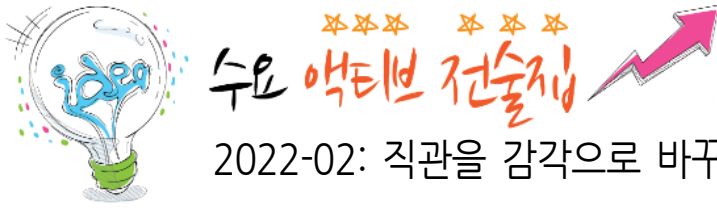


2022년 2월 16일
시황분석



2022-02: 직관을 감각으로 바꾸는 법

미 연준의 금리 인상 가능성이 시장에 빠른 속도로 반영되고 있다. 금리 상승기에 가치주가 성장주를 아웃퍼폼하는 것은 직관적으로 설득력이 있어보이지만 실제로 주가에 영향을 미친 것은 스타일이 아니라 이익이었다.

직관을 감각으로 바꾸는 법

2010년대에 금리가 6개월 이상 상승세를 지속한 적이 두 번 있었다. 2013년 테이퍼 탠트럼과 2016~2018년 금리인상 사이클이다. 미국은 두 기간 모두 이익 모멘텀을 바탕으로 성장주가 가치주를 아웃퍼폼했다. 한국은 스타일 효과가 미미했다. 이번 금리 상승기에도 가치주가 최선의 선택지는 아니라고 생각한다.

Featured Charts

최근 주식시장의 조정에는 미 소비자들의 자신감 하락도 영향을 미친 것으로 보인다. 주간으로 발표되는 미 소비자 자신감과 신규 실업 청구건수의 비율이 S&P500과 상관성이 높은데, 소비자 자신감이 작년 8월 말을 기점으로 하락하기 시작했고 최근에는 그 속도가 더 빨라졌다. 물가상승률이 7.5%까지 오른 것과 무관하지 않아 보인다.

주식시황

▶ Market Analyst 김수연
sooyeon.k@hanwha.com 3772-7628

목 차

I. 직관을 감각으로 바꾸는 법	2
II. Featured Charts	5

I. 직관을 감각으로 바꾸는 법

미 연준이 금리 올릴 때

1월 미 CPI가 전년대비 7.5%까지 오르면서 시장이 연준의 금리인상 확률을 빠르게 높여잡고 있다. 현재 연방기금금리 선물시장은 올해 말까지 연준의 기준금리 인상 가능성을 7회까지 반영 중이다.

금리상승기에 주식시장이 받을 영향은 두 번의 사례를 참고할 만하다. 2013년의 테이퍼 탠트럼 시기와 2016년 말부터 2018년까지 실제 미국 금리인상 사이클이다.

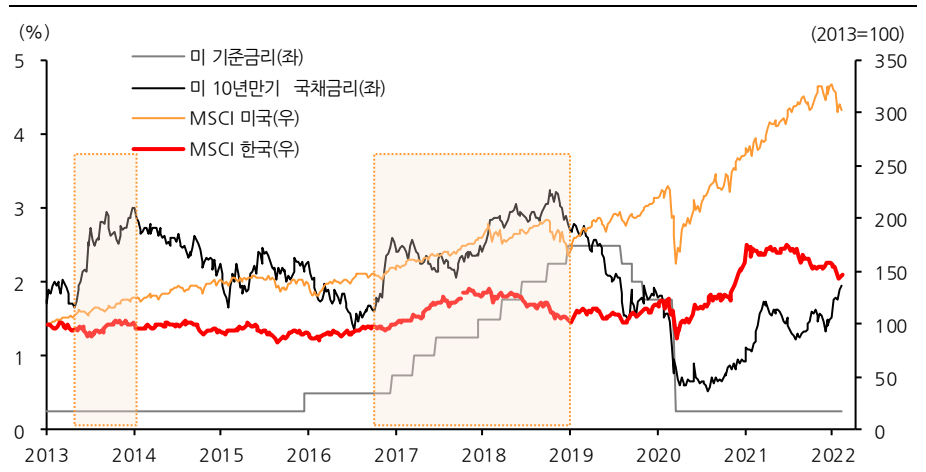
Fed는 2013년 자산 축소 계획을 발표했고 2015년 말 금리인상을 시작했다. 이후 중국 경기 둔화 등의 이유로 금리인상을 미루다가 1년만에 인상을 재개했다. 각 기간 동안 미 10년만기 국채금리는 1.7%에서 3.0%, 1.4%에서 3.2%까지 올랐다.

직관과 다른 결과

금리가 오르면 멀티플을 높게 받는 성장주가 불리하다는 것이 직관이지만 결과는 달랐다. 미국은 2013년 탠트럼 기간에도, 실제로 금리를 올리던 기간에도 성장주의 퍼포먼스가 좋았다. 각 기간 동안 미 성장주는 가치주를 5.0%p, 21.0%p 아웃퍼폼했다. 한편 사이즈 효과는 두 기간 동안 반대로 작동해 유효해 보이지 않았다.

같은 기간 동안 한국은 사이즈 효과가 있었다. 각 기간 대형주가 소형주를 11.7%p, 4.1%p 아웃퍼폼했다. 스타일 효과는 없어서 탠트럼 시기에는 성장주가 가치주를 8.1%p 언더퍼폼한 반면 금리인상기에는 9.0%p 아웃퍼폼했다.

