

Equity Strategy

다시 시작된 디플레와의 전투

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

Equity Strategy Overview

거리두기 4단계 격상 이후 국내 주식시장이 부진했다. 그러나 바이러스 충격이 장기화될 가능성은 낮다. 중국 정부가 정책기조를 중립적으로 바꾸기 시작했다. 코로나19 수혜주를 쫓아가기 보다 하반기 실적 기대를 감안한 미디어/반도체/자동차/건설 등이 유리해 보인다.

바이러스 충격이 장기화될 가능성은 낮아, 다만 상대적 부진 가능성

국내 사회적 거리두기 단계가 4단계로 격상되었다. 아차 싶다. 장기적으로 바이러스와 공생해야 한다. 그래도 저녁 6 시 이후 사실상 통금(?)은 처음이다. 금융시장은 익숙하지 않은 불확실성에 대해 격하게 반응한다. KOSPI는 2 주째 하락했다. 코스피는 6/25 일 장중 사상최고치 3,316pt 대비 -3.8% 밀렸다. 디플레의 냄새를 짙게 풍긴 것이다.

다행히 주말 미국 증시는 불안하지 않았다. 중국 정부가 2020년 4월 이후 처음으로 지준율을 50bp 인하했다. 중국 정부의 통화정책기조가 변한 것이다. 국내에서 4차 유행이 이어지더라도, 델타 변이 충격이 장기화되거나, 글로벌 증시에 미치는 영향은 크지 않을 것이다.

하지만 국내 상황이 상대적으로 불리하다. 미국/유럽에 비해 백신 접종률이 낮다. 한국증시의 상대적 성과와 원화를 둘러싼 불안감은 이어질 가능성이 있다. 2Q 실적 시즌 기대도 반감될 수 있다. 상반기에 비해 하반기 이익 모멘텀이 강한 산업들의 수가 감소하기 때문이다.

지난해 여름에 강했던 게임/바이오/전기차 등 코로나 19 수혜주가 돋보일 수밖에 없다. 그러나 이들을 무작정 쫓아가기에도 부담이 있다. 백신 접종률이 재차 높아질수록, 코로나 19 수혜주에 대한 관심은 약해질 수 있다. 중국 통화정책 변화 효과가 당장 나타나지 않더라도 성장주에 집중하기도 쉽지 않다. 궁극적으로 하반기 이익 기대가 살아 있는 산업들에 대한 관심이 필요하다. 영업이익 기준 하반기 이익 모멘텀이 상반기보다 높은 섹터들은 미디어/컨텐츠, 반도체, 소프트웨어, 유ти리티, 디스플레이, 자동차, 건설, 건강관리 등이다.

Key Chart: 한국 확진자 수가 미국에 비해 빠르게 증가할 때 원화 자산 부진



Equity Strategy Check Point

- 금융시장은 첫번째 불확실성에 대해 격하게 반응함. 지난 주말 거리두기 4단계 상향 이후 국내증시 하락도 이러한 맥락에서 이해할 필요가 있음. 주식시장은 코로나19보다 봉쇄 강화 여부와 이를 상쇄하기 위한 정책에 더 민감했음.
- 글로벌 증시가 불안해질 가능성은 낮음. 미국/유럽에 비해 국내 백신 접종률이 낮고, 거리두기 규제가 강화된 만큼 한국 증시가 상대적으로 부진할 가능성이 있음.
- 현 국면에서 코로나19 수혜주에 대한 관심은 자연스러움. 그러나 백신 접종률이 높아질수록 너무 성장주 또는 방어적 패턴도 부담스러움. 중국 정부도 더 심한 긴축정책에서 한발 물러섰음.
- 하반기 이익 기대도 유효한 미디어/반도체/소프트웨어/디스플레이/자동차/건설/건강관리 산업에 대한 관심이 유리해 보임.

