

2022년 5월 31일
투자전략

투자전략

달러 피크아웃, 실적장세의 연결고리

5월과 6월 반등의 성격은 기술적이다. 본격 반등은 하반기부터다.

올해 나스닥지수가 22% 급락했다. 나스닥 하락의 이유는 달러 강세에서 찾아야 한다. 자국 통화가 강세를 띠면 수출 기업에 부정적인데, 미국을 대표하는 수출 기업들은 애플, 구글, 마이크로소프트 등이다. 미 IT 섹터의 해외매출 비중은 57%로 11개 섹터들 중 에너지에 이어 두번째로 높다.

작년 5월 이후 줄곧 강세를 지속했던 달러지수가 피크아웃했다. 미국 빅테크 기업들의 실적에 대한 우려를 경감시켜 줄 것으로 기대한다. 그러나 달러의 약세 반전은 아직 호재보단 악재에 가깝다. 미국이 글로벌 경제를 혼자 끌고가기에 한계에 부딪혔다는 의미로 해석될 수 있기 때문이다.

필자는 중국, 유럽 경기가 반등할 것으로 기대한다. 독일, 프랑스, 이탈리아의 10년 만기 국채금리가 작년 말대비 모두 100bp 이상 상승한 것이 글로벌 금융시장의 기대를 반영한다. 중국 경기가 하반기에 반등할 경우 달러의 약세는 계속될 수 있을 것이다. 중국 경기가 부양책 효과가 없는 5월에 반등하면 하반기 경기에 대한 기대는 더욱 강해질 것이다.

6월에 하락폭이 과했던 대형 성장주들을 중심으로 KOSPI가 기술적 반등할 것으로 기대한다. 본격적인 반등은 하반기일 것이다. 중국, 유럽 등에서 경기 반등이 확인되면 상반기에 이어 하반기에도 실적이 양호할 것이라는 기대가 확산될 것이고 대형 수출주들 주도의 실적 장세가 나타날 것이다.

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.

달러 피크아웃의 이유

달러 피크아웃
방향 틀진 않아

달러지수의 피크아웃이 주식시장의 반등 모멘텀이 돼 줄 것이다. 달러지수는 5월 12일 104.85까지 올라 2002년 12월 이후 최고를 기록한 이후 30일 현재 101.42까지 되떨었다. 고점에서 3.2% 내린 상태다.

달러의 피크아웃은 미국의 기준금리 컨센서스 하향과 궤를 같이 한다. 4월 말 미국 금리 선물 시장은 올 연말 Fed Fund 실효금리가 2.86%까지 인상될 가능성을 반영했다가 5월 30일엔 2.66%를 반영했다. 한달새 20bp 낮아졌다.

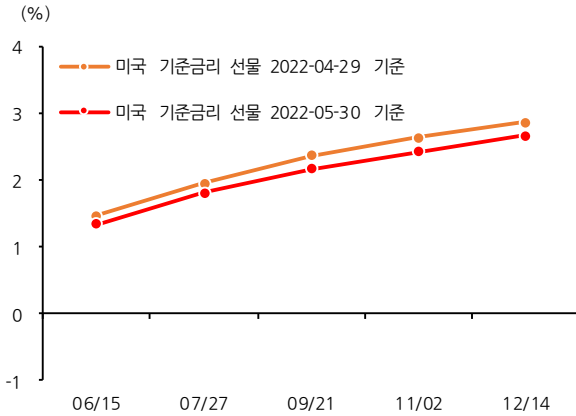
5월에 확인된 미국의 4월 물가 등 주요 경제지표들이 반락한 결과다. 4월 CPI, 근원 PCE의 전년대비 상승률이 각각 8.3%, 4.9%를 기록해 전월의 8.5%, 5.2%에서 둔화됐다. 금융시장의 인플레이션 기대를 반영하는 5년 만기 breakeven rate도 4월 말 3.3%에서 5월 말 2.9%로 떨어졌다. 3%를 밑돈 건 지난 2월 22일 이후 3개월 만이다.

