



Monthly | 2021년 7월

까마귀 전략

## 3분기 주식시장 전망과 전략



Part 1. 전략 | 성장주도 수식어가 필요하다

Part 2. 중국 | Road to 2022 : 당과 시장이 만드는 주도주

그만할까?



그냥할까?



Strategist 이재만

02-3771-7547  
duke7594@hanafn.com

종국/신흥국전략 김경환

02-3771-7616  
khstyle11@hanafn.com

RA 신다운

02-3771-7516  
dawoonshin@hanafn.com

RA 변운지

02-3771-7593  
bwg7007@hanafn.com

하나금융투자

# Contents

2021년 6월 28일 | 하나금융투자 리서치센터

## 까마귀 전략



---

**Part 1. 전략** 성장주도 수식어가 필요하다 3

---

**Part 2. 중국** Road to 2022 : 당과 시장이 만드는 주도주 42

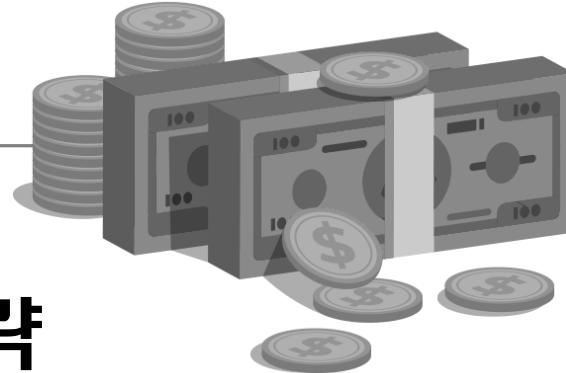
#### Compliance Notice

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.



까마귀 전략

# Part 1. 3분기 주식시장 전망과 전략



성장주도 수식어가 필요하다



하나금융투자 리서치센터 글로벌투자전략팀

Strategist/선진국전략 이재만

E-mail: duke7594@hanafn.com / Tel : 02-3771-7547

 하나금융투자

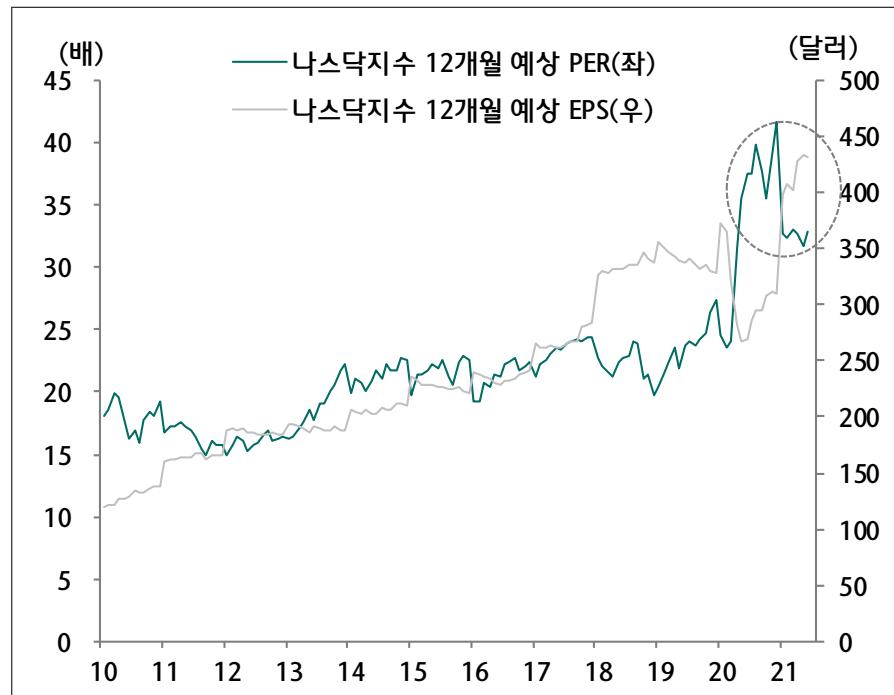
## [요약] 성장주도 수식어가 필요하다

- 2021년 3분기 코스피 예상 기대수익률  $-5\%(3,150p) \sim +10\%(3,600p)$ : 글로벌 경기는 최소한 오는 11월까지 확장 국면에서 상승세 유지, 국내 수출 경기 확장 지속 가능하며 국내 기업 이익추정치 추가 상향 조정 가능성 충분. 다만 이익 추정치 상향 조정 업종 수는 정점 형성 이후 추가 감소 예상
- 2021~22년 주기적인 이슈로 부각될 연준의 통화정책 정상화: 2013년 하반기(2014년 테이퍼링 실행 → 2015년 12월 기준금리 인상)처럼 테이퍼링을 알고 있었을 당시 국내 증시에서는 가치주(씨클리컬)와 성장주 동반 강세가 특징적
- 2013년 하반기 가치주 강세 이유: 국제 유가와 미국 10년물 국채금리 상승 그리고 상반기 중 주가 하락으로 인해 모멘텀과 가격메리트 동시에 부각되며 주가 상승
- 2021년 가치주 전망: 상반기 중 코스피를 이끈 주도섹터로 가격메리트 소멸. 미국 하이일드 신용스프레드가 사상 최저 수준까지 낮아져 있어 씨클리컬 1차 상승 마무리. PBR 수준을 감안 시 향후 국제 유가 상승 시 조선, 미국 10년물 국채금리 상승 시 은행 업종 주가 상승 가능 예상
- 2013년 하반기 성장주 강세 이유: 구조적 성장주인 소프트웨어와 경기순환형 성장주였던 자동차 업종 동반 강세. 2013년 글로벌 경기 회복에서 확장 국면으로 진입하면서 코스피 내 이익 비중이 상승했던 실적 가시성이 높았던 성장주 주가 상승 환경 조성
- 2021년 성장주 전망: 글로벌 경기 회복에서 확장 국면으로 진입 이후 지속 가능성 높음. 구조적인 성장주 중에서 하반기 국내 증시 내 이익 비중 상승 예상, 현재 시가총액 비중이 낮은 게임과 헬스케어 업종 관심. 경기순환형 성장주 중에서는 반도체 중심 Tech H/W
- 2014년 하이퀄러티 성장주 강세: 2014년 테이퍼링 실행 당시 미국 증시에서는 마진(=영업이익률)이 높은 성장주 강세. 그러나 현재 물가 상승 압력이 높아지고 있어 마진 하락 압박이 높아질 수 있음. 하이퀄러티 성장주 선별 어려움
- 2021년 또 다른 성장주: 2021년 하반기~22년 상반기까지 미국의 성장을 이끌 수 있는 동력은 ‘투자’. ① ESG 도입 확대로 기업의 장기 지속 생산 활동과 이를 위한 투자 중요성 부각 ② 매출 증가 국면에서 투자 주도주가 주도업종 역할 ③ 미국과 국내 기업의 투자 수요 지표 개선과 이연 투자 수요 발현 가능성 높은 시점
- 투자 주도 성장주에 관심: 매출액과 잉여현금흐름이 사상 최고치를 경신할 수 있는 업종 중 CAPEX와 R&D가 이전 고점을 상회하거나 근접해 있는 업종(본문 39~40 page 참고). 투자이익률(ROIC-WACC)이 업종 내에서 상대적으로 높고, 최근 5년과 3년 대비 높은 기업에 관심(본문 41 page 참고)

## 미국 증시의 지금: 밸류에이션 조정과 이익 증가

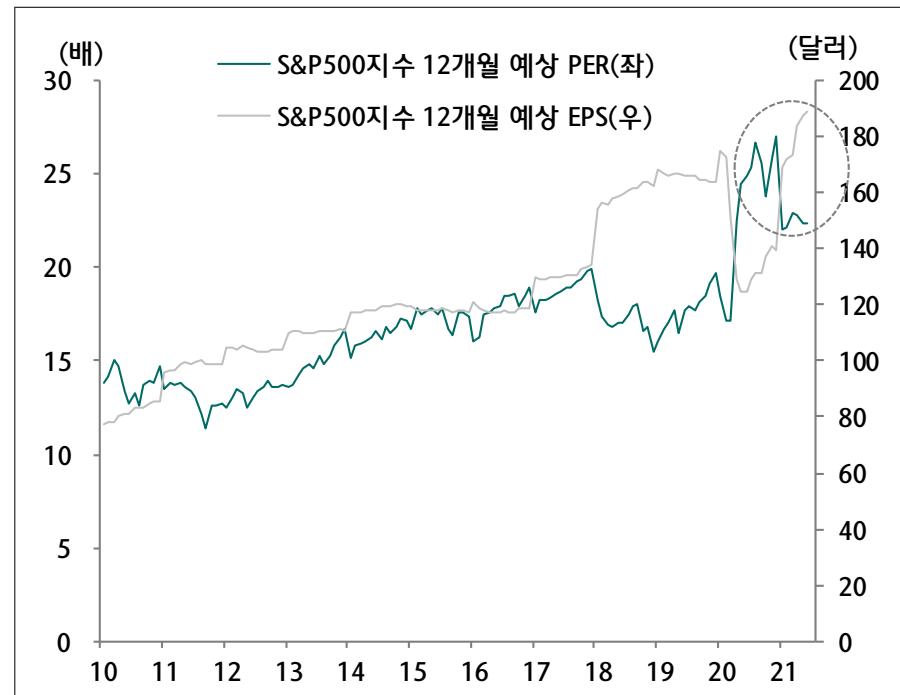
- 나스닥 현재 PER 32.8배로 최근 고점 대비 20% 하락. EPS는 사상 최고치 경신 중
- S&P500 현재 PER 22.4배로 최근 고점 대비 17% 하락. EPS는 사상 최고치 경신 중
- 나스닥 추세 반전 기준 : 2개월 연속 최장 조정 기간. 이익 증가 국면 월간 하락률 최대 -9%(18/10월), 평균 -3.8%
- S&P500 추세 반전 기준 : 3개월 연속 최장 조정 기간. 이익 증가 국면 월간 하락률 최대 -7%(18/10월), 평균 -3.6%

나스닥 PER 고점 대비 20% 하락, 이익 사상 최고치 경신



자료: Bloomberg, 하나금융투자

S&P500 PER 고점 대비 17% 하락, 이익 사상 최고치 경신

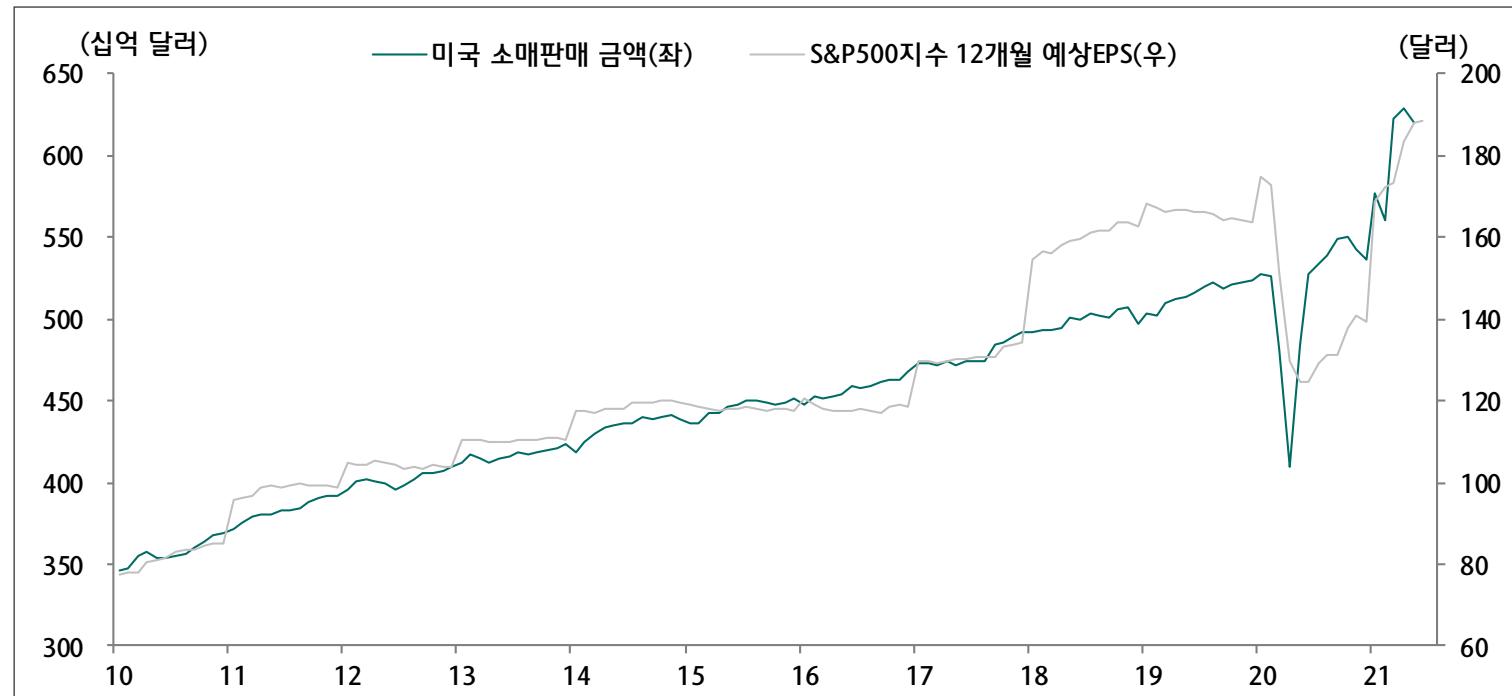


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 미국 기업 이익은 ‘소비’가 결정

- S&P500 12개월 예상EPS와 미국 소매판매금액 간의 상관계수는 0.9(2010년 이후)
- 최근 3개월간 미국 소매판매금액은 월 평균 6,200억달러, 코로나19 이전인 2019년 월 평균 5,200억달러 대비 20%나 높음
- 미국 기업의 이익 사상 최고치 경신이 지속될 가능성이 높음

미국 기업의 이익은 소비가 결정: 상관계수 0.9

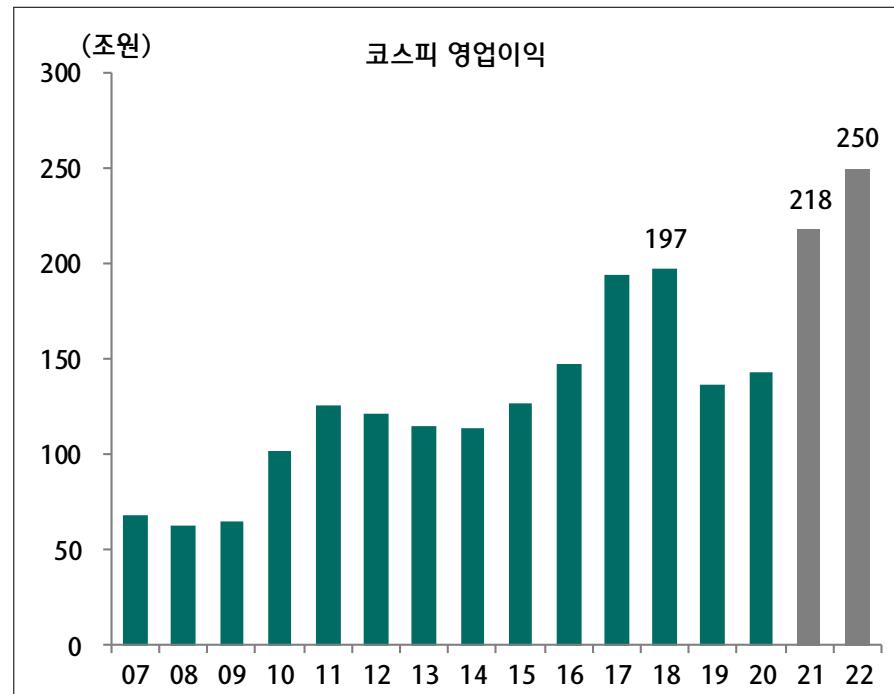


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 국내 기업 이익은 ‘수출’이 결정

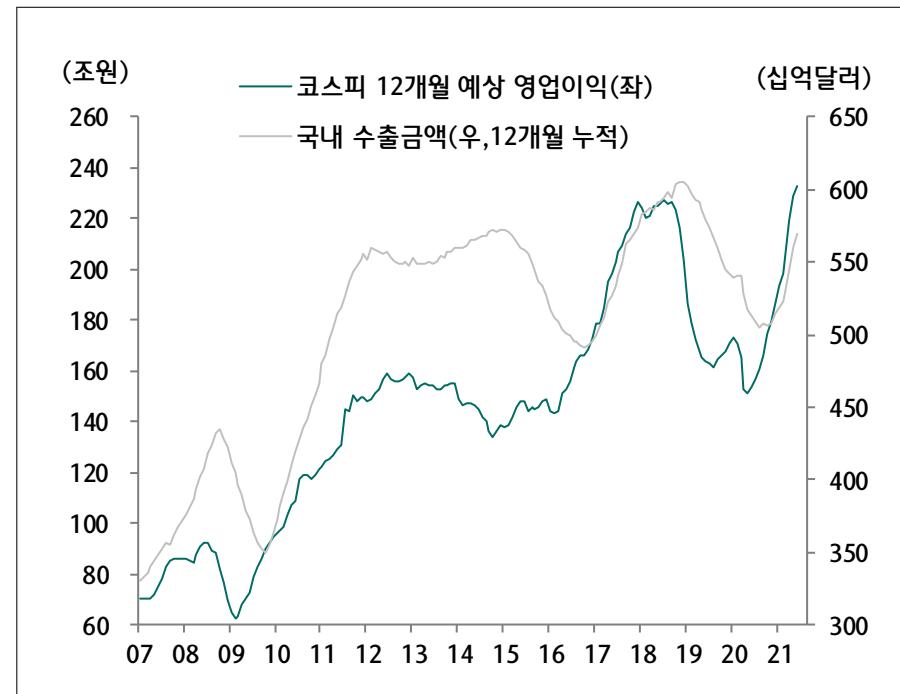
- 2021년 코스피 영업이익 추정치는 218조원(2022년 250조원)으로 사상 최고치 경신 전망. 참고로 이전 최대치 2018년 197조원
- 코스피 영업이익의 증감 여부는 수출이 결정: 코스피 12개월 예상 영업이익과 국내 수출금액 간의 상관계수는 0.8

