

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2022. 7. 27 (수)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

경기침체 대비한 섹터 로테이션 전략:

역발상 투자 고려해 볼 시점

칼럼의 재해석

가격 인상, 임계점에 도달하다

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/ETF
Analyst 이정연
02. 6454-4895
jungyeon.lee@meritz.co.kr

경기침체 대비한 섹터 로테이션 전략: 역발상 투자 고려해 볼 시점

- ✓ 6월 이후 금융시장은 경기침체 우려 반영. 다만, 경기침체는 사후적으로 확인 가능한 부분
- ✓ 주식시장은 경기사이클을 선형적으로 반영. 경기사이클 변화에 대응한 섹터 로테이션 필요
- ✓ 과거 경기고점 전후 증시 흐름: 1)경기고점 이전 증시고점 기록, 2)경기고점 직후 완만한 하락
- ✓ 시클릭얼 업종 Lagging→Improving: 경기침체 우려에도 역발상 투자 고려해 볼 시점

연초와 달라진 금융시장, 6월 이후 경기침체 우려 반영

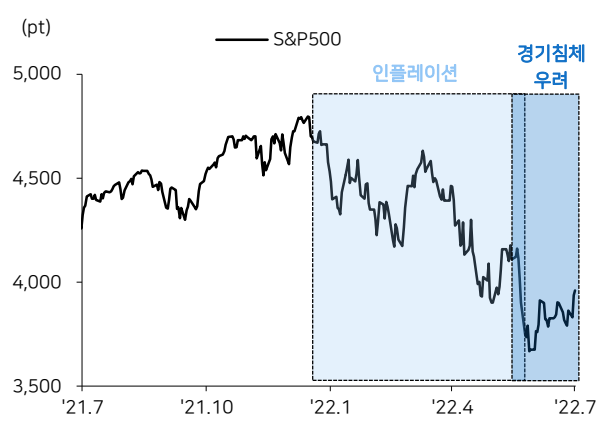
6월 이후 금융시장, 경기침체 우려 반영

연초 이후 글로벌 증시는 15% 넘게 하락했다. 올해 부진한 증시흐름이 나타난 가운데 한 가지 주목해야 할 점은 6월 이후의 증시 하락 요인은 6월 이전과 달라진 점이다. 연초 연준의 긴축통화정책으로의 전환에 따른 유동성 축소 우려와 러시아-우크라이나 전쟁 이후 공급발 인플레이션이 주식시장에 하방압력으로 작용했던 반면, 6월 중순 이후부터는 경기침체에 대한 우려가 반영되고있다.

경기침체를 반영한 자산군별 ETF 자금흐름 변화

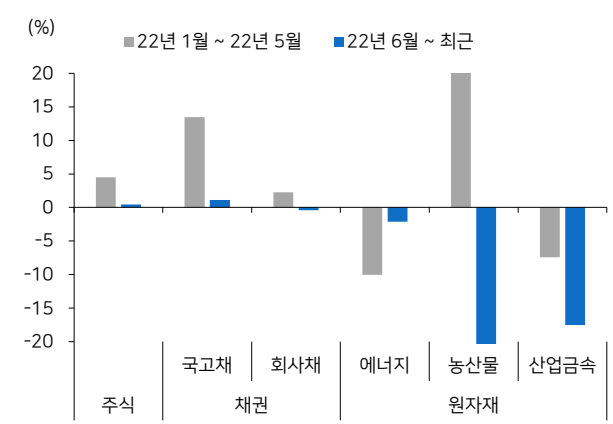
증시 하방요인 전환은 6월 전후의 ETF 자금 흐름 변화를 통해 확인할 수 있다. 채권 ETF의 경우 국고채 ETF향 자금 순유입이 나타난 반면, 회사채 ETF는 순유출로 전환됐다. 경기침체 우려로 금리하락에 대한 기대감에 국고채 투자는 지속되지만, 신용위험 있는 회사채는 매도세로 돌아선 것이다. 원자재 가격은 상승세가 멈추며 원자재 ETF 역시 6월 이후 순유출 강도가 커졌다.

