

2021년 9월 27일
투자전략

주식전략

▶ Strategist 박승영
park.seungyoung@hanwha.com
3772-7679

투자전략

산업재, 지를 준비는 한다

글로벌 경기가 피크아웃 중이다. 지금부터 중요한건 피크아웃 여부가 아니라 어디에서 경기의 순환적 하강이 멈추느냐이다.

소비가 투자로 연결되는 과정

글로벌 경기가 피크아웃 중이다. 이제부턴 경기가 하락하느냐보다 어디까지 하락할지에 초점을 맞춰야 한다. 중국에 기댈 수 있을 것으로 기대했지만 중국 정부와 인민은행은 매크로 레버리지 비율 관리에 여전히 더 치중해 있어 기대를 낮춰야 할 것 같다. 여전히 기댈 곳은 선진국, 특히 미국이라고 판단한다. 향후 미국 경기의 궤적은 소비가 투자로 이어질지 여부에 달렸다.

민간 투자가 증가하려면 두 가지 요소가 충족돼야 한다. 1) 인플레이션 기대가 2% 위에서 유지돼야 한다. 2) 앞으로 금리가 상승할 것으로 예상돼 기업들이 자금 조달에 적기라는 판단이 서야 한다. 근래 미국의 제조업 주문을 보면 투자가 증가할 가능성을 내포하고 있다는 생각이 든다. 투자의 기초가 되는 산업용 장비 주문이 늘고 있고 운송장비 주문이 여전히 부진하나 보잉의 737MAX 이슈, 팬데믹의 영향이다. 특히, 기계 주문이 투자에 선행하는 경향은 지난 30년간 확인된 것이어서 특기할 만하다.

글로벌 경기의 방향에 따라 주식 투자의 선호도 달라질 것이다. 경기가 다시 수축 국면에 들어갈 것으로 베팅하면 경기와 무관한 언택트, 바이오 등이 선호될 것이다. 확장 국면에서 베팅한다고 보면 산업재에 대한 베팅을 서서히 늘려갈 필요가 있다. 같은 경기민감주 내에서도 소재는 물가의 방향에 반응하지만 산업재는 물가의 기대에 반응하는 경향이 있다. Fed는 지금의 높은 인플레가 일시적이고 인플레 기대는 2%에 묶일 것이며 금리인상을 준비하고 있다는 입장을 취하고 있다. 이 조건을 만족시키는 것 역시 산업재일 가능성이 높다.

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치 센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

피크아웃 이후의 궤적

피크아웃 자체보다
하락 폭이 중요

글로벌 경기가 피크아웃 중이다. 이제부터 경기가 하락하느냐보다 어디까지 하락할지에 초점을 맞춰야 한다.

판단해야 할 매크로 변수들이 주어졌다. Fed의 테이퍼링, 중국 헝다그룹 리스크 등이다. 이들은 향후 글로벌 경기 궤적을 결정지을 중요한 변수들이기 때문에 시장이 예민하게 반응하고 있다.

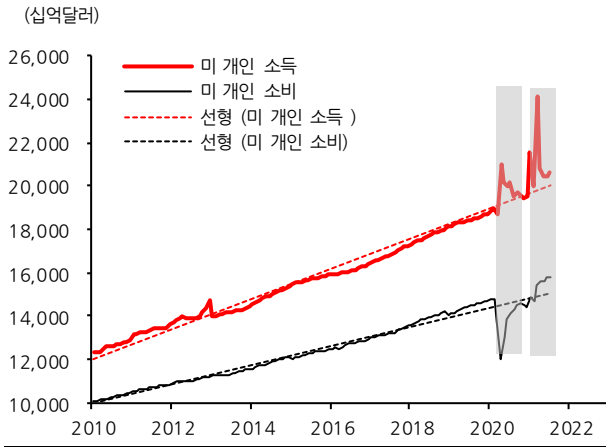
테이퍼링 시사는 Fed 관계자들이 언급했듯이 주택, 주식 등 자산가격을 더 고려한 결과로 보인다. 실물 경기 측면에서의 고려는 크지 않았던 것 같다. 중국 헝다그룹 리스크는 중국의 부채가 글로벌 금융시장의 시스템 리스크가 될 것이라는 우려를 자아내며 변동성을 키웠지만 금융시장은 금융위기 당시, 2015년 위안화 절하, 팬데믹 때에도 지금과 비슷한 걱정을 했었다. 중국이 금융위기 이후 산업구조를 바꿔나가는 과정에서 장기적으로 추진 중인 디레버리징이 우려의 근간이라고 판단한다.

