



[화수분전략]

off인지, on인지 헛갈리는 시장

①Risk off인지 on인지 헛갈리는 시장: 미국 10년물 국채금리(1.3%)와 중국 경기서프라이즈지수(-88p)의 하락을 보면 리스크 오프(risk off)로 전환됐다. 반면 국제 유가, 구리 가격, BDI의 상승을 보고 있으면 리스크 온(risk on) 상황이 유지되는 것처럼 보인다.

▶ 현재의 리스크 오프 환경을 만든 10년물 국채금리와 씨티 중국 경기서프라이즈지수의 동반 하락이 진행될 경우 코스피는 월 평균 -4%(S&P500지수 -5%), 해당 국면에서 코스피 월간 기준 (-)마이너스 수익률 기록 확률은 65%(45%)다. 월 평균 수익률 -4%를 적용 시 현재와 같은 리스크 오프 상황에서의 지지선은 3,170p다.

②유동성 off인지 on인지 헛갈리는 시장: 현재와 같은 리스크 오프 상황은 결국 유동성 증가를 하락이 경제성장을 둔화로 이어질 수 있다는 우려가 반영된 결과다. 정부의 정책 시그널이 필요한 상황이다. 미국은 통화 정책 정상화를 준비하고 있는 연준(Fed) 보다는 정부가 제시한 1조 달러 규모의 인프라 투자 합의안 의회 통과 시기가 중요하다. 빠르면 미국 의회 휴회 이전인 8월 초(8/9~9/10일), 늦어도 실업수당과 저소득층 식료품지원 확대 정책이 9/6일 종료되기 되기 때문에 9월 초 직후에는 가능해 보인다. 중국은 정부 결정을 통해 통화와 재정 확대 정책을 동시에 활용할 수 있다는 점을 감안 시 상대적으로 정책 운신의 폭이 넓어 보인다.

▶ 미국 10년물 국채금리와 씨티 중국 경기서프라이즈지수가 동반 반등할 경우 빠르게 반등할 수 있는 조선과 정유 업종이라는 점을 염두에 둘 필요가 있다. 반대로 현재와 같은 상황에서 반전이 없다면, 소프트웨어와 헬스케어 업종이 상대적으로 유리한 고지를 점할 수 있다(주간 주가수익률과 상승확률 감안해 선정).

③실적 off인지 on인지 헛갈리는 시장: 코스피 영업이익은 상반기 대비 하반기 감소하는 경향이 있다(2009년과 20년 두 개의 연도만 위기 극복 과정에서 상반기 대비 하반기 영업이익 증가). 현재 2021년 코스피 영업이익 전망치는 상반기 110조원, 하반기 114조원으로 연간 224조원이다. 2020년 하반기 이후 빠르게 진행됐던 이익의 총량(總量) 증가가 어려울 수 있다는 점을 염두에 둘 필요가 있다. 코스피 시가총액과 같은 양적 지표의 증가세도 멈출 가능성이 있다. 참고로 코스피 영업이익과 시가총액간의 상관계수는 0.86이다. 상반기 대비 하반기 영업이익이 감소했던 2010~19년까지 기업별 반기 영업이익 비중과 3분기 주가수익률을 비교해 보면, 상반기 대비 하반기 영업이익 비중이 상승했던 기업들의 3분기 평균 주가수익률은 +6%, 반면 하락했던 기업들의 평균 주가수익률은 +1%에 불과하다. 이익 비중 상승 기업들의 3분기 평균 주가수익률이 하락 기업들 대비 아웃퍼폼(outperform) 할 확률은 80%나 된다.

▶ 양적 성장이 멈추면, 점유율 경쟁으로 진입하는 일반론이 주식시장에도 적용될 수 있다. 2021년 상반기 대비 하반기 영업이익 비중이 상승할 수 있는 기업들에 관심을 기울일 필요가 있다(자료 본문 표 1 참고).

