

2021년 12월 6일  
투자전략

# 투자전략

## 바이러스에 가려진 회복

오미크론 변이가 글로벌 주식시장의 변동성을 키우고 있다. 오미크론 변이에 집중하는 한편 미국의 내구재 소비 증가, 중국 경제의 회복, 반도체 이익 컨센서스 상향 가능성을 간과해서는 안된다.

### 오미크론, 다른 변이들과 차이

지난달 말 WHO가 오미크론 변이를 우려 변이로 지정한 이후 국내외 금융시장의 변동성이 확대됐다. 일주일만 지났고 불확실성이 더 커지는 않는 모습이다. 불확실성이 확대되는 쪽으로 포지션을 잡는 건 정석이 아니라고 판단한다. 지난 2년 간 COVID-19 바이러스 변이의 경로는 감염률은 상승하는 대신 치명률은 하락하는 쪽이었기 때문이다.

### 유리하게 전개되고 있는 글로벌 경제 여건

미국의 내구재 소비가 다시 늘고 있고 중국 경기도 바닥을 지나고 있다. 미국의 내구재 소비는 4월 선진국의 백신 보급이 본격화되면서 고점을 찍고 감소하기 시작했다가 서비스 소비가 정상 궤적에 수렴한 이후 다시 늘고 있다.

중국 인민은행은 공개시장조작을 통해 올해 단기자금시장에서 흡수한 유동성을 다시 투입하는 한편 대형 시중은행들에 부동산 기업 대출을 독려하고 있다. 부동산 기업들의 파산 리스크가 시스템 리스크로 변하지 않으면 중국의 실물 경기는 전력난 완화와 함께 회복세를 이어갈 것이다.

### 국내 기업이익의 방향

2022년 KOSPI 기업들의 순이익 컨센서스는 8월 188조원에서 180조원까지 낮아졌다. 반도체의 컨센서스는 9월부터 하향되기 시작했는데, 8월 중에 하락 반전한 반도체 현물가격과 관련이 있어 보인다. 현물가격은 11월 후반부터 반등하기 시작해 12월 초까지 9일 연속 올랐다. 반등이 계속될지 알 수 없으나 반도체의 순이익 컨센서스가 다시 하향될 가능성은 낮아 보인다.

## 주식전략

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

### [ 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.

## 바이러스에 가려진 회복

금융시장 변동성을 키운건  
오미크론 변이

지난달 말 세계보건기구(WHO)가 COVID-19 오미크론 변이를 우려 변이로 지정한 이후 국내외 금융시장의 변동성이 확대됐다. 일주일만 지났고 불확실성이 더 커지지 않는 모습이다.

새로운 변이의 출현에도 불구하고 원/달러 환율은 하락했고 외국인 투자자들은 지난 한 달 간 KOSPI를 5조원 순매수했다. 중국의 매크로 여건이 안정되고 글로벌 공급 교란이 완화됐기 때문이라고 판단한다.

지금은 오미크론 변이가 실물경기에 미칠 영향도 경계해야 하지만 심각성을 과대평가한 나머지 글로벌 경기의 개선 신호를 놓치는 것 또한 경계해야 한다고 생각한다.

이번 주 금융시장에 오미크론 변이와 관련한 정보가 더 많아질 것이다. 이르면 과학자들의 평가도 전해지고 있다. 정보가 증가하는 것만으로도 시장의 불확실성은 제어될 것이다.

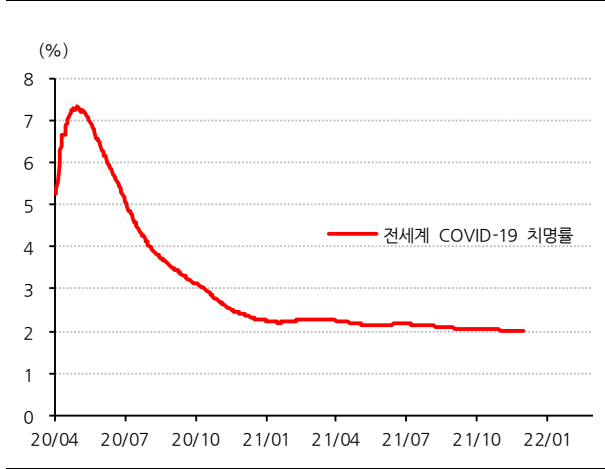
불확실성이 확대되는 쪽으로 포지션을 잡는 건 정석이라고 판단한다. 지난 2년 간 COVID-19 바이러스 변이의 경로는 감염률은 상승하는 대신 치명률은 하락하는 쪽이 었기 때문이다. 이번 변이가 지난 일년 반의 경로를 틀어 2% 아래로 떨어진 치명률을 다시 올릴 것으로 보기는 어렵다.

