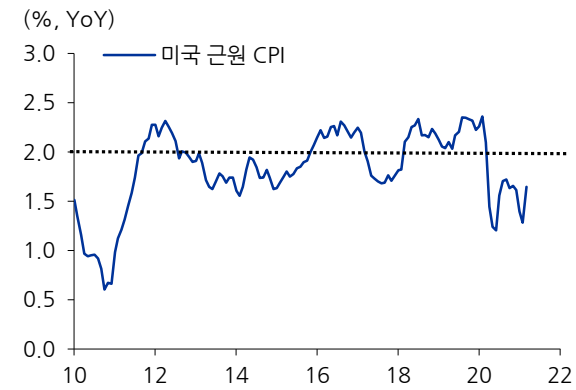
2) 금리 상승세가 마무리된 것으로 보기는 일러

최근 미국 금리 하락세는 지난 2~3 월 상승만큼이나 극적이다. 그러나 금리 상승 속도가 진정된 것이지, 상승 추세가 끝났다고 보기는 어렵다.

미국 3월 소비자물가 발표 후 미국 10년 국채금리가 크게 하락했다. 3월 미국 CPI 상승률은 31개월래 가장 높은 +2.6%yoy를 기록했다. 그러나 근원 물가 상승률은 +1.6%yoy에 그쳤다. 금융위기 이후 정상 범위 내에서도 하단이다(도표 7). 인플레이율은 높아지겠지만, 걱정할 단계가 아님을 확인시켜주었다. 3월 NFB 서베이에서 미국 소기업들의 최대 우려는 매출이지, 인플레이가 아니었다(도표 8).

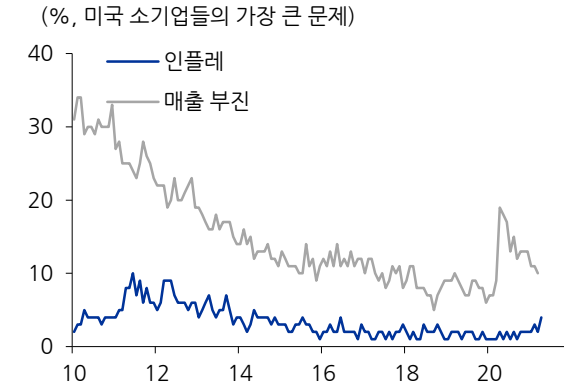
하지만 금리 상승세가 끝났다고 보기는 이르다. 미국 인플레이 기대를 가늠하는 데 유용한 5년 및 10년 Breakeven이 있다. 물가연동채권 금리와 실제 금리 간 차이를 통해 인플레이 기대를 나타낸다. 인플레이 기대와 실제 미국 10년 국채금리 간 괴리는 상당히 축소되었다(도표 9). 그렇다고 인플레이 또는 성장을 회복 기대를 완전히 반영한 것으로 보기는 어렵다. 코로나 19 이전 미국 10년 국채금리는 5년 및 10년 인플레이 기대보다 훨씬 높았다(도표 9).

도표 7. 미국 근원인플레이 상승률은 아직 낮은 수준



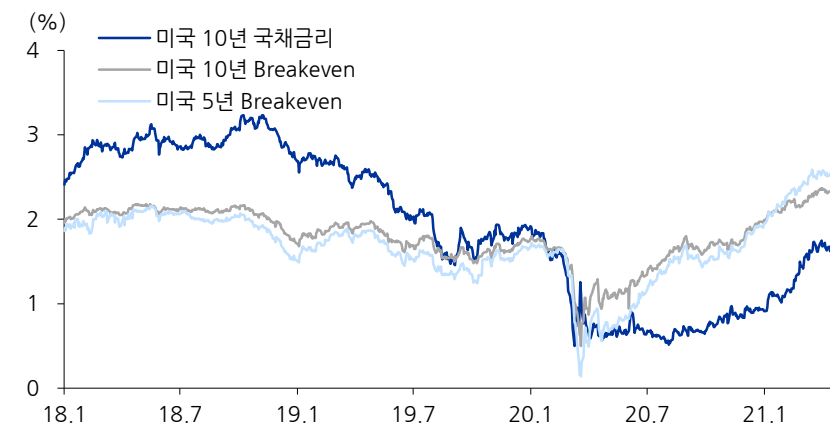
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 8. 미국 중소기업들의 인플레이 걱정 크지 않아