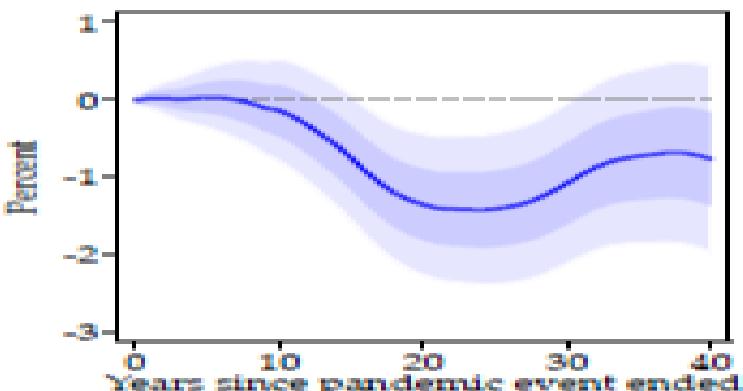
바이러스라는 디플레 요인 vs. 중국 지준율 인하

팬데믹은 디플레의 그림자를 짙게 드리운다. 델타 바이러스 우려가 높아졌다. 지난 5 월 이후 논란을 거듭했던 인플레 논란은 자취를 감추었다. 공급부족보다 바이러스가 더 센 것이다.

과거 유럽 팬데믹 사례를 연구한 샌프란시스코 연준(Long-run economic consequences of pandemics, Feb 2021)에 따르면, 전쟁과 달리 팬데믹은 실질금리 하락 요인이다(도표 1). 실제로 코로나19 확진자 수가 늘어나는 국면에서 인플레와 금리는 오르기 어려웠다(도표 2).

그러나 디플레가 장기화되지는 않을 전망이다. 중국 정부가 변하기 시작했다. 지난 주 후반 중국 당국은 코로나 19 이후 처음으로 지준율을 인하(9.4%에서 8.9%, -50bp)인하했다(도표 3). 2015년 이후 지준율 인하가 중국 통화증가율에 미치는 효과는 뚜렷하지는 않았다. 그러나 중국 정부가 예상보다 가파른 통화량 증가율 둔화를 방지하지 않겠다는 의지로 볼 수 있다.

도표 1. 전쟁과 달리 과거 팬데믹은 실질 금리 하락 요인



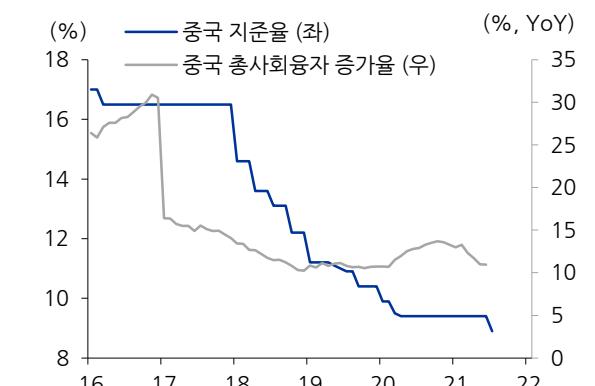
자료: 샌프란시스코 연준 (Long-run economic consequences of pandemics, Feb 2021)

도표 2. 한국도 확진자 증가 국면에서 금리 하락



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 3. 지난해 3월 이후 첫 중국 지준율 인하



자료: Refinitiv, 유진투자증권

바이러스 안정까지 시간은 소요될 듯

글로벌 금융시장이 델타 변이로 충격을 받을 가능성은 낮다. 국내가 문제다. 이번 코로나 19 유행이 얼마나 지속될지 파악하기는 쉽지 않다. 델타 변이의 전염성이 상당하다. 수도권과 젊은 세대를 중심으로 확산되고 있다. 어려운 국면이 예상된다.

지난 코로나 19 1~3 차 국면을 살펴볼 필요가 있다. 1 차 유행은 2020년 2~3 월로 신천지 예배가 계기였다. 코로나 19 확진자 수가 정점을 기록하는데 2 주 걸렸다(도표 4). 2 차 유행은 지난해 8 월 광복절 집회가 계기였다. 확진자 수가 정점을 기록하는데 2 주 걸렸다(도표 5).