2021년 코스피 영업이익 전망치는 218조원으로 사상 최고



자료: Quantiwise, 하나금융투자

국내 기업의 이익은 수출이 결정: 상관계수 0.8

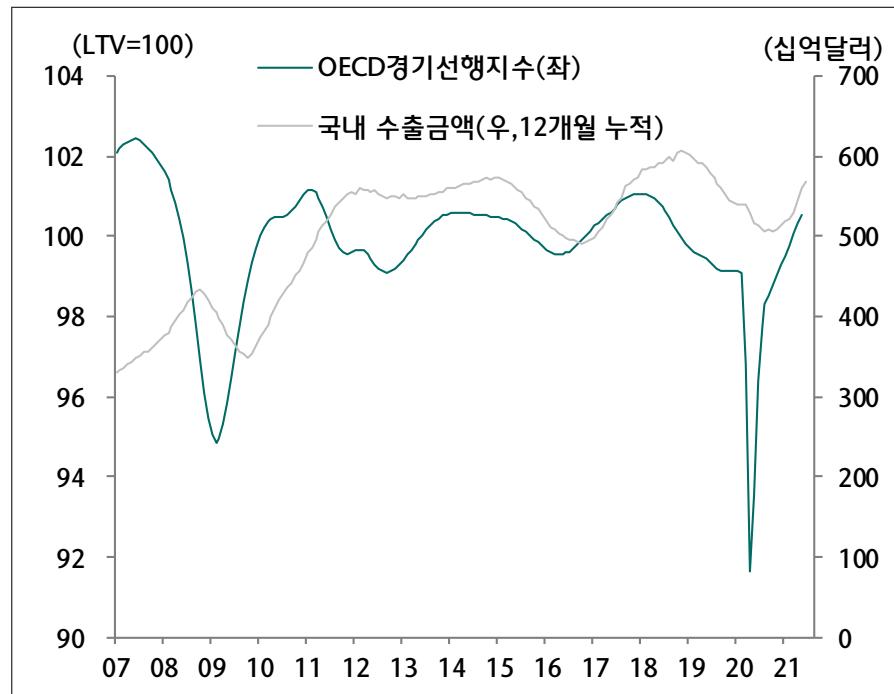


자료: Quantiwise, Bloomberg, 하나금융투자

## 국내 기업 이익 확장 여부는 ‘수출’이 결정

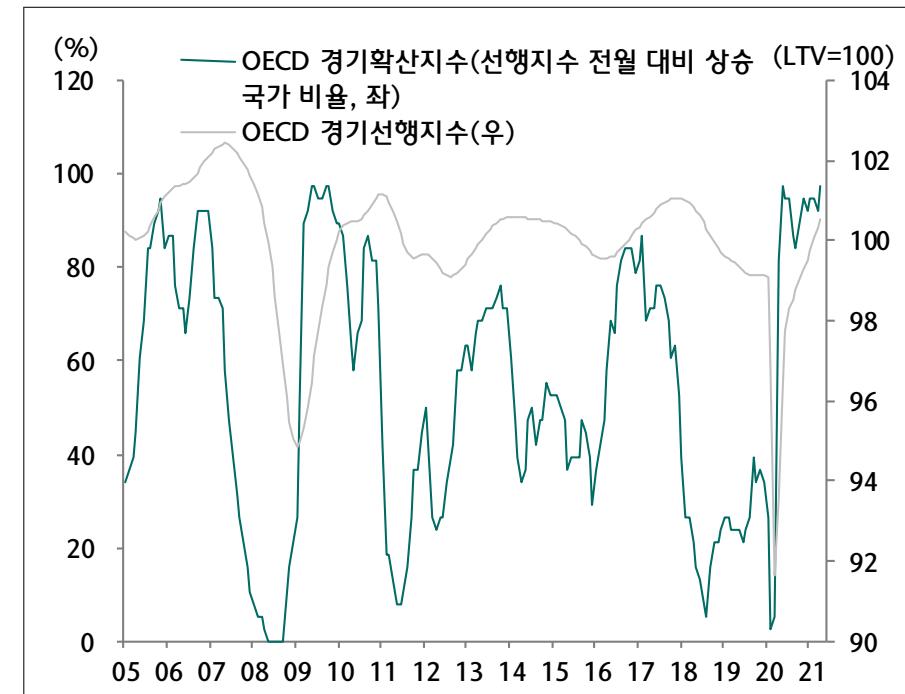
- 국내 12개월 누적 수출금액 추이에 8개월 정도 선행하는 OECD경기선행지수: 3개월 연속 확장 국면(LTV=100 이상)에서 상승
- OECD경기선행지수에 6개월 선행하는 OECD경기확산지수 상승세 유지. 최소한 오는 11월까지는 글로벌 경기 확장 국면에서 상승세 유지 가능
- 글로벌 경기 개선이 확산되고 있다는 점이 국내 수출경기 개선 지속에 긍정적

### 국내 수출 선행지표인 OECD경기선행지수 확장 국면 유지



자료: OECD, Bloomberg, 하나금융투자

### 글로벌 경기 개선 확산: 최소한 오는 11월까지 지속 가능

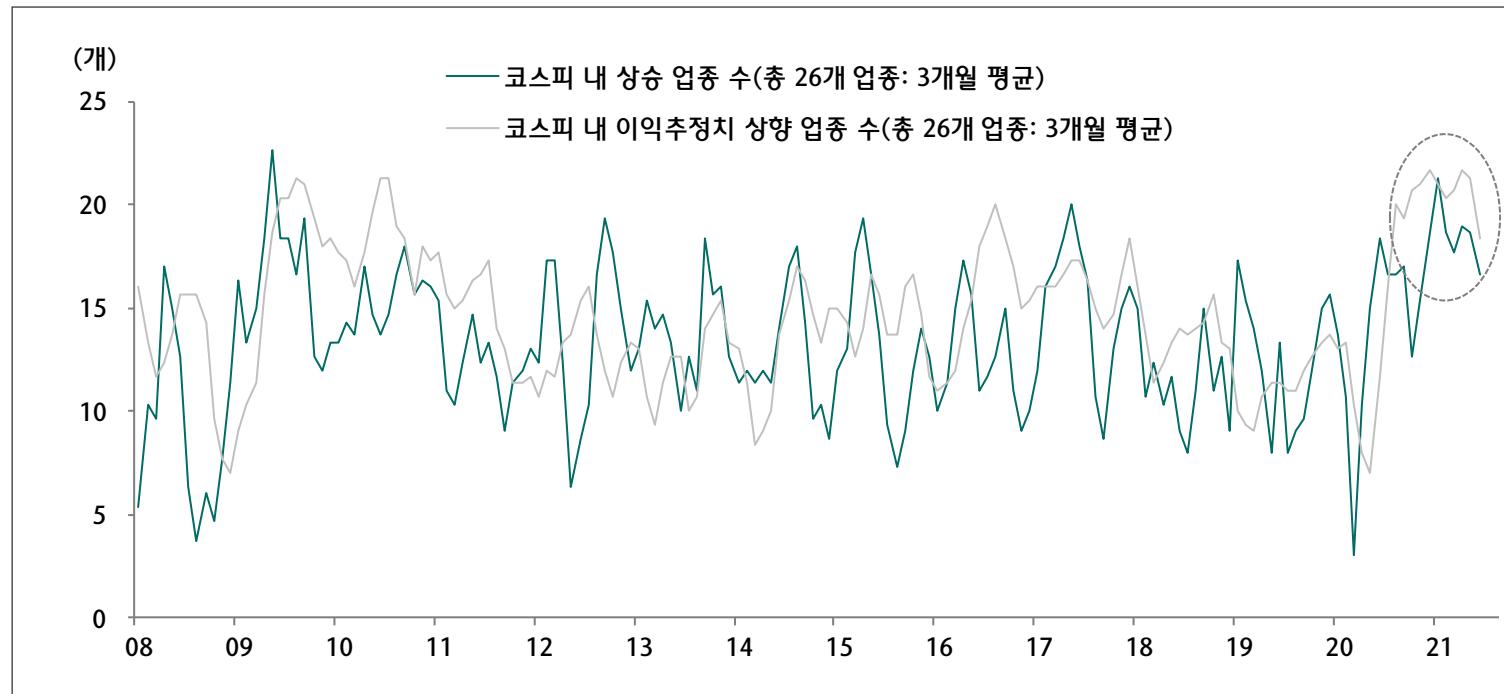


자료: OECD, 하나금융투자

## 이익은 증가하고 있지만, 모멘텀은 둔화가 나타나고 있음

- 코스피 26개 업종 중 전월 대비 상승 업종 수는 4월 정점 형성 이후 2개월 연속 감소하며 6월 현재 17개
- 코스피 26개 업종 중 전월 대비 이익추정치 상향 조정 업종 수도 4월 정점 형성 이후 2개월 연속 감소하며 6월 현재 18개
- 이익 증가 기조는 유효하지만, 모멘텀 정점 통과 우려가 반영되고 있는 상황

**코스피 내 이익추정치 상향 조정 업종 수 정점 통과**



주) 전월대비 상승과 상향 조정 기준  
자료: Quantiwise, 하나금융투자

## 분기 코스피 수익률 벤드: 하단 -5%, 상단 +10%

- 2008년 이후 코스피 이익추정치 전월 대비 상향 조정 업종 수 평균 14~15개, 현재 18개
- 추가적인 감소 가능성은 고려 해 코스피 분기 수익률 측정: -5%~+10%
- 6월 현재 코스피 3,300p 기준, 3분기 코스피 예상 벤드 3,150p~3,600p로 제시

### 이익 증가 국면에서 모멘텀 강화와 약화로 판단할 수 있는 코스피 수익률 벤드

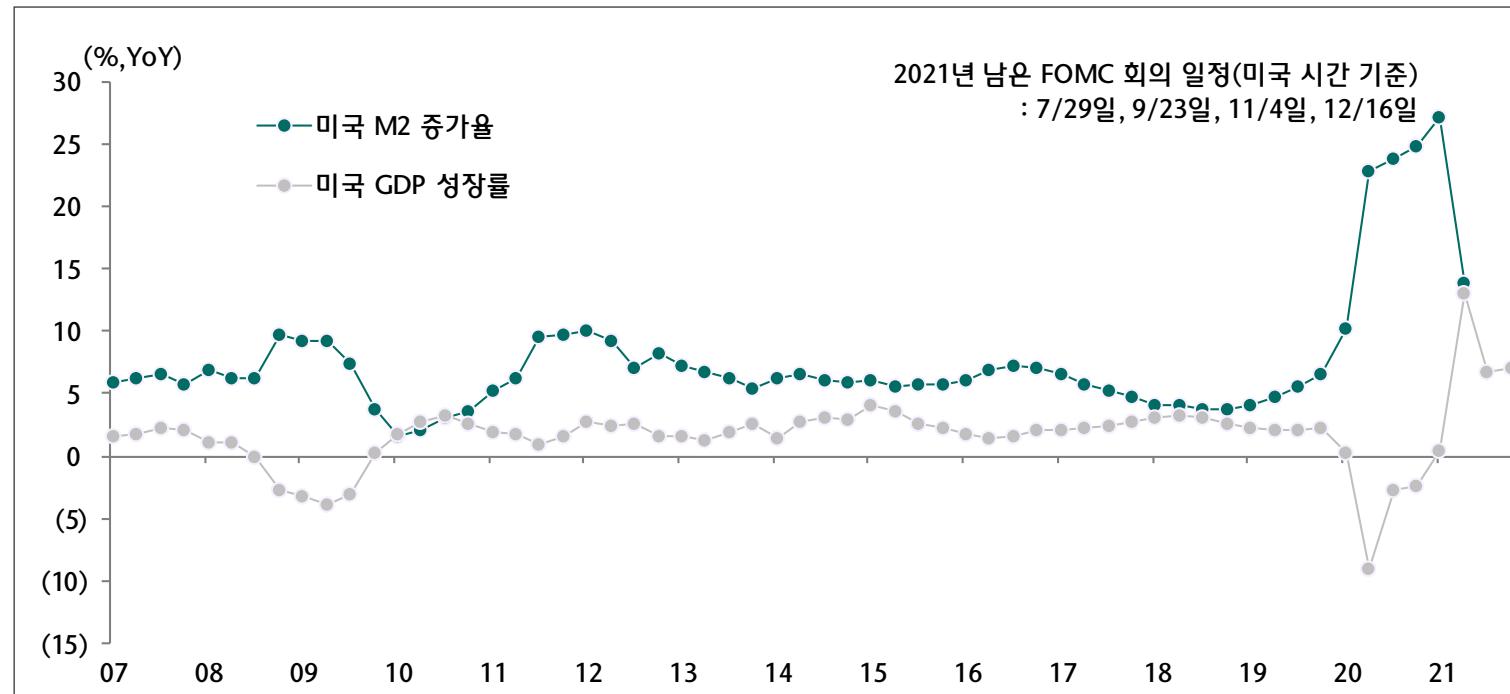
코스피 분기 수익률(%)	이익 증가 지속 & ▶ 이익 추정치 상향 조정 업종 수 감소	이익 증가 지속 & ▶ 이익 추정치 상향 조정 업종 수 증가
평균	+3.1%	+4.0%
최고	+10.3%	+23.4%
최저	-5.2%	-7.9%

주) 2008년 이후 코스피 수익률 기준  
 자료: Quantiwise, 하나금융투자

## 유동성 확장 정책, '그냥 할까?' 아니면 '그만 할까?'

- 연준 통화정책 변화에 대한 불확실성을 고려할 필요가 있는 금융시장
- 2020년 미국 M2 증가율(YoY) 급상승과 동시에 미국 경제도 빠르게 회복: 2021/2월 미국 M2 증가율(YoY) 27% 정점 형성 이후 현재 14%로 하락
- 연내 남은 FOMC 회의 일정: 7/29일, 9/23일, 11/4일, 12/16일

### 유동성 확장 정책: Go or Stop

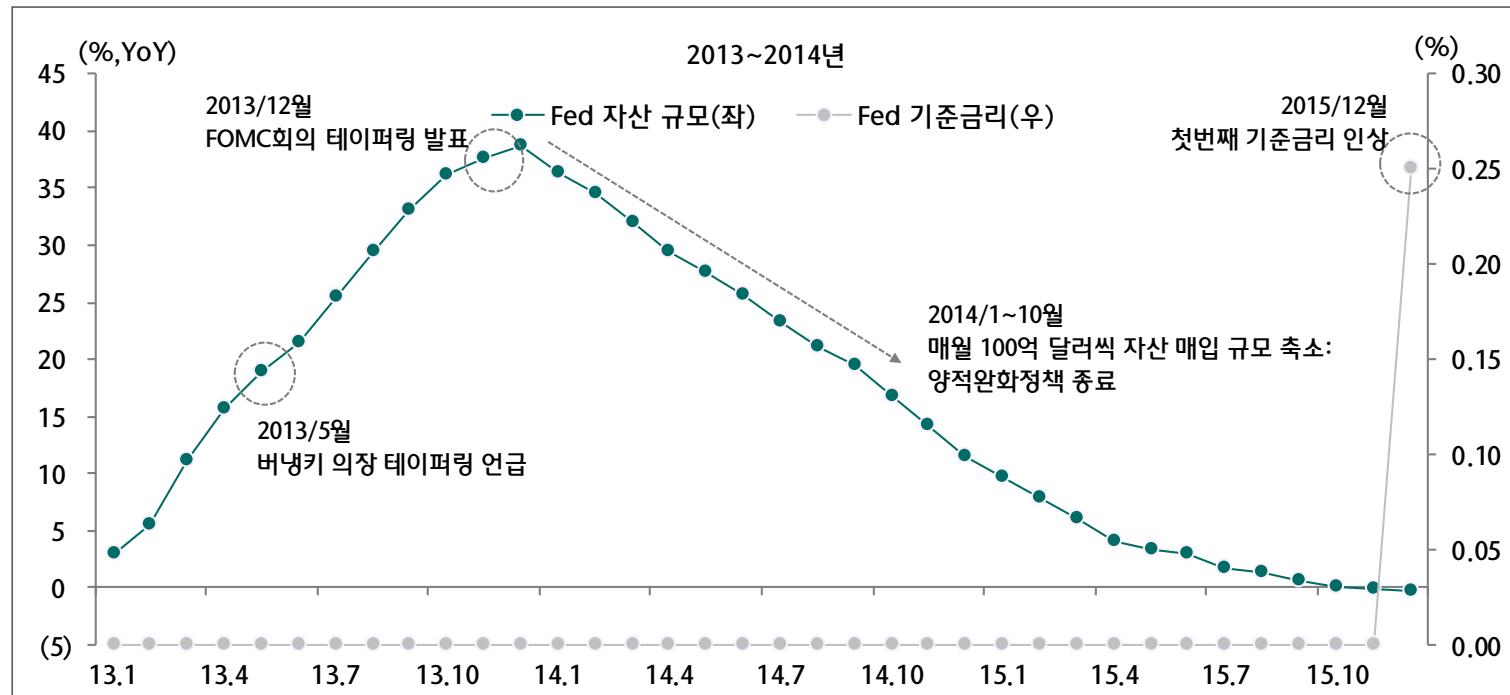


주) 2021/2~4분기 미국 GDP성장률 추정치  
자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 테이퍼링: 2013~14년의 경험

- 2013/5월 베냉키 의장 테이퍼링 언급 → 2013/12월 테이퍼링 공식 발표 → 2014/1~10월까지 양적완화 규모 축소와 종료 → 2015/12월 기준금리 인상 순으로 당시 진행
- 지금도 2022년 테이퍼링 실행 → 2023년 기준금리 인상 고려

