

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2022. 8. 3 (수)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

베어마켓 랠리? '안도(Relief)' 랠리!

칼럼의 재해석

조용히 힘들어하는 신흥국

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



▲ 투자전략
Analyst **이진우**
02. 6454-4890
jinwoo.lee@meritz.co.kr

베어마켓 랠리? ‘안도(Relief)’ 랠리!

- ✓ 베어마켓 보다는 안도랠리 성격 강해. 경로는 V자 보다는 박스권을 높여가는 수순일 것
- ✓ 실적 전망이 결국 레벨 업의 Key. 올해 보다는 내년에 대한 걱정이 높아지고 있어
- ✓ 실적 하향 조정이 멈춘다면 대응은 오히려 편해진다. 성장 주도 업종에 집중할 것

베어마켓(Bear Market) 랠리 vs. 안도(Relief) 랠리

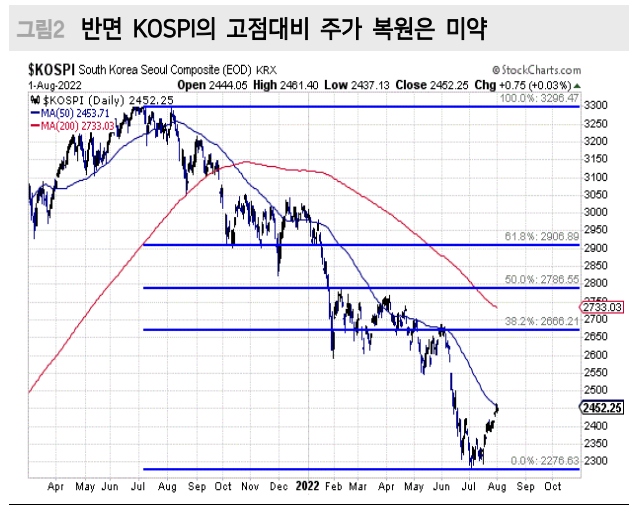
지금은 베어마켓 랠리 보다는 안도랠리 성격 강해. 저점은 통과한 것으로 판단

약세장 속 일시적 반등을 뜻하는 베어마켓 랠리와 그렇지 않은 반등의 차이는 무엇일까. 지수의 '저점' 통과 유무다. 베어마켓 랠리는 반등 이후 다시 저점을 낮추는 형태로 진행되지만 반대의 경우는 그렇지 않기 때문이다. 우리는 무엇으로 이를 구분해 낼 수 있을까?

답은 단순하다. 경기든 기업실적이든 최악은 통과했다는 인식 그리고 시차를 두고 개선되는 모습을 증명하는 것이 핵심이다. 펀더멘털이 개선된 것이 맞다면 회복의 속도는 그 다음 문제다. 지금은 회복에 대한 확신을 반영한 국면은 아니다. 최악은 지났다는 인식, 안도감이 반등의 동력이다. 그래서 필자는 이번 반등을 베어마켓 랠리가 아닌 안도 랠리의 시작이라 판단하고 있다. 다만 회복의 경로는 V자 보다는 박스권을 높여가는 형태가 될 것으로 본다. 회복의 속도가 빨라지기 위해서는



자료: Stockchart.com, 메리츠증권 리서치센터



자료: Stockchart.com, 메리츠증권 리서치센터

아직은 한국의 주가 복원력이 약해. 경기, 실적의 불확실성 때문

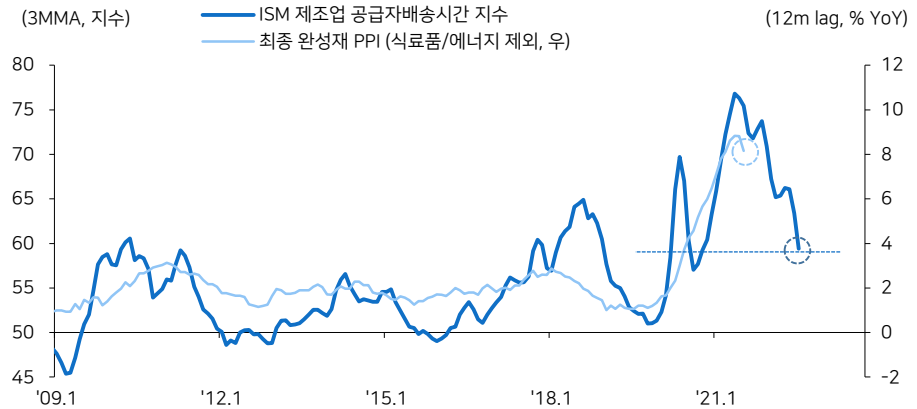
검증의 기간이 필요하기 때문이다. 최근 한국과 미국의 주가 복원력의 차이도 경기와 기업실적 불확실성의 차이로 설명될 듯 하다. 현재 미국은 낙폭의 38% 수준을 복원한 반면 한국은 미국의 절반 수준의 복원에 불과하다. 미국에 비해 한국의 글로벌 경기 노출도가 더 큰 탓이다.