중국 정부의 리스크 관리 이력을 감안하면 중국에서 시스템 리스크가 불거질 것이라는 쪽에 베팅하는 건 성공 확률이 낮다고 판단한다. 다만 인민은행이 지급준비율을 50bp 인하했던 7월 이후 잠시 피어났던 중국 정부가 경기를 띄울 것이라는 기대는 접는게 좋아 보인다. 중국의 통화공급 증가율, 소비자물가 상승률, 주택가격 상승률이 미국, 유럽, 한국보다 낮지만 상대적으로 낮은 것에 중국 정부가 만족하고 있는 것같진 않다. 중국의 매크로 레버리지 비율 관리는 계속될 것이며 중국 경기에 기대어 있는 중국 소비 관련주에 대한 기대는 낮춰야 한다고 생각한다.

여전히 기댈 곳은 선진국이고 특히 미국이라고 판단한다. 미국의 실물경기 궤적을 면밀히 추적할 필요가 있다. 올해 상반기 미국 경기가 양호했던 이유는 소비가 양호했기 때문이다. 미국의 개인 소비지출은 올해 상반기 연율 15.3조달러였는데, 작년 상반기 13.7조달러, 작년 하반기 14.3조달러와 비교하면 각각 11.8%, 6.7% 증가한 것이다.

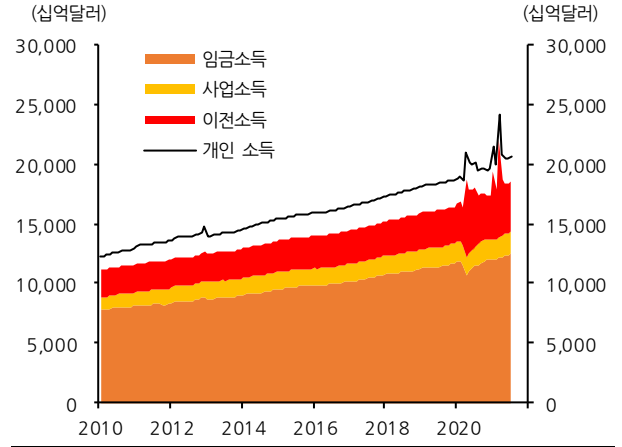
이는 소득이 증가했기 때문이었고 정부로부터의 이전 소득이 늘었기 때문이다. 작년 2분기 CARES Act로 이전 소득이 늘었는데도 소비를 꺼리던 미국 가계는 올해 2분기 미국 일자리 계획(America Jobs Plan)으로 이전 소득이 증가했을 때엔 소비를 늘렸다.

[그림1] 미 소비, 소득 증가로 뒷받침됐고



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 이전 소득 증가가 임금 사업 소득 감소를 상쇄



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

소비에서 투자로

인플레 기대 2%에서
유지되면 투자 기대

향후 경기 궤적은 정책의 디레버리징 속도와 민간의 레버리징 속도에 의해 결정될 것이다. 앞으로 레버리지가 일어날 수 있는 분야는 미국 민간의 고정자산 투자일 가능성이 높다는 판단이다.

미국의 투자는 금융위기 이후 글로벌 주식시장의 동력이 되지 못했다. 2010년대 중반에는 국제유가가 급락한 영향으로 투자도 감소하면서 미국 경제 전반이 약하기도 했다.