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 9. 코로나 19 이전에는 미국 10년 국채금리가 인플레이 기대보다 높았다



자료: Refinitiv, 유진투자증권

3) 이익 개선 기대를 일부 반영, 그러나 상반기 경기 민감 업종 우위

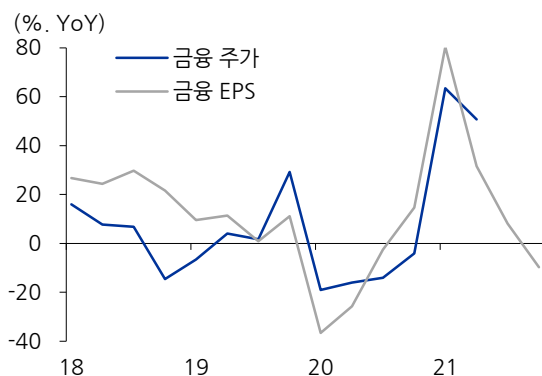
1Q 이후 일부 가치 및 경기 민감 스타일 관련 산업들의 주가 모멘텀이 약해질 가능성이 있다. 1Q 실적 시즌을 앞두고 경기 민감 산업들의 주가가 꽤 올랐다. 뉴스에 팔자는 심리 때문이다.

Bloomberg 에 따르면, 미국 금융주들의 순이익 증가율은 올해 1Q 가 정점이 될 가능성이 있다. 순이익(EPS) 증가율이 둔화되면 주가 상승 모멘텀도 약해질 수 있다(도표 10). 실제 미국 금융주들의 실적은 좋다. 그러나, 장기 금리 상승 속도가 주춤해졌다. 미국 가계들은 카드대출 등 소비자 대출을 크게 늘리지 않고 있다. 주가 측면에서 모멘텀이 강하다고 보기 어렵다.

그러나 경기민감 산업들 내에서 소재/산업재/에너지 등 다른 산업들의 순이익 증가율은 올해 2~3Q가 정점이다(도표 11). 상반기 동안 기업이익 모멘텀은 Tech 제외 성장주들을 앞선다.

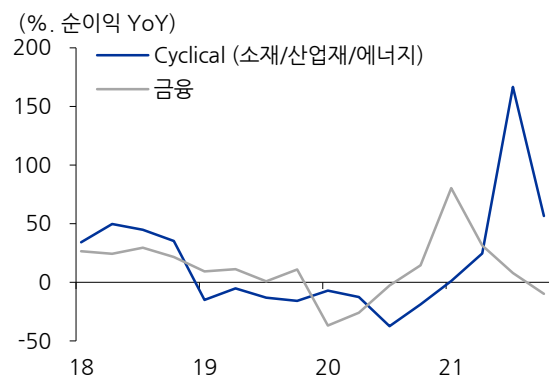
물론 하반기를 대비한다면 달라질 수 있다. 연말에는 방어적 성격의 섹터들의 이익 모멘텀이 강할 것으로 예상된다(도표 12). 그러나 아직 경기 회복 사이클이 진행 중이다. 성숙기에 도달했다는 조짐을 찾기 어렵다. 주식시장의 스타일이 완전히 반전될 것으로 보지 않고 있다.

도표 10. 미국 금융주는 이익 증가율과 함께 둔화될 가능성



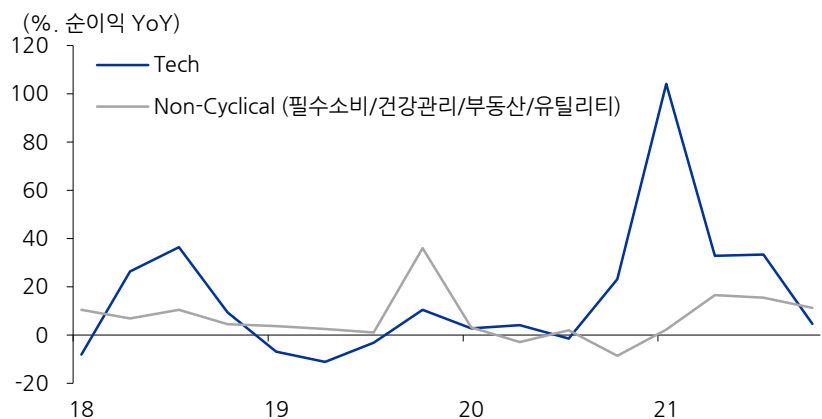
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 11. 다른 경기 민감 업종 이익 증가 추세는 지속