매크로 변수는 조금씩 해소 중

다행스러운 점은 매크로 측면에서의 꼬인 매듭은 조금씩 풀려가고 있다는 점이다. 인플레이션의 기폭제 역할을 했던 '공급망 병목현상'은 COVID - 19 이전 수준으로 회귀하고 있다. 미국 ISM제조업 공급망 배송시간지수는 2021년 5월 78.8까지 급등한 이후 지난달(7월)에는 55.2까지 하락했다. 경기둔화 우려가 일부 반영된 결과이겠지만 인플레이션 압력을 자극했던 변수 중 하나인 '쇼티지' 변수는 해소되고 있는 셈이다.

공급자배송시간의 안정화는 시차를 두고 생산자물가(PPI)의 안정을 가져올 가능성도 높다. 12개월의 시차를 두고 공급자배송시간 지수의 급등의 물가급등을 가져왔다는 점을 본다면 말이다.

그림3 ISM 제조업 공급자배송시간 지수의 정상화가 의미하는 것은? 물가 압력의 완화

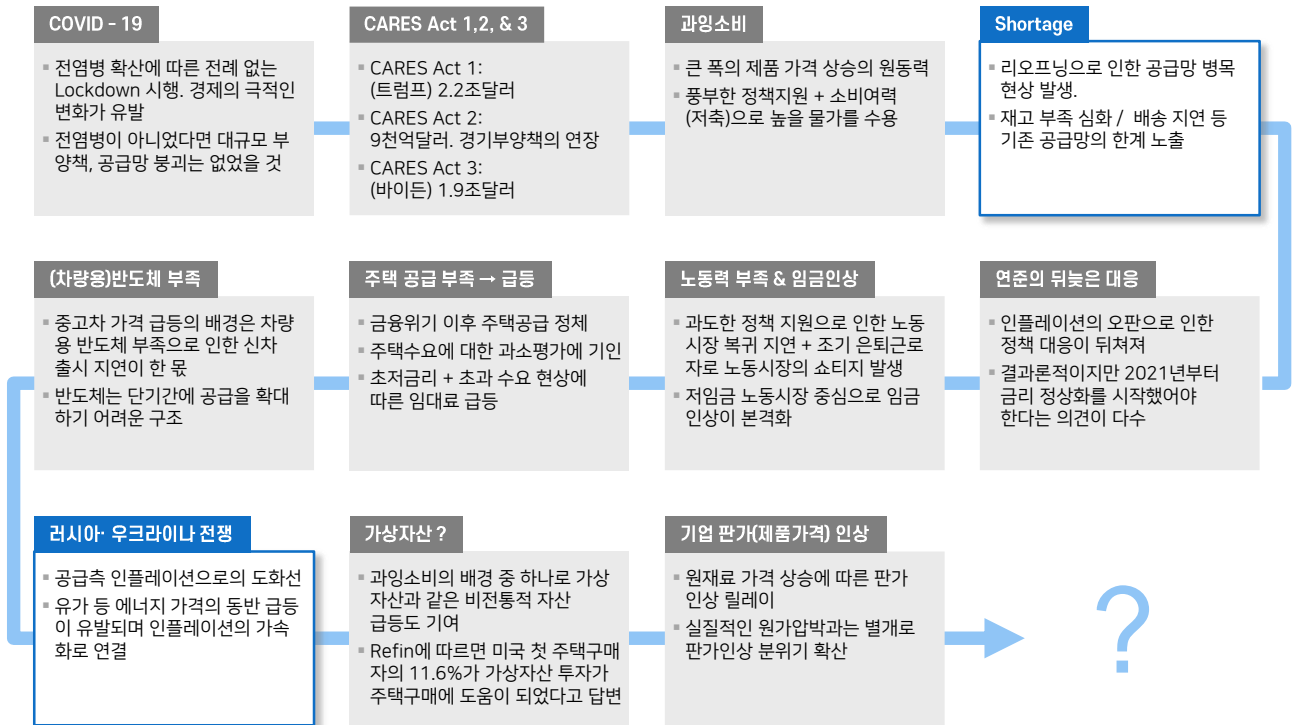


주: 12개월 시차상관계수 0.634
 자료: U.S. Bureau, 메리츠증권 리서치센터

인플레이션은 복합적이지만 기폭제의 한 축이 진정되고 있다는 것은 긍정적

물론 지금의 인플레이션에는 복합적인 변수가 존재한다. COVID -19를 비롯 과잉 소비, 노동력 부족 및 임금상승, 전쟁변수 등이 얽혀있다. 하지만 인플레이션 기폭제의 한 축이 진정되고 있다는 것은 불확실성의 변수가 줄어들고 있다는 의미이다. 또 전쟁과 같은 공급측 인플레이션 자극 요인이 확산되지 않는다면 시장은 인플레이션 보다는 경기, 기업실적으로 초점을 맞춰갈 가능성이 높다.