투자가 증가하려면 두가지 요소가 충족돼야 한다고 생각한다.

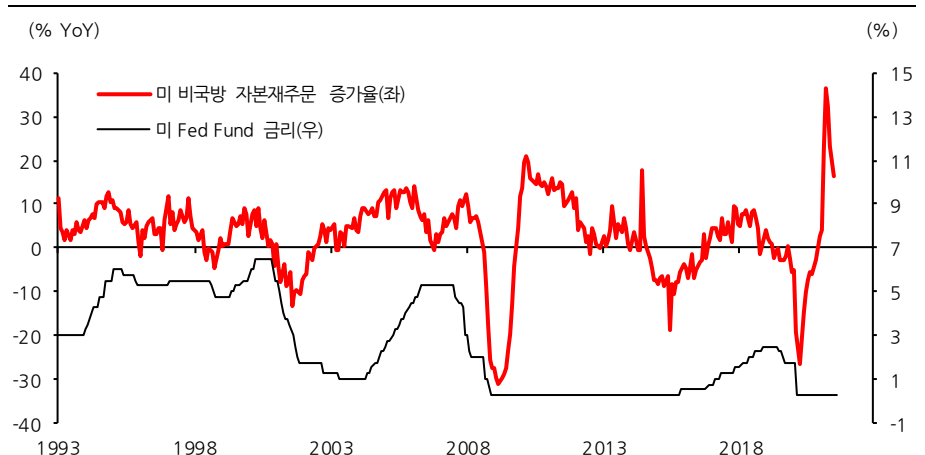
첫째, 인플레이션 기대가 2% 이상에서 유지돼야 한다. 인플레 2%는 실질 성장률이 잠재 성장률을 웃돌 때 가해지는 물가 상승 압력으로 추정되고 있다. Fed는 현재 인플레이션 압력이 일시적이라고 판단하면서도 인플레 기대를 2%에 묶어두겠다고 강조하고 있다.

투자는 몇 년 뒤에 생산하기 위해 지금 돈을 쓰는 것이기 때문에 인플레이션이 기대될 때 가치가 높아진다. 지출한 돈의 가치는 떨어지고 생산할 물건의 가격이 올라야 투자 자본 수익률이 상승하기 때문이다.

5년 breakeve rate으로 측정한 미국의 인플레 기대는 올해 들어 2.5% 부근에 머무르고 있고 실제 미국의 소비자물가 상승률도 지난 6월 5.4%를 기록한 이후 느린 속도로 낮아지고 있다. 물가 상승률이 급격하게 하락하는 것보다 서서히 떨어지는 편이 투자에 유리할 것이다.

둘째, 앞으로 금리가 상승할 것으로 예상돼 자금이 자금을 조달하는데 적기라는 판단이 서야 한다. 1990년대 이후 미국의 비국방 자본재 주문은 금리인상 사이클과 함께 증가하는 패턴을 반복하고 있다. 2017~18년 미국의 짧은 투자 사이클도 Fed가 2016년 말 본격적인 금리인상을 시사한 이후 시작됐음은 특기할 만하다.

[그림3] 미 자본재주문 증감, 금리 사이클과 동행



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

투자 시작의 신호(기)

산업용장비 신규주문 증가,
민간투자 증가의 선행신호
가능성 높아

미국의 고정자산 투자는 팬데믹 이전 수준을 회복하고 증가세를 이어가고 있다. 금융위기 이후 미국의 투자는 소프트웨어 투자가 주를 이뤘고 하드웨어 투자는 IT 장비에 국한해 이뤄졌다. 근래 미국의 투자는 이전과 조금 다른 모습을 띠고 있는데, 지난 10년의 패턴에서 벗어나는 것인지 주목할 필요가 있다.

[그림5~10]은 미국 고정자산투자와 제조업 주문을 부문별로 같이 나타낸 것이다. 미국의 제조업 주문은 2014년 국제유가가 급락하기 이전 수준을 회복하지 못하고 있는 반면 고정자산 투자는 계속 증가하고 있다. 투자를 소프트웨어가 주도하면서 그간 미국의 인플레이션과 Capex 압력은 약했다.