Investment Idea

Equity



주식전략 이재만

02-3771-7547

duke7594@hanafn.com

RA 신다은

02-3771-7516

dawoonshin@hanafn.com

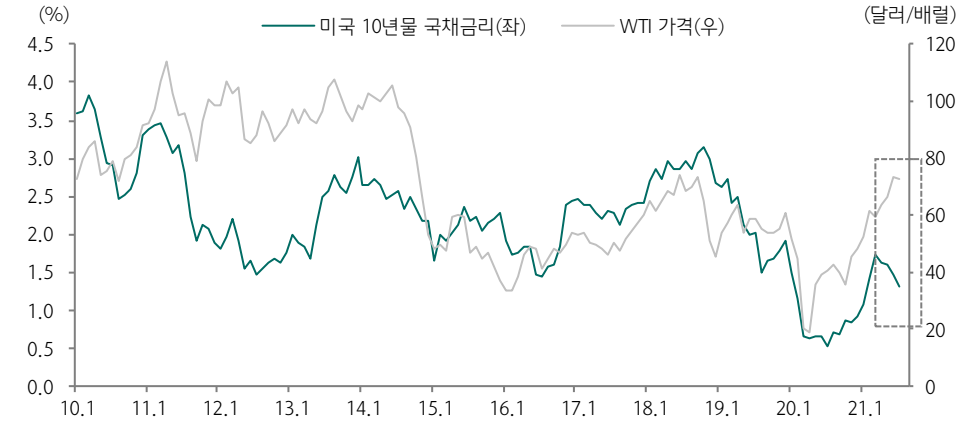
Compliance Notice

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

off인지, on인지 헷갈리는 시장

일반적으로 미국 10년물 국채금리와 국제 유가(WTI) 추이는 연관성이 높았지만, 최근 차별화 현상이 나타나고 있음

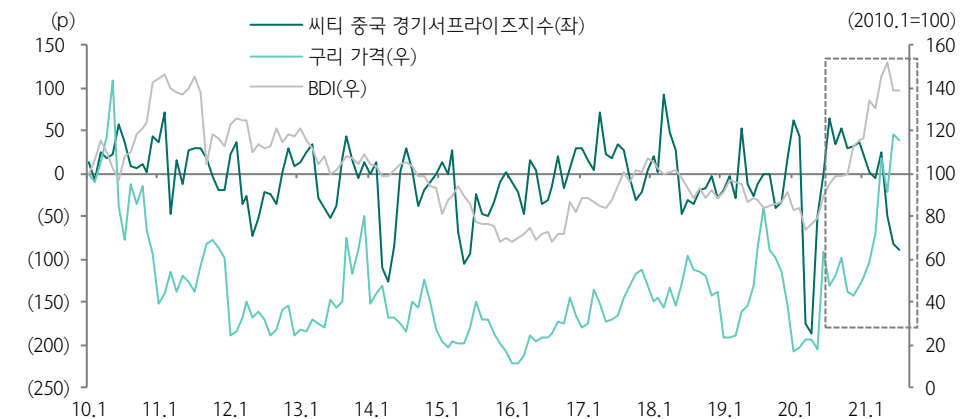
그림 1. 미국 금리 하락 리스크 오프(risk off), 반면 국제 유가 상승세 유지 리스크 온(risk on)



자료: Bloomberg, 하나금융투자

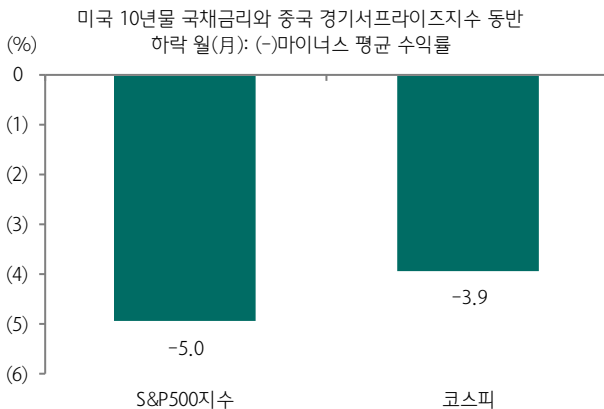
현재 씨티 중국 경기서프라이즈지수는 -88p로 경험적 저점 수준까지 하락해 있는 상황

그림 2. 중국 경기서프라이즈지수 하락 리스크 오프(risk off), 반면 구리 가격과 BDI 상승세 리스크 온(risk on)