그림4 미국 인플레이션의 확산의 변수들: 복합적 요인 속 공급망 '쇼티지'와 '전쟁' 변수는 기폭제 역할



자료: 메리츠증권 리서치센터

실적 '선전'이 아닌 '개선'으로 진행되는 것이 추가 레벨 업의 Key

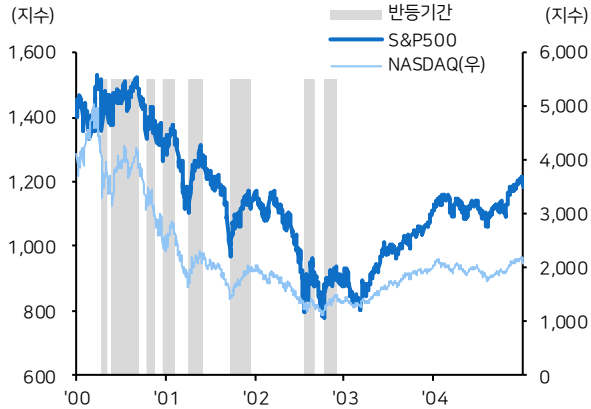
가장 전형적인 베어마켓 랠리였던 IT버블 붕괴는 '실적전망' 개선 없는 반등의 전형

가장 극적인 약세장이자 동시에 강렬한 베어마켓 랠리가 공존한 IT버블 붕괴 국면이 주는 시사점은 이렇다. 결국 '실적 개선'이 시장 반전의 핵심이라는 점이다. '00년 이후 총 3년간 진행된 약세장 속 총 9번의 기술적 반등이 존재하나 대부분 실적 개선이 없는 밸류에이션 반등에 따른 주가 상승이었다.

해당 국면에서 기술적 주가 반등의 폭이 기간과 폭이 적지 않았기에 투자자들을 더욱 어렵게 만들었다. 동 기간 중 S&P500과 NASDAQ의 평균 반등 기간은 39일, 반등 폭은 각각 8.2%, 21.3%에 달한다. 긴 하락과 강한 반등이 번갈아 진행된 셈이다.

이런 관점에서 보면 현재 기업실적 전망의 반전이 진행되고 있지는 않다. 아직은 올해 보다는 내년에 대한 걱정이 더 크다. 한국도 미국도 마찬가지다. 올해 보다는 내년 기업실적 전망의 하향 조정이 상대적으로 크기 때문이다. 특히 한국은 지난 5월 이후 실적 전망의 하향조정이 빠르게 진행됐고 최근에는 실적 하향 조정은 소강(진정) 국면에 접어 들고 있다. 이번 2분기 실적 발표가 예상보다는 선전하고 있는 탓이다.

그림5 베어마켓 속 주가 반등 기간: IT 버블 붕괴 국면



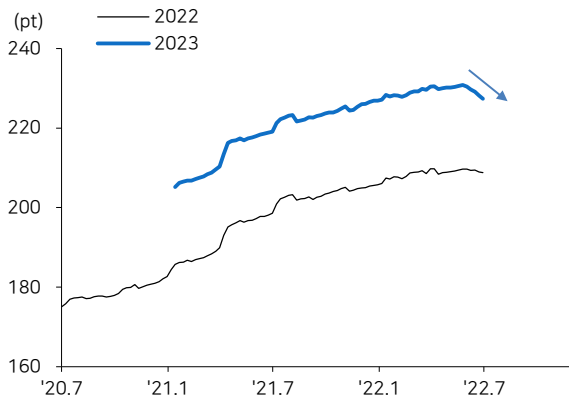
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 '00~'02년 기술적 반등은 9번 진행 시사점은?