미국의 1분기 GDP는 연율 1.5% 감소했다. 민간소비가 3.1% 증가했고 내구재 소비는 6.8%, 서비스 소비는 4.8% 늘었다. 비내구재 소비는 3.7% 감소했다. 미국의 소비는 여전히 견조했다.

민간 비주거용 투자도 9.1% 늘었다. 반면 주거용 투자는 0.3% 늘어나는데 그쳤고 재고 투자는 급감했다. 수입은 18.3% 늘었지만 수출은 5.4% 감소했다. 달러가 강세를 나타낸 결과로 해석할 수 있다.

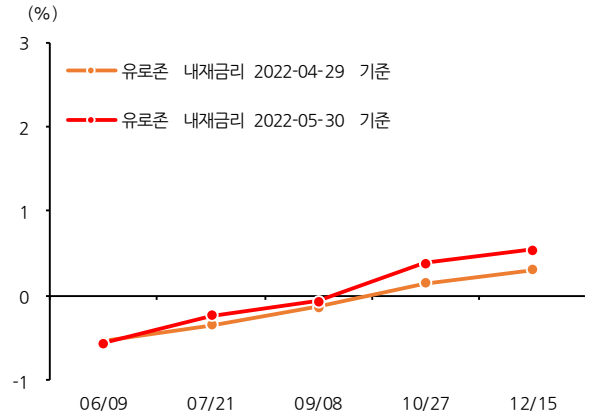
Fed 긴축의 결과로 상승한 금리와 달러가 1분기 미국 경제에 영향을 미친 것으로 보인다. 소비와 투자는 아직 영향을 받지 않고 있는 것으로 보여 달러 약세는 추가로 심화되지 않을 것으로 예상된다.

[그림1] 미국 기준금리 예상치는 하향되고



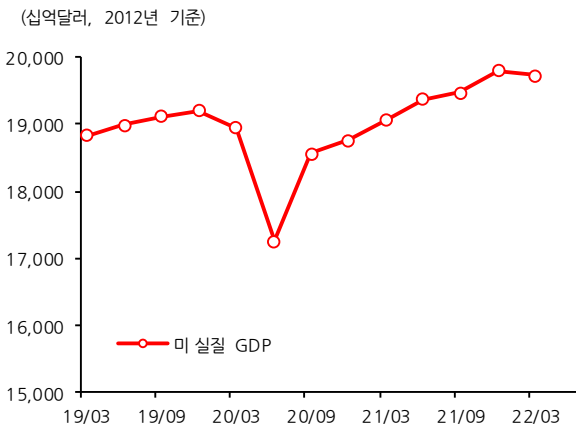
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 유로존 기준금리 예상치는 상향



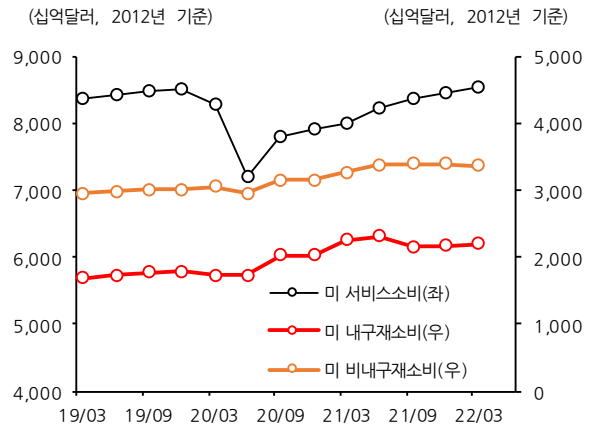
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 미 1분기 GDP, 연율 1.5% 감소