[그림1] 미 주식시장, 2010년대 금리인상 사이클 후반부 들어 조정



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

Style Box보다 이익

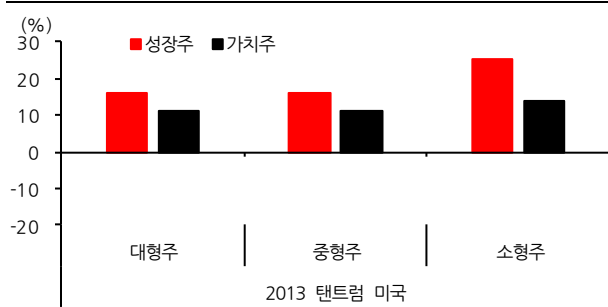
[그림 6~7]은 금리상승기에 왜 미국 주식시장은 스타일이, 한국은 사이즈가 주가와 연관이 있었는지를 보여준다. 미국 성장주는 경기와 무관하게 이익이 개선된 반면 시클리컬 비중이 높은 가치주는 금리와 유가의 영향을 받으면서 감익이 두드러졌다. 미국 가치주는 2015년 초의 EPS를 회복하는데 2년 반이 걸렸다.

한국은 금리상승기에 대형주와 중소형주의 이익 방향성이 같았다. 대형주의 이익은 지켜지거나 2017~18년 반도체 사이클을 맞아 더 늘어나면서 주가도 오를 수 있었다. 반면 중소형주는 2013년 감익으로 주가가 빠졌고 2017~18년 증익 사이클에서도 대형주만큼 마진을 확보하지 못했다.

결국 금리가 오를 때 사이즈와 스타일로 주가 패턴을 예측하는 것은 의미있어 보이지 않는다. 오히려 금리 상승이라는 여건 속에서도 이익을 낼 수 있느냐가 중요하다.

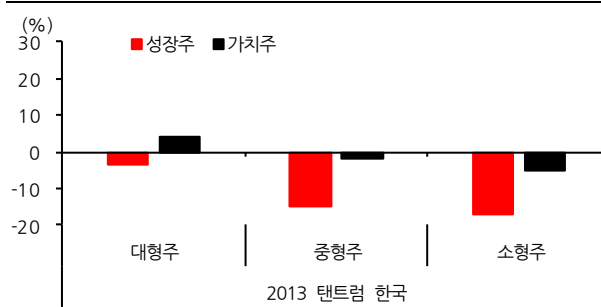
연준의 금리인상이 이제 시작이고 미국 10년물 금리도 2%에 불과해 앞으로도 금리는 더 오를 가능성이 높다. 그렇지만 가치주가 최선의 선택지는 아니라고 생각한다. 최근 이익 컨센서스가 조정되고 있지만 여전히 미국은 성장주와 가치주의 EPS 갭이 벌어져 있다. 그리고 한국 주식시장의 스타일은 팬데믹을 지나면서 미국과 많이 닮아졌다.

[그림2] 2013년 탠트럼 미국 성장 > 가치, 중소형 > 대형



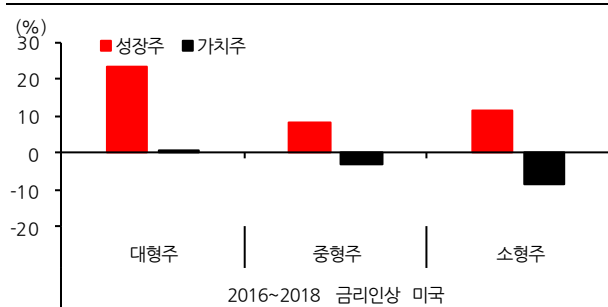
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 같은 기간 한국 가치 > 성장, 대형 > 중소형



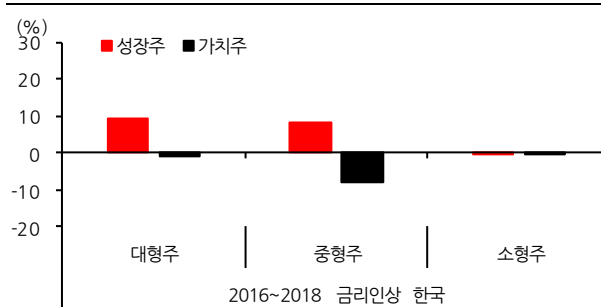
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 2016~18 금리인상기 미국 성장 > 가치, 대형 > 중소형



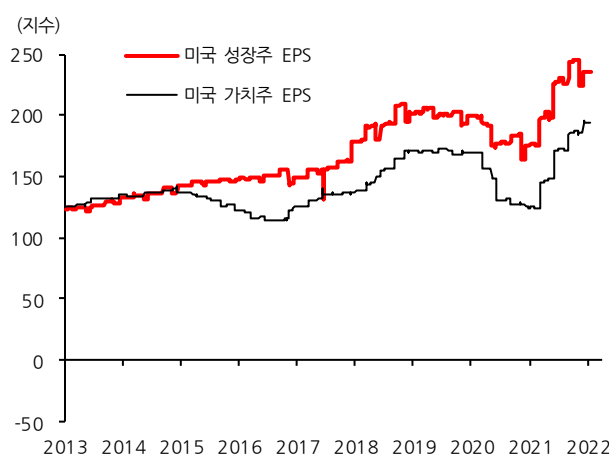
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 동기간 한국 성장 > 가치, 대형 > 중소형



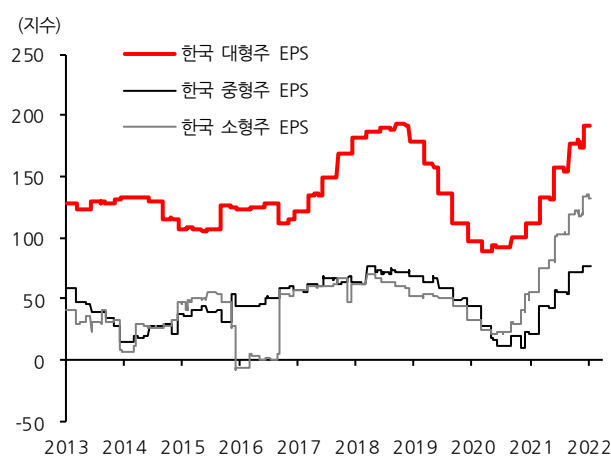
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 미국은 스타일에서 이익 방향성 갈렸고