시작일	지속기간 (일)	상승률(%)		S&P500	
		S&P500	NASDAQ	ΔEPS(%)	ΔPER(%)
2000-04-14	17	8.2	19.2	0.9	7.2
2000-05-23	55	9.9	35.1	-0.1	10.1
2000-07-28	35	7.1	15.6	1.5	5.5
2000-10-12	26	7.7	11.1	0.3	7.4
2000-12-21	39	7	21.3	6.8	0.2
2001-04-04	48	18.7	41.2	-2.8	22.1
2001-09-21	76	20.8	44.3	-4.3	26.3
2002-07-23	30	8.2	19.2	-0.5	21.3
2002-10-09	49	18.7	41.2	-0.2	21.0
평균(중앙값)	39	8.2	21.3	0.2	13.5

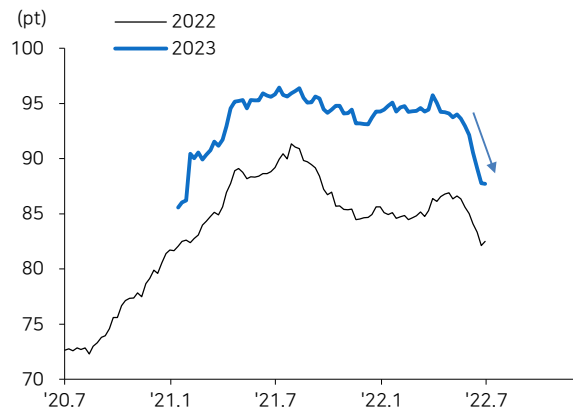
주: 주가 반등기간은 좌측 음영표시 기간을 의미
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 2022, 2023년 EPS 전망: 내년 걱정 반영 시작



자료: Refinitiv, I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

그림8 한국 2022, 2023년 EPS 전망: 하향 조정 진행 중



자료: Refinitiv, I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

실적 전망 하향이 멈춘다면 하반기 '전략'은 명확해진다

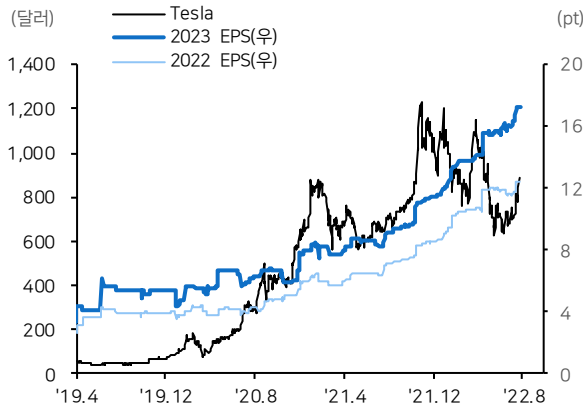
모든 것이 불확실하지만 시장은 내년은 이야기하기 시작

향후 실적 전망의 급격한 하향 조정이 멈춘다면 혹은 안정화된다면 남은 하반기 전략은 오히려 명확해졌다. 시장과 달리 올해와 내년에 대한 기대치가 올라가는 업종과 기업이 선전할 가능성이 높기 때문이다. 이미 시장은 움직이기 시작한 듯 하다.

미국 시가총액 상위 기업들의 실적 전망의 시사점

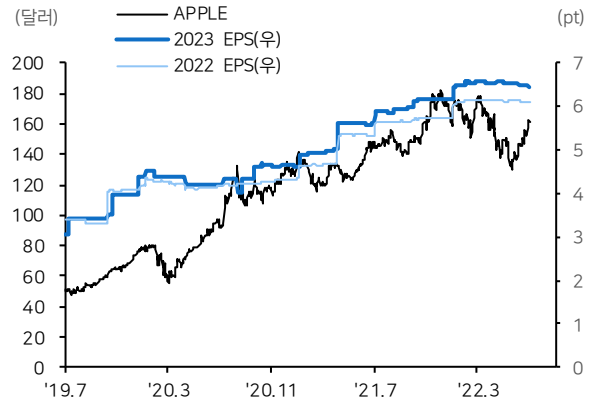
미국 시가총액 상위 기업의 실적 전망만을 놓고 보면, '테슬라 Long, 아마존 Short'이라 표현할 만하다. 테슬라는 올해 대비 내년의 성장폭이 더 커지고 있다. 각각의 눈높이도 빠르게 상향 조정 중이다. 반면 아마존은 반대의 모습이다. 올해와 내년 이익 전망이 동반 하향 조정 중이다. 애플과 마이크로소프트는 성장 기대치가 정체 중이고, 엑손모빌은 실적 전망은 상향 중이나 올해 실적 Peak - out 시각은 유지되고 있고 골드만삭스는 성장의 눈높이를 낮추고 있다.