그림1 S&P500 추이_6월 전후 하방요인 변화



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림2 자산군 별 ETF 자금흐름 변화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

경기침체 여부는 사후적으로 확인 가능한 부분

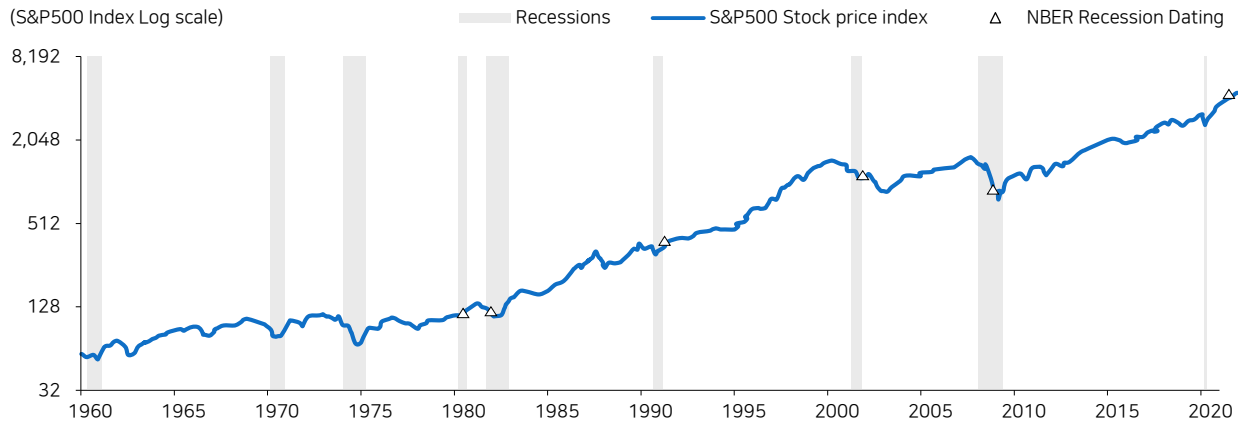
시장참여자 모두 동의한
경기침체 여부는 알 수 없는 상황

6월 이후 글로벌 투자자들의 자금흐름은 경기침체를 반영하고 있으며, 최근 발표된 미국 경제지표는 경기 하강사이클 초입을 보여주고 있다. 다만, 시장 참여자 누구도 아직까지 현 경기상황에 대해 경기침체라는 것을 확답할 순 없다. 최근 발표된 미국 PMI 지수는 전월대비 4.8pt 하락한 47.5로 경기침체 신호를 보이지만, 엘런 재무장관은 경기침체가 아니라고 언급하는 등 다양한 매크로 지표의 향후 발표되는 수치를 보고 판단할 수 있는 문제이다.

NBER 경기침체 발표는 과거 평균
경기침체 진입 7개월 이후 발표

일반적으로 금융시장 참여자들은 미국 경제분석 연구기관인 NBER이 경제가 침체에 있음을 발표할 경우 모두가 확정적으로 경기침체임을 인정한다. 다만 문제는 해당 발표가 과거 평균적으로 경기침체가 시작된 이후 7개월 뒤에 나온다는 점이다. 따라서 경기침체라는 것은 사후적으로 확인 가능한 부분이다. 투자자 입장에서 NBER의 발표를 기다리고 경기침체에 대비한 투자대응을 하는 것은 실효성 없는 대응전략으로 볼 수 있다.

그림3 NBER 발표 기준 미국 경기침체 기간 vs 경기침체 발표일



주: 1980년 이후부터 경기침체기 진입 여부 발표
자료: NBER, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 NBER 발표 기준 미국 경기침체 시작, 종료일자 및 발표일

시작일자	종료일자	발표일	침체 지속 기간(개월)	침체 → 발표(개월)
1980/01	1980/07	1980/06	6	5.1
1981/07	1982/11	1982/01	16	6.2
1990/07	1991/03	1991/04	8	9.8
2001/03	2001/11	2001/11	8	8.8
2007/12	2009/06	2008/12	18	12.0
2020/02	2020/04	2020/06	2	4.2
평균			10	7.7

자료: NBER, 메리츠증권 리서치센터

경기사이클 변화에 대응한 투자전략: 섹터 로테이션 모델

주식시장은 경기사이클을 선행적으로 반영. 따라서 향후 경기국면에 대한 사전적 대응전략 필요

문제는 투자자 입장에서 경기침체에 대한 사전적 대응전략이 필요하다는 것이다. 앞서 언급한 바와 같이 경기침체는 사후적으로 판단할 수 있는 부분이며, 이미 경기침체가 한창 진행중인 상황이라면 그에 따른 약세장에서 투자대응 옵션이 제한적이기 때문이다. 특히, 주식시장은 경기 사이클에 선행해서 바닥과 고점을 형성하기 때문에 경기 사이클을 미리 대비한 전략이 필요하다.

섹터 로테이션 모델: 경기순환 국면별 강세 업종 투자 전략

대표적인 투자대응 전략으로 '섹터 로테이션 모델'이 있다. 경기 흐름에 따른 유망 업종에 순차적으로 투자하는 전략으로 경기사이클의 각 단계별로 시장 대비 초과 수익 가능성이 높은 섹터에 투자하여 알파수익을 추구한다. 경기사이클의 각 단계별 정의는 미국의 NBER의 경기판단을 활용하며 과거 각 구간별 강세 업종은 크게 Cyclical, Non-Cyclical로 나누어볼 수 있다.