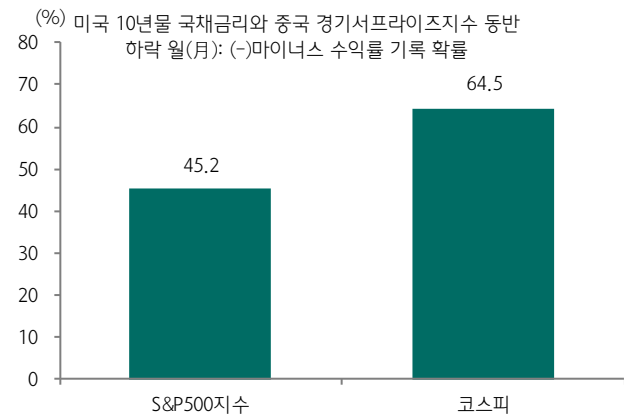
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 3. 미국 10년물 국채금리와 씨티 중국경기서프라이즈지수 동반 하락 국면: S&P500지수와 코스피 월 평균 수익률 비교



자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 4. 미국 10년물 국채금리와 씨티 중국경기서프라이즈지수 동반 하락 국면: S&P500지수와 코스피 (-)마이너스 수익률 기록 확률 비교



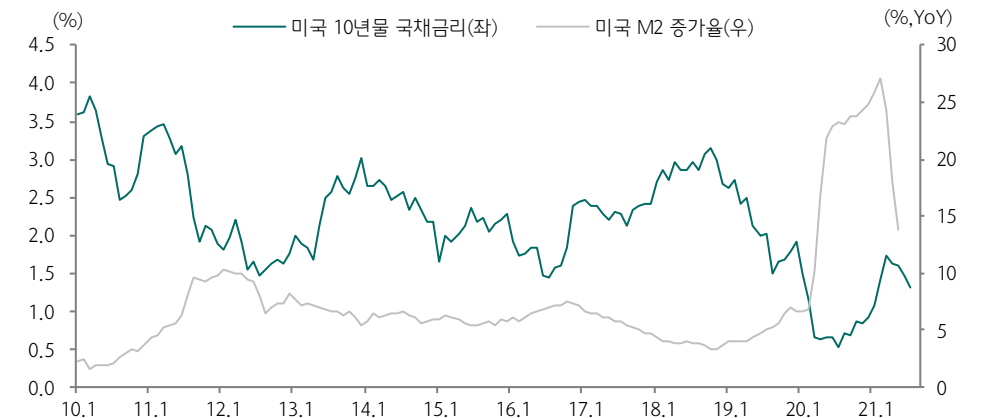
자료: Quantwise, 하나금융투자

정부의 정책 시그널이 필요

: 미국은 통화 정책 정상화를 준비하는 연준(Fed) 보다는 정부가 제시한 1조 달러 규모의 인프라 투자 합의안 의회 통과 시기가 중요

빠르면 미국 의회 휴회 이전인 8월 초(8/9~9/10일), 늦어도 실업수당 확대와 저소득층 식료품지원 확대 정책이 9/6일 종료되기 되기 때문에 9월 초 직후에는 가능

그림 5. 현재와 같은 리스크 오프(risk off) 상황은 결국 유동성 증가율 하락이 경제성장을 둔화로 이어질 수 있다는 우려가 반영된 결과: 미국 10년물 국채금리 하락