그림9 테슬라 주가와 2022, 2023 EPS: 압도적 성장



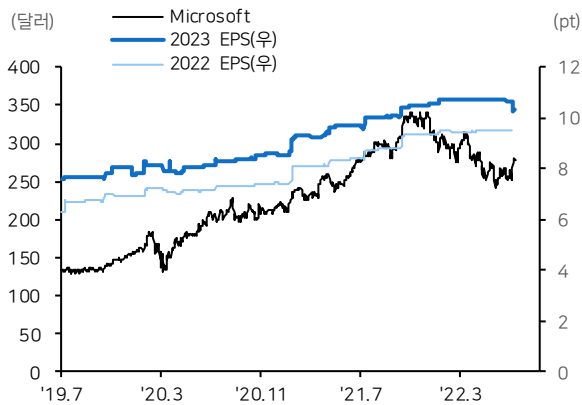
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 애플 주가와 2022, 2023 EPS : 성장의 눈높이 유지



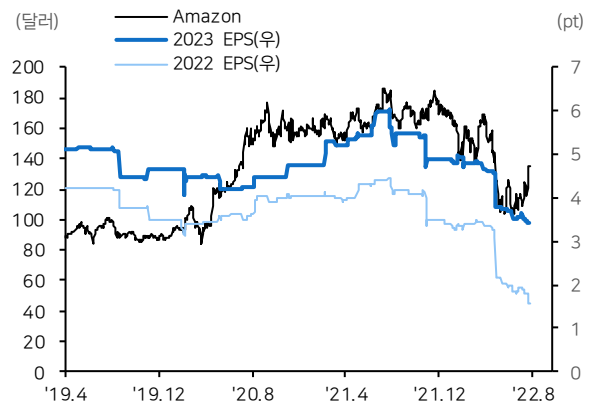
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 마이크로소프트 주가와 2022, 2023 EPS: 성장 정체



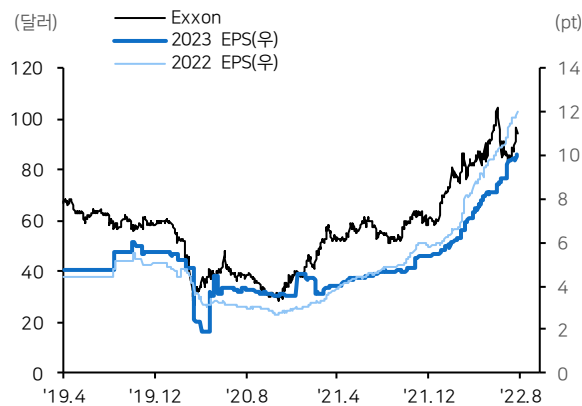
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 아마존 주가와 2022, 2023 EPS : 성장세 약화



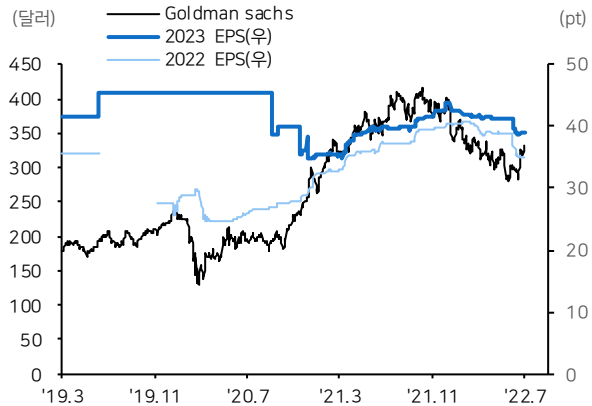
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 엑손 주가와 2022, 2023 EPS: 올해 중심의 성장



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 골드만삭스 주가와 2022, 2023 EPS: 성장세 둔화



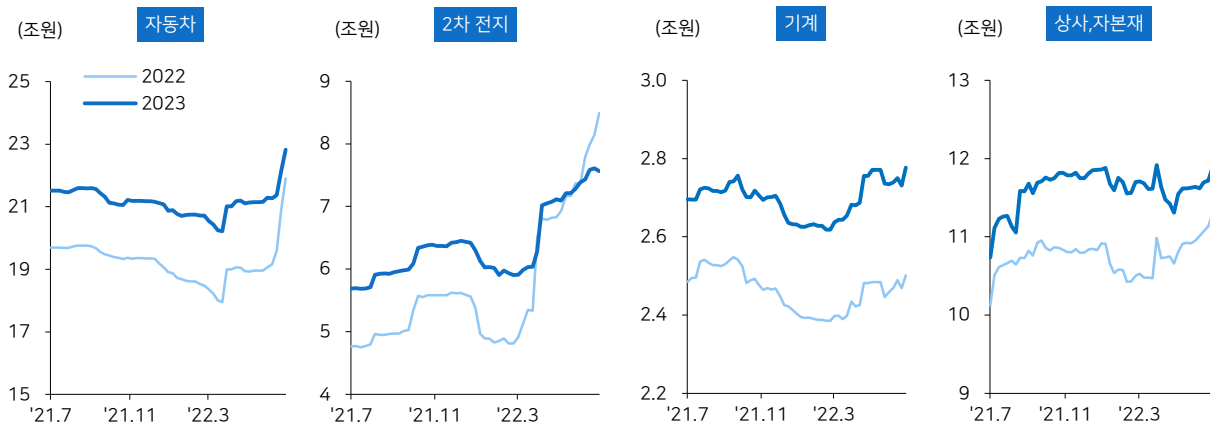
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국시장 역시 주요 업종, 기업이
가려지기 중