그래서 오미크론 변이에도 테이퍼링을 조기에 종료해야 한다는 Fed 관계자들의 수는 늘고 있고 ECB 관계자들 역시 PEPP 종료에 영향을 주지 못할 것이라고 진단하고 있다.

미국 금리선물 시장은 2022년 말 기준금리 예상치가 0.75% 이상이었던가 오미크론 변이 우려가 확산된 지난달 26일에는 0.608%까지 낮춰 반영했다. 이후 다시 높아져 0.690%로 반등했다.

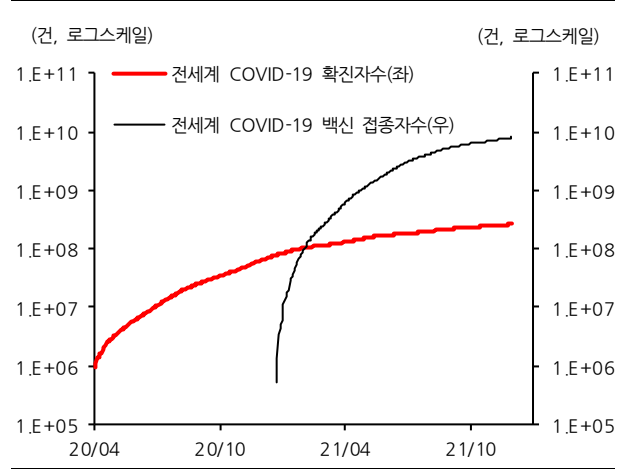
오미크론 변이에 대해 판단을 내리긴 아직 이르다. 다만 변이가 심각한 악재가 아닌 것으로 판명되면 실물 경기의 회복에 베풀어 주식 비중을 늘려야 한다. 4분기 들어 회복은 더 뚜렷해지고 있다.

[그림1] 전세계 코로나 바이러스 치명률 2% 하회



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 백신 접종 늘며 확진자 수 둔화



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

## 완화되는 공급교란

미국 내구재 소비 다시  
증가세 반전

실물경기가 개선될 것으로 기대하는 이유는 크게 두 가지다. 미국의 내구재 소비가 다시 늘고 있고 중국 경기도 바닥을 지나고 있다.

미국의 내구재 소비는 지난 4월 고점을 찍고 감소하기 시작했다. 4월은 선진국의 백신 보급이 본격화되면서 경제활동 정상화에 가속이 붙기 시작한 시점이다. 그간 늘렸던 서비스 소비가 정상 궤적에 수렴하면서 내구재 소비 역시 본래 궤도까지 감소했다.

10월 미국의 서비스 소비는 완전히 정상화됐고 내구재 소비는 다시 증가하기 시작했다. 7월~9월 미국의 내구재 소비는 6월보다 적었지만 10월에는 6월 수준을 다시 넘어섰다. 가전과 자동차가 대표적인 내구재로, 10월 미국의 신차 소비는 7개월 만에 증가 반전했다.

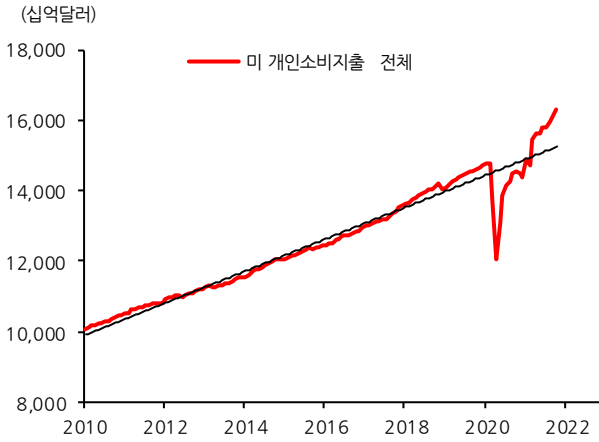
반도체 부족이 해소되고 있다는 신호로 읽어야 한다는 생각이다. 이는 실물경제지표에서도 확인되는데, 반도체의 상위 분류인 전자부품의 미국 수요는 지난 9월 49.0억달러로 집계돼 사상 최대를 기록했다.