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 한국은 사이즈에서 이익 방향 결정



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

II. Featured Charts

[그림8] KOSPI 지수 및 시가총액

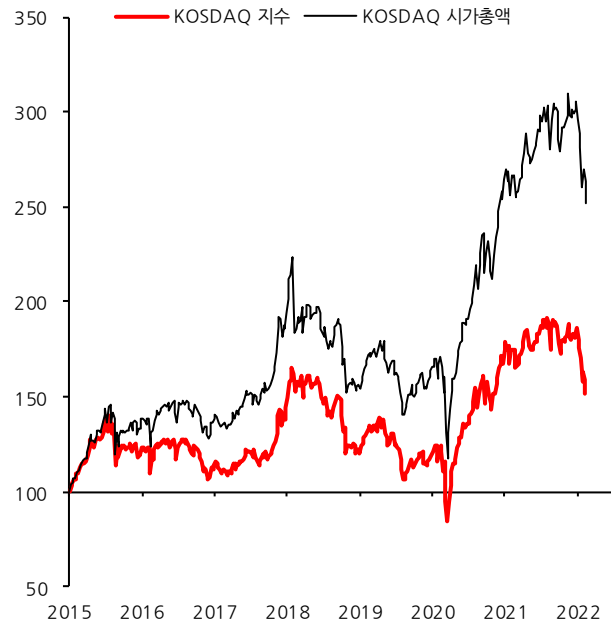
(2015/01=100)



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] KOSDAQ 지수 및 시가총액

(2015/01=100)



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] KOSPI vs. KOSPI200

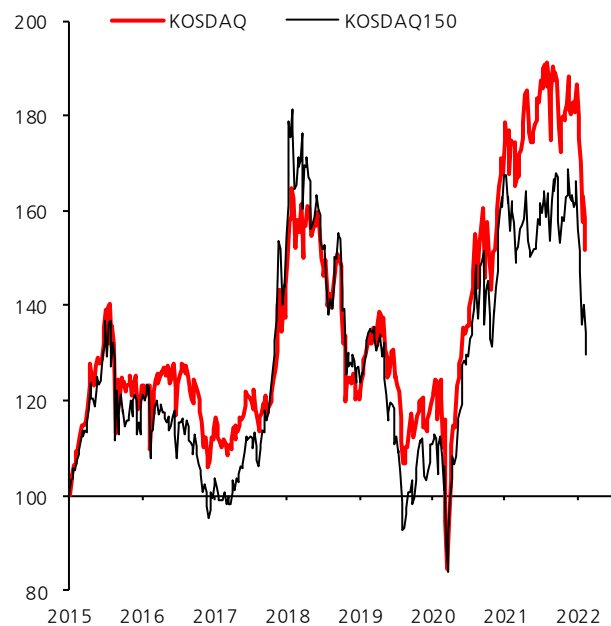
(2015/01=100)



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

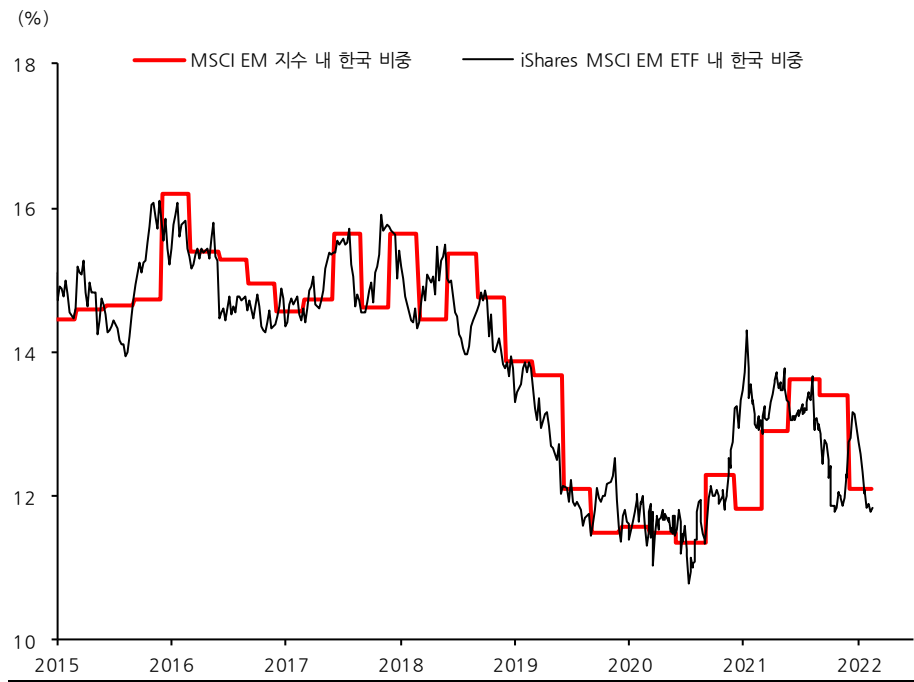
[그림11] KOSDAQ vs. KOSDAQ150

(2015/01=100)