대응법은 한국도 비슷할 듯 하다. 이번 2분기 실적 발표가 시장에 주었던 메시지는 '성장이 지속될 업종(기업)에 집중하라'는 점이다. 단기 박스권 속 종목장세의 가능성을 높게 본다.

미국과 같은 논리로 올해와 내년에 대한 실적 기대치가 높아지는 업종은 자동차, 2차전지가 대표적이고, 기계, 상사·자본재 업종도 같은 동선을 보이고 있다. 유사한 기준으로 종목군을 선별해 보았다. 포트폴리오 구성에 참고해보자.

그림15 한국 주요 업종별 2022,2023년 영업이익 전망 추이: 자동차 + 2차전지 + α



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

표1 최근 1개월 2022, 2023년 영업이익 전망치 상향 종목 스크리닝

코드	종목명	업종	시총	주가	2022E			2023E		
					22.8.1 (조원)	22.8.1 (원)	영업이익 (조원)	1주 변화율 (%)	1개월 변화율 (%)	영업이익 (조원)
A003670	포스코케미칼	화학	10.3	133,500	0.2	8.3	31.3	0.3	6.2	18.9
A069620	대웅제약	건강관리	2.1	183,500	0.1	5.8	10.3	0.2	12.0	16.1
A010950	S-Oil	에너지	10.3	91,900	4.5	2.5	22.8	3.0	-0.7	14.6
A000270	기아	자동차	32.6	80,400	7.9	1.2	19.1	7.7	0.8	11.0
A005380	현대차	자동차	41.9	196,000	10.1	1.6	21.5	9.9	0.9	10.2
A000210	DL	화학	1.4	68,500	0.3	0.0	17.3	0.6	0.0	10.0
A096770	SK이노베이션	에너지	17.2	186,000	5.8	5.9	24.1	4.1	2.8	9.7
A207940	삼성바이오로직스	건강관리	62.5	878,000	0.7	5.8	6.4	0.9	10.2	8.9
A028260	삼성물산	상사, 자본재	22.2	119,000	2.0	7.2	8.6	2.1	7.0	7.9
A086280	현대글로비스	운송	6.7	179,000	1.7	5.7	7.0	1.6	5.8	7.5
A373220	LG에너지솔루션	IT가전	98.2	419,500	1.2	4.2	1.3	2.1	5.2	6.5
A267250	HD현대	에너지	4.5	57,500	3.0	18.4	21.5	2.9	8.5	5.9
A241560	두산밥캣	기계	3.1	31,400	0.8	5.3	7.1	0.8	4.8	5.5
A011200	HMM	운송	12.3	25,200	11.0	-0.2	4.1	6.8	0.6	5.3

주: 시가총액 1조원 이상 종목 대상, 2023년 1개월 영업이익 전망 변화율이 큰 순서로 정렬

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

칼럼의 재해석 박수연 연구원

조용히 힘들어하는 신흥국 (The Financial Times)

전쟁 발생 이후 5개월간 신흥국 투자자금이 지속 유출되고 있다. 이번 유출세는 이례적이다. 대개 한 신흥국에서 자금이 유출되면 다른 신흥국으로 유입되면서 전체 투자자금이 균형을 이루어왔는데, 이번에는 그 균형이 깨졌기 때문이다. 이유는 글로벌 매크로 불확실성이 심화되면서 신흥국 경제에 대한 우려가 커졌기 때문이다. 1) 미국의 공격적인 금리인상과 2) 중국의 경기둔화로 인해 신흥국은 통화가치 하락과 외채 상환비용 상승이라는 이중고에 직면했다. 하지만 투자심리를 반전시킬 매크로 환경을 단기간에 기대하기는 어려워 보인다.