지난 5~6월 미국의 전자부품 출하는 주문이 46.8억달러로 높은 수준을 유지했음에도 44.8억달러까지 감소하며 공급 교란을 반영했다. 9월 전자부품 출하는 47.7억달러까지 반등했다. 반도체 공급이 완화되고 있다는 신호로 읽을 수 있다.

미국의 내구재 소비 반등과 반도체 공급 완화는 국내 주식시장에 긍정적이다. 제조업 중심이고 IT, 자동차 등 내구재 기업들의 시가총액 비중이 높다. 미국의 내구재 소비가 올해 상반기 고점을 기록하고 감소할 때 국내 주식시장도 같이 밀렸다. 내구재 소비의 반등은 글로벌 주식시장 내에서 국내 주식시장이 선호될 수 있는 여건을 조성해줄 것이다.

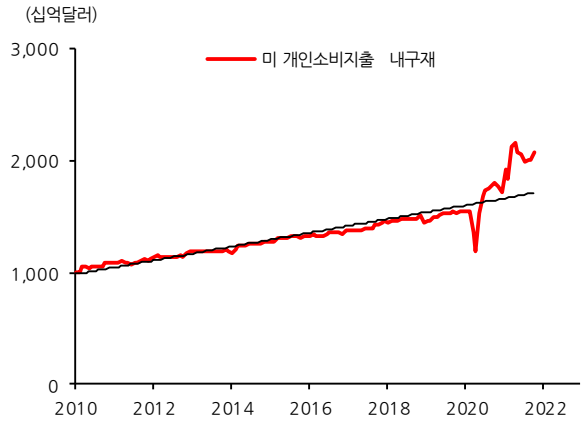
특히, 삼성전자 등 국내 반도체 기업들의 주가가 미국의 전자부품 출하와 동행하는 점은 특기할 만하다. 출하가 곧 매출이기 때문으로, 미국의 전자부품 신규주문은 차이가 좁혀지긴 했지만 여전히 출하를 웃돌고 있다. 이는 국내 반도체 기업들의 매출 증가에 대한 기대를 유지시키는 요인이다.

[그림3] 미국 개인소비 증가세



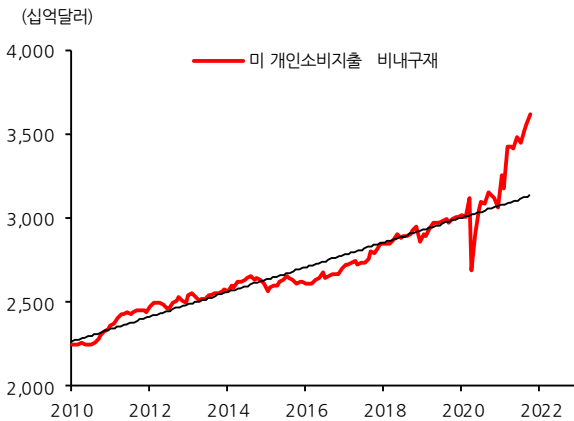
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 미국 내구재 소비 반등



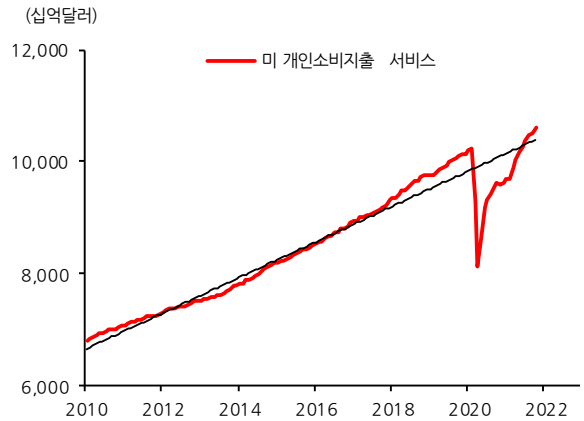
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 미국 비내구재 소비 인플레이 반영 증가