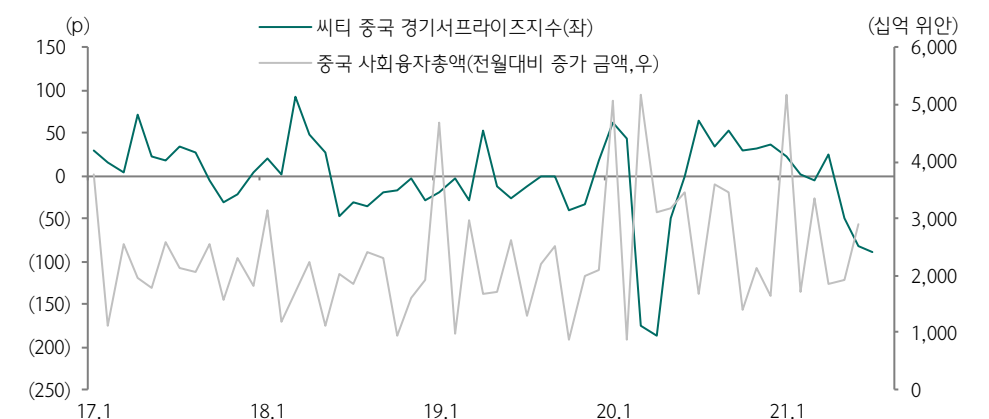
자료: Bloomberg, 하나금융투자

정부의 정책 시그널이 필요

: 중국은 정부 결정을 통해 통화와 재정 확대 정책을 동시에 활용할 수 있다는 점을 감안 시 상대적으로 정책 운신의 폭이 넓음

7/7일 국무원 지준을 인하 가능성을 언급. 2020/3~4월 이후 처음임

그림 6. 현재와 같은 리스크 오프(risk off) 상황은 결국 유동성 증가율 하락이 경제성장을 둔화로 이어질 수 있다는 우려가 반영된 결과: 씨티 중국 경기서프라이즈지수

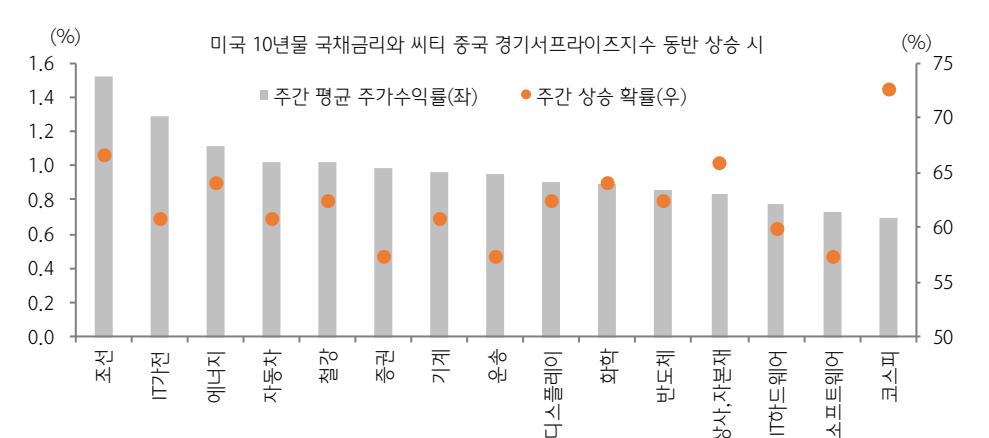


주) 중국 사회용자총액: 2021/6월 전망치인 2.9조 위안 포함(참고로 5월 1.9조 위안)