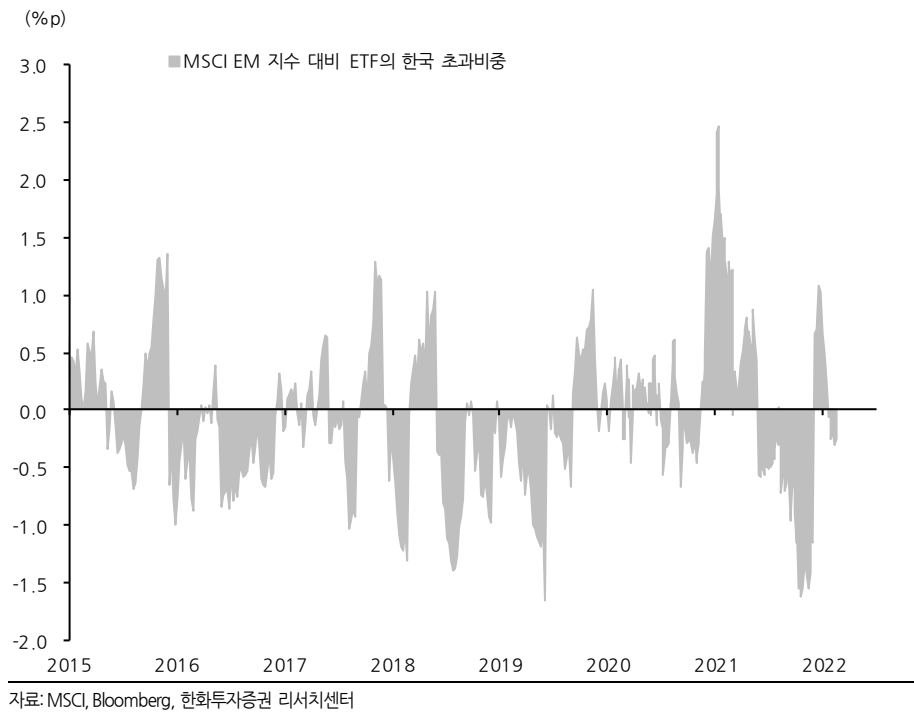


자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

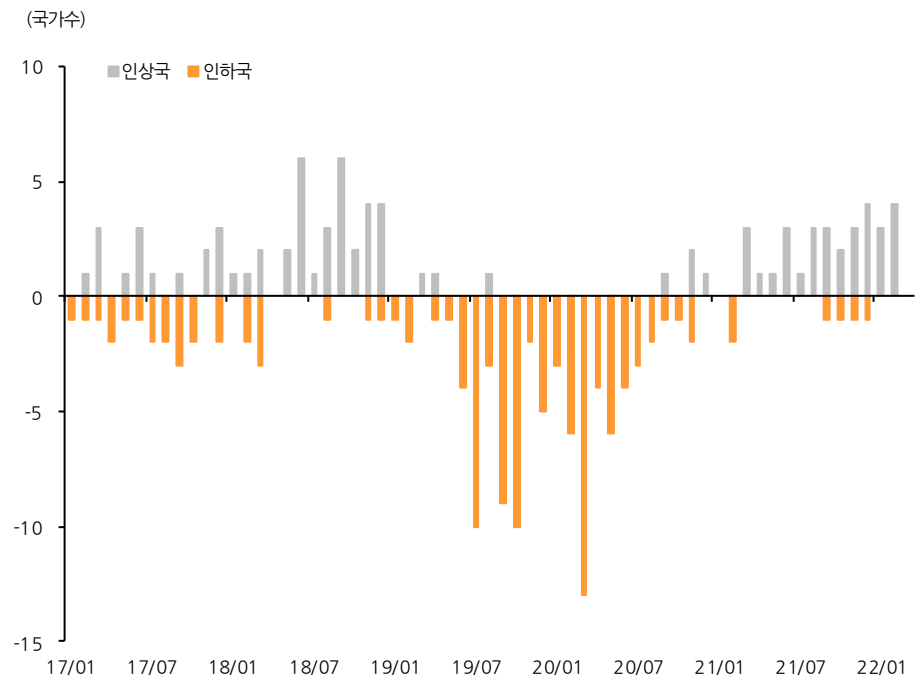
[그림12] MSCI EM 지수와 추종 ETF의 한국 비중



[그림13] MSCI EM 지수 대비 ETF의 한국 OW/UW



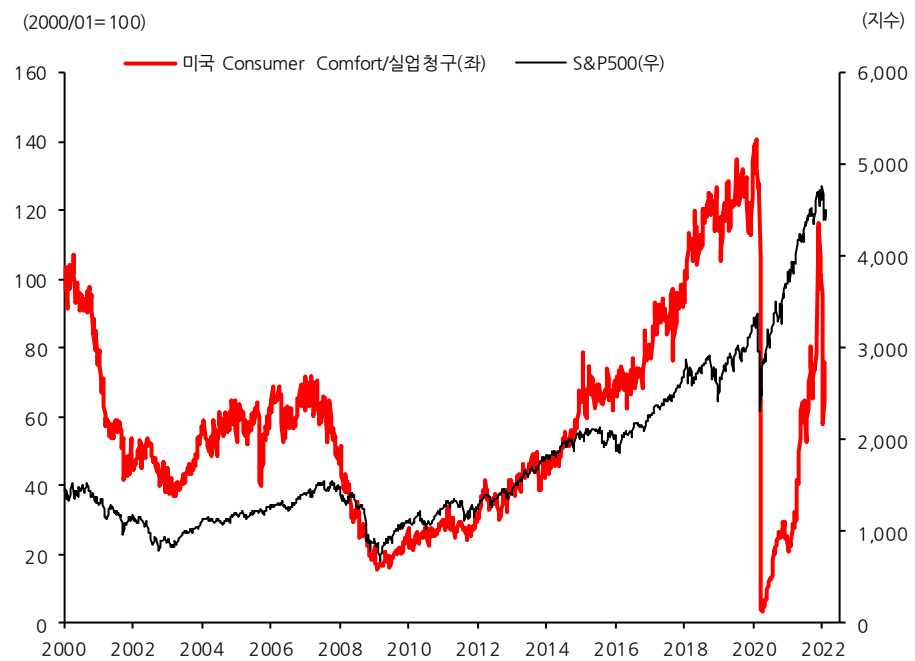
[그림14] 글로벌 정책금리 인상국/인하국 수



주: G20 국가 기준

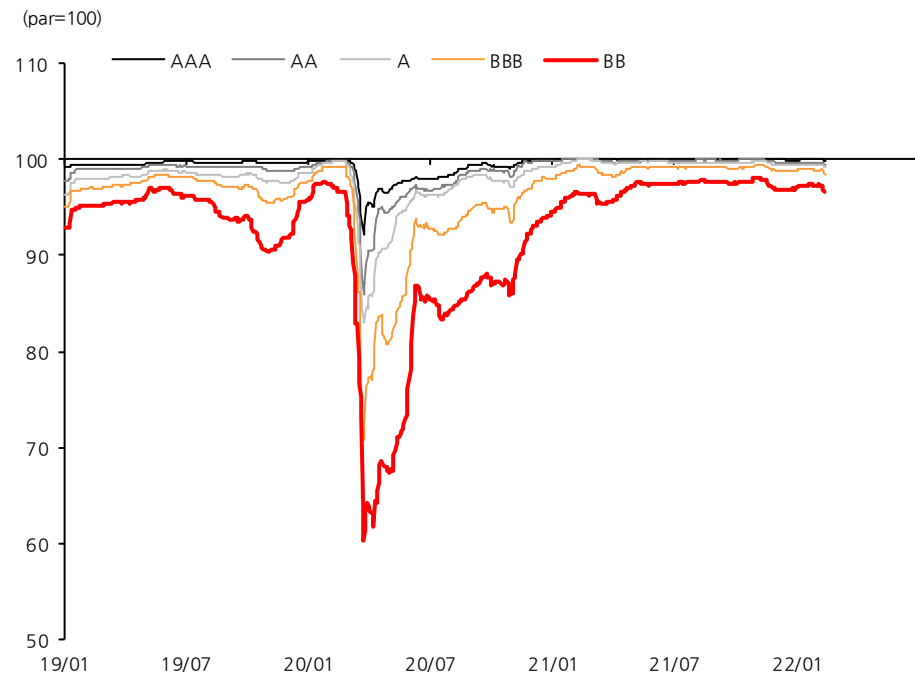
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 미국 고용 및 심리 여건과 주식시장