연준이 테이퍼링을 준비했던 시기: 2013년 3분기

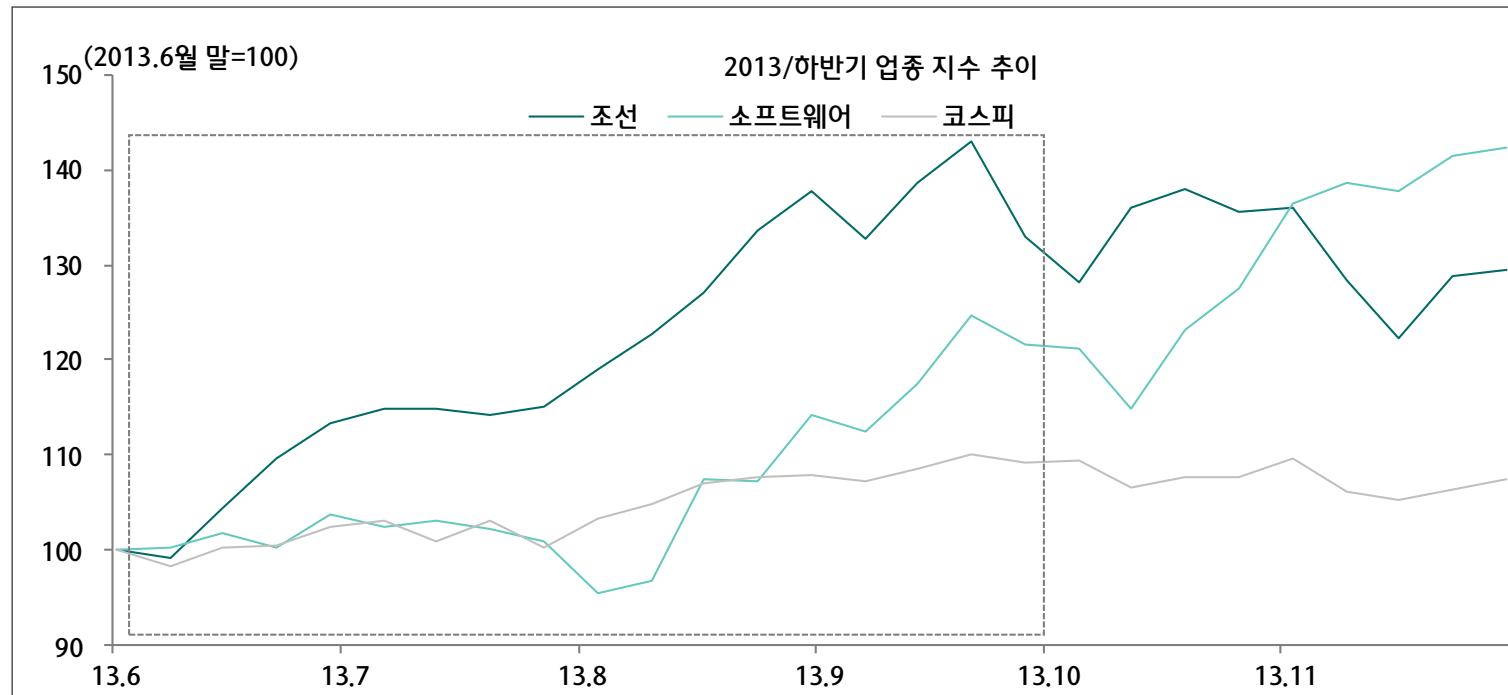


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 2013년 하반기: 테이퍼링을 알고 있었을 때

- 2013년 3분기 코스피 7% 상승: 2013년 하반기 특징은 성장주와 가치주의 공존
- 성장주로 구분할 수 있는 소프트웨어 업종 지수 같은 기간 동안 14% 상승
- 가치주 또는 씨클리컬로 구분할 수 있는 조선 업종 지수 35% 상승

### 2013년 3분기: 성장주와 가치주의 강세가 공존했던 시기

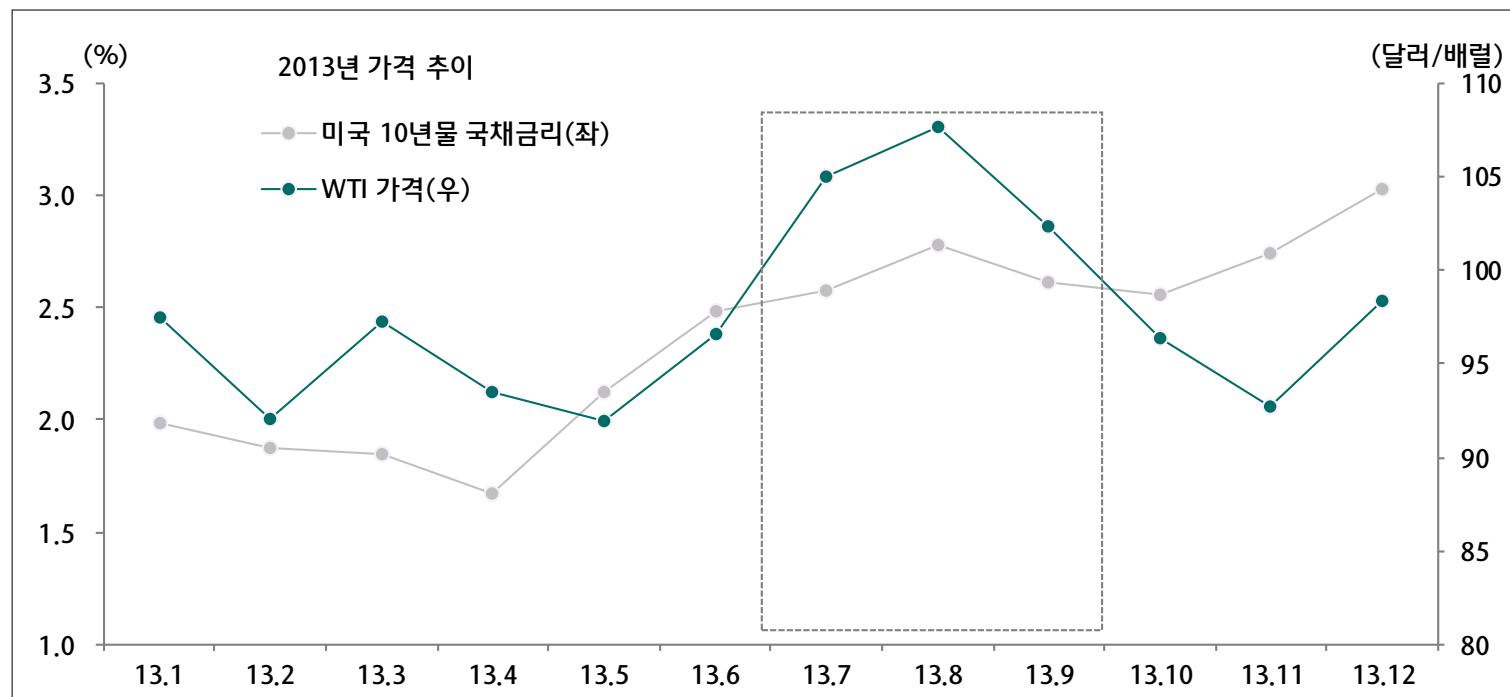


자료: Quantiwise, 하나금융투자

## 가치주 상승 필요 조건, 모멘텀: 2013년 하반기 국제 유가와 금리 동반 상승

- 2013년 2분기 말 WTI 가격은 배럴당 97달러→ 3분기 말 102달러→ 4분기 말 98달러
- 동일 기간 동안 미국 10년물 국채금리 2.5%→ 2.6%→ 3.0%까지 상승
- 가치주 및 씨클리컬 상승의 모멘텀 제공

2013년 3분기, 가치주는 모멘텀이 있었음: 국제유가와 미국 10년물 국채금리 상승

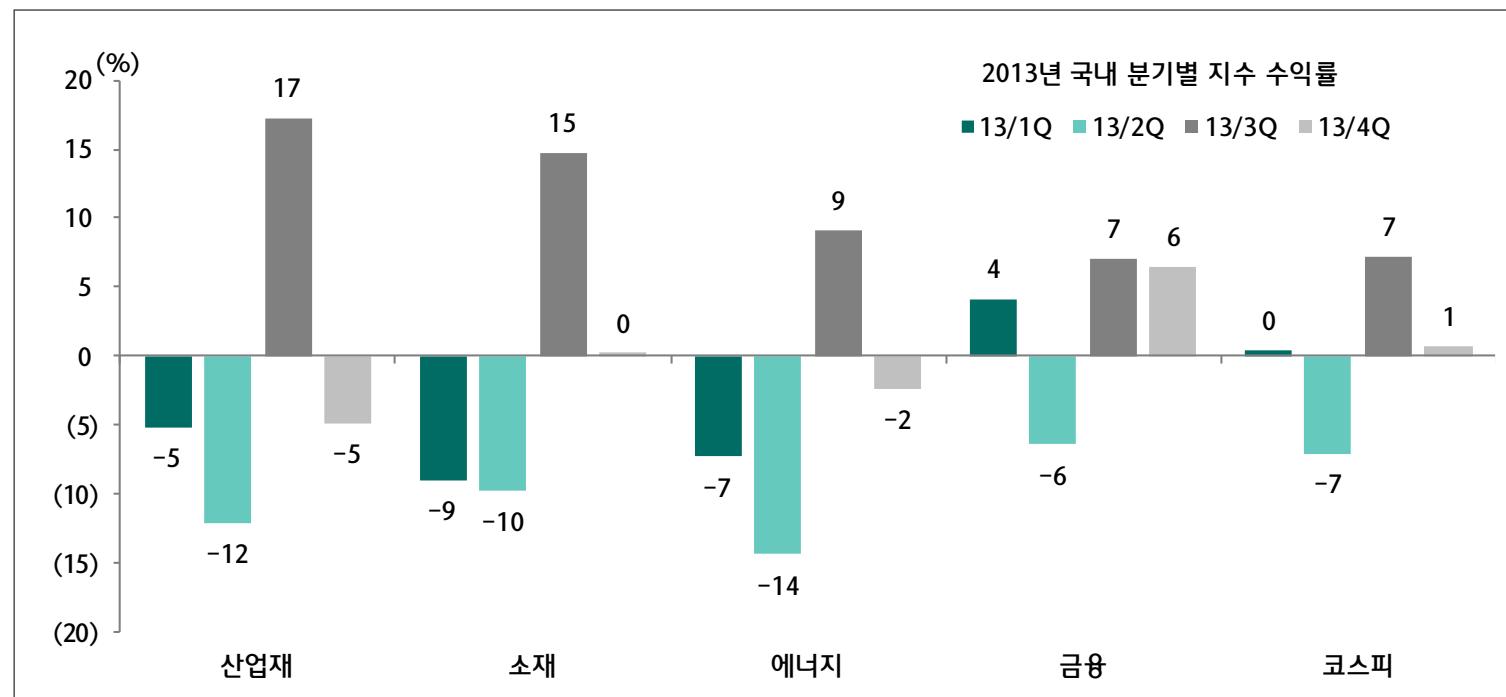


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 가치주 상승 필요 조건, 저평가: 2013년 상반기에 가격메리트 형성

- 2013년 상반기 동안 국내 가치주 컨셉인 에너지, 소재, 산업재, 금융섹터 주가 하락
- 2013년 3분기 국제 유가와 미국 10년물 국채금리 상승과 같은 모멘텀 개선으로 인해 가격메리트가 부각된 가치주

2013년 3분기, 가치주는 가격메리트(저평가)도 있었음

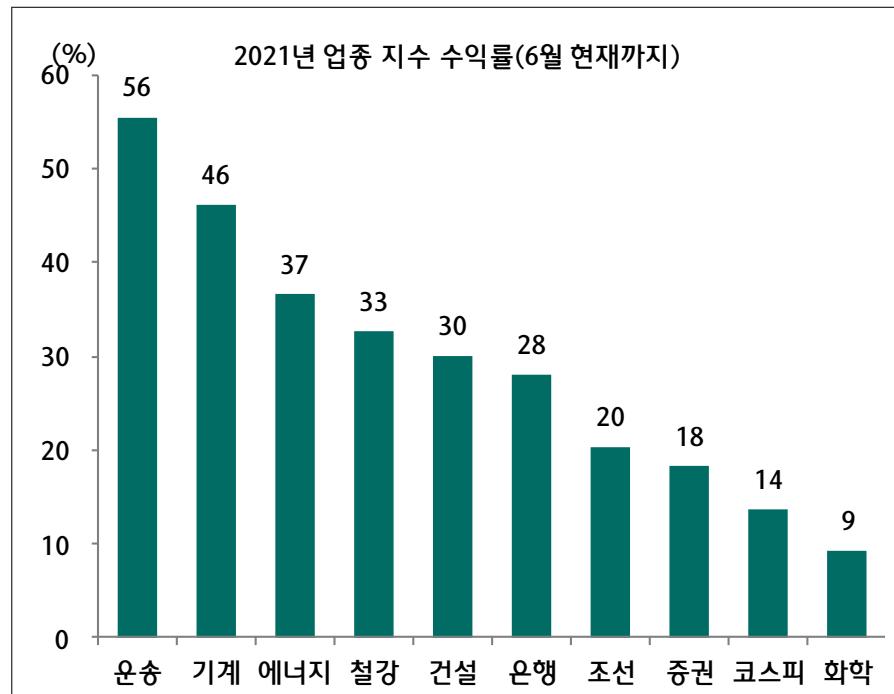


자료: Quantiwise, 하나금융투자

## 그러나 2021년의 가치주는 2013년과는 다름

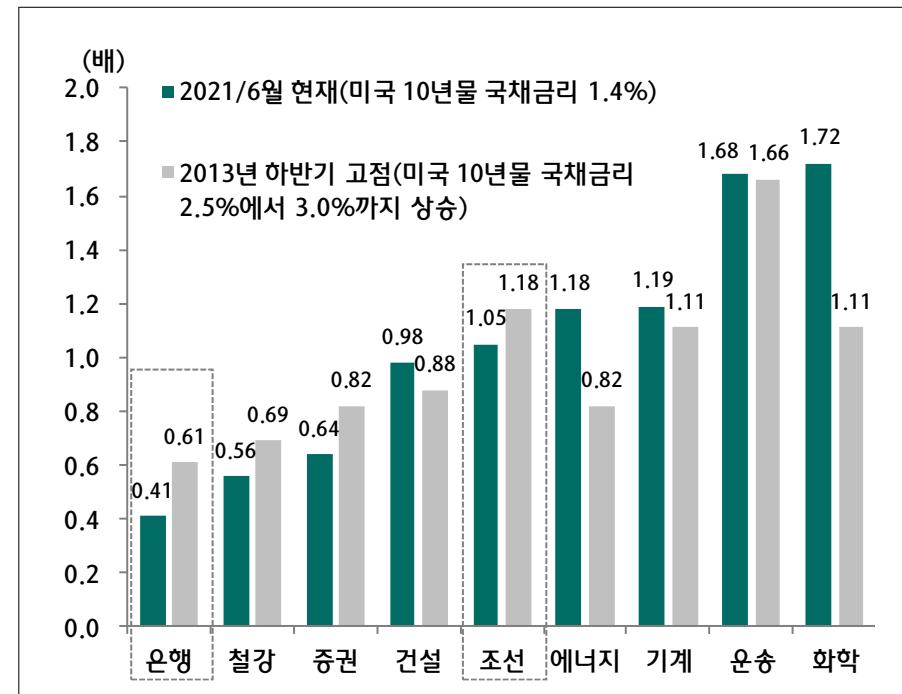
- 2013년 3분기와는 달리 2021년 가치주는 가격메리트가 크게 없는 상황: 2021년 가치주 수익률은 이미 코스피를 상회하고 있음
- 현재 국내 주요 가치주 PBR은 이미 2013년 하반기 고점을 상회하고 있음: 2013년 하반기는 미국 10년물 국채금리가 2.5%에서 3.0%까지 상승, WTI 가격 배럴당 100달러 수준을 유지하고 있었음