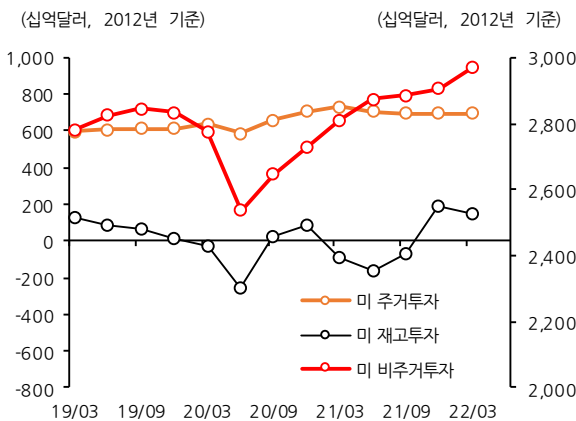
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 미 소비, 대체로 양호



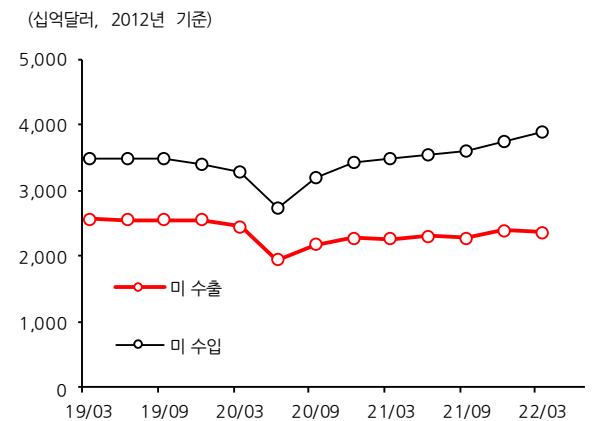
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 미 투자, 비주거 증가 vs. 주거 재고 감소



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 미 수입 증가 vs. 수출 둔화



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

나스닥 하락의 이유

미국의 수출주는 빅테크

올해 들어 나스닥지수가 22% 급락했다. 작년 11월 19일 고점에서 5월 24일 저점까지 29.9% 밀린 것으로, 2020년 3월 이후 가장 큰 폭의 조정이다. 2014년 이후 글로벌 주식 시장의 주도 섹터가 IT였고, 원인을 특정하기 어려웠기에 나스닥의 하락으로 투자심리는 위축됐다.

필자는 나스닥 하락의 이유를 달러 강세에서 찾아야 한다고 생각한다.

위에서도 언급했듯이 자국 통화가 강세를 띠면 수출 기업에 부정적이다. 미국을 대표하는 수출 기업들은 애플, 구글, 마이크로소프트 등이다. 이들의 제품이 가격 탄력적이진 않지만 외국에서 발생한 매출을 미국으로 들여올 때 금액이 감소해 달러 강세는 실적에 악영향을 미친다.

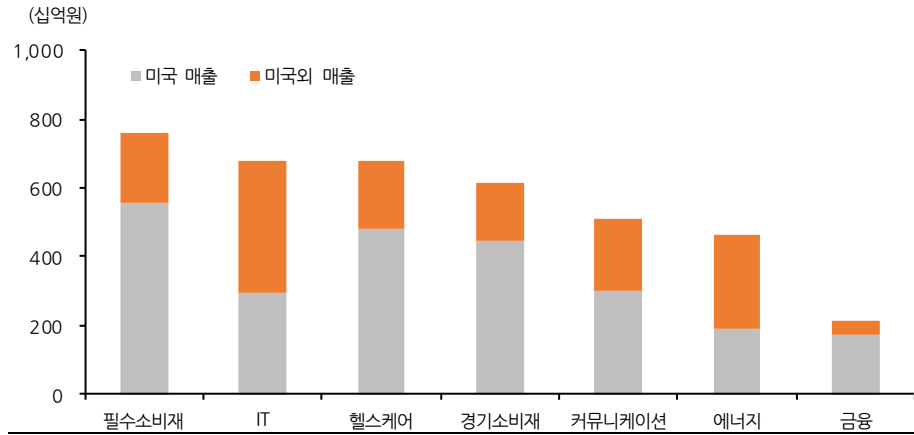
실제로 애플의 지난 1분기 매출은 전년동기대비 8.6% 증가했다. 국내 매출 비중은 42%였는데, 작년보다 19.2% 늘었다. 해외 매출 비중은 58%였는데, 작년보다 2.0% 늘어나는데 그쳤다.