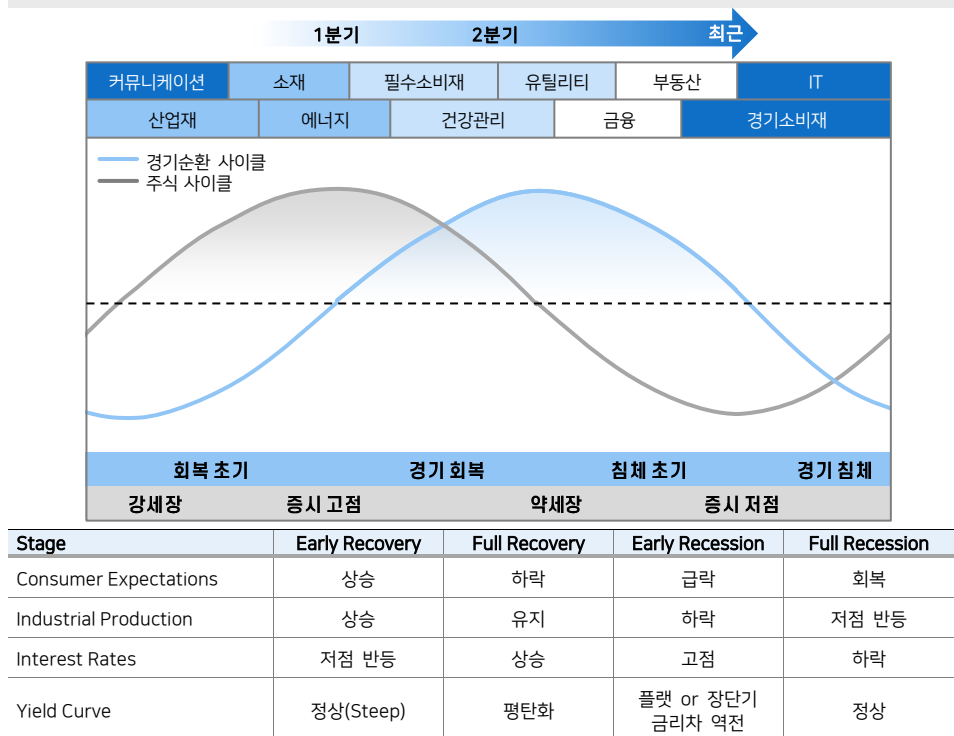
경기침체 우려~경기침체 초입국면 : 경기방어업종
경기침체~회복초기 : IT, 경기소비재, 커뮤니케이션

특징적인 점은 경기사이클에 선행적으로 주식시장이 반응하기 때문에 경기침체가 진행되기 전 '우려' 수준에서 경기침체 초입구간에 경기방어성격의 업종 강세가 진행되며, 경기침체에 진입한 상황에서는 경기바닥에 대한 기대감에 IT, 경기소비재 등 시클릭얼 업종의 강세가 나타나는 점이다.

연초 이후 섹터 로테이션 모델이 제시하는 국면별 강세 업종 패턴과 유사한 흐름 나타나는 중

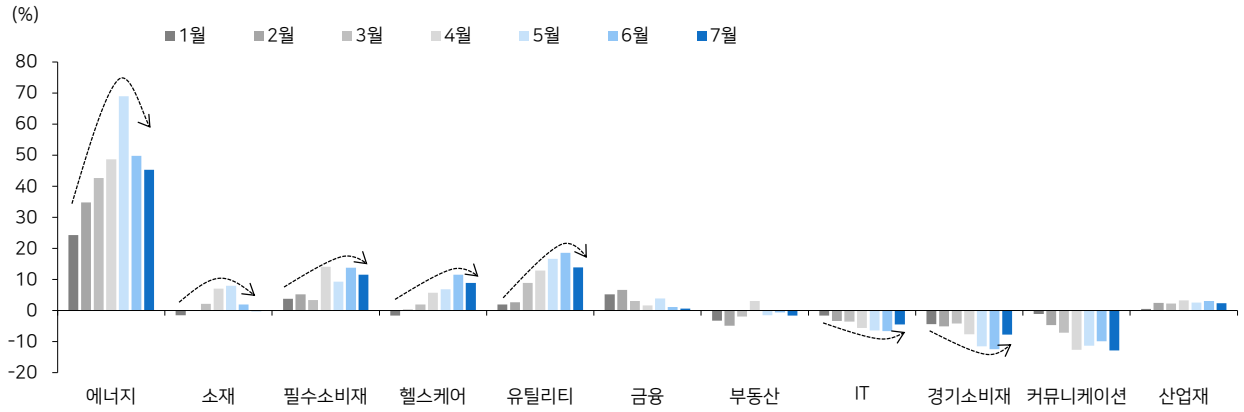
올해 시장의 경우, 지난해 연말 증시 고점 이후 연초 에너지, 소재 업종의 강세 흐름에서 2분기 경기방어 업종의 가격 방어가 진행됐다. 6월 중순 이후로는 IT, 경기소비재 업종 수익률이 개선되며 섹터 로테이션 모델이 제시하는 국면별 강세 업종 패턴과 유사한 흐름으로 업종별 수익률 차별화가 나타나는 중이다.