이번 국면은 3 차 국면과 비교할 필요가 있다. 1~2 차 유행 당시 특정한 집단 감염 통로가 있었다. 3 차 유행 당시 특정 집단 감염 없이 코로나 19 가 유행했다. 11 월 중순부터 늘어나던 코로나 19 확진자 수가 1,200 명대로 늘어나는데 6 주 걸렸다(도표 6). 이번에도 코로나 확산세가 진정되는데 약 4~6 주 소요될 수 있다. 국내 디플레 압력은 당분간 남아 있을 수밖에 없다.

도표 4. 2020년 2~3월 1차 유행



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 5. 2020년 8월 2차 유행



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 6. 2020년 11~12월 3차 유행



자료: Refinitiv, 유진투자증권

증시 상승 추세는 유효, 그저 한국상황이 덜 유리할 뿐

코로나 4 차 유행은 주식시장에 호재는 아니다. 그러나 게임체인저는 아니다. 국내 코로나 19 재유행은 국내 증시가 상대적으로 부진할 가능성을 시사한다.

지난해 2~3월을 제외하면 코로나19 확진자 수 변화가 주식시장에 미치는 영향은 절대적이지 않았다. 거리두기 또는 봉쇄조치, 이를 상쇄하기 위한 정책과 백신 공급 여부가 더 중요했다. 봉쇄조치가 강화되면 경제적 타격이 즉각 나타났다.

하지만, 전세계적으로 봉쇄 조치가 다시 강화될 가능성은 낮다. 백신 접종률이 높아지고 있다. 치명률도 높지 않다. 예컨대 유럽 백신 접종률은 미국을 넘어서고 있다(도표 9).

한국 백신 접종률은 정체되어 있다는 점은 악재다. 그러나 금주부터 재차 백신 접종이 시작된다. 상대적으로 불리할 뿐이다. 델타 바이러스는 글로벌 증시의 추세보다 지역별 산업별 주식시장의 차별화를 야기시키는 요인이 될 가능성이 높다. 실제 한국 코로나19 확진자 수가 더 많을 때 한국 증시는 미국보다 부진했다(도표 7). 원달러 환율도 마찬가지다(도표 8)

도표 7. 한국 확진자 수가 증가할 때 한국증시 부진



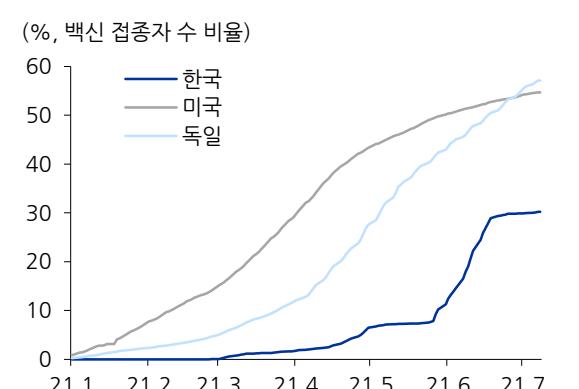
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 8. 한국 확진자 수가 증가할 때 원달러 상승



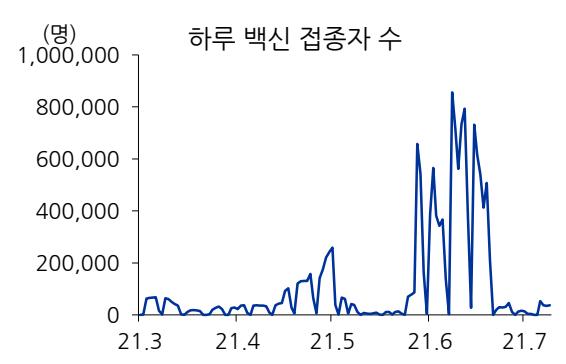
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 9. 미국을 넘어선 유럽 백신접종률



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 10. 7월 들어 한국 백신 접종자 수 급감



자료: Refinitiv, 유진투자증권

2Q 이후 실적 증가가 더 관건

바이러스보다 더 중요한 것은 2Q 실적 시즌이다. 한국 및 미국기업들의 2Q 실적은 긍정적일 가능성이 높다. 그동안 성장률과 이익 기대가 상향 조정되었기 때문이다. 그러나 증가율 측면에서 모멘텀은 정점을 지났거나, 지날 가능성이 있다.