자료: Bloomberg, 하나금융투자

미국 10년물 국채금리와 씨티 중국 경기서프라이즈지수가 동반 반등할 경우 빠르게 반등할 수 있는 조선과 정유 업종

그림 7. 현재 리스크 오프(risk off) 시그널 반전 시 조선과 정유 업종이 가장 먼저 반등할 가능성 높음

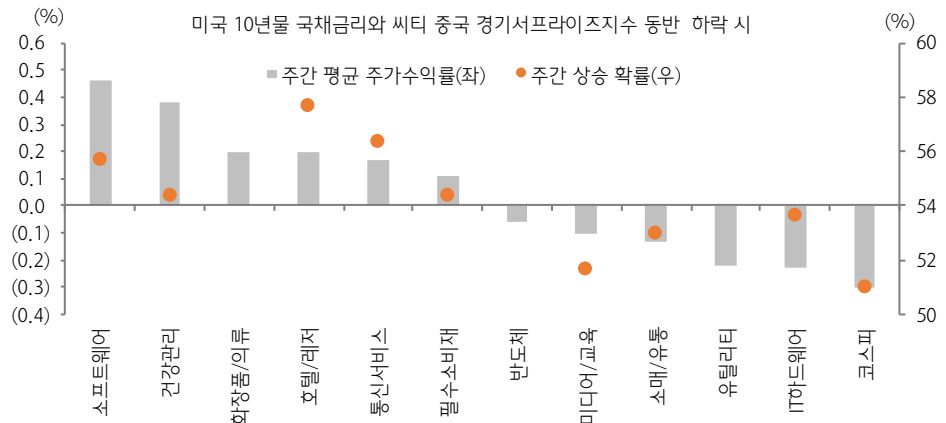


주) 2011년 이후 주간 미국 10년물 국채금리, 중국 경기서프라이즈지수 기준

자료: Bloomberg, Quantwise, 하나금융투자

반대로 현재와 같은 상황에서 반전이 없다면, S/W와 헬스케어 업종이 상대적으로 유리

그림 8. 현재와 같은 리스크 오프(risk off) 시그널 유지 시 S/W와 헬스케어 업종 상대적으로 유리



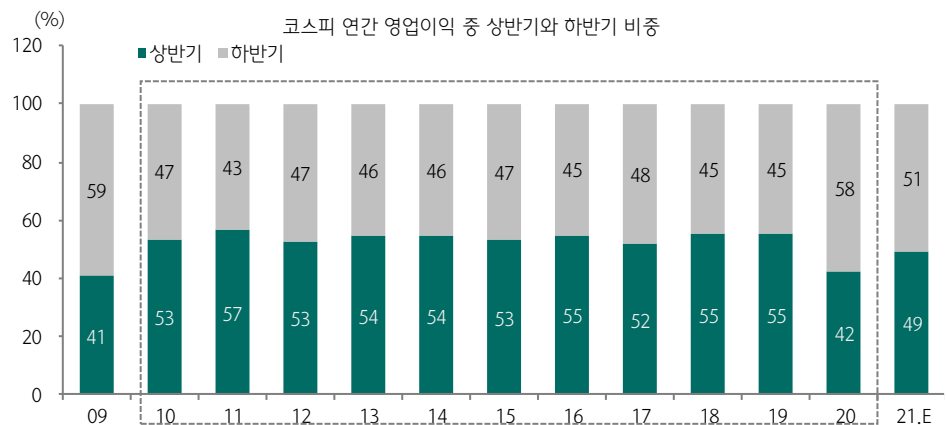
주) 2011년 이후 주간 미국 10년물 국채금리, 중국 경기서프라이즈지수 기준
 자료: Bloomberg, Quantwise, 하나금융투자