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] CLO 가격



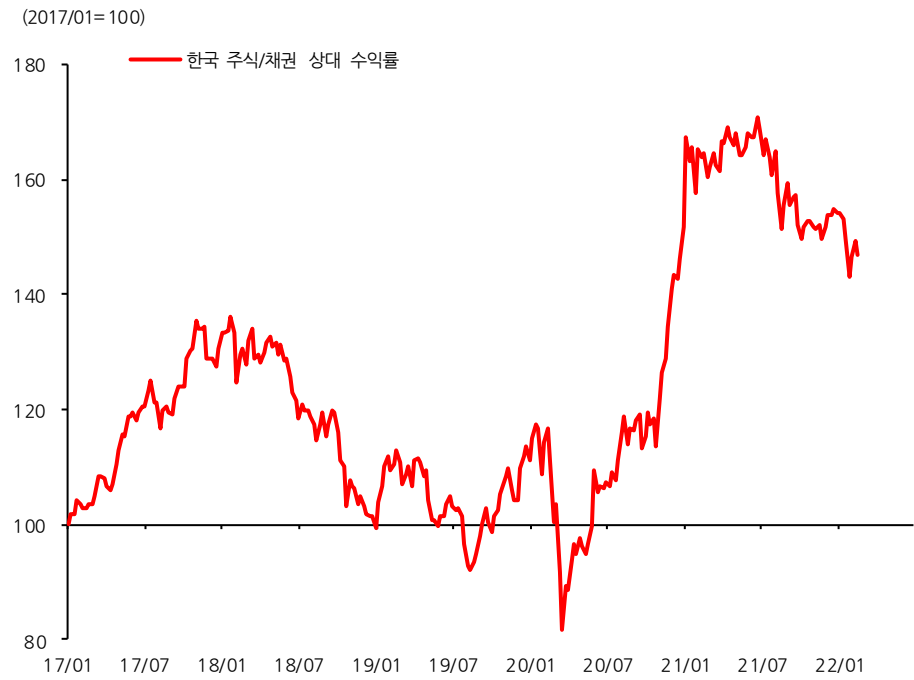
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 심천 대비 상해 종합주가지수



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 한국 채권 투자 대비 주식 투자 상대 수익률



주: 주식은 MSCI Korea Total Return, 채권은 Barclays Korea Total Return

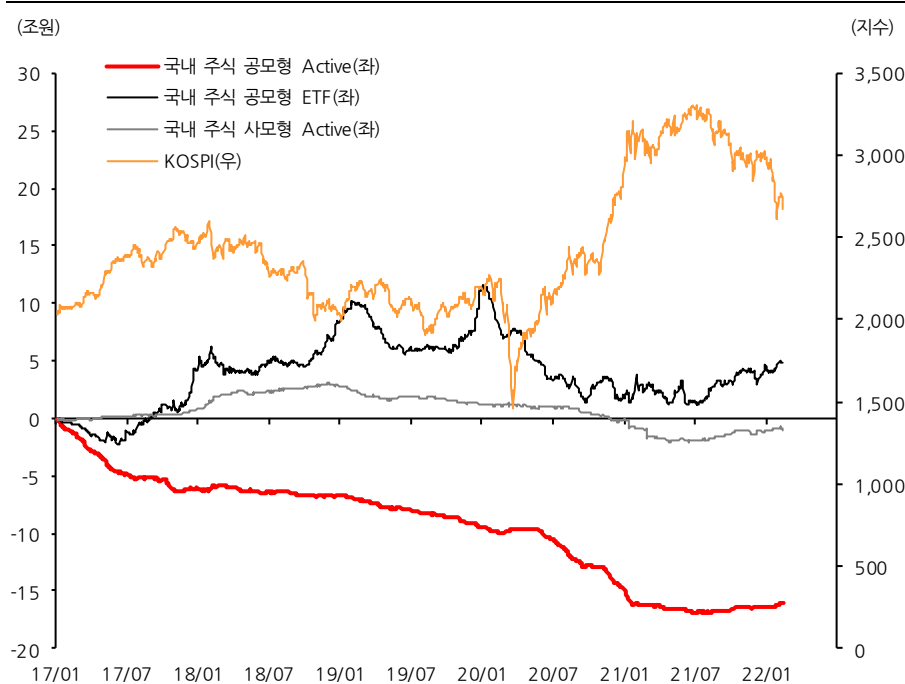
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] KOSPI 배당수익률 1.85% < 금리 2.72%