### 2021년 상반기 가치주 중심의 강세



자료: Quantwise, 하나금융투자

### 현재 가치주는 2013년 하반기 PBR 고점을 상회

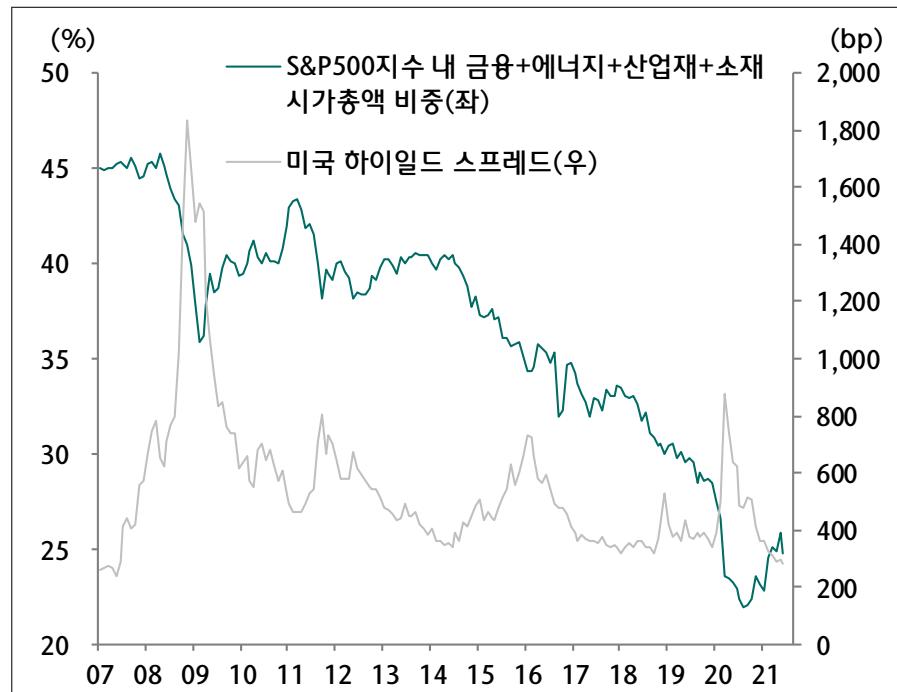


자료: Quantwise, 하나금융투자

## 신용스프레드가 더 낮아질 수 있을까?

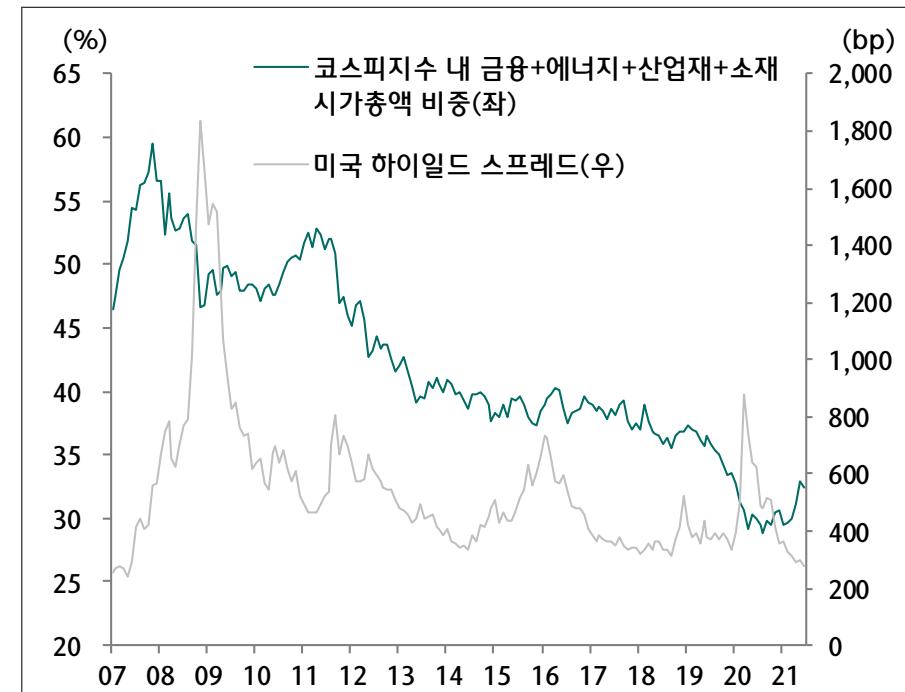
- 코로나19로 인한 경기 침체 및 기업 부도 위기를 막기 위한 유동성 공급 정책 실행
- 미국 하이일드 신용스프레드는 2007년 이후 최저 수준인 280bp까지 하락. 이 과정에서 씨클리컬 업종 주가 상승
- 하이일드 신용스프레드의 추가적인 하락 기대가 쉽지 않다는 점에서 씨클리컬 업종의 1차 상승 마무리
- 향후 하이일드 신용스프레드가 현재와 같이 낮은 수준을 유지한다면 2차 상승은 가능할 것으로 전망

### 기업의 디폴트 위험 빠르게 하락: 미국 씨클리컬 강세



자료: Bloomberg, 하나금융투자

### 기업의 디폴트 위험 빠르게 하락: 국내 씨클리컬 강세

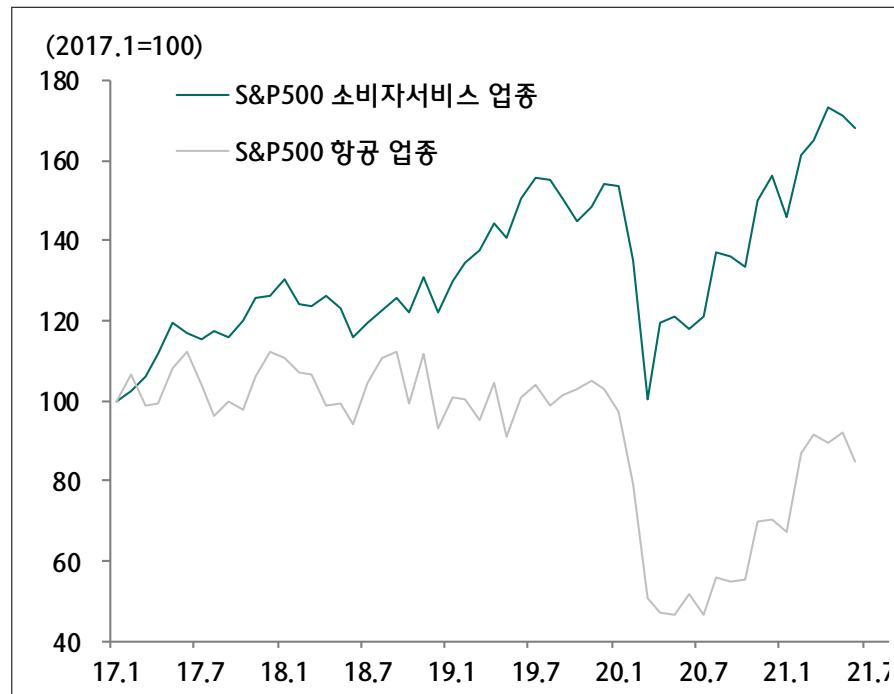


자료: Bloomberg, Quantwise, 하나금융투자

## [참고] 코로나19 이전 가격 수준을 넘어선 최종소비재

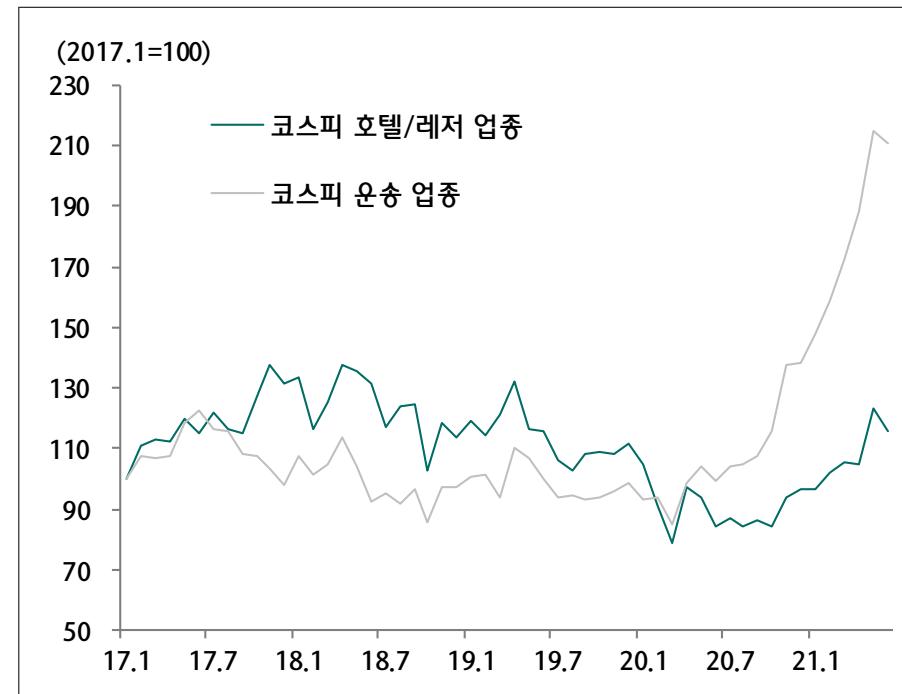
- 코로나19 백신 접종률이 상승하면서 항공, 여행, 호텔 등과 같은 업종의 주가도 빠르게 회복
- S&P500 소비자서비스(호텔/여행 관련 기업 포함) 업종 지수는 코로나19 이전 고점을 상회, 항공 업종 지수도 이전 고점 대비 87% 까지 회복
- 국내 운송 업종 지수도 코로나19 이전 고점을 상회, 호텔/레저 업종은 88%까지 회복

코로나19 이전 가격 수준을 넘어선 코로나19 피해주(1)



자료: Bloomberg, 하나금융투자

코로나19 이전 가격 수준을 넘어선 코로나19 피해주(2)

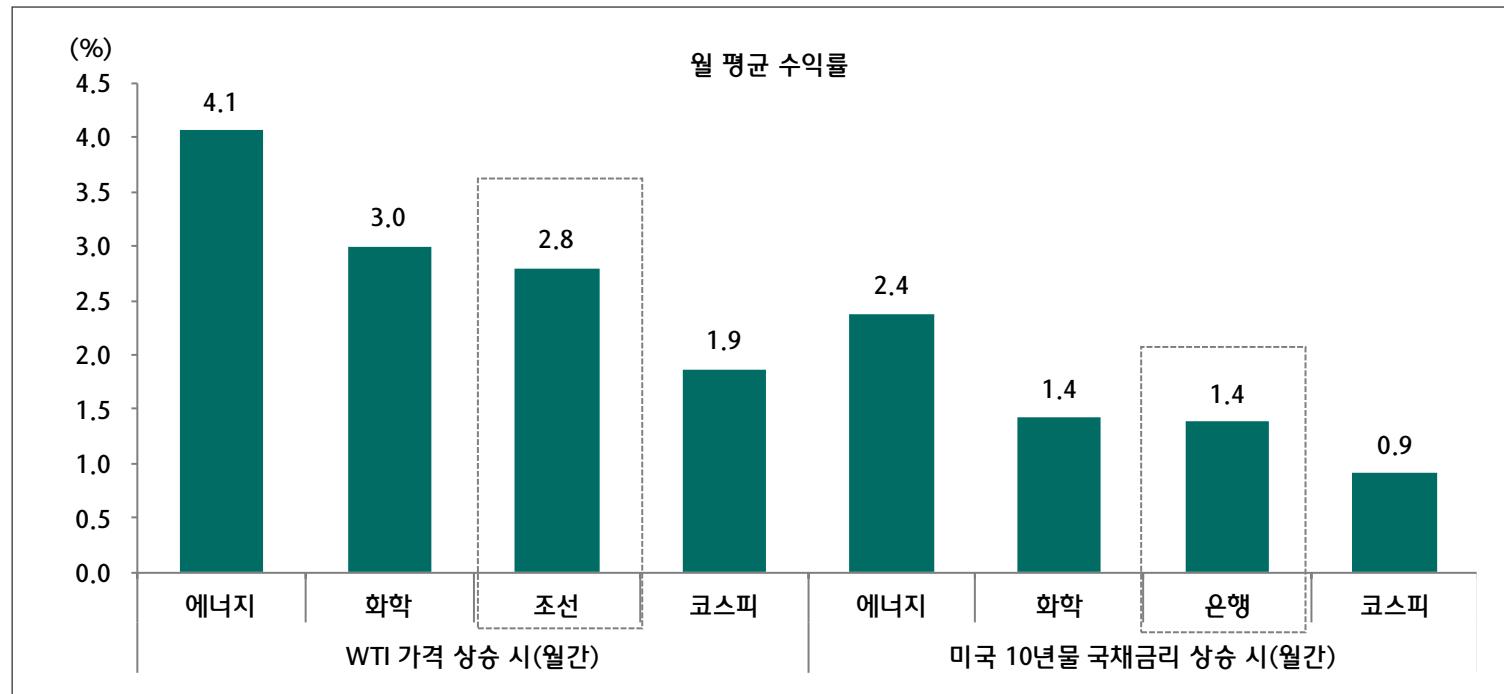


자료: Quantwise, 하나금융투자

## 그래도 모멘텀이 남아 있다면 기회는 조선과 은행

- 모멘텀, 국제 유가 추가 상승 시: 주가 상승 탄력이 강한 업종 중 2013년 PBR 고점 대비 현재 PBROI 낮은 조선(1.18배/1.05배)
- 모멘텀, 미국 10년물 국채금리 상승 시: 주가 상승 탄력이 강한 업종 중 2013년 PBR 고점 대비 현재 PBROI 낮은 은행(0.61배/0.41배)

### 국제 유가 상승 시 조선에게 기회, 미국 10년물 국채금리 상승 시 은행에게 기회



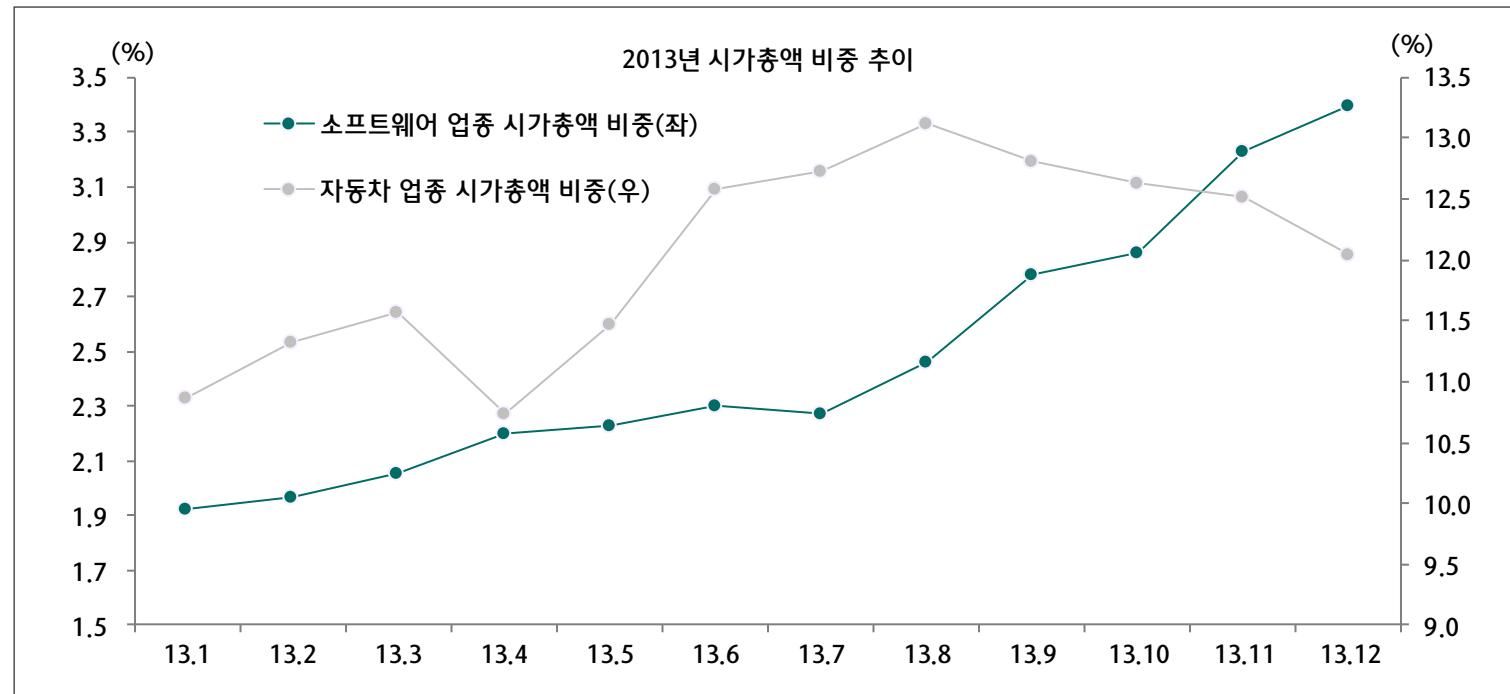
주) 2010년 이후 월간 기준

자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나금융투자

## 2013년 하반기 성장주에는 소프트웨어도 있지만, 자동차도 있었음

- 2013년 2분기 초 소프트웨어 시가총액 비중은 2.2%에서 3분기 고점 2.8%까지 상승(4분기 고점 3.4%까지 상승)
- 같은 기간 동안 자동차 시가총액 비중은 10.7%에서 13.1%까지 상승하며 기록하며 동반 강세(다만 4분기 중에는 비중 하락)