하지만 부문별로 뜯어보면 각 산업별로 다른 상황임을 알 수 있다. 미국의 비주거 구조물 투자는 부진하지만 금속에 대한 수요는 견조하다. 향후 건설 투자가 주거에서 비주거로 확산될지 주시할 필요가 있다.

지난 10년 간 IT장비 투자는 견조했지만 IT장비 신규주문은 이제 막 2011년 수준을 상회했다. 중국산 통신장비 수입이 막히면서 공급처를 국내로 돌렸기 때문으로 추측된다.

투자의 기초가 되는 산업용 장비는 투자도 늘고 있고 주문도 2010년 이후 최고 수준을 기록하고 있다. 이는 실제 미국의 투자 압력이 강해지고 있음을 시사한다는 생각이다.

투자, 제조업 주문이 모두 약한 분야는 운송장비다. 2019년부터 꺾이기 시작해서 2년전 수준을 회복하지 못하고 있는데, 이는 보잉 737MAX의 기체 결함과 팬데믹이 겹치면서 민간 항공기에 대한 투자가 미뤄졌기 때문이다. 자동차와 자동차 부품 주문은 운송장비 내에서도 회복되고 있어서 주목할 만하다.

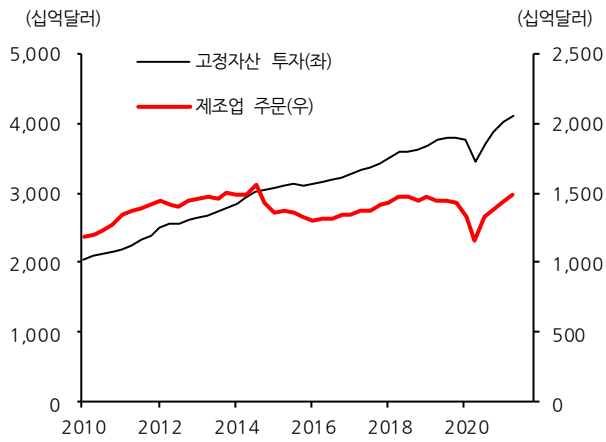
특히, 기계 주문이 투자에 선행하는 경향은 지난 30년간 확인된 것이다. 최근 산업용장비의 견조한 수요는 향후 투자 증가 가능성을 가리키고 있다고 생각한다.

[그림4] 기계 신규주문, 민간투자에 선행



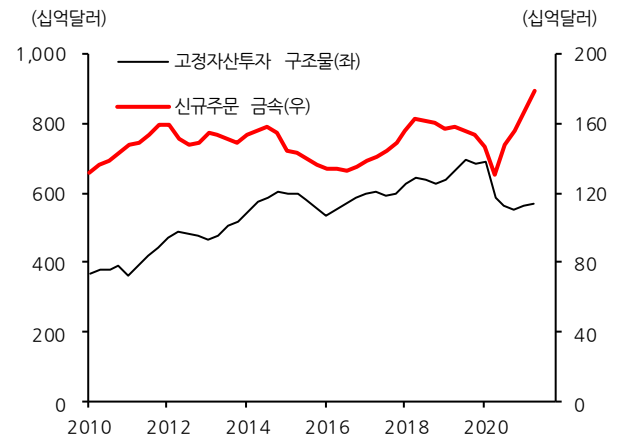
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 미국 투자와 제조업 주문 증가세