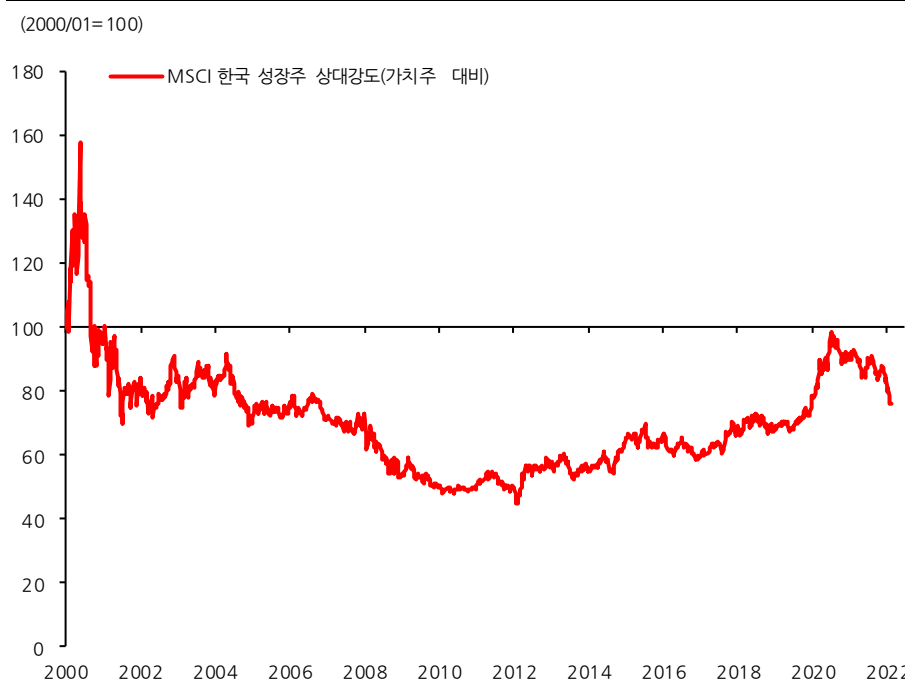
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 국내 주식 자금 흐름



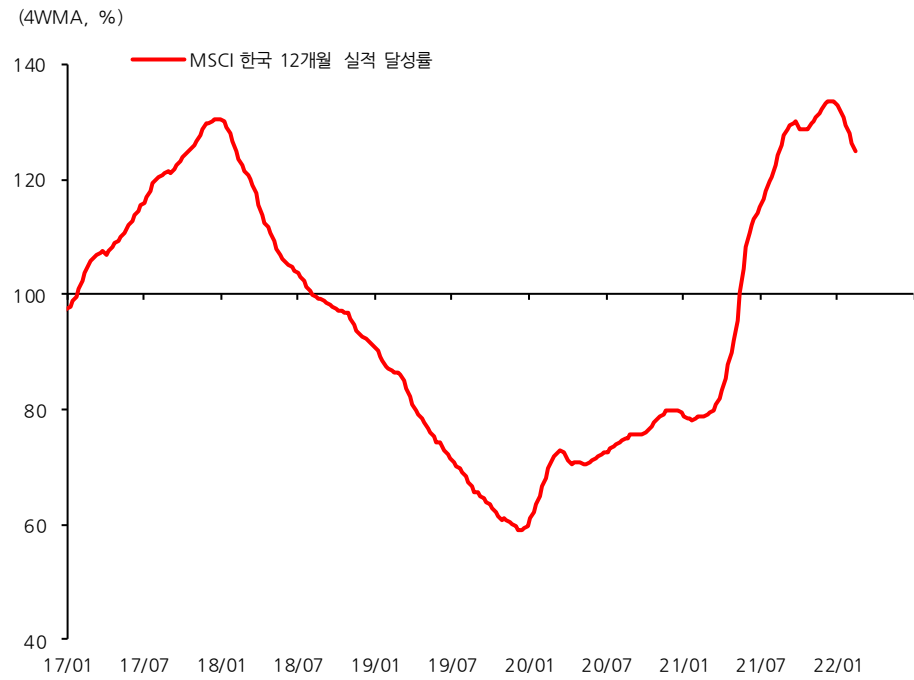
주: 2017년 이후 누적
 자료: 금융투자협회, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 한국 가치주 대비 성장주 상대 수익률