2013년 3분기 소프트웨어와 자동차 업종 동반 강세

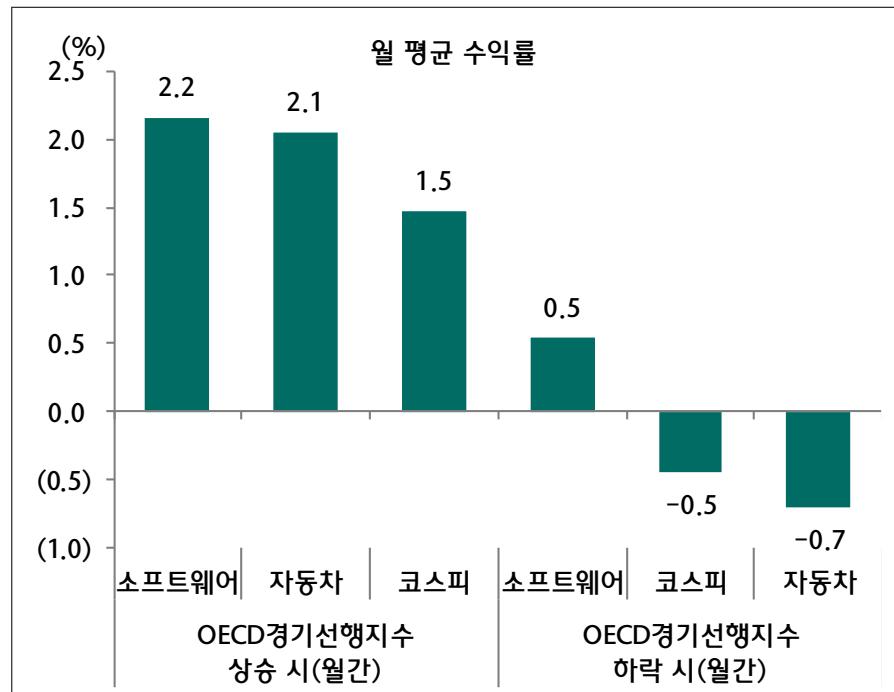


자료: Quantiwise, 하나금융투자

## 성장주에도 수식어가 있음: 구조적과 경기순환형

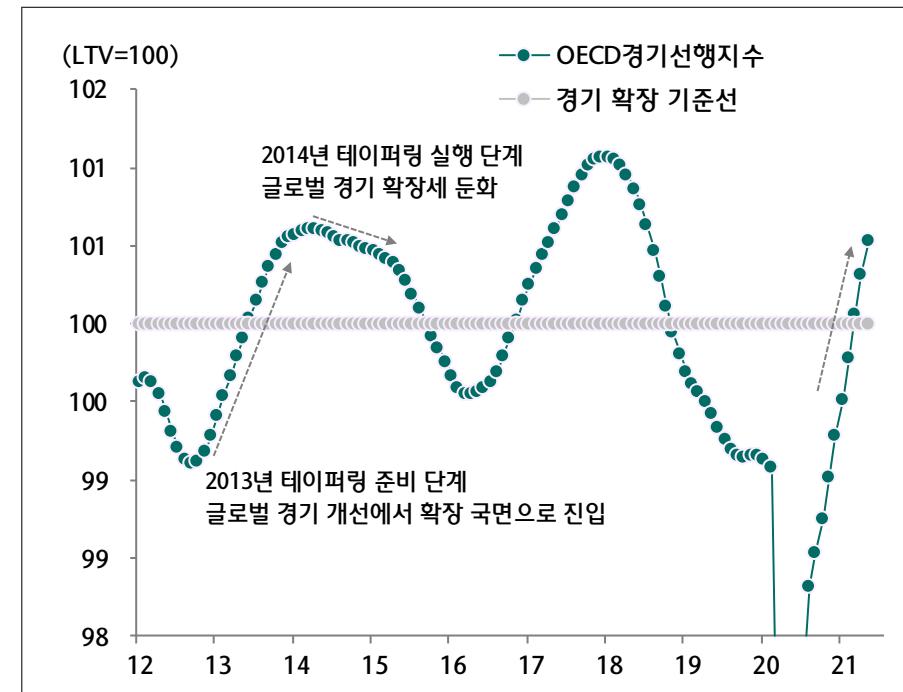
- 구조적 성장주: 국내 소프트웨어 업종은 OECD경기선행지수의 방향성과 주가 수익률 무관한 편
- 경기순환형 성장주: 자동차 업종은 OECD경기선행지수의 방향성과 주가 수익률 연관성이 높은 편
- 테이퍼링을 준비했던 2013년은 글로벌 경기 개선에서 확장으로 진입. 테이퍼링을 실행했던 2014년은 글로벌 경기 확장세 둔화
- 현재는 글로벌 경기 개선에서 확장으로 진입: 구조적 뿐만 아니라 경기순환형 성장주에게도 기회가 있을 것으로 판단

### 소프트웨어는 구조적 성장주, 자동차는 경기순환적 성장주



자료: Quantwise, 하나금융투자

### 경기순환형 성장주에 기회 부여 여부는 글로벌 경기로 판단

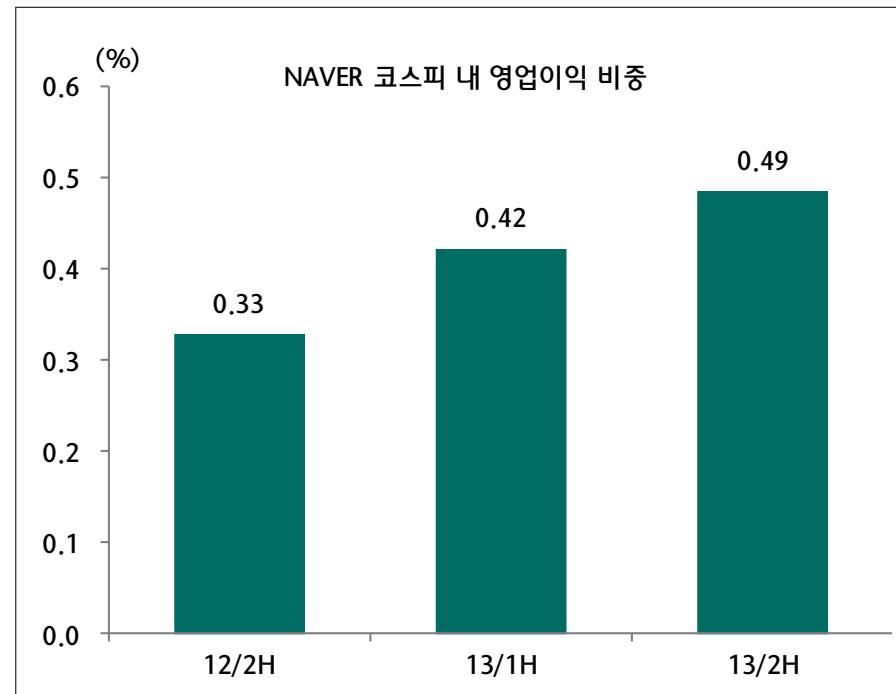


자료: OECD, 하나금융투자

## 구조적과 경기순환형 성장주 공통점: 이익 비중 상승

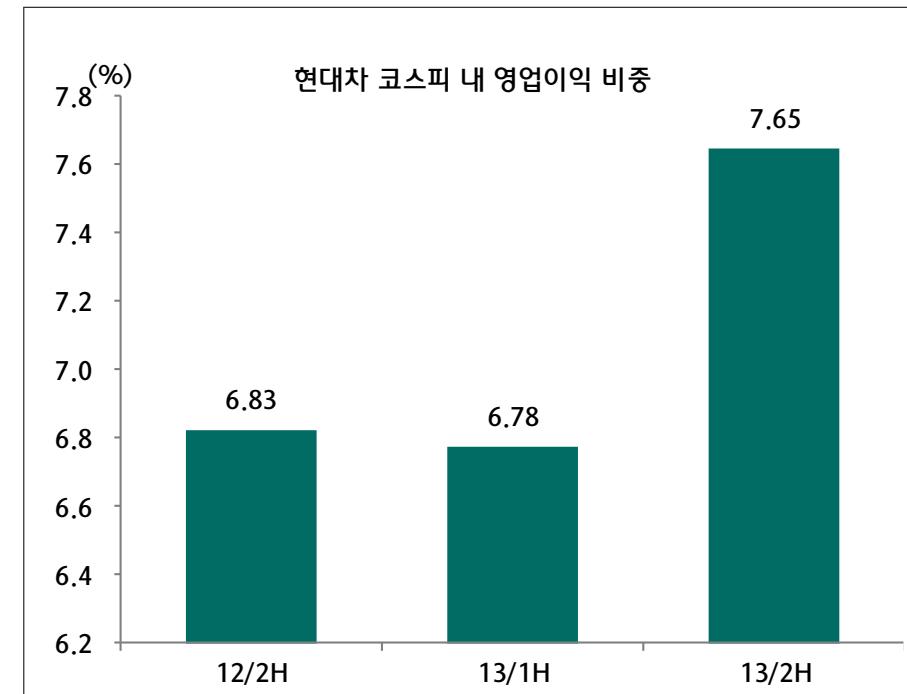
- 2013년 구조적 성장주였던 소프트웨어와 경기순환형 성장주였던 자동차 공통점: 코스피 내 이익 비중 증가
- 2013년 2분기와 3분기 NAVER 주가 수익률: +5%와 +93%
- 같은 기간 동안 현대차 주가 수익률: +0.7%와 +11%

2013년 NAVER 코스피 내 이익 비중 상승



자료: Quantiwise, 하나금융투자

2013년 현대차 코스피 내 이익 비중 상승

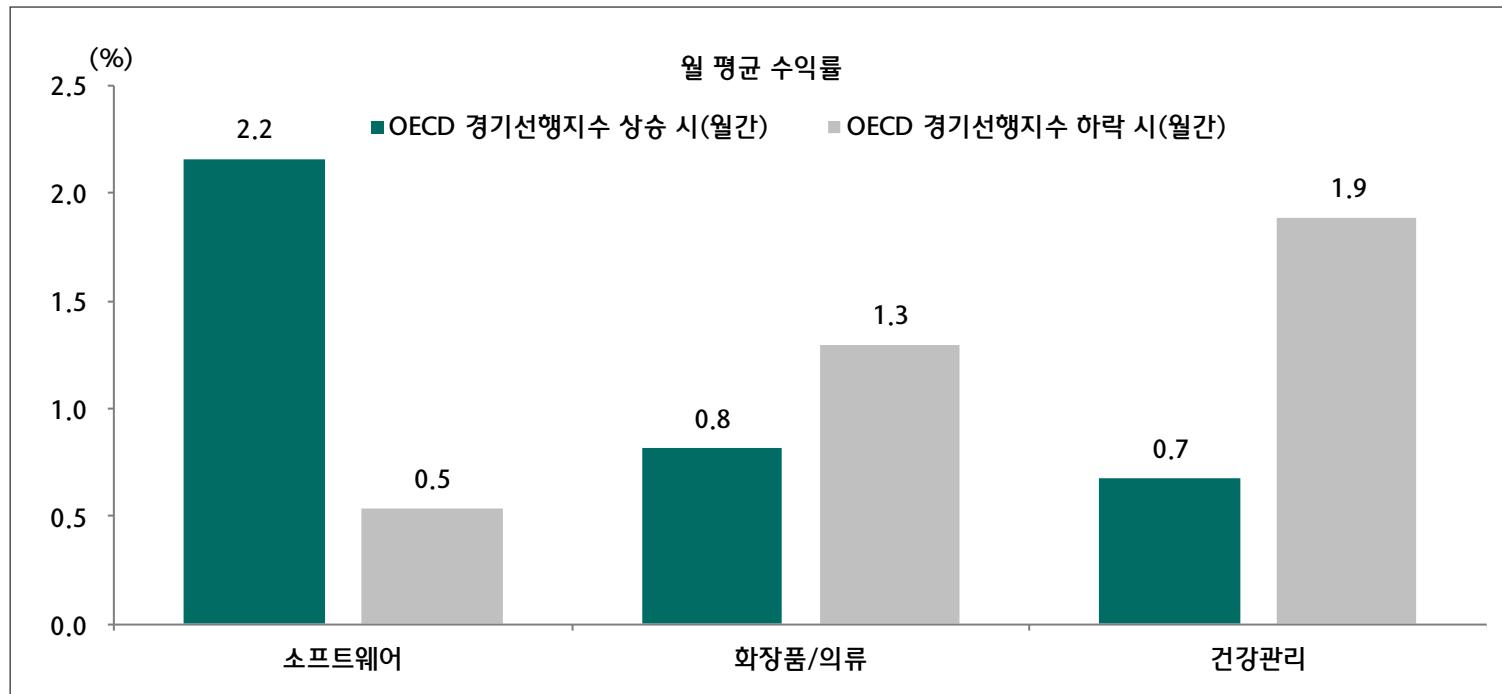


자료: Quantiwise, 하나금융투자

## 국내 구조적 성장주: 소프트웨어, 헬스케어, 화장품/의류

- 국내 소프트웨어 업종 이외에도 화장품/의류, 헬스케어는 OECD경기선행지수의 방향성과 주가 수익률 무관한 편
- 해당 업종은 구조적 성장주로 구분 가능

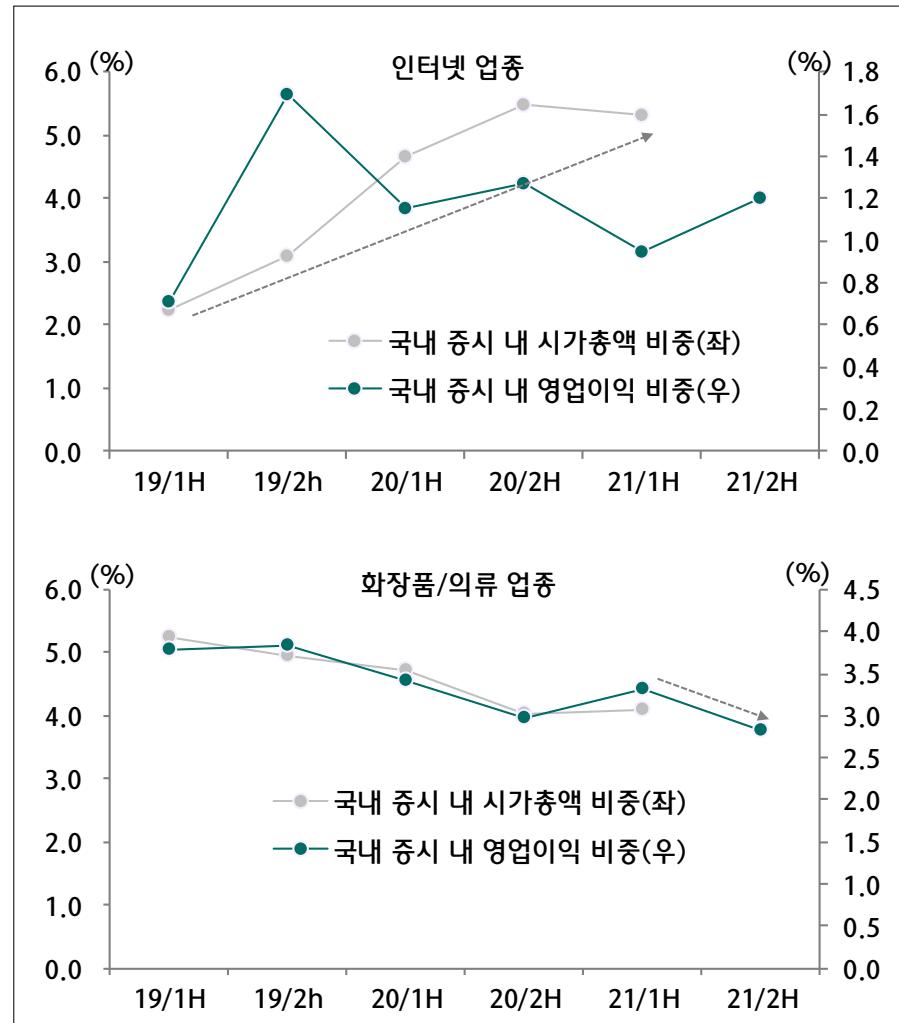
### 소프트웨어 업종처럼 글로벌 경기 방향성과 무관한 구조적 성장주: 화장품/의류와 헬스케어