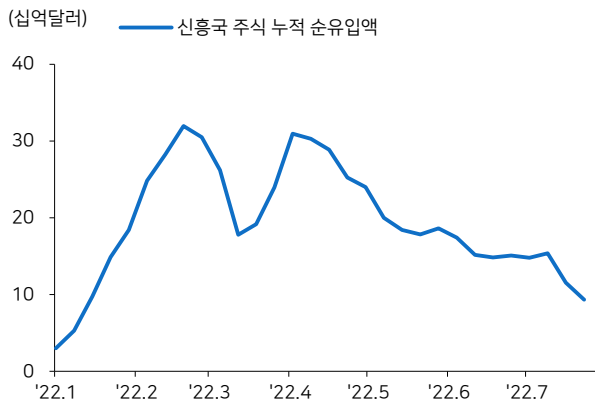
문제는 자금유출이 지속되면 신흥국 디폴트가 연쇄적으로 발생할 가능성이 높아진다는 데 있다. 지난 5월 스리랑카의 디폴트 돌입 이후 경제규모가 작은 신흥국의 디폴트 리스크 우려가 커진 상황이다. 시장은 이미 디폴트 리스크를 반영하고 있다. 신흥국 채권 스프레드 지수는 연초 이후 38.6% 상승한 반면, 신흥국 통화지수는 3.7% 하락했다. 이는 이자율은 상승했으나 통화가치가 하락하면서 신흥국의 부채 상환 비용이 증가했음을 의미한다. 높은 부채 상환 비용은 외환보유액 감소로 이어졌다. 글로벌 경제성장을 전망이 하향조정되는 지금, 정부가 연초의 재정목표를 달성하기는 어려울 것이며, 때문에 당분간 외환보유액 유출이 지속되며 신흥국 투자환경 조성에는 시간이 소요될 것으로 보인다.

신흥국에서 짐 싸는 투자자들

**전쟁 발생 이후 신흥국 증권자금
순유출**

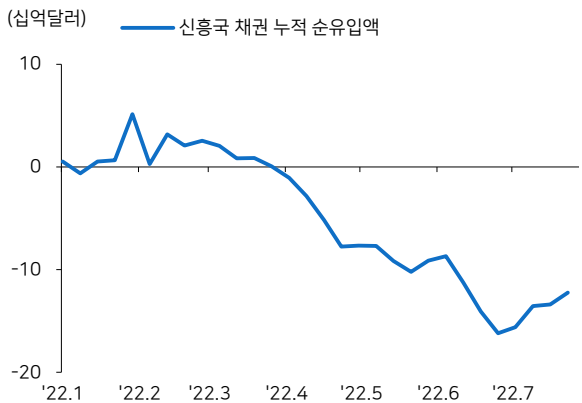
러시아-우크라이나 전쟁이 발생한지 5개월이 지났다. 지난 5개월간 신흥국 자금은 지속 유출되고 있다. 2월말 이후 신흥국에서 주식 투자액 226억 달러, 채권 투자액 143억 달러가 순유출되면서 총 369억 달러 순유출을 기록했다. IIF는 이번 유출세가 이례적이라고 말한다. 통상적으로는 한 신흥국에서 자금이 유출되면 다른 신흥국으로 유입되면서 전체 신흥국 투자자금이 균형을 이루어왔는데, 이번에는 그 균형이 깨졌기 때문이다.

그림1 신흥국 주식 누적 순유입액(연초 이후)



자료: Lipper, 메리츠증권 리서치센터

그림2 신흥국 채권 누적 순유입액(연초 이후)



자료: Lipper, 메리츠증권 리서치센터

투자자들이 떠난 이유는 매크로 불확실성

매크로 불확실성이 심화되며
신흥국 투자환경 악화

2021년 말~2022년 초까지만 해도 투자자들은 신흥국 경기가 빠르게 회복될 것으로 예상했다. 올해 4월에는 원자재 가격이 급등하면서 브라질, 콜롬비아 등 원자재 수출 신흥국의 통화와 자산가치는 크게 상승했다. 그러나 매크로 불확실성이 심화되며 분위기가 바뀌었다. 1) 미국의 공격적인 금리인상과 2) 중국의 경기둔화로 인해 신흥국은 통화가치 하락과 외채 상환비용 상승이라는 이중고에 직면했다. 상대적으로 대외여건 변동에 신흥국 경기가 영향을 크게 받기 때문이다. 문제는 분위기를 반전시킬 매크로 환경을 단기간에 기대하기는 어렵다는 데 있다.