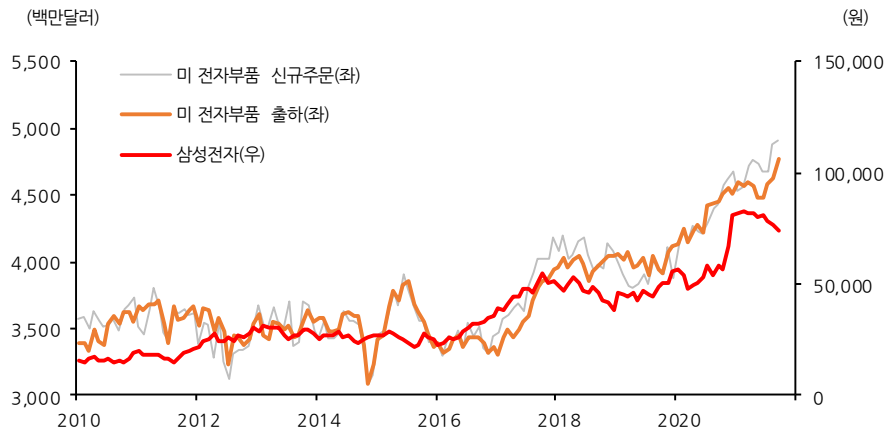
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 미국 서비스 소비 정상화



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 미국 전자부품 수요 공급 증가 반전



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

## 중국 불확실성 감소 기대

중국 매크로 불확실성도  
제어되고 있어

지난 20 거래일 동안 외국인 투자자들은 국내 주식시장에서 5조원 가량 순매수를 기록했다. 금융 당국이 신용 증가를 억제하면서 개인 투자자들이 레버리지를 쓰기 어려워졌고 연말 대주주 과세를 피하기 위한 주식 매도 가능성도 상존한 상황에서 외국인 투자자들의 매수는 자칫 공백이 발생할 수 있는 국내 주식 수급의 안정성을 높여주는 요인이다.

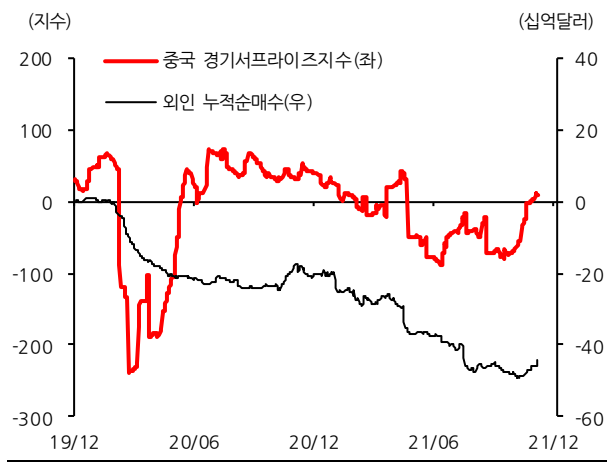
필자는 외국인이 국내 주식을 순매수하는 요인으로 크게 두 가지가 있다고 판단한다. 첫째는 앞서 언급한 미국의 내구재 소비 반등이고 둘째는 중국의 매크로 여건 안정이다.

형다 파산 우려 등으로 중국 매크로에 대한 불확실성이 높았던 것이 불과 한달 전이다. 중국 인민은행은 공개시장조작을 통해 올해 단기자금시장에서 흡수한 유동성을 다시 투입했고 대형 시중은행들에는 부동산 기업 대출을 독려하면서 부동산 기업들의 파산 리스크가 시스템 리스크로 변지는 것을 막고 있다. 중국도 전력난을 넘긴 10월부터 실물 경제가 정상을 회복하고 있는 것으로 보인다.

경제지표의 기대치와 실제치의 차이를 보여주는 중국의 경기 서프라이즈 지수는 10월 -81에서 이달 초 7까지 반등했다. 경험적으로 이 지표가 바닥을 찍고 돌아설 때에는 금융시장 참가자들이 경기가 나아지고 있다고 느끼지 않지만 플러스로 반전하면 평가가 달라지는 것 같다. 중국의 매크로가 더 이상 리스크 요인이 아니라고 판단하면서 국내 주식시장에 대한 외국인 투자자들의 태도도 달라졌을 것이라고 추측한다.