그림4 섹터 로테이션 모델



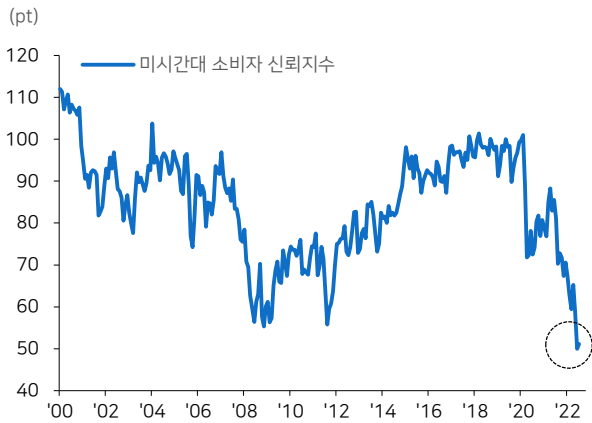
자료: StockCharts, 메리츠증권 리서치센터

그림5 업종별 월별 S&P500 대비 상대수익률_연초 이후 누적기준



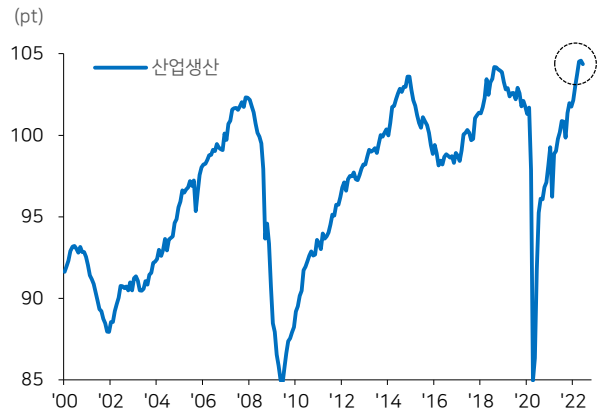
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미시간대 소비자 신뢰지수



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 Industrial Productio



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 미국채 2년물 vs 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 미국 장단기 금리차(10년물-2년물)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

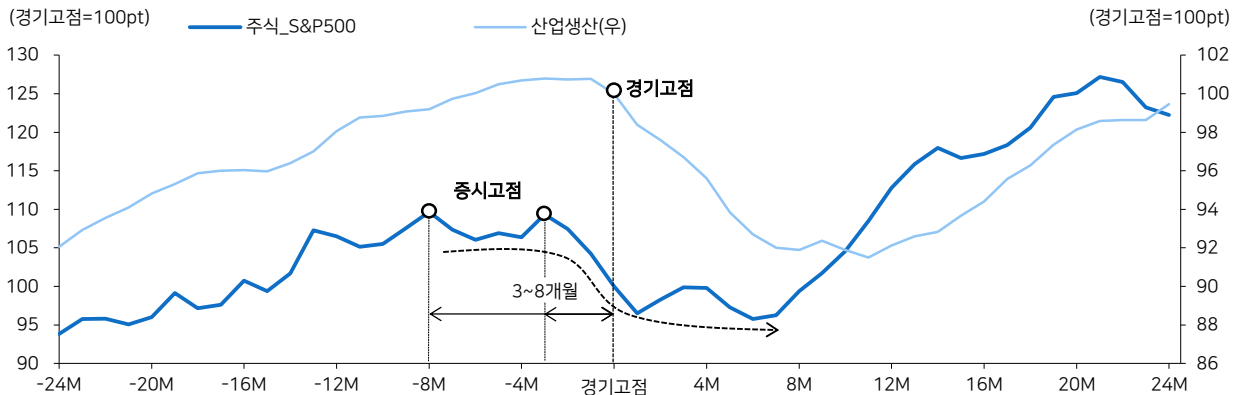
과거 경기침체 전후 증시 흐름 분석: 1)3~8개월 증시 선반영, 2)경기침체 직전 가파른 하락세 → 경기침체 이후 완만한 하락세로 전환