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 12. 연말에는 Non-Cyclical 업종의 이익 증가율이 더 견고할 수 있어



자료: Bloomberg, 유진투자증권

미국 우위, 인터넷/SW 가 틈새

국면 전환이라기보다 Reflation 후반부 진입을 기다리는 구간

아직은 미국 증시와 경기 민감 섹터가 나아 보인다. 이익 증가율 측면에서 KOSPI 영업이익 증가율은 1Q가 정점이다. S&P500 기업들의 EPS 증가율은 2Q가 정점이다(도표 13). 한국 기업들의 이익 증가율이 더 높아지는 시점은 4Q다. 그 전까지 미국 증시 비중을 높게 가져갈 필요가 있다.

성장주 가운데 미국과 한국 주식시장에서 공통적으로 괜찮은 섹터는 커뮤니케이션 업종(인터넷)이다. 실적 증가율도 좋지만, 기업투자 및 광고와 함께 이익이 더 좋아질 수 있다(도표 14). 한국도 마찬가지다. 소프트웨어/통신/화장품 업종은 상반기 모두 꾸준한 이익 증가가 예상된다(도표 15).

도표 13. KOSPI 영업이익 증가율은 1Q 정점, S&P500 순이익 증가율은 2Q 정점

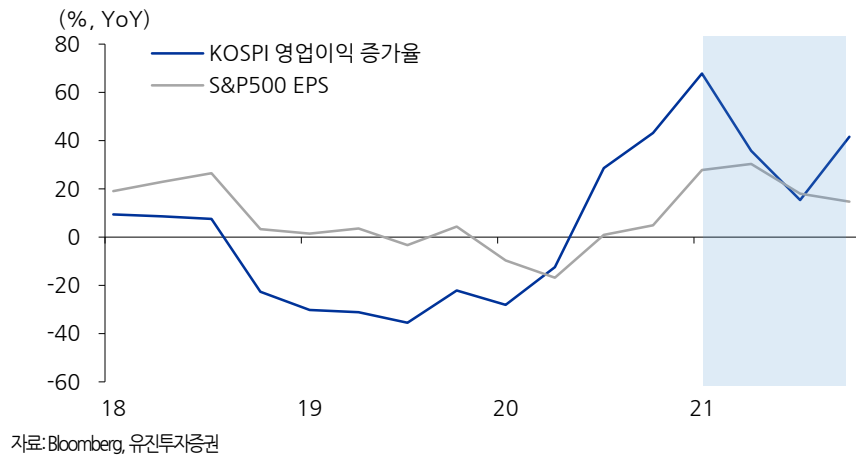


도표 14. 미국 통신(인터넷) 업종 이익 모멘텀 견고

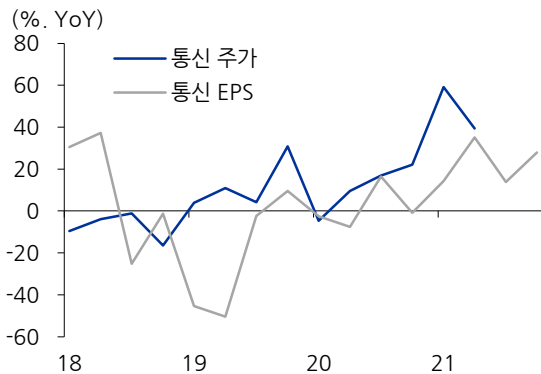
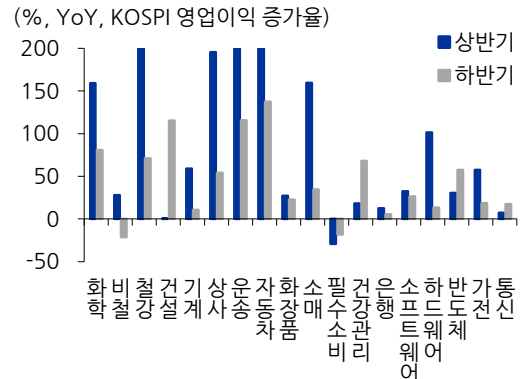


도표 15. 상반기와 하반기 꾸준한 성장기 예상 韓SW/통신



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	7%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2021.03.31 기준)