불확실성1: 미국의 공격적인 금리인상

불확실성1: 미국의 공격적인
금리인상

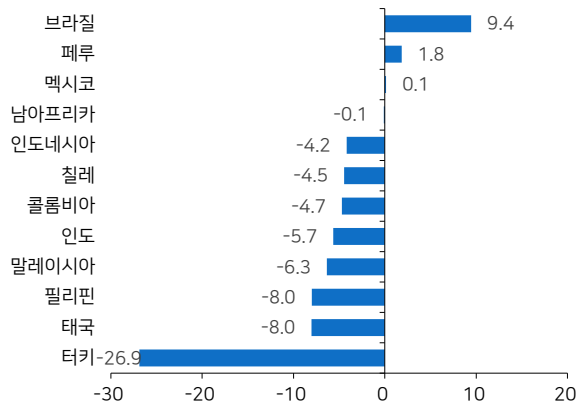
7월까지 연준 스탠스는 매우 긴축적이었다. 연준은 물가안정을 위해서는 경기후퇴와 금융시장 불안 위험을 감수하겠다는 스탠스를 보였다. 물론 7월 FOMC 기자회견에서 의장은 향후 정책결정은 물가, 경기, 노동시장을 균형적으로 판단하여 이루어질 것이라 언급함으로써 금리인상 속도 조절을 시사했다. 그러나 여전히 75bp 인상을 단행했다는 점에서 완화된 스탠스로 완전히 선화했다고 보기는 어렵다.

불확실성2: 중국의 경기둔화

불확실성2: 중국의 경기둔화

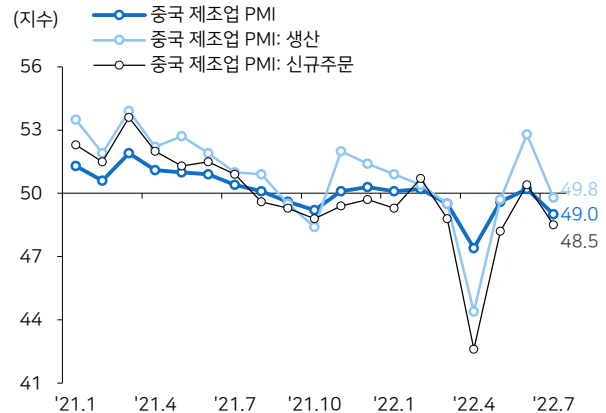
중국의 경기회복 모멘텀에 대한 우려 또한 지속되고 있다. 중국 2Q GDP는 전년 대비 0.4% 성장에 그쳤다. 또한 7월 제조업 PMI는 49.0으로(전월대비 -1.2pt), 기준선(50)을 하회하며 위축국면 진입을 시사했다. 지수 하락은 대내 수요회복이 제한적이며, 에너지 집약적인 산업에서 생산 감소가 나타났기 때문이다. 그러나 추가적인 경기부양 강도는 높지 않을 것으로 예상된다. 7월 정치국회의에서 하반기 정책 스탠스가 경기부양보다는 시스템 안정화에 중점을 두고 이루어질 것이라 언급했기 때문이다.

그림3 3월 이후 신흥국 통화가치 절상율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 중국 제조업 PMI 추이



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

자금유출이 지속되면 디폴트 가능성이 높아진다

하지만 자금유출이 지속되면
신흥국 디폴트 가능성 상승

문제는 자금유출이 지속되면 신흥국 디폴트가 연쇄적으로 발생할 가능성이 높아진다는 데 있다. 지난 5월 스리랑카가 공식적으로 디폴트에 돌입하고 현재는 방글라데시와 파키스탄이 IMF와 구제금융 협상을 진행하고 있다. 이로 인해 신흥국, 특히 경제규모가 작은 신흥국의 디폴트 리스크 우려가 커진 상황이다.

디폴트 리스크가 반영되면서
신흥국 부채 상환 여건 악화

시장은 이미 디폴트 리스크를 반영하고 있다. 신흥국 채권 스프레드 지수는 연초 이후 124bp 확대된 반면, 신흥국 통화지수는 3.7% 하락했다. 이는 이자율이 상승하고, 통화가치는 하락하면서 신흥국의 부채 상환 여건이 악화되었음을 의미한다. 높은 부채 상환 비용은 외환보유액 감소로 이어진다. 예를 들어 가나의 경우 2021년 97억 달러 규모였던 외환보유액이 2022년 6월 기준 77억 달러까지 감소했다.

글로벌 경제성장률 전망 하향되며
재정부담 커질 여지 늘어남

그 가운데 글로벌 경제성장률 전망이 하향조정되는 점은 재정부담을 가중시키는 요인이다. 정부는 경기부양을 위해 재정부양책을 늘릴 유인이 크다. 하지만 재정적자 확대는 다시 채무상환부담을 가중시킴으로써 외환보유액 유출을 확대시킬 여지가 있다. 강달러 압력 완화와 내년 연준의 금리인하 기대가 확대에도 불구하고, 신흥국 투자환경 조성엔 시간이 조금 더 필요할 것으로 보는 이유다.

그림5 신흥국 채권 스프레드 및 통화 지수 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: *Emerging markets hit by record streak of withdrawals by foreign investors(The Financial Times)*