Bloomberg 집계에 따르면, 미국 S&P500 기업들의 EPS 증가율은 이번 2Q 가 정점일 가능성이 높다(도표 11). 2018년 이후 주가지수와 EPS 증가율 간 추이를 보면 상당히 유사하다. 주가는 결국 실적 기대치를 반영했다는 의미다.

한국도 마찬가지다. 지난 1Q KOSPI 영업이익 증가율이 올해 정점인 것으로 추정된다. 1Q 이후에도 KOSPI는 상승했다. 하지만 지난 1월 이후 5개월 동안 방향성이 뚜렷하지는 않았다. 주가 상승 속도도 완만했다(도표 12). 델타 변이가 미치는 영향 보다 실적 시즌 이후 주가 상승 속도가 떨어지거나, 업종별로 엇갈린 흐름을 보일 가능성에 주목할 필요가 있다. 미국의 경우에도 하반기 EPS 증가율이 상반기를 넘어서는 업종들의 수가 감소한다(도표 13).

도표 11. 미국 기업 실적 증가율 2Q 정점 가능성

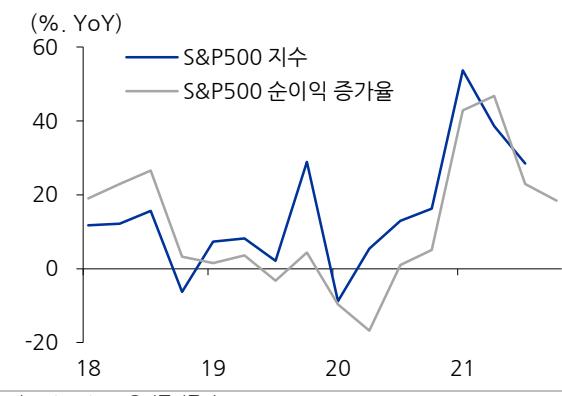


도표 12. 한국 기업실적 증가율은 1Q 정점 지나

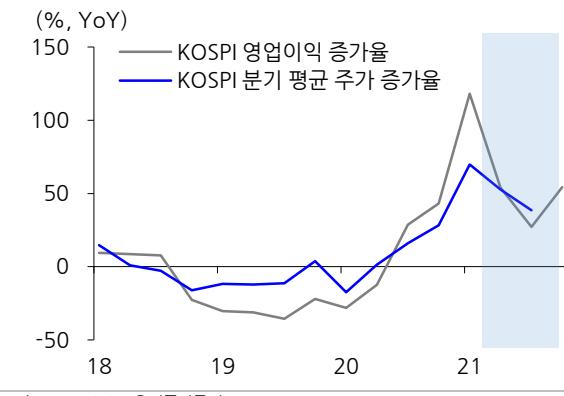
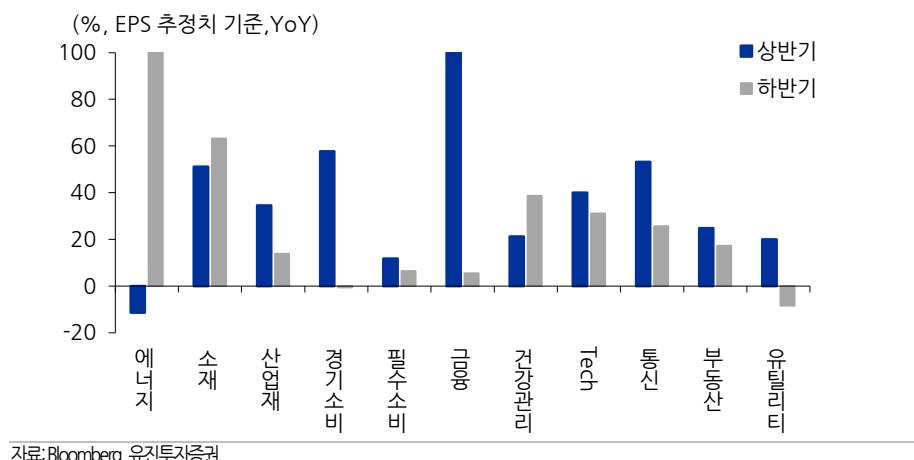