코스피 영업이익은 상반기 대비 하반기 감소. 연간 영업이익 중 상반기 비중은 평균 53%, 하반기 47%

2009년과 2020년 두 개의 연도만 위기 극복 과정에서 상반기 대비 하반기 영업이익 증가

2021년 코스피 영업이익 전망치는 상반기 110조원, 하반기 114조원으로 총 224조원

그림 9. 코스피 영업이익은 일반적으로 상반기 대비 하반기 감소하는 경향이 뚜렷함



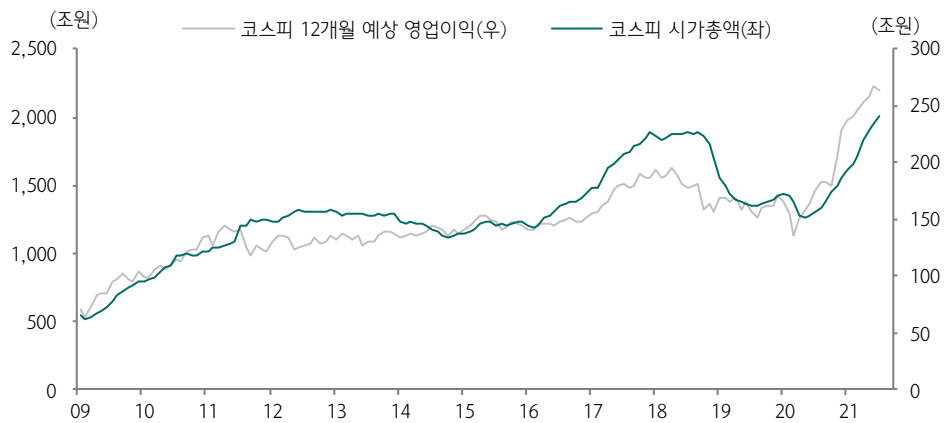
자료: Quantwise, 하나금융투자

2020년 하반기 이후 빠르게 진행됐던 이익의 총량 증가가 어려울 수 있다는 점을 염두

코스피 시가총액과 같은 양적 지표의 증가세도 멈출 가능성이 있음

참고로 코스피 영업이익과 시가총액 간의 상관계수는 0.86

그림 10. 이익 총량의 증가세가 멈추면 시가총액과 같은 양적 지표의 증가도 멈출 수 있음

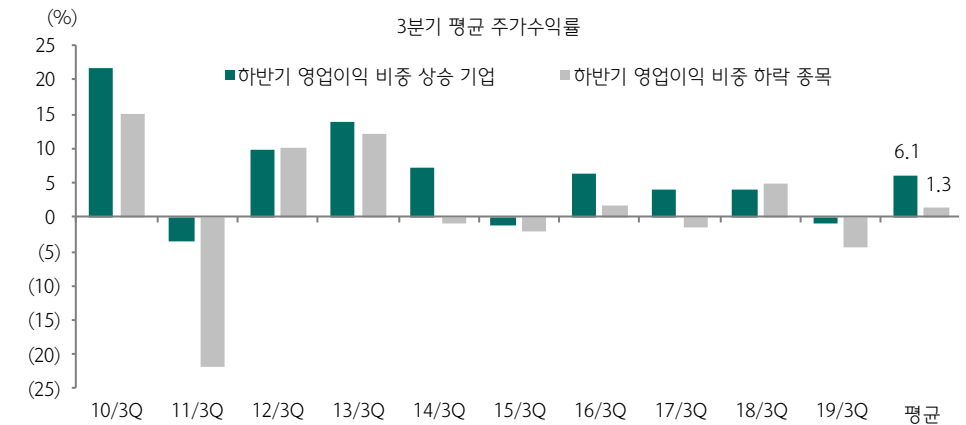


자료: Quantwise, 하나금융투자

상반기 대비 하반기 영업이익이 감소했던 2010~19년까지 기업별 반기 영업이익 비중과 3분기 추가수익률 비교: 상반기 대비 하반기 영업이익 비중이 상승했던 기업들의 3분기 평균 추가수익률은 +6%, 반면 하락했던 기업들의 평균 추가수익률은 +1%에 불과

이익 비중 상승 기업들의 3분기 평균 추가수익률이 하락 기업들 대비 아웃퍼폼 할 확률은 80%

그림 11. 양적인 성장이 멈추면 점유율이 중요: 상반기 대비 하반기 이익 비중이 상승했던 기업 추가수익률 상대적으로 높고, 비중 하락 기업 대비 아웃퍼폼 확률도 80%