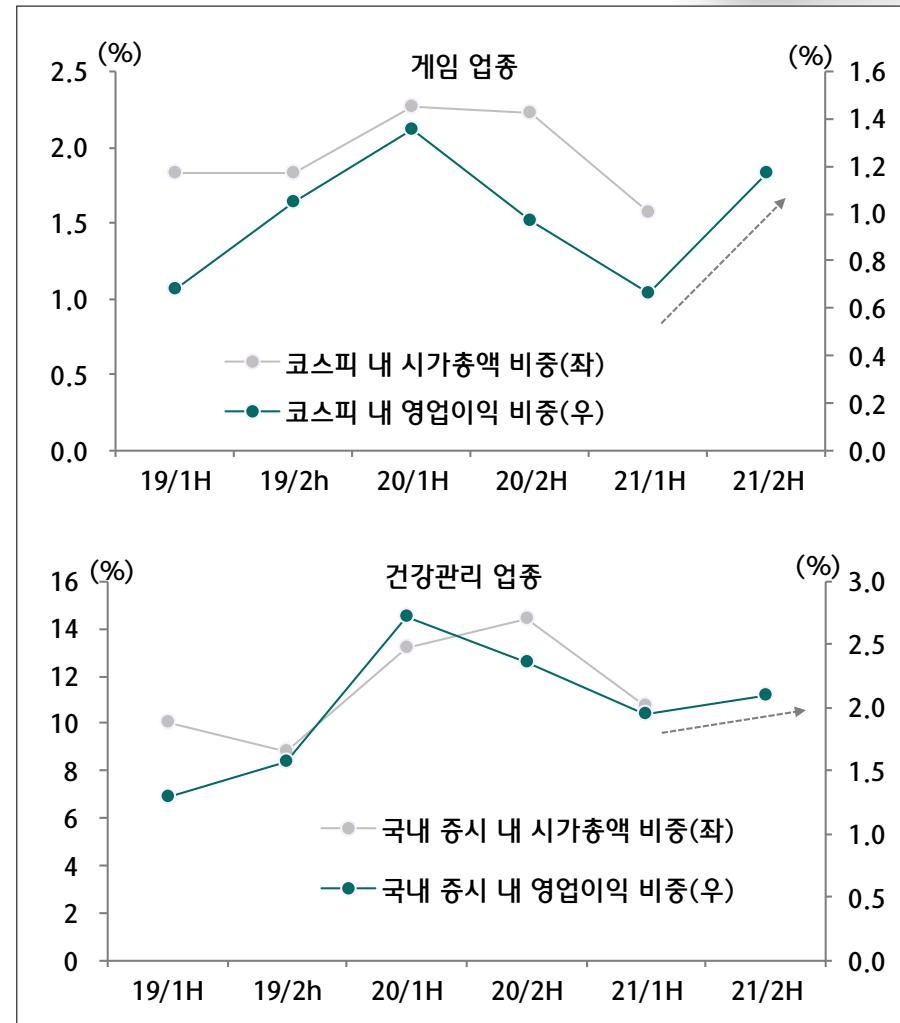
주) 2010년 이후 월간 기준

자료: Quantiwise, 하나금융투자

## 국내 구조적 성장주 중 시총비중과 이익비중 감안 시 게임과 헬스케어



자료: Quantiwise, 하나금융투자

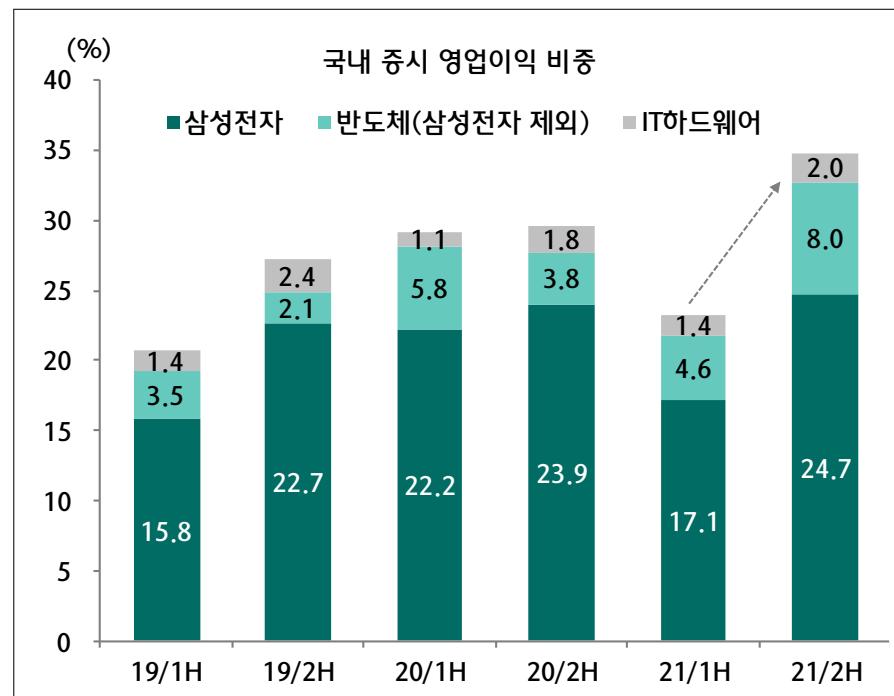


자료: Quantiwise, 하나금융투자

## 경기순환형 성장주 중 반도체 중심의 Tech 하드웨어 업종 기회

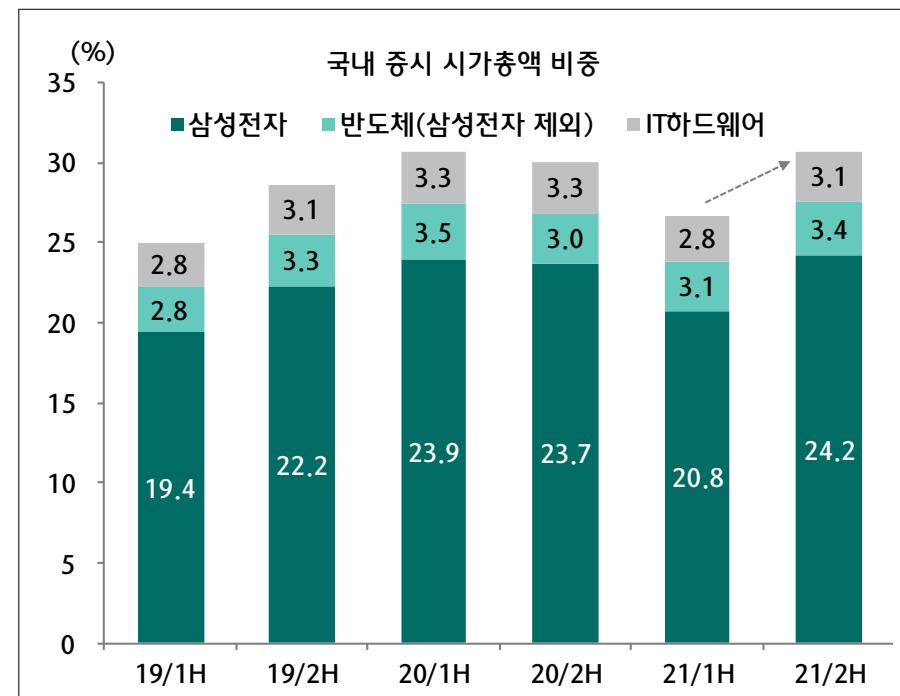
- 경기순환적 성장주 중에서 반도체와 IT하드웨어 업종의 국내 증시 내 영업이익 비중: 상반기 23%에서 하반기 35%로 상승 전망
- 2019년 이후 영업이익과 시가총액 비중 회귀식을 통해 2021년 하반기 이론적 시가총액 비중을 추정해 보면
- 반도체와 IT하드웨어 현재 시총비중은 27%에서 하반기 31%로 높아질 것으로 예상

국내 Tech하드웨어 이익 비중 23%에서 35% 상승 전망



자료: Quantiwise, 하나금융투자

국내 Tech하드웨어 시총 비중 27%에서 31%로 상승 가능

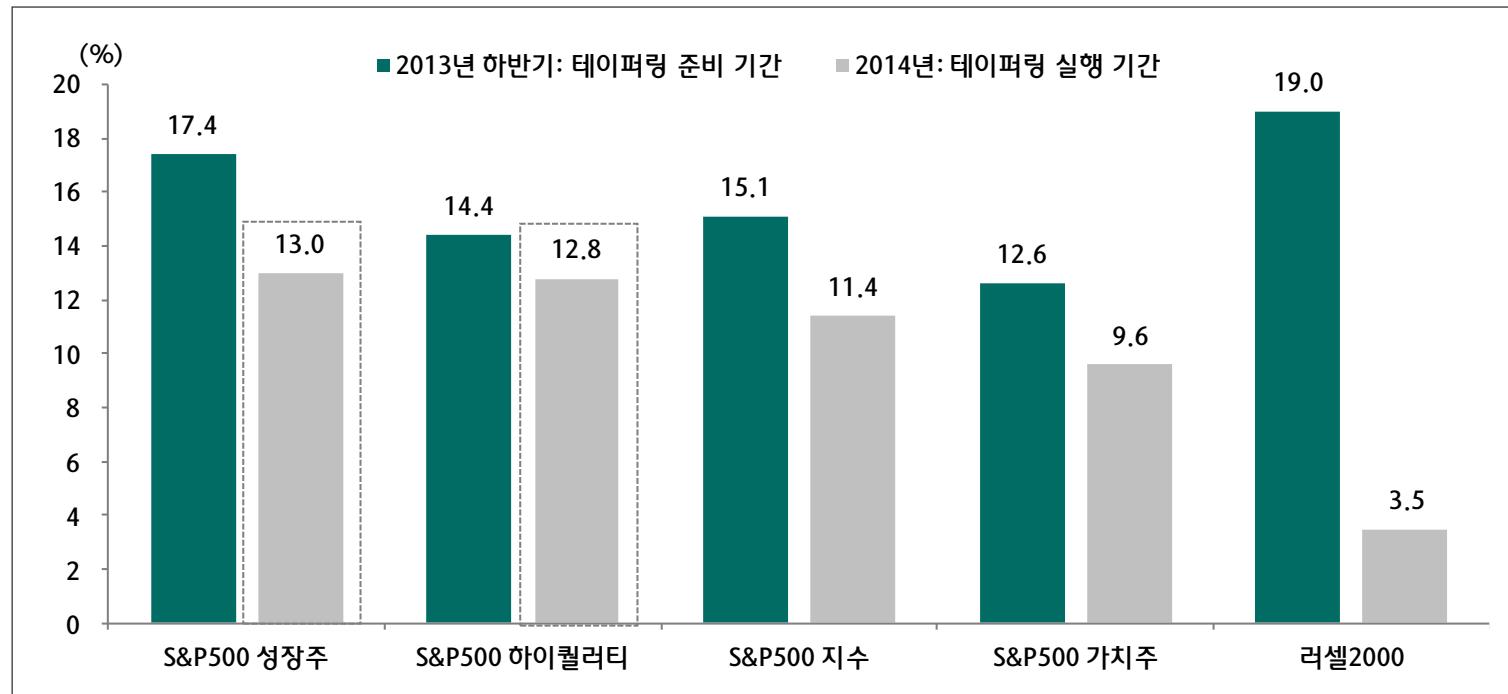


자료: Quantiwise, 하나금융투자

## 성장주도 수식어가 필요

- 2014년 테이퍼링 실행 당시 성장주(+13%)와 하이퀄러티지수(+13%) 동반 강세가 특징적
- 스타일지수 선택 시 매출과 이익 성장 뿐만 아니라 기업의 질적(Quality) 평가도 중요
- 한편 중소형주로 구성된 러셀2000지수는 테이퍼링 실행 국면에서 상대적 약세

2014년 테이퍼링 실행 당시 스타일지수 수익률: 성장주와 하이퀄러티지수 동반 강세



자료: Bloomberg, 하나금융투자

## [참고] 대형주는 Tech, 중소형주는 씨클리컬

시총 비중(%)	S&P500	러셀2000
Tech	25.3	11.2
커뮤니케이션	15.7	1.7
경기소비재	12.3	17.3
건강관리	12.0	20.9
금융	10.7	14.3
산업재	8.0	14.4
필수소비재	6.2	3.2
에너지	2.6	3.9
부동산	2.4	6.2
소재	2.4	3.8
유ти리티	2.3	3.2
Tech+커뮤니케이션	41.0	12.9
소재+산업재+금융+에너지	23.7	36.4

자료: Bloomberg, Quantwise, 하나금융투자

시총 비중(%)	코스피	코스닥지수	코스피 종영주	코스피 소영주
Tech	34.9	34.2	6.5	6.5
경기소비재	13.2	8.9	18.0	21.8
산업재	11.8	9.2	29.1	21.2
커뮤니케이션	10.0	10.9	3.3	4.7
소재	9.1	4.2	11.7	22.0
금융	7.5	1.6	13.8	5.6
건강관리	7.3	28.1	7.4	6.1
필수소비재	2.5	2.3	6.7	7.8
에너지	2.3	0.5	0.8	1.9
유ти리티	1.3	0.0	2.6	2.4
IT+커뮤니케이션	44.9	45.1	9.8	11.2
소재+산업재+금융+에너지	30.7	15.6	55.4	50.7

## [참고] 러셀2000은 전반적인 매크로 지표, 국내 중소형주 달러인덱스에 민감

월 평균 수익률(%)	WTI(월간 기준)		달러인덱스(월간 기준)		미국10년물 국채금리(월간 기준)	
	상승	하락	상승 (달러 강세)	하락	상승	하락
S&P500	2.5	-0.7	-0.1	2.4	1.8	0.1
러셀2000	3.1	-1.4	-0.3	2.6	2.4	-0.5
코스피	1.9	-1.0	-0.9	2.2	0.9	0.2
코스닥	1.7	-0.6	-1.3	2.8	0.8	0.4
코스피 종영주	1.7	-0.9	-1.4	2.8	0.8	0.3
코스피 소영주	1.8	-0.4	-0.9	2.6	0.7	0.9

주) 2010년 이후 월간 기준

자료: Bloomberg, Quantwise, 하나금융투자

## 하이퀄러티(High Quality) 주식이란?

- 현재 S&P500 퀄리티지수에 포함된 시가총액 상위 10개 기업의 특징
- 이익 성장률이나 밸류에이션 보다는 영업이익률이 높고, 부채비율이 낮은 기업 중심으로 형성

S&P500 퀄리티지수에 포함된 기업들의 공통점: 영업이익률이 높고, 부채비율이 낮은 편

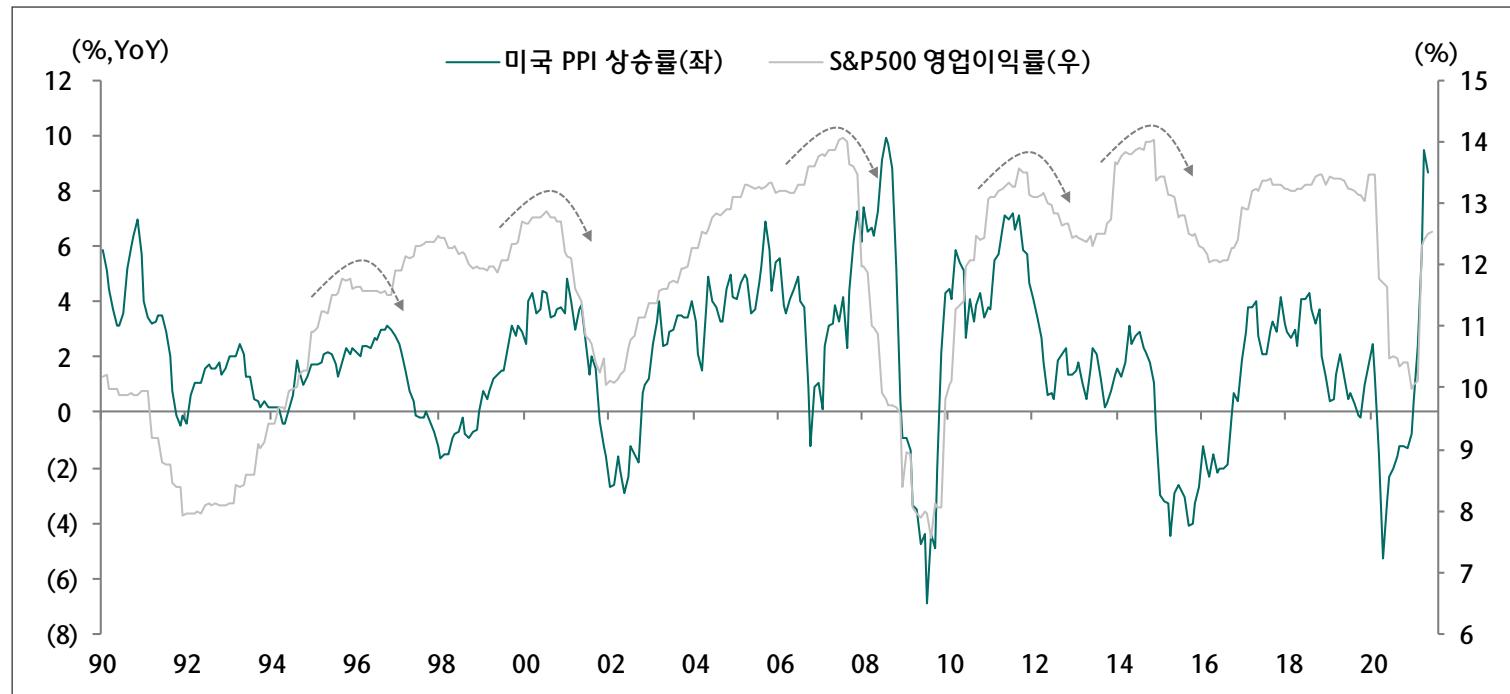
티커	지수/기업	영업이익률(%)						부채비율(%)					
		2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년.E	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	
SPX	S&P500	12.9	13.2	13.3	13.5	10.0	12.5	112.4	112.7	111.3	115.2	119.6	
SPXQUP	S&P500 퀄리티	14.3	11.8	17.9	17.1	13.8	16.2	121	73.2	53.2	68.7	77.5	
AAPL	애플	27.8	26.8	26.7	24.6	24.1	27.0	67.9	86.3	106.8	119.4	187.1	
MSFT	마이크로소프트	28.6	30.1	31.8	34.1	37.0	39.1	69.5	108.9	105.8	84.5	69.4	
V	비자	52.3	66.2	62.9	65.3	64.5	63.7	48.3	56.1	48.9	48.2	68.2	
PG	P&G	20.6	21.5	20.0	8.1	22.1	18.6	52.8	56.6	59.2	63.2	76.0	
ADBE	어도비	25.5	29.7	31.5	29.3	32.9	44.9	25.5	22.2	44.1	39.3	35.5	
CSCO	시스코 시스템즈	25.7	24.9	25.0	27.4	27.6	32.8	45.0	51.0	59.2	73.5	41.1	
PFE	화이자	22.7	26.1	26.1	35.9	19.5	31.3	70.3	60.7	65.5	84.2	65.0	
ABT	애보트 래버리토리	15.3	6.3	11.9	14.2	15.5	22.9	106.2	89.8	63.7	61.0	60.3	
TXN	텍사스 인스트루먼트	36.3	40.7	42.5	39.8	40.8	45.6	34.5	39.4	56.3	68.9	77.5	
AMAT	어플라이드 머티어리얼즈	19.9	26.8	26.9	22.9	25.4	32.0	43.3	56.7	77.6	64.7	54.0	

자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 그러나 물가 상승 압력이 높아지면, 높은 마진을 유지하기 어려움

- 디플레이션 보다는 인플레이션 환경이 기업 실적 개선과 주가 상승에는 유리한 환경
- 그러나 가파르게 진행된 물가 상승은 기업의 생산단가 상승으로 이어지면서 마진 하락 압력으로 이어질 수 있음
- 최근 급등한 생산자물가가 향후 기업 마진 악화로 이어질 수 있다는 우려는 리스크 요인 중 하나

### 최근 급등한 생산자물가가 향후 기업 마진 악화로 이어질 수 있다는 점은 리스크

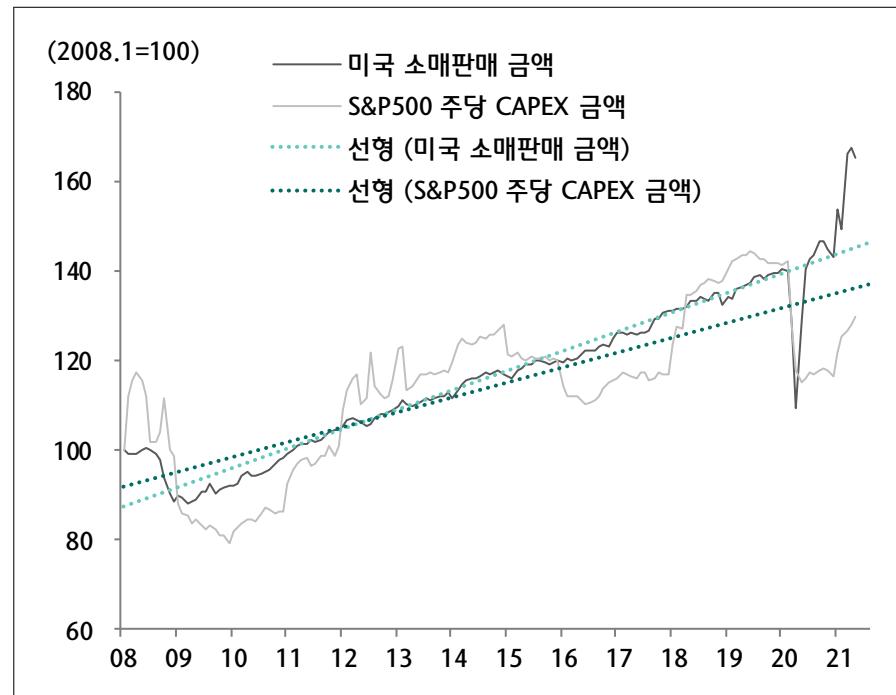


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 지금은 ‘소비’지만, 나중에는 ‘투자’로 성장 모멘텀의 수식어는 변할 수 있음