- 과거 경기고점 전후 증시 흐름
 1)경기고점 직전 3~8개월 전 증시 고점
 2)경기고점 직전 가파른 하락 → 경기고점 직후 완만한 하락

섹터 로테이션 전략상 국면별 섹터 매매 타이밍을 구체적으로 파악하기 위해 과거 미국 경기고점(NBER 기준) 전후의 S&P500 증시 흐름을 살펴보자. 1950년 이후 11번의 경기침체 국면에서 평균적으로 경기침체는 1년 동안 이어졌으며, 경기고점 이전의 증시고점은 길게는 8개월, 짧게는 3개월 전에 나타났다. 또한 경기고점 직전에 증시 하락세가 가파르며 경기침체 기간에는 완만한 하락세를 보였다.

현재도 과거와 비슷한 패턴의 경기순환, 증시 사이클이 나타나고 있다. 미국 산업 생산 지표를 기준으로 현재의 경기고점을 판단했을 경우, 5월이 경기고점이라 가정할 때, 5개월 전 증시고점(지난해 12월)을 기록했으며 경기고점 직전까지 증시가 10% 이상 가파른 하락세를 보였다. 경기둔화 우려가 선반영되었다고 본다면, 향후 경기침체 국면에서 증시 하락세는 경기침체 직전 대비 완만한 흐름으로 진행되며 경기바닥에 가까워 질수록 반등이 나타날 가능성도 있다.

그림10 경기고점 전후 S&P500 추이_경기고점 3~8개월전 증시고점 기록, 경기침체 구간 하락 완만



주: 경기고점은 NBER 발표 기준, S&P500 추이는 11번 케이스의 중앙값 기준
 자료: NBER, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 경기고점 전후 S&P500 주가 추이

주가지수(pt)	-12M	-10M	-8M	-6M	-4M	-2M	경기고점	+2M	+4M	+6M	+8M	+10M	+12M
1953-08	103.2	99.5	106.8	106.0	101.3	98.2	100.0	98.3	101.8	106.7	113.3	118.7	126.0
1957-09	106.5	104.0	103.3	100.1	106.4	110.3	100.0	91.7	93.5	95.7	99.4	104.5	111.3
1960-05	105.0	108.2	103.3	103.6	105.1	99.6	100.0	101.1	99.3	100.5	108.1	116.1	120.4
1970-01	121.2	119.4	121.7	108.0	109.5	110.3	100.0	105.4	90.0	91.8	99.0	102.6	112.8
1973-12	121.0	114.5	109.7	106.9	106.9	111.0	100.0	98.6	92.6	88.2	74.0	75.8	70.3
1980-02	84.7	89.5	90.5	96.2	89.6	95.0	100.0	93.5	100.5	107.7	112.2	119.4	115.5
1981-08	99.7	103.8	110.6	106.9	108.2	106.9	100.0	99.3	99.8	92.1	94.8	89.3	97.3
1990-08	109.0	105.5	109.6	102.9	102.6	111.0	100.0	94.2	102.4	113.8	116.4	115.1	122.6
2001-04	116.2	116.4	121.5	114.4	105.7	99.2	100.0	98.0	90.7	84.8	91.9	88.6	86.2
2008-01	104.3	103.1	111.0	105.6	110.8	107.4	100.0	95.9	101.6	91.9	84.6	65.0	59.9
2020-03	109.7	106.5	115.3	115.2	121.5	124.8	100.0	117.8	126.6	130.1	140.1	143.7	153.7
중앙값	106.5	105.5	109.7	106.0	106.4	107.4	100.0	98.3	99.8	95.7	99.4	104.5	112.8
수익률_2m(%)	4.4	-0.9	3.9	-3.3	0.3	1.0	-6.9	-1.7	1.6	-4.1	3.8	5.2	7.9

자료: NBER, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

시클리컬 Lagging→Improving: 경기침체 우려에도 역발상 투자 고려

IT, 경기소비재, 커뮤니케이션 업종 'Improving'

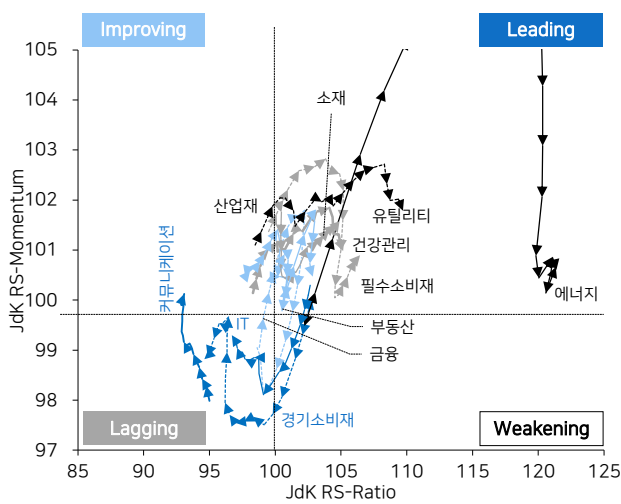
But, 경기방어 업종 'Weakening'