주1) 각 연도 내 시가총액 상위 50개 기업 기준

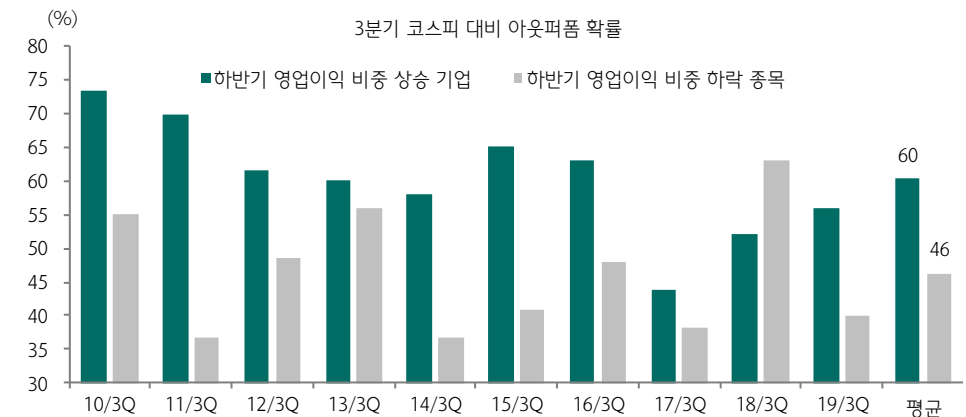
주2) 은행/보험/증권 업종은 제외

자료: Quantiverse, 하나금융투자

하반기 영업이익 비중 상승 기업들과 하락 기업의 3분기 추가수익률을 비교해 보면,

코스피 대비 아웃퍼폼 확률: 영업이익 비중 상승 기업들은 60%, 하락 기업들은 46%

그림 12. 참고로 상반기 대비 하반기 이익 비중이 상승했던 기업들의 추가 수익률이 코스피 대비 아웃퍼폼 할 확률도 높음



주1) 각 연도 내 시가총액 상위 50개 기업 기준

주2) 은행/보험/증권 업종은 제외

주3) 영업이익 비중 증가/감소 기업 중 추가수익률이 코스피 수익률 대비 높았던 비율

자료: Quantiverse, 하나금융투자

표 1. 양적 성장이 멈추면, 점유율 경쟁으로 진입하는 일반론 적용. 2021년 상반기 대비 하반기 영업이익 비중이 상승할 수 있는 기업 관심

기업	업종	21년 영업이익(억원, 2~4분기 전망치)		21년 영업이익 비중(% , 2~4분기 전망치)		21년 추가 수익률 (%)
		상반기	하반기	상반기	하반기	
삼성전자	반도체	203,570	295,518	27.2	32.9	-2.0
SK하이닉스	반도체	40,063	85,927	5.36	9.55	0.8
카카오	소프트웨어	3,371	4,526	0.45	0.50	106.0
삼성바이오로직스	건강관리	1,798	2,422	0.24	0.27	3.8
삼성SDI	IT가전	3,832	7,275	0.51	0.81	17.2
셀트리온	건강관리	4,353	5,656	0.58	0.63	-27.0
현대모비스	자동차	11,070	14,155	1.48	1.57	8.2
엔씨소프트	소프트웨어	2,539	6,443	0.34	0.72	-14.1
셀트리온헬스케어	건강관리	1,283	3,204	0.17	0.36	-31.9
한국전력	유틸리티	-3,759	5,251	-0.50	0.58	-11.3
넷마블	소프트웨어	1,181	2,262	0.16	0.25	1.5
하이브	미디어/교육	596	1,706	0.08	0.19	94.4
한국조선해양	조선	979	1,879	0.13	0.21	14.7
한온시스템	자동차	2,030	3,153	0.27	0.35	-1.8
강원랜드	호텔/레저	-814	559	-0.11	0.06	8.3
카카오게임즈	소프트웨어	272	712	0.04	0.08	83.7
펄어비스	소프트웨어	359	1,166	0.05	0.13	54.2
에코프로비엠	IT가전	389	548	0.05	0.06	34.3
오리온	필수소비재	1,790	2,299	0.24	0.26	-5.6
유한양행	건강관리	350	471	0.05	0.05	-17.7
팬오션	운송	1,329	1,603	0.18	0.18	58.2
이마트	소매/유통	1,458	2,797	0.19	0.31	0.3
쌍용C&E	건설	1,239	1,493	0.17	0.17	20.7
CJ대한통운	운송	1,492	2,236	0.20	0.25	9.7
SK머티리얼즈	디스플레이	1,292	1,611	0.17	0.18	2.9
녹십자	건강관리	327	1,432	0.04	0.16	-20.8
대우조선해양	조선	-2,305	714	-0.31	0.08	19.3
호텔신라	호텔/레저	587	909	0.08	0.10	12.6
GS건설	건설	3,467	5,084	0.46	0.57	11.2
현대오트வே	소프트웨어	453	694	0.06	0.08	3.6
일진머티리얼즈	IT하드웨어	331	479	0.04	0.05	39.5
현대미포조선	조선	346	505	0.05	0.06	66.0
두산퓨얼셀	IT가전	19	280	0.00	0.03	-14.0
롯데쇼핑	소매/유통	1,431	3,762	0.19	0.42	5.4
SK케미칼	화학	1,500	4,114	0.20	0.46	-37.1
만도	자동차	1,438	1,746	0.19	0.19	4.9
제일기획	미디어/교육	1,104	1,354	0.15	0.15	18.7
BGF리테일	소매/유통	798	1,253	0.11	0.14	20.3
CS리테일	소매/유통	1,133	1,447	0.15	0.16	5.5

주1) 올해 영업이익 추정치 데이터가 있는 시가총액 100개 제조업 기업 기준 (코스피+코스닥)

주2) 영업이익 비중은 100개 기업 합산 기준으로 계산

주3) 음영: 2021년 추가 수익률 (-)마이너스 기업

자료: Quantwise, 하나금융투자