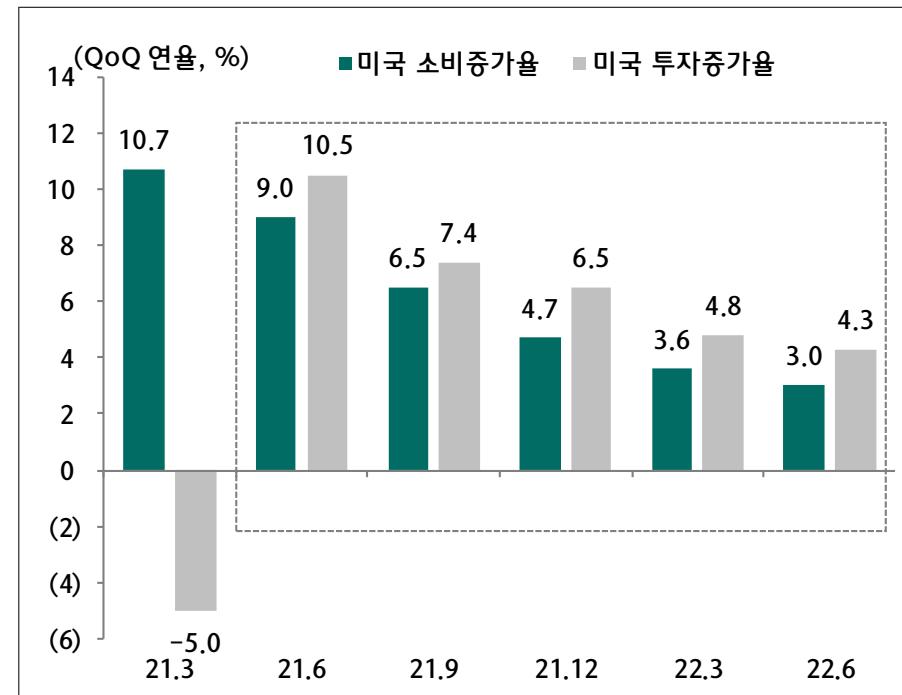
- 현재 상황만을 보면 미국 소비가 투자경기 보다는 모멘텀이 강한 편
- 그러나 미국 소비와 투자의 분기별 성장을 추정치를 보면, 2021년 2분기 이후 매 분기 소비 보다는 투자 증가율이 높음
- 이미 사상 최고치를 경신하고 있는 소비 보다는 회복의 기대가 남아 있는 투자가 모멘텀이 될 수 있을 것으로 판단

### 지금은 소비가 수요 견인



자료: Bloomberg, 하나금융투자

### 이미 회복한 소비 보다는 기대가 있는 투자에 관심

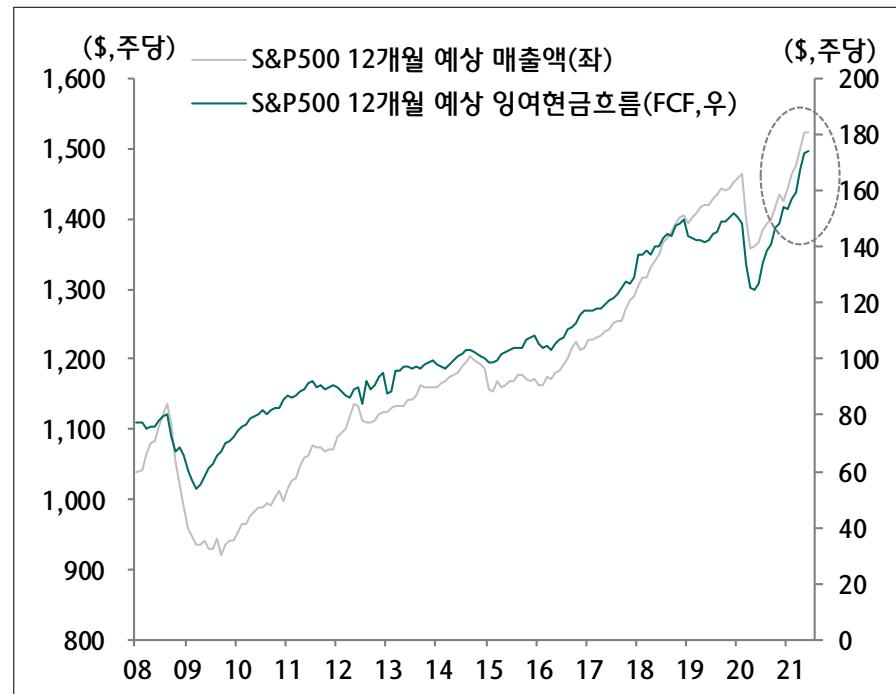


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 기업 매출과 FCF는 사상 최고치 동반 경신 중

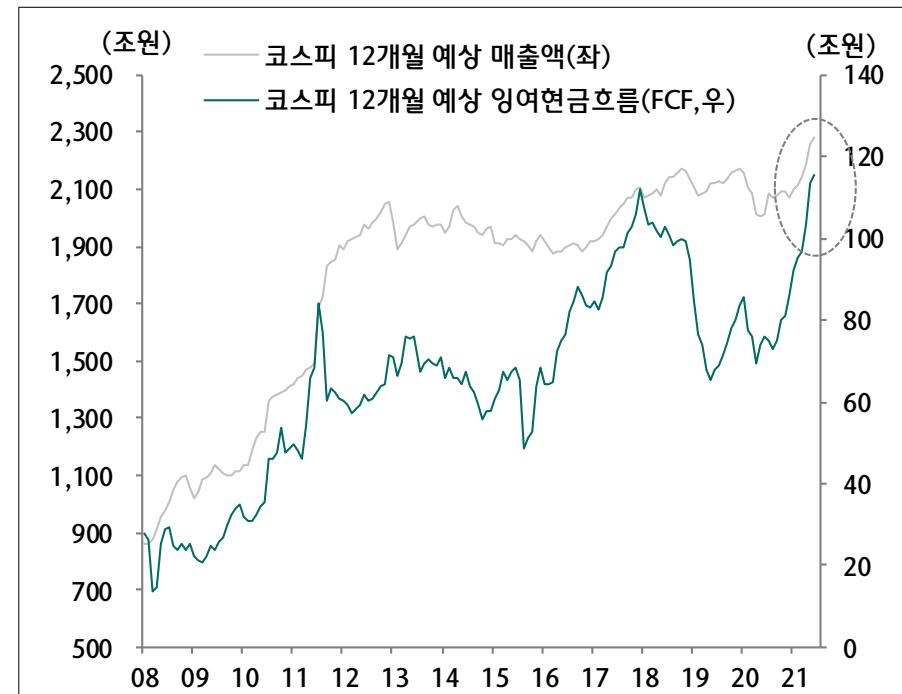
- S&P500지수 현재 12개월 예상 매출액 코로나19 이전 고점 대비 105%, 잉여현금흐름(FCF) 115%
- 코스피 현재 12개월 예상 매출액 코로나19 이전 고점 대비 105%, FCF 103%

**미국 기업, 매출과 FCF 사상 최고치 경신 기대**



자료: Bloomberg, 하나금융투자

**국내 기업, 매출과 FCF 사상 최고치 경신 기대**

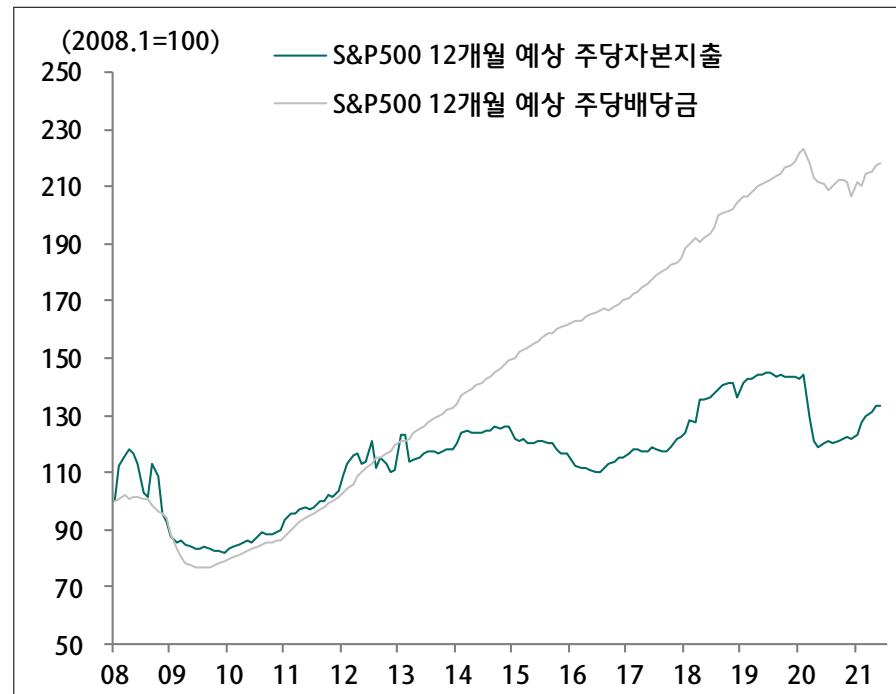


자료: Quantwise, 하나금융투자

## 현재, 투자 보다는 배당을 선호

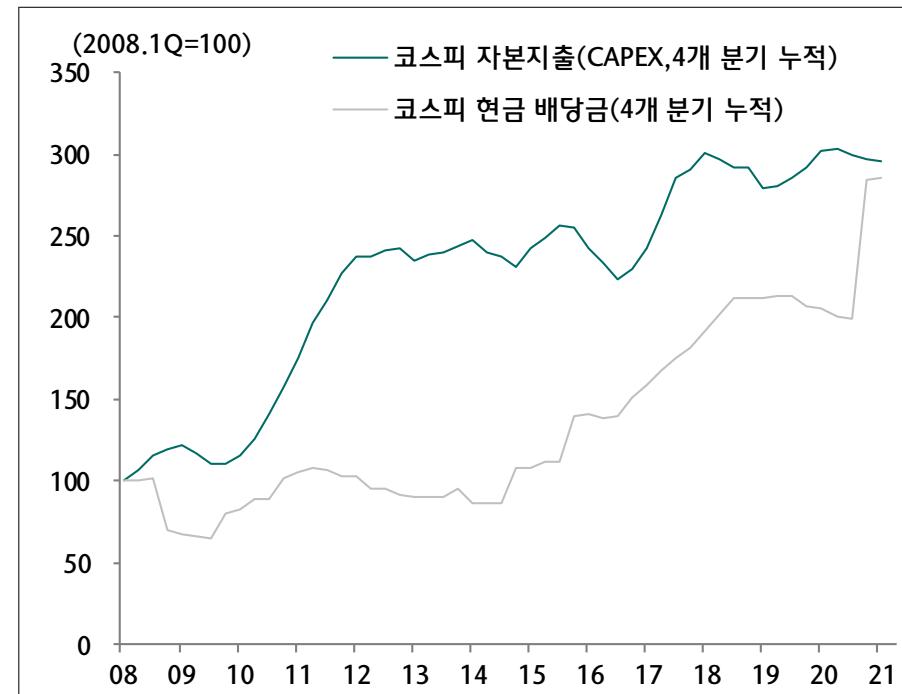
- S&P500지수 배당금은 코로나19 이전 고점대비 100% 수준까지 회복. 자본지출(CAPEX)은 92%까지 회복
- 코스피 배당금은 코로나19 이전 고점대비 134%까지 상승. 자본지출(CAPEX)은 97%까지 회복

### 미국 기업, 투자 보다는 배당이 빠른 속도로 회복 중



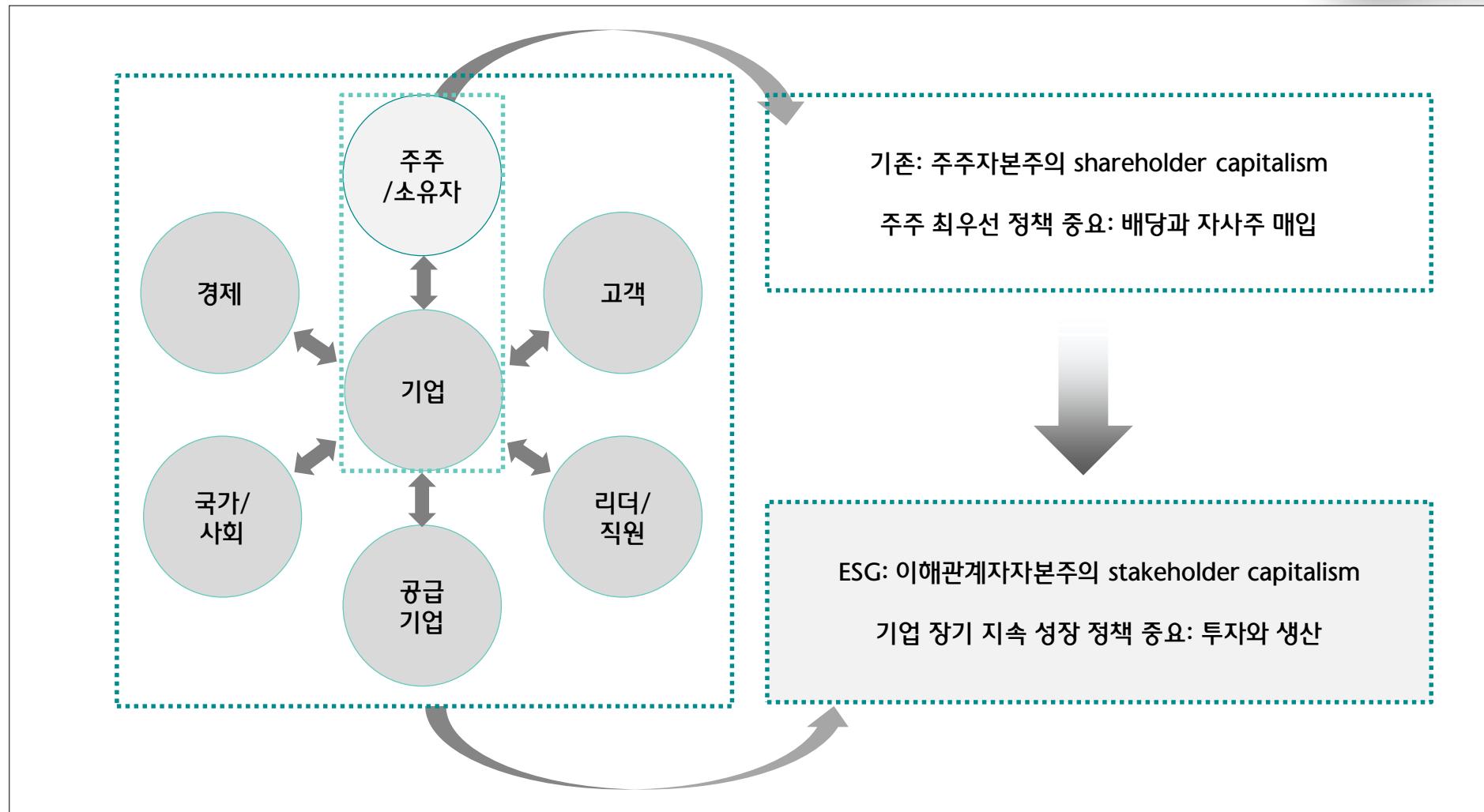
자료: Bloomberg, 하나금융투자

### 국내 기업, 투자 보다는 배당이 빠른 속도로 증가 중



자료: Quantwise, 하나금융투자

## 1) ESG: 주주 보다는 이해관계자 중시, 주주 환원보다는 투자가 중요한 시대



## 2) 매출 증가 시 투자를 주도했던 업종이 주도업종

- 2000년 이후 매출 증가 시 매출 보다 투자 증가율이 높았던 당시 투자 주도 업종의 연 평균 주가 수익률은 17%
- 동일한 연도의 S&P500지수의 연 평균 주가 수익률은 6%

**미국, 매출 증가 시 투자를 주도했던 업종 주가 수익률도 상대적으로 높음**

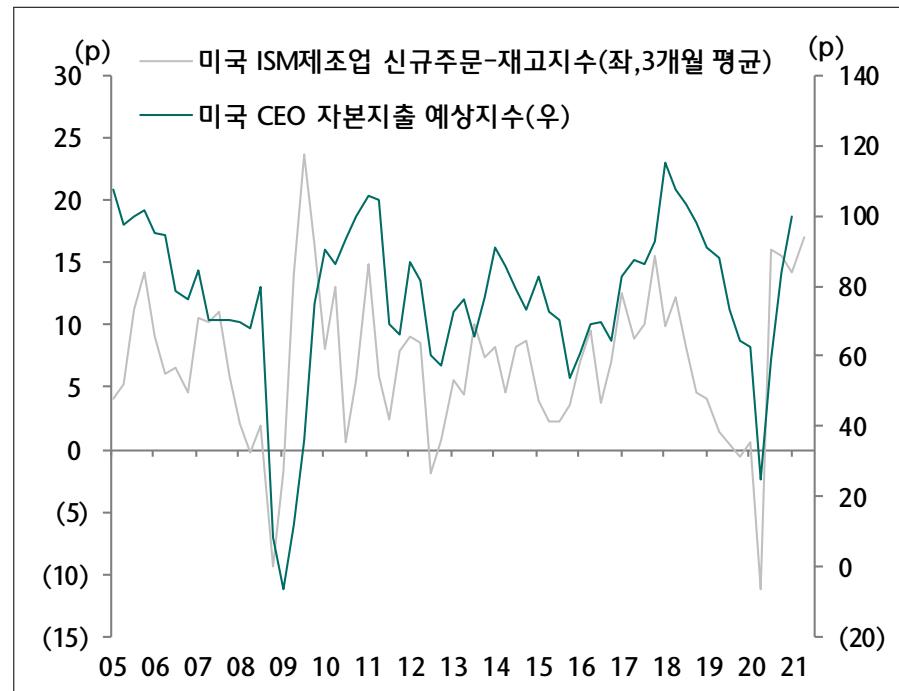
연도	투자 주도	CAPEX(%)	매출(%)	수익률(%)	벤치마크	CAPEX(%)	매출(%)	수익률(%)
2005년	반도체/장비	19.6	6.3	10.0	S&P500	9.4	7.8	3.0
2006년	에너지	52.2	8.2	22.2		26.2	6.4	13.6
2007년	원자재	36.1	10.5	20.0		15.3	7.9	3.5
2010년	자본재	11.5	2.7	23.9		6.9	4.3	12.8
2011년	유통	46.3	7.2	2.9		22.6	8.3	0.0
2012년	하드웨어/장비	22.3	9.7	15.3		11.7	4.7	13.4
2014년	하드웨어/장비	21.9	5.3	27.4		8.2	3.6	11.4
2018년	유통	25.4	20.6	12.6		14.3	8.2	-6.2
평균		29.4	8.8	16.8		14.3	6.4	6.4