도표 13. 미국에서 하반기 실적 모멘텀이 상반기보다 강한 에너지/소재/건강관리 업종



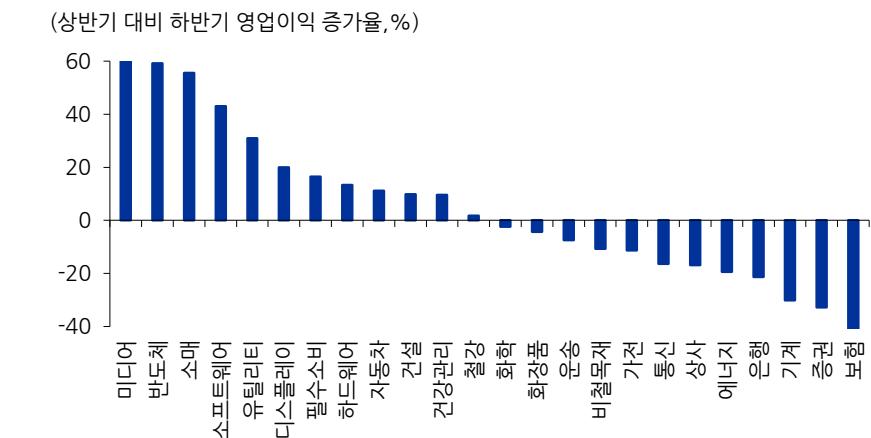
중국 지준율 인하의 단기 수혜는 원자재

국내 주식시장 상황은 미국보다 열악하다. 지난 주 후반 한국 주식시장 흐름은 지난해 3~11 월 코로나 19 피해가 커던 초기 국면과 유사했다. 코스피 시장에서는 통신 등 방어적 산업과 게임, 2 차전지 관련 주가만 괜찮았다. 증권/보험/은행 등 금융주와 운송/철강 섹터는 부진했다. 코로나19 수혜주만 상대적으로 좋았다.

그러나 코로나 19 수혜주를 쫓아가기에도 부담이 있다. 백신 접종률이 높아질수록 코로나 19 수혜주에 대한 관심은 약해질 수 있다. 중국 지준율 인하를 통화정책 완화로 보기는 이르다. 하지만 중국 통화량 둔화도 4 분기에는 멈출 가능성성이 높다. 이는 장기 금리가 더 떨어질 위험을 막아 준다. 그 수혜는 중국 통화량 증가율과 관련이 높은 원자재 및 소재 산업이 될 수 있다.

궁극적으로 하반기 이익 기대가 살아 있는 산업들에 대한 관심이 필요하다. 영업이익 기준 하반기 이익 모멘텀이 상반기보다 높은 섹터들은 미디어/컨텐츠, 반도체, 소프트웨어, 유트리티, 디스플레이, 자동차, 건설, 건강관리 등이다(도표 14).

도표 14. 국내 증시에서 하반기 이익 기대가 양호한 업종은 미디어/반도체/디스플레이 등



자료: Quantivive, 유진투자증권

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 기관투자가 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 당사에게 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 | 92% |
| · HOLD(중립) | 추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만 | 8% |
| · REDUCE(매도) | 추천기준일 종가대비 -10%미만 | 0% |

(2021.06.30 기준)