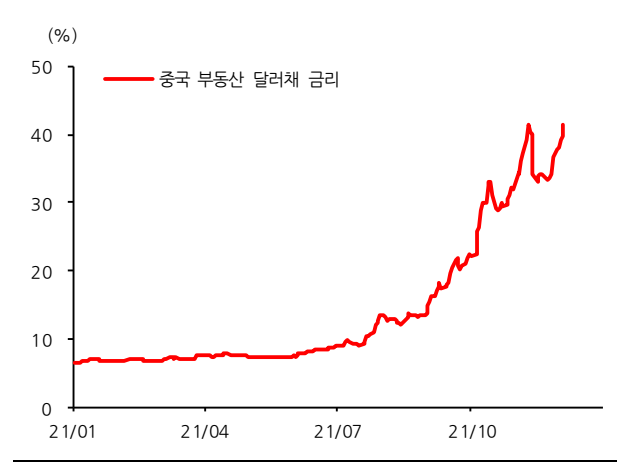
[그림9]는 중국 부동산 기업들이 발행한 달러채의 금리를 단순 평균한 것이다. 연초 7% 부근에서 움직이다 지금은 40%를 넘어섰다. 물론 단순 평균이어서 몇 개 기업들이 평균을 크게 올렸지만 전체적으로 높아진 것도 사실이다. 부동산 기업들의 위험까지 낮아지면 중국에 대한 리스크 회피는 더 개선될 수 있을 것이다. 당분간 이 지표에 관심을 기울일 필요가 있다.

[그림8] 중국 경기 개선되며 외인 순매수 반전



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 중국 부동산 기업들 달러채 금리 안정 필요



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

## 반도체가 받쳐주는 이익

중국 매크로 불확실성도  
제어되고 있어

2022년 KOSPI 기업들의 순이익 컨센서스는 하향 중이다. 8월 188조원에서 180조원까지 낮아졌다. 하향이 멈춰야 밸류에이션 메리트를 주장하는데 힘이 실릴 수 있다. 내년 반도체 기업들의 순이익 비중은 34%를 기록할 것으로 예상되고 있다. 이는 올해의 26%에서 8%p나 높아지는 것이다.

가능성이 높아 보이는데, 반도체 기업들의 순이익이 2조원 증가하고 반도체를 제외한 KOSPI 기업들의 순이익은 34조원 감소할 것으로 예상되고 있다. 이는 내년 글로벌 경기의 강도가 올해보다는 약할 것이라는 당사 전략팀의 예상과 일치한다.

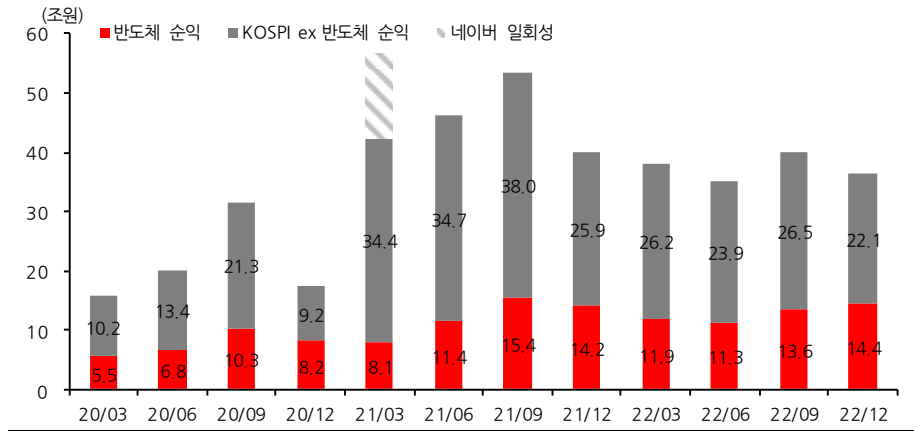
게다가 지금까지 컨센서스가 움직여온 방향을 보면 반도체는 상향 가능성이, 반도체를 제외한 KOSPI는 하향 가능성이 있어 보인다. 반도체는 지난 9월부터 컨센서스가 하향되기 시작해 11월에 하향을 멈췄다. 반도체를 제외한 KOSPI는 11월부터 하향되기 시작했다.