최근 시장은 IT, 경기소비재, 커뮤니케이션 서비스 업종 성과가 개선되는 반면 (RRG 그래프상 3사분면 -> 2사분면), 필수소비재, 헬스케어, 유틸리티 등 경기방어 업종은 약세(1사분면 -> 4사분면)로 돌아서는 모습이다. 즉, 시장참여자들의 투자행태가 경기침체 '우려'에 대한 방어전략에서 경기침체를 '반영'하면서 증시저점을 기대하는 수익전략으로 전환된 모습이다.

경기침체 신호에 방어 전략 대응
보단 수익 전략 대응으로의 역발상 투자 고민해 볼 시점

여전히 러시아가 흑해 곡물 수출 항구를 공격하고, 가즈프롬이 유럽향 천연가스 공급을 줄이는 등 전쟁에 따른 인플레이션 압박은 잔존한 상황이기에 경기 불확실성은 여전하다. 다만, 과거 주식시장은 경기 순환 사이클에 앞서 반응했으며, 경기침체가 진행된 경우에도 주가 하락세는 완만했다. 또한 경기와 주식시장 사이클의 엇박자 국면에서 시클리컬 업종의 모멘텀이 개선되고 있는 점을 고려했을 때, 경기침체를 나타내는 여러가지 신호에 방어적 대응 포지션을 늘리는 전략보다 그동안 부진했던 시클리컬 업종 비중 확대라는 역발상 투자를 고민해 볼 시점이다.

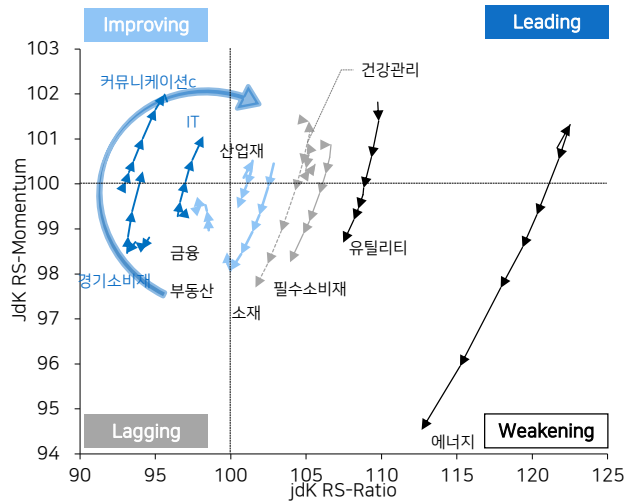
그림11 RRG(상대회전그래프)_연초 이후 5월 31일까지



구분	업종	수익률
Leading	에너지	51.0
Leading	유틸리티	4.3
Leading	필수소비재	-4.0
Leading	건강관리	-5.5
Leading	소재	-4.1
Leading	Real Estate	-14.1
Leading	산업재	-10.1
Leading	금융	-10.6
Lagging	경기관련소비재	-26.9
Lagging	IT	-20.5
Improving	커뮤니케이션	-25.1

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 RRG(상대회전그래프)_6월 1일 이후



구분	업종	수익률
Leading	건강관리	-1.7
Weakening	에너지	-17.5
Weakening	유틸리티	-6.1
Weakening	필수소비재	-1.4
Weakening	소재	-12.4
Weakening	산업재	-4.2
Lagging	Real Estate	-4.3
Lagging	금융	-7.5
Improving	경기관련소비재	0.4
Improving	IT	-2.1
Improving	커뮤니케이션	-6.8

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

칼럼의 재해석 이성우 연구원

가격 인상, 임계점에 도달하다 (THE WALL STREET JOURNAL)

가파른 물가 상승 압력으로 전세계 경기가 위축되는 모습이 관찰되고 있다. 미국 CPI, PPI는 각각 전년비 9.1%, 11.1% 상승하며 소비 심리 악화에 영향을 주고 있다. 이는 미국 소비자들의 식습관에도 영향을 주고 있는 것으로 파악되는데 가격에 민감한 소비자들이 외식, 내식 모두 소비를 줄이고 있는 상황이다.