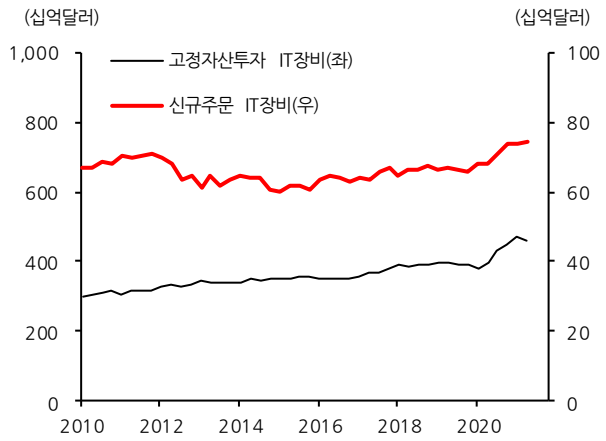
주: 고정자산 투자는 민간과 정부 투자를 합한 금액
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 금속 주문 늘었지만 구조물 투자는 부진



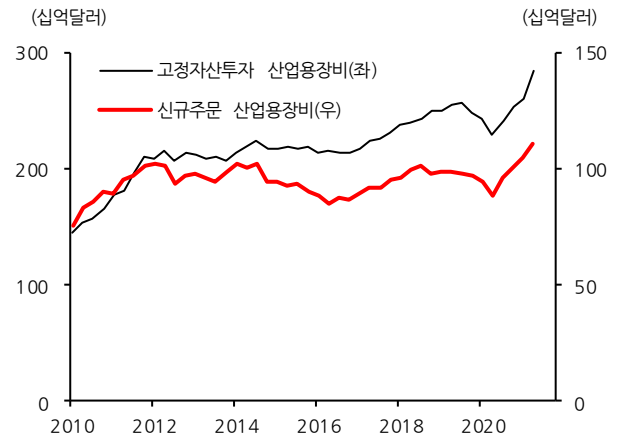
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] IT 투자 둔화되며 IT 장비 주문 정체



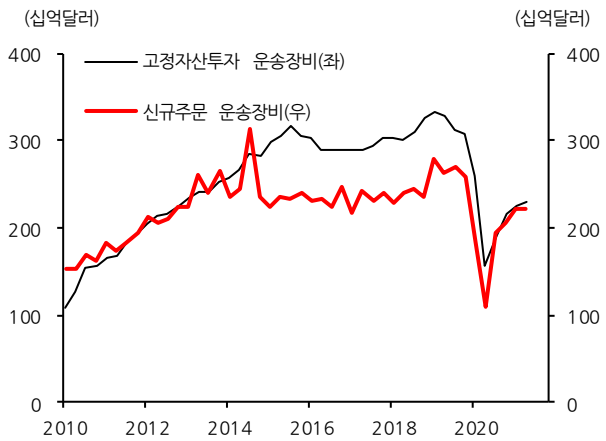
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 산업용장비 투자와 주문 동반 증가



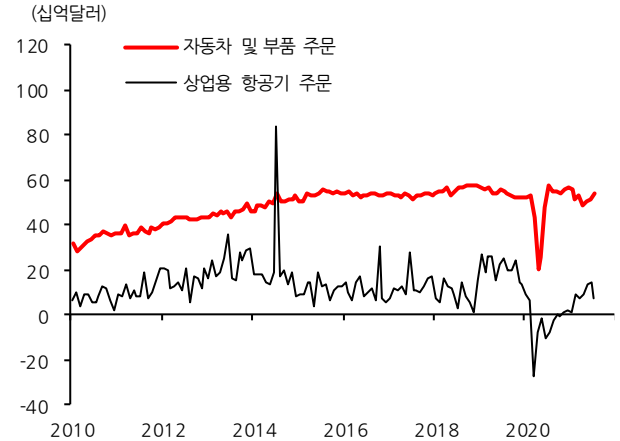
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 운송장비 투자와 주문 부진한 이유는



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 항공 운송 부문 불확실성 때문



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

산업재, 지를 준비는 한다

소재와 산업재,
같은 경기민감주지만
다르게 움직여

글로벌 경기와 인플레이션의 방향이 모호해졌다. Fed는 인플레를 일시적으로 보면서도 금리인상을 준비하고 있고 중국 형태의 파산 가능성은 중국의 장기 성장성에 대한 기대를 약화시키고 있다.