[그림7]은 S&P500 지수 시가총액 상위 30위 기업들의 해외매출 비중을 섹터별로 합해 나타낸 것이다. IT 섹터는 57%로 11개 섹터들 중 두번째로 높다. 에너지가 58%로 IT보다 1%p 높지만 달러 강세를 원유 가격 상승이 상쇄하고 있는 것으로 보인다.

2011년 이후 나스닥지수의 월간 등락률은 달러지수와 반대 방향으로 움직여 왔다. 이는 미국 테크 기업들의 해외 비중이 높음을 반증하며 글로벌 경제 상황과 무관할 수 없음을 보여준다.

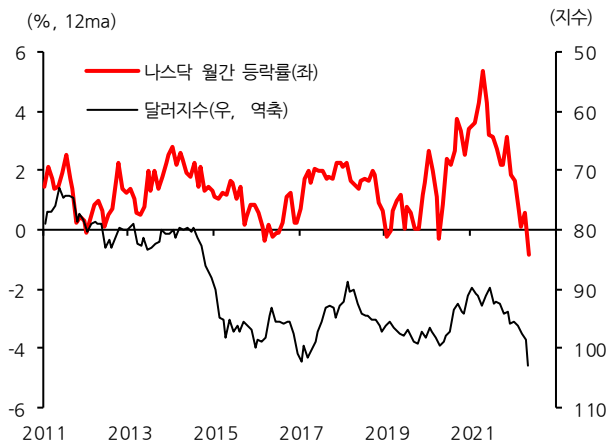
작년 5월 이후 줄곧 강세를 지속했던 달러지수가 피크아웃하면서 미국 빅테크 기업들의 실적에 대한 우려는 완화될 것으로 기대한다. 20일 이후 나스닥지수가 저점에서 7.7% 올랐는데, 기술적 반등의 성격이 강하지만 그 계기가 달러의 반락이었다는 사실은 특기할 만하며, 올해 들어 KOSPI를 끌어내렸던 국내 성장주들의 밸류에이션도 반등할 수 있는 계기가 마련된 것으로 평가한다.

[그림7] IT 섹터, 미국서 해외 매출 비중 가장 높아



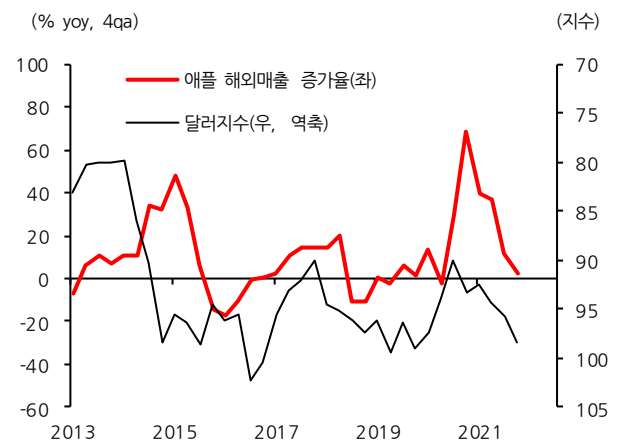
주: S&P500지수를 구성하는 기업들 중 시총상위 30개의 섹터별 합
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 나스닥 모멘텀, 달러에 대해 역방향