외식업장들은 가격 상승을 최대한 억제하기 위해 메뉴 수 축소 운영 등 대응책을 모색하고 있으나, 원부재료 부담으로 가격 인상이 불가피한 상황이다. F&B 업체들의 경우도 마찬가지인데, 크래프트 하인즈는 현재 제품 평균 가격이 19년 대비 14% 상승했다고 밝히며, 연말에 추가적인 가격 인상이 있을 것이라고 언급했다. 다만 최근 들어 주요 곡물 가격이 경기후퇴를 반영하며 하락하여 연초 수준까지 내려온 상황이다. 곡물 스팟 가격이 식품업체들의 매출원가로 반영되기까지는 3~6개월 정도 래깅 타임이 있어 2023년 초부터는 식품업체들의 원가 개선이 나타날 수 있을 것으로 판단한다.

임계점에 도달한 가격 인상

물가 상승이
식습관에 영향 주기 시작

최근 들어 가파른 물가 상승 압력으로 전세계 경기가 위축되는 모습이 관찰되고 있다. 미국 CPI, PPI는 각각 전년비 9.1%, 11.1% 상승하며 소비 심리 악화에 영향을 주고 있는 상황이다. 이러한 가파른 물가 상승은 미국 소비자들의 식습관에도 영향을 주고 있는 것으로 파악된다.

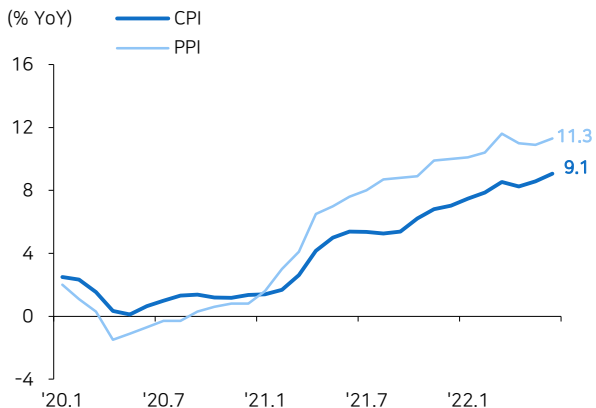
코로나 발생 직후
내식 수요 양호

20년 코로나 발생 이후 재택근무, 자가격리 등의 이유로 소비자들이 집에 머무는 시간이 크게 증가했고, HMR, 밀키트 등 내식 관련 제품들 수요가 증가했다. 미국 최초로 밀키트 배달 서비스를 시작한 블루에이프런의 주가는 코로나 발발 직후 1개월만에 4.7배 상승하는 등 내식 관련 투자 심리가 긍정적이었다.

리오픈 이후는
외식의 가파른 반등

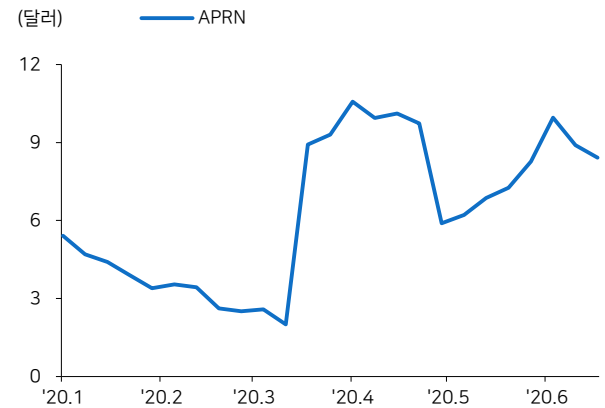
21년 코로나 백신 접종률이 상승함에 따라 소비자들이 다시 외부로 나오기 시작했다. 억눌려있던 외식 수요가 빠르게 회복했고, 미국 레스토랑 이용률 수준도 코로나 이전 수준까지 반등했다.

그림1 미국 CPI, PPI 상승 추이 지속 중



자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 메리츠증권 리서치센터

그림2 코로나 발발 이후 블루에이프런 주가는 5배 상승

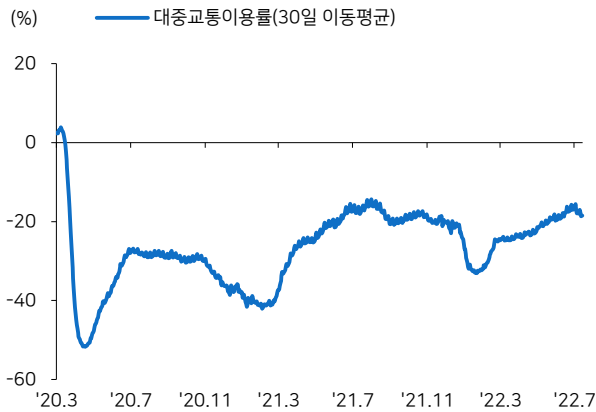


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**급격한 물가 상승으로
내식, 외식 모두 비우호적 영향**

문제는 급격한 물가 상승으로 미국 소비자들의 소비 심리가 악화되고 있다는 점이다. 가격에 민감한 소비자들이 외식, 내식 모두 소비를 줄이고 있는 상황이다. 이는 미국 소매 판매 데이터로도 확인할 수 있는데, 외식서비스, F&B 모두 연초 이후 전년비 성장 모멘텀이 둔화되는 모습이 관찰되고 있으며, 상대적으로 물가 부담이 심한 외식이 더 빠른 속도로 모멘텀을 소실하고 있는 것으로 판단된다.