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

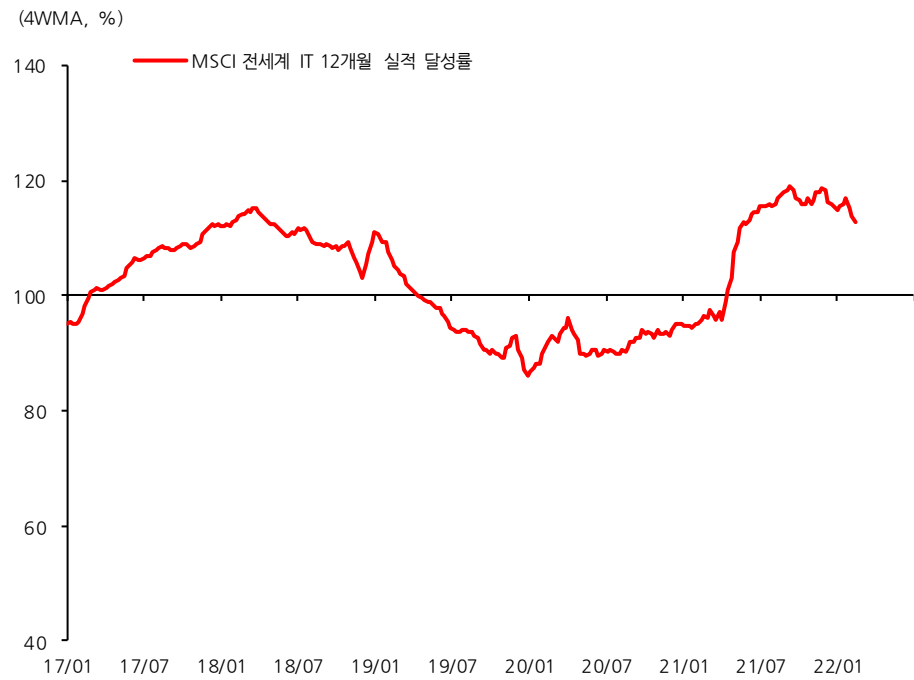
[그림22] MSCI 한국 12개월 실적 달성률 125.0%



주: 12개월 후행 EPS 대비 1년 전 12개월 선행 EPS 비율

자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

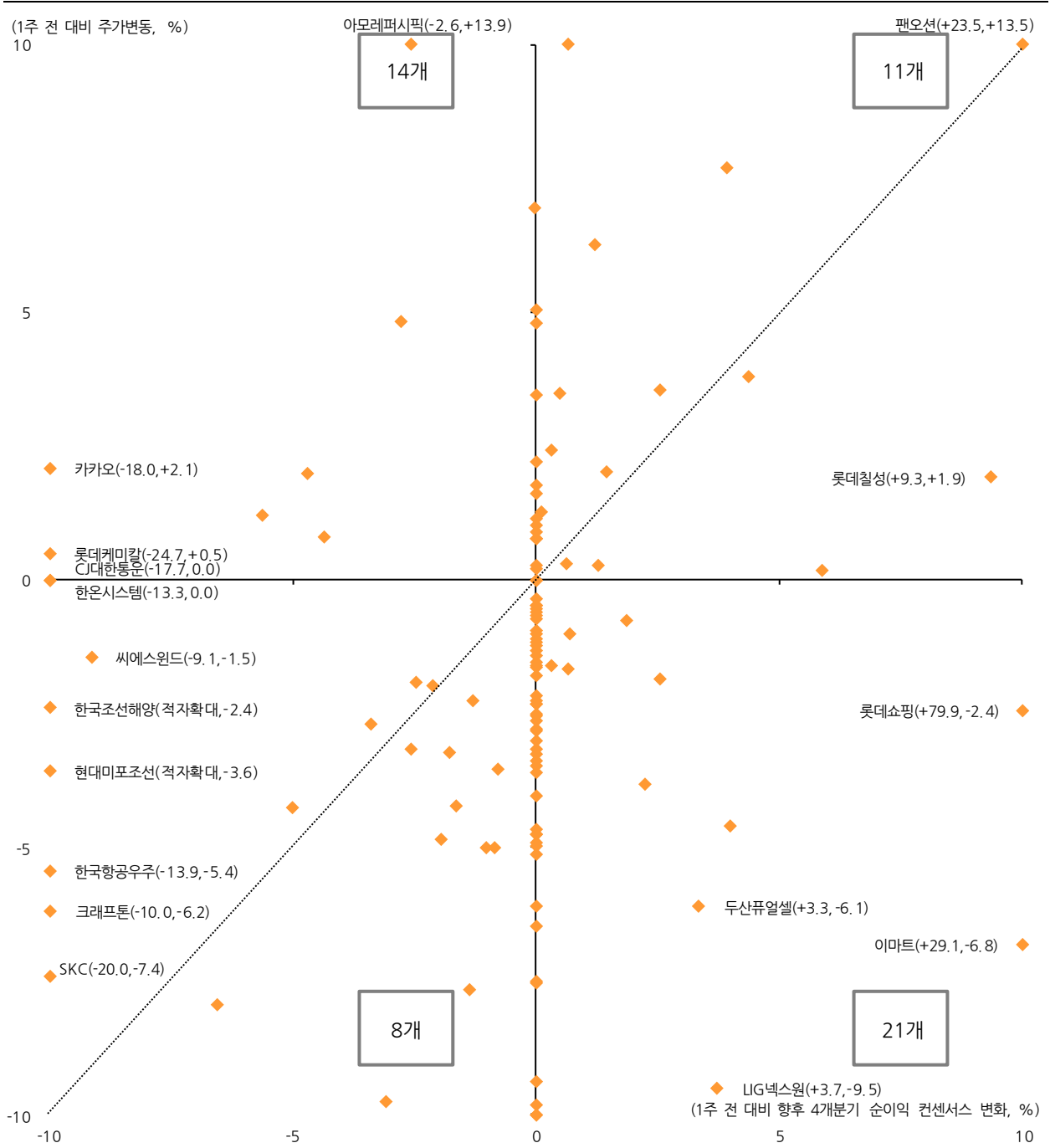
[그림23] MSCI IT 12개월 실적 달성률 112.8%



주: 12개월 후행 EPS 대비 1년 전 12개월 선행 EPS 비율

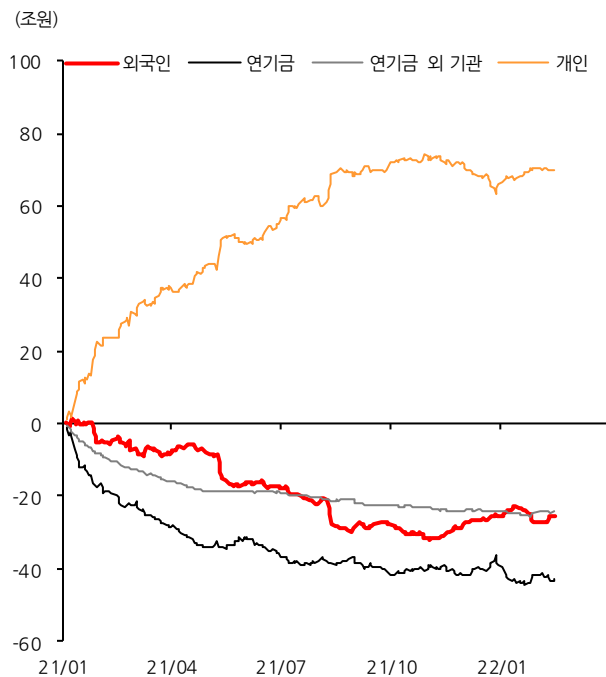
자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] KOSPI200 순이익 컨센서스 vs. 주식수익률



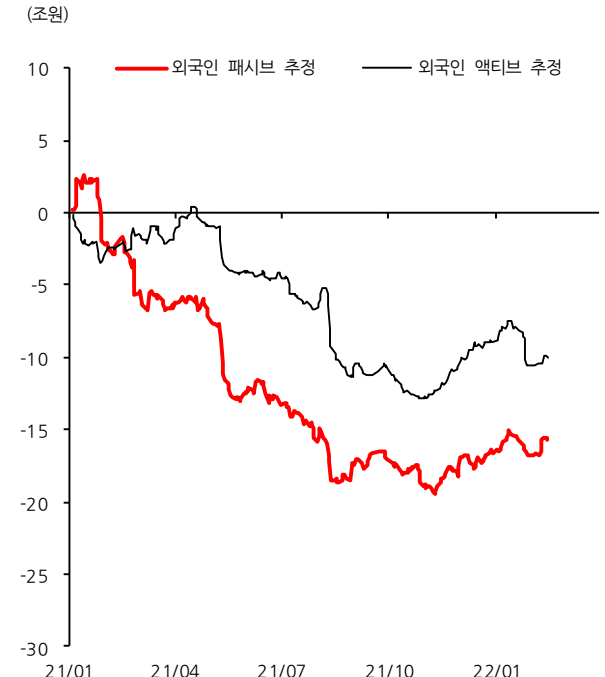
주: KOSPI200에서 향후 4개분기 컨센서스가 존재하는 119개 종목 대상
 자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] KOSPI 수급주체별 투자동향



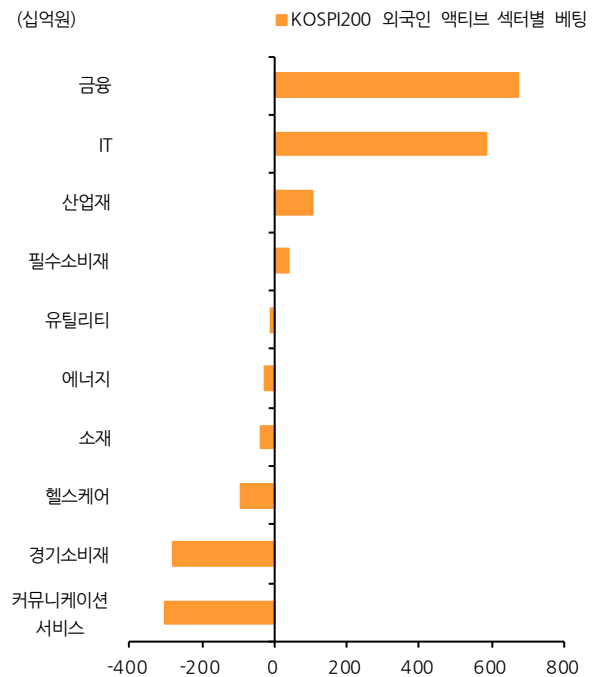