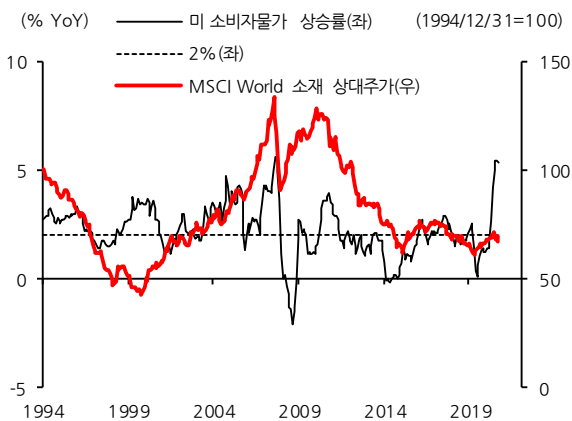
필자는 이런 매크로 환경에서 경기의 방향을 예측하기 보다 경기의 레벨에 집중하는 쪽이 더 확률 높은 베팅을 하게 해준다고 생각한다. 글로벌 경기가 피크아웃하고 있는 점은 부인할 수 없다. 지금부터 관건은 경기가 다시 수축 국면에 들어갈지, 아니면 확장 국면에 머무를지이다.

다시 수축 국면에 들어갈 것으로 베팅하면 경기와 아예 무관한 쪽에 투자해야 한다. 글로벌은 FANG같은 언택트 퀄리티 주식, 국내는 바이오 업종의 선포가 올라갈 가능성이 높다.

확장 국면에서 버틴다고 보면 산업재에 대한 베팅을 서서히 늘려갈 필요가 있다. [그림 11,12]는 MSCI World 소재 업종과 산업재 업종의 MSCI World지수 대비 상대주가를 미국 소비자물가 상승률과 함께 그린 것이다. 소재 업종은 물가의 방향성에 반응한다. 물가가 올라가면 MSCI World지수를 아웃퍼폼하고 물가가 하락하면 MSCI World지수를 언더퍼폼한다. 산업재 업종은 소재와 달라서 일단 변동성이 소재보다 작고, 물가가 2% 위에 머무르는 구간에서 서서히 시장을 아웃퍼폼하고 2% 아래에 머무르는 구간에선 시장을 서서히 언더퍼폼한다. 소재는 지금의 물가에, 산업재는 물가에 대한 기대에 반응한다고도 볼 수 있다.

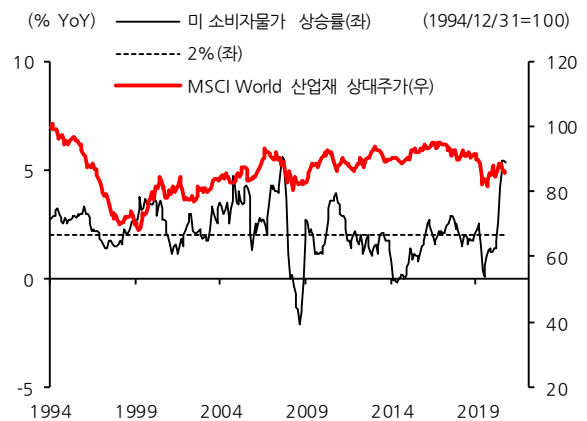
글로벌 경기의 뚜렷한 방향을 예측하기 어렵다. 이때 지금의 높은 인플레는 일시적이지만, 인플레 기대는 2%에 묶일 것이고, 금리인상을 준비 중인 Fed의 스탠스를 투자에 녹인다면 산업재가 교집합이 될 수 있다. Eaton, Illinois toolworks 등 미국의 전력장비 기업들의 주가도 견조하다. 미국의 투자에 기대 불만하다는 생각이다.

[그림11] 소재 업종 상대주가, 물가 상승률과 동행



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 산업재, 물가 2%이상에서 아웃퍼폼



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터