그림3 대중교통 이용률은 코로나 이전 회복이 요원한 가운데



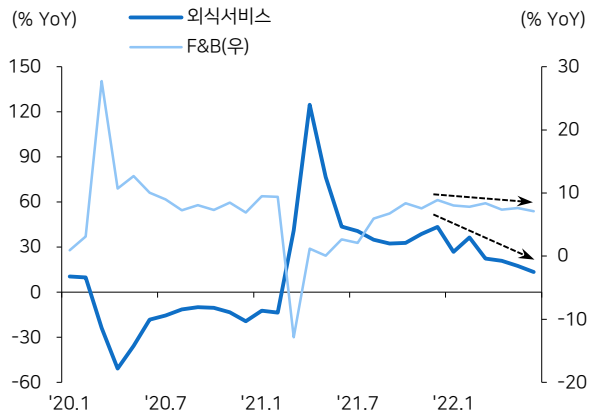
주: 코로나19 확산 이전(20.1.3~20.2.6)의 유동인구 중앙값을 0으로 설정
자료: Google Mobility Index, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 레스토랑 이용률은 빠르게 회복 후 최근 다시 하향



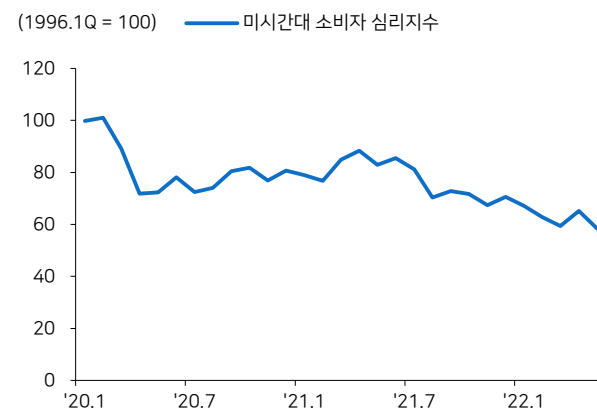
주: 2019년 미국 레스토랑 이용률 기준, 2020, 2021, 2022년 수치 비교
자료: Opentable, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 업체별 매출 증감률: F&B > 외식서비스



자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미시간대 소비자 심리지수 21년 중순 이후 악화 지속



자료: University of Michigan, 메리츠증권 리서치센터

**식품 판매 가격 상승
자제하기 위해 노력 중**

외식업장들은 메뉴 가격 상승을 억제하기 위해 메뉴 수 축소 운영 등 대응책을 마련해 나가고 있는 상황이나, 원부재료 부담으로 가격 인상이 불가피한 상황이다. F&B의 경우도 마찬가지인데, 크래프트 하인즈는 현재 제품 평균 가격이 19년 대비 14% 상승했다고 밝히며, 연말에 추가적인 가격 인상이 있을 것이라고 언급했다.

곡물가 하락으로 숨통 개선

곡물가 하락 반전으로
한숨 돌린 F&B

다만 최근 들어 주요 곡물 가격이 경기 후퇴 우려를 반영하며 하락하여 연초 수준까지 내려온 상황이다. 곡물 스팟 가격이 식품업체들의 매출원가로 반영되기까지는 3~6개월 정도 래깅 타임이 있어 내년 초부터는 원가 개선이 나타날 수 있을 것으로 판단한다.

그림7 주요 곡물가 연초 수준으로 하향 안정화 중



주: 옥수수, 소맥, 대두 가격 단순 평균 인덱스
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

물가 하락 안정화 필요

결론적으로 미국의 경우, 지금 수준의 높은 물가 상승 압력은 외식 및 F&B 업체 모두에게 부정적인 상황이다. 소비자들이 감당할 수 있는 물가 수준을 상회함에 따라 소비 심리가 위축되어 버렸기 때문이다. 다만 필수 소비재라는 특성을 고려해 보았을 때, 상대적으로 외식 대비 물가가 저렴한 내식 수요가 양호할 것으로 판단한다.

원문: *Grocery, Restaurant Executives See Inflation Altering Consumer Spending (The Wall Street Journal)*