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] KOSPI 외국인 패시브/액티브 추정



자료: WISEfn, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

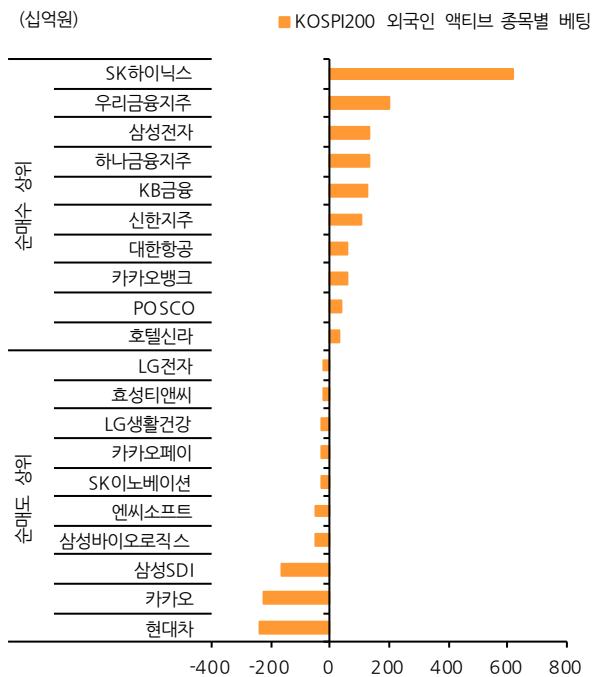
[그림29] 외국인 액티브 최근 1주 섹터 베팅



주: 2월 9일부터 2월 15일까지

자료: WISEfn, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 외국인 액티브 최근 1주 종목 베팅



주: 2월 9일부터 2월 15일까지

자료: WISEfn, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[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 리서치센터가 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.

◎ MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, redisseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

◎ GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by Hanwha Investment & Securities.