자료: Bloomberg, 하나금융투자

### 3) 기업 투자 선행지표 빠른 확장세 진행 중

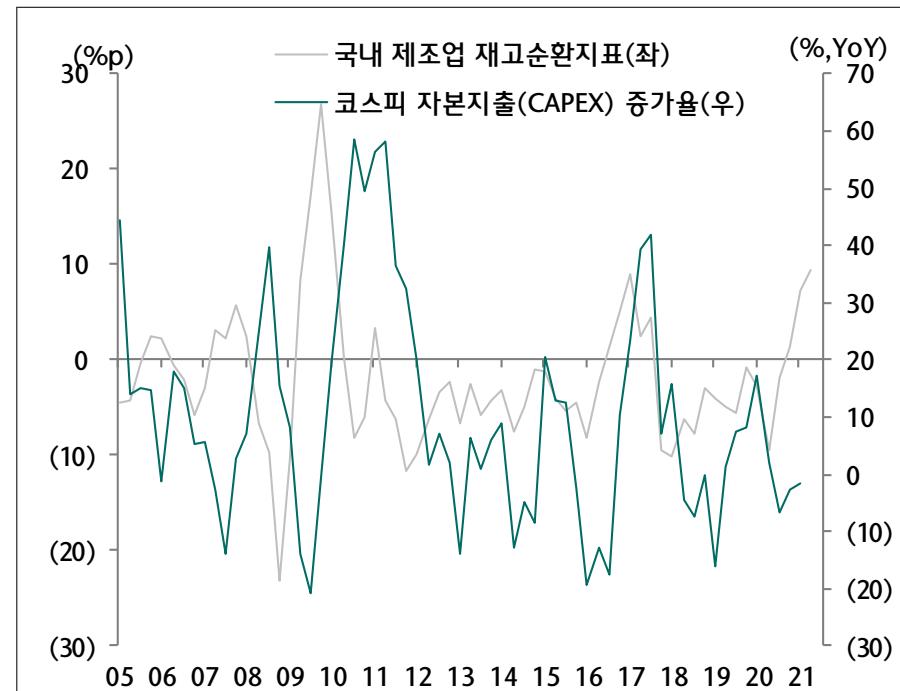
- 미국 비즈니스라운드테이블(국내 전경련과 유사한 기관)에서 발표하는 CEO 자본지출 예상지수 3분기 연속 상승하며 2018년 수준으로 복귀. 미국 제조업 설비투자 수요를 볼 수 있는 ISM 신규주문과 재고지수 스프레드 상승세 유지
- 코스피 자본지출(CAPEX)에 3분기 선행하는 제조업 재고순환지표(출하 YoY %-재고 YoY %) 4분기 연속 상승 중

**미국, CEO자본지출지수 빠르게 상승 중**



자료: Bloomberg, 하나금융투자

**국내, 재고순환지표 빠르게 상승 중**

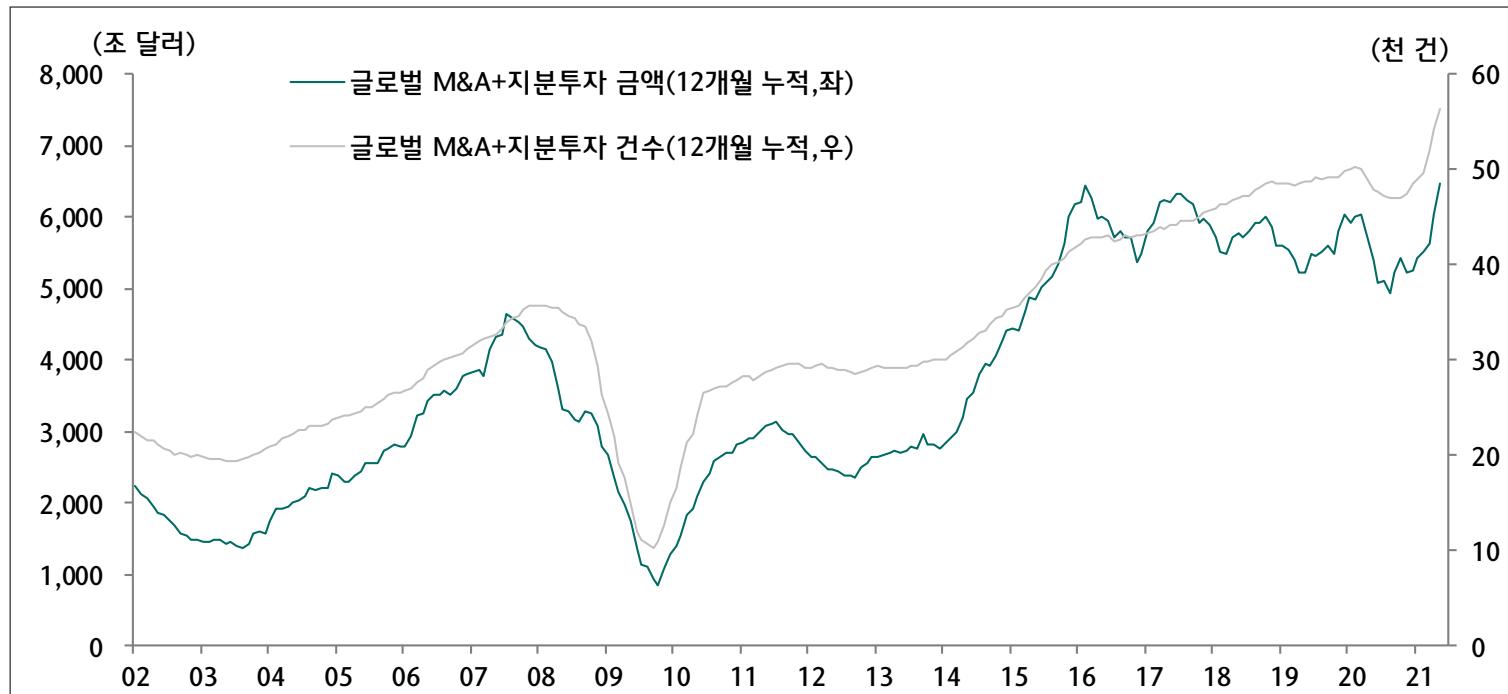


자료: Quantwise, Bloomberg, 하나금융투자

### 3-1) 글로벌 M&A 사상 최고치 경신 중

- 글로벌 M&A와 지분투자 금액은 최근 12개월 누적 기준 6,500조 달러
- 거래 건수 기준으로도 5.6만 건을 상회하며 사상 최고치 경신 중

글로벌 M&A와 기업 지분투자: 금액과 거래건수 모두 사상 최고치 경신 중

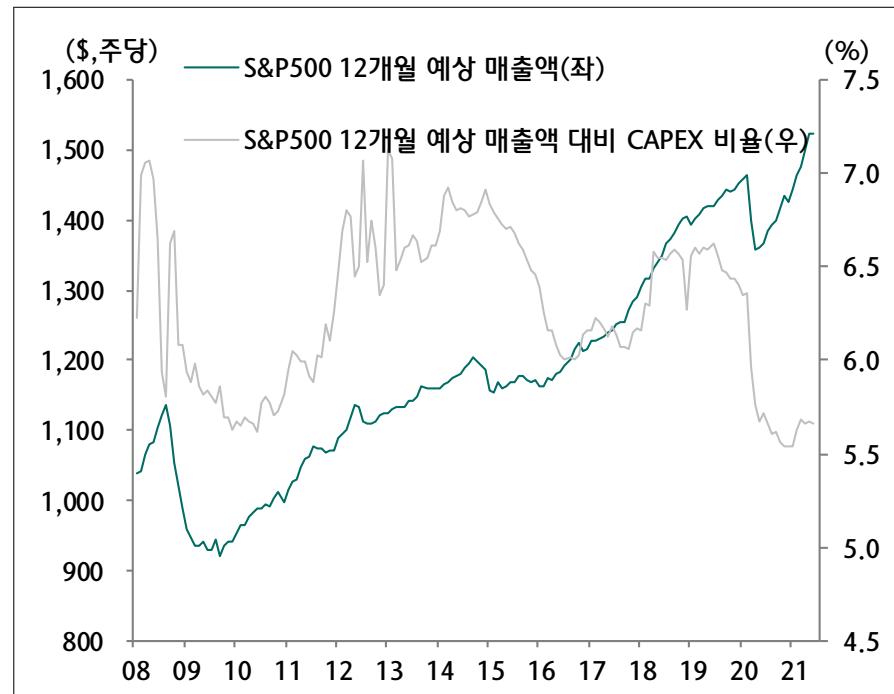


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 4) 기업 이연 투자 수요 발현 가능 시점

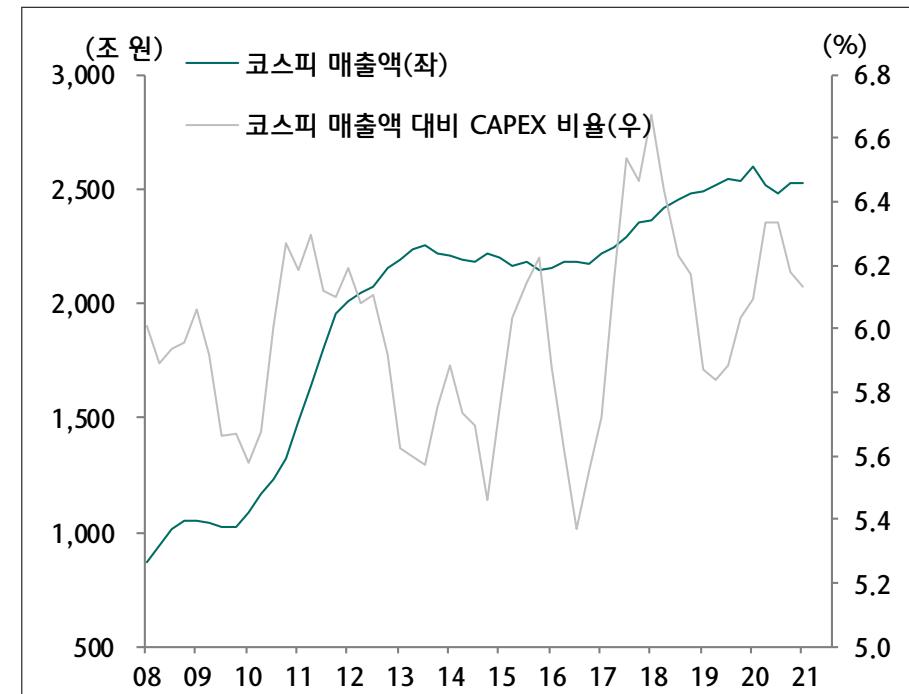
- S&P500 12개월 예상 매출액은 최고치를 경신하고 있지만, 매출액 대비 CAPEX 비율은 5.7%로 2008년 이후 최저 수준에 불과
- 코스피는 S&P500 보다 다소 나은 상황이지만, 매출액 CAPEX 비율은 6.1%로 2008년 이후 평균치인 6.7%를 하회

**미국 기업, 매출액 대비 CAPEX 비율 사상 최저 수준**



자료: Bloomberg, 하나금융투자

**국내 기업, 매출액 대비 CAPEX 비율 평균치 하회**



자료: Quantwise, 하나금융투자

## 미국, 매출/FCF/CAPEX/R&D: 사상 최고치 경신 업종이 중요

- 미국 증시에서 매출액과 FCF 사상 최고치 경신 예상 업종 중 CAPEX와 R&D가 이전 고점을 상회하거나 근접해 있는 업종: 소프트웨어, 기술하드웨어, 제약/바이오, 헬스케어/장비, 반도체/장비

S&P500	2010년 이후 최대치 대비 2021년 추정치 비율(%)			
	매출액	잉여현금흐름(FCF)	자본지출(CAPEX)	R&D
S&P500지수	100.1	100.4	85.9	100.1
<b>소프트웨어/서비스</b>	<b>100.2</b>	<b>100.4</b>	<b>87.6</b>	<b>99.5</b>
미디어	68.0	74.9	69.1	100.0
<b>기술 하드웨어/장비</b>	<b>100.1</b>	<b>99.7</b>	<b>74.0</b>	<b>100.0</b>
유통	100.3	94.6	99.6	100.0
<b>제약 생명공학/생명</b>	<b>100.0</b>	<b>101.2</b>	<b>100.3</b>	<b>99.6</b>
<b>헬스케어/장비</b>	<b>100.0</b>	<b>99.5</b>	<b>94.9</b>	<b>90.9</b>
자본재	92.0	75.9	68.4	82.8
<b>반도체/장비</b>	<b>100.4</b>	<b>101.2</b>	<b>99.9</b>	<b>100.0</b>
음식료/담배	100.1	97.4	83.9	95.7
에너지	56.0	100.9	24.0	34.5
원자재	98.7	102.2	74.6	61.9
부동산	98.3	102.0	84.4	N/A
소비자서비스	79.6	61.8	49.4	100.0
자동차/부품	21.7	13.9	14.8	18.3
운송	98.3	80.6	58.4	N/A
식품/생필품유통	100.4	86.5	96.4	N/A
정보통신서비스	85.2	80.9	50.9	32.0
가정용품/개인용품	88.7	100.1	79.2	95.6
내구소비재/의류	100.3	87.6	56.9	46.4
상업전문서비스	99.0	96.4	81.5	28.1

주1) 2010년 이후 월간 기준

주2) 매출액과 FCF는 12개월 예상 데이터 기준 (forward 12m). CAPEX와 R&D는 최근 12개월 데이터 기준 (trailing 12m)

주3) 업종은 S&P500지수 내 시가총액 순

자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 국내, 매출/FCF/CAPEX/R&D: 사상 최고치 경신 업종이 중요

- 국내 증시에서 매출액과 FCF 사상 최고치 경신 예상 업종 중 CAPEX와 R&D가 이전 고점을 상회하거나 근접한 업종: 반도체, 소프트웨어, 화장품/의류가 여기에 해당하며 화학(2차전지), IT가전도 높은 편

코스피 업종	2002년 이후 최대치 대비 2021년 추정치 비율(%)		
	매출액	잉여현금흐름(FCF)	자본지출(CAPEX)+ R&D
반도체	109.0	125.1	106.2
소프트웨어	119.6	273.0	104.6
건강관리	111.7	99.4	86.0
자동차	113.3	89.0	66.6
화학	126.0	122.1	92.1
상사,자본재	88.1	8.0	59.8
화장품,의류	109.3	174.2	104.6
IT가전	113.0	322.1	90.9
운송	102.6	153.5	82.5
건설	99.5	89.5	73.5
필수소비재	106.3	134.6	96.0
에너지	67.5	51.7	18.4
철강	99.7	65.1	52.5
기계	108.4	54.2	94.2
통신서비스	104.0	27.1	86.2
IT하드웨어	115.3	78.9	69.7
소매(유통)	73.8	43.2	53.9
미디어,교육	95.1	226.6	58.9
비철,목재	114.5	73.8	65.0
호텔,레저	60.4	57.2	27.3
디스플레이	113.6	25.7	65.2

주1) 2002년 이후 연간 CAPEX/매출액/FCF 데이터와 2021년 CAPEX/매출액/FCF 추정치 데이터가 있는 114개 기업 기준

주2) 2021년 CAPEX + R&D 추정치 = 2021년 CAPEX + 2020년 R&D 데이터 (추정치 부재)

주3) 업종은 코스피 내 시가총액 순

자료: Quantwise, 하나금융투자

## 국내, 투자이익률(ROIC-WACC)이 높은 기업에 관심

ROIC-WACC	기업	최근 5년 평균(%)	최근 3년 평균(%)	2021년 예상치(%)
Tech H/W	삼성전자	7.3	7.1	7.9
	LG전자	1.6	2.8	10.6
	LG이노텍	-0.8	2.3	13.5
	리노공업	31.6	30.9	52.7
	케이엠더블유	-5.5	3.4	30.1
	한미반도체	10.0	8.0	31.6
S/W	카카오	-4.3	-2.4	30.0
	엔씨소프트	140.7	106.7	408.9
	삼성에스디에스	6.0	9.2	10.8
건강관리	셀트리온	3.0	3.0	14.7
	오스템임플란트	7.2	5.9	39.8
그 외	기아	0.8	1.4	20.5
	코웨이	14.1	13.8	23.5
	GS건설	4.3	10.4	11.3
	씨에스원드	-4.6	1.6	8.8
	한전KPS	8.0	8.6	10.5
	JYP Ent.	31.2	38.6	55.6

자료: Quantiwise, 하나금융투자