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 애플 해외매출 비중, 달러 강세로 하락



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

약달러, 아직은 반쪽인 이유

약달러, 아직은 반쪽의 호재

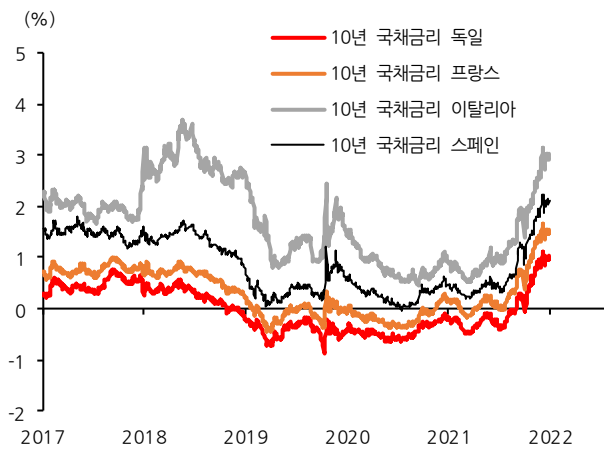
그러나 달러의 약세 반전은 아직 호재보다 약재에 가깝다. 미국이 글로벌 경제를 혼자 끌고가기에 한계에 부딪혔다는 의미로 해석될 수 있다. 중국, 유럽 등 다른 나라들의 경기가 반등하지 못하면 국내 포함, 글로벌 주식시장의 모멘텀은 다시 둔화될 것이다.

필자는 중국, 유럽 경기가 반등할 것이라고 생각한다. 무엇보다 유럽중앙은행(ECB)이 7월에 기준금리를 인상할 것으로 기대되는 점이 긍정적이다. 유럽의 OIS시장은 ECB가 7월에 기준금리인 예금금리를 -0.50%에서 -0.25%까지 25bp 인상할 가능성을 반영하고 있다. 9월에 0%로, 12월에 0.50%로 금리를 인상할 것으로 예상되고 있다. 독일, 프랑스, 이탈리아의 10년 만기 국채금리도 작년 말대비 모두 100bp 이상 상승했다.

중국 경기가 하반기에 반등할 경우 달러의 약세는 계속될 수 있을 것이다. 중국은 상반기 COVID-19 바이러스 확산에 대응하는 과정에서 상해와 광둥성을 중심으로 경제가 둔화됐지만 하반기에 부양책을 써서 경기를 끌어올리겠다는 계획이다. 중국 경기가 부양책의 효과가 없는 5월에 반등하는 모습을 보이면 하반기 경기에 대한 기대는 더욱 강해질 것이다. 금일 발표되는 국가통계국 중국 제조업 PMI는 49.0을 기록할 것으로 예상되고 있다. 4월의 47.4에서 1.6p 상승한 것이다.

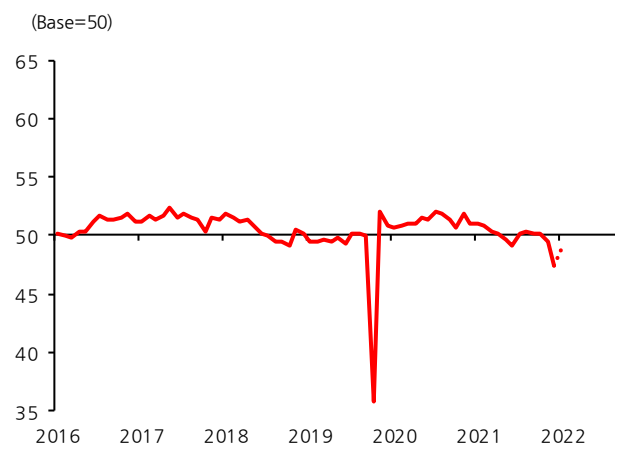
6월엔 KOSPI의 기술적 반등이 기대된다. 하락폭이 과했던 대형 성장주들이 주도할 것으로 예상된다. 본격적인 반등은 하반기다. 중국, 유럽 등에서 경기 반등이 확인되면 상반기에 이어 하반기에도 실적이 양호할 것이라는 기대가 확산될 수 있을 것이고 대형 수출주들 주도의 실적 장세가 나타날 것이다. 2,700p 미만은 절대 저평가 구간이다. 비중확대를 권한다.

[그림10] 유럽 장기국채금리 상승중



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 중국 제조업 PMI 5월 49 반등 예상



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터