특히, 반도체의 컨센서스는 D램 현물가격의 움직임과 밀접한 관련이 있는 것으로 보인다. 반도체 현물가격이 하락하기 시작한 것은 8월 중이다. 컨센서스와 한달 정도 시차가 존재한다. 반도체 현물가격은 11월 후반부터 반등하기 시작해 12월 초까지 9일 연속 올랐다. 반등이 계속될지 알 수 없으나 반도체의 순이익 컨센서스가 다시 하향될 가능성은 낮아 보인다.

반도체의 컨센서스가 상향되면 외국인 투자자들의 순매수는 기초적으로 이어질 수 있을 것이다. 이는 연말 국내 주식시장의 안정성을 높여주는 요인으로 볼 수 있다.

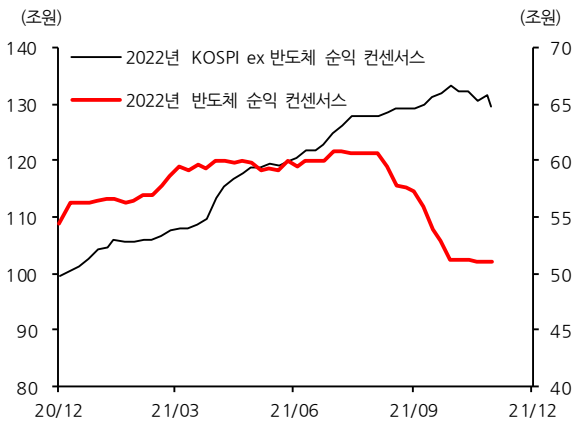


[그림10] 2022년 반도체 순익 비중



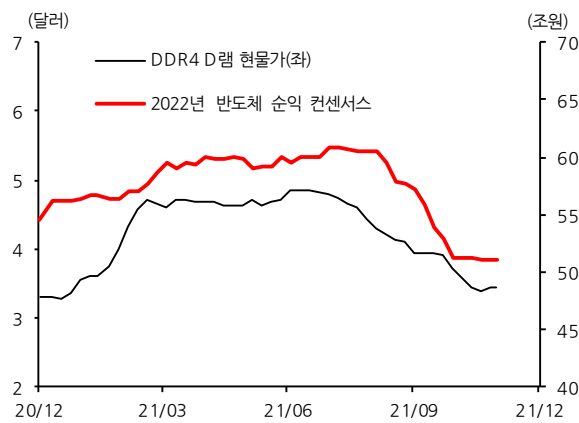
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 한국 이익, 높은 변동성 동반하며 증가



자료: Bloomberg, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 미국 이익, 적은 변동성 동반하며 증가



자료: Bloomberg, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

## 바닥에 대한 높아진 신뢰

바닥에 대한 신뢰는  
높아졌으나 장색깔이  
바뀌진 않을 것

이번 주는 오미크론에 대한 정보가 가장 많아지는 기간이다. 전염률이 높아지고 치명률은 낮아지는 기존의 궤적에서 이탈하지 않으면 글로벌 주식시장을 잡아 끌어내리는 요인이 아니라 변동성을 키우는 요인으로 판단하는 것이 정석이다.

필자는 지난 11월 8일 발간한 보고서에서 KOSPI가 바닥을 잡기 위한 조건으로 1) 빅 IPO의 마무리 2) 이익 전망치의 변동성 축소 3) 통화정책 긴축 기조 완화 등을 제시했다.

이들 가운데 두번째인 이익 전망치의 변동성 축소는 반도체를 중심으로 나타나고 있다고 판단한다. 바닥에 대한 신뢰는 한달 전에 비해 높아졌다는 생각이다. 나머지 요인들은 더 악화되진 않고 있다.

당사 전략팀은 2022년 주식시장을 박스권으로 보고 있다. 대신 여섯개의 테마가 순환하는 종목장을 예상한다. 주가지수가 바닥을 잡으면 지수 관련 대형주에 유리한 국면이 펼쳐질 수 있다.

지금도 그런 구간일 가능성이 있다. 그러나 반도체, 자동차를 채우기 위해 종목을 파는 것에는 동의하기 어렵다. 앞서 컨센서스의 추이에서 봤듯이 경기민감주를 줄이고 지수 관련 대형주를 늘리는 것이 좋아 보인다. 종목들이 일시적으로 흔들릴 수 있지만 종목 장세는 내년까지 계속될 것으로 예상된다.