

2022년 6월 27일
투자전략

투자전략

인플레이에서 내릴 준비

한국 주식시장이 유독 약세를 나타내는 이유는 COVID-19 특수을 누렸던 가전과 가구 등의 재고가 쌓이면서 이를 해소하는 과정에서 피해를 입을 것이라는 우려 때문이다.

국내 주식시장이 유독 약세를 나타내는 이유는 가전제품의 재고 조정 영향으로 판단한다. 6월 FOMC와 Fed 의장의 의회 청문회를 거치면서 금융시장의 인플레이션 기대는 낮아진 것으로 보인다. 인플레이 기대가 높으면 기업이든 유통상이든 재고를 늘리지만 인플레이 기대가 낮으면 재고를 줄인다.

미국 제조업의 재고와 출하 증가율을 산업별로 비교하면 가구와 가전의 높은 재고 증가율이 눈에 들어온다. 두 품목은 COVID-19가 확산됐을 때 언택트 소비로 수요가 좋았던 대표적인 품목들이다. 재고가 시장에 풀리면서 인플레이 압력은 둔화될 것으로 예상된다.

Fed 의장이 경기침체 가능성을 언급하며 우려가 커졌는데, 미국의 경기침체는 1969년 이후 여덟번 있었다. 침체로 인한 약세장과 다른 조정장이 구분되는 기준은 기업이 이익 감소가 특정 섹터에 국한되느냐, 전 섹터에 걸쳐 나타나느냐다. 이번에 이익 감소가 가전과 가구에 국한되면 조정의 강도는 세지 않을 것이다.

만에 하나 경기가 침체에 빠진다면 인플레이가 촉발했다는 점에서 1970년대 후반 1980년대 초반 미국 주식시장의 사례를 참조할 만하다. 물가가 하락하면서 금리가 인하되기 시작하고 금리인하가 절반 이상을 지나면서 주식시장은 이익이 감소해도 밸류에이션이 높아지며 반등했다.

지금은 경기를 희생해서라도 인플레이션을 잡는 쪽으로 각국 중앙은행들이 방향을 정하고 나서 시장의 하락 폭이 커졌다. 인플레이와 경기에 대한 예측은 같은 방향이어야 한다. 지금 같은 시황에서는 경기둔화를 받아들이고 인플레이 안정, 이에 따른 긴축 완화를 기다려야 한다는 생각이다.

인플레이를 촉발한 대표 요인으로 반도체 부족, 운임 상승, 원자재 가격 상승 등이 꼽힌다. 지난주 주식시장의 조정은 이들에 집중됐다. 인플레이가 완화될 때 수혜를 볼 수 있는 자동차, 한국전력, 헬스케어 등의 비중을 늘릴 필요가 있다.

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 당시 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.

IT H/W 재고조정과 반도체

수요 우려로
많아 보이는 재고

국내 주식시장이 유독 약세를 나타내고 있는 이유는 스마트폰 등 가전제품의 재고 조정 영향으로 판단한다. [그림1,2]는 미국의 재고 출하 상황을 나타낸 것이다. 소매는 4월 기준 재고 증가율이 판매 증가율을 넘어섰다. 도매는 재고 증가율과 판매 증가율이 비슷하고, 제조업은 아직 재고 증가율이 출하 증가율보다 낮다. 소매 채널에서 재고가 쌓이기 시작했으므로 시차를 두고 영향을 미칠 것이다.

Fed는 6월 FOMC에서 기준금리를 75bp 인상했고 Fed 의장은 의회 청문회에서 인플레이션을 2% 수준까지 낮추는데 전력을 다할 것이라고 말했다. 이런 이벤트들을 소화하면서 금융시장은 인플레이션 기대를 낮췄을 것이다. 인플레이션 기대가 높아지면 기업이든 유통상이든 재고를 늘리고 싶어하지만 인플레이션 기대가 낮아지면 재고 보유를 꺼리게 된다. 인플레이션이 높으면 시간만 지나도 물건 가격이 올라 돈을 벌 수 있기 때문이다.

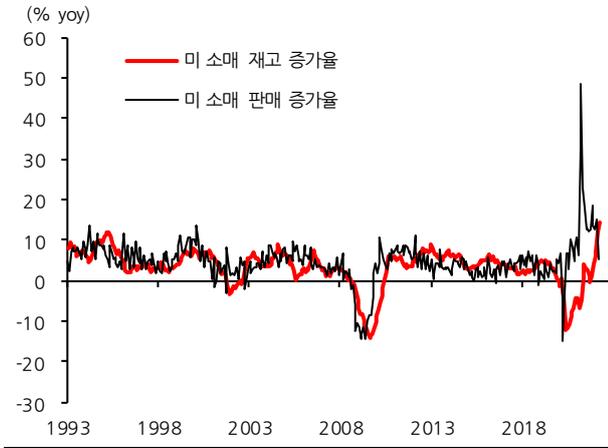
미국 제조업의 재고와 출하 증가율을 산업별로 비교한 것이 [그림3]이다. 가구와 가전의 높은 재고 증가율이 눈에 들어온다. 두 품목은 COVID-19가 확산됐을 때 언택트 소비로 수요가 좋았던 대표적인 품목들이다. 특히, 가전제품은 시간이 지날수록 가격이 떨어지는 것이 특징이다. COVID-19가 더 이상 일상생활에 어려움을 주지 않게 됐고 6월 FOMC로 인플레이션 기대까지 약해지면서 가전제품 재고를 보유하는 부담은 커졌을 것이다. 이달 들어 한국과 대만 시장이 특히 약세를 나타내는 배경에는 이런 IT 하드웨어 사이클에 대한 부담이 있을 것이다.

가전제품의 원자재인 반도체 역시 영향을 받을 수밖에 없다. 다만 삼성전자 주가가 일년 넘게 조정을 받아 고점대비 37% 하락한 상황에서 추가로 떨어질 지에 대해선 재고의 여지가 있어 보인다.

더군다나 최근 주가가 하락하는 배경에는 서버 시장에 대한 우려도 있는 것으로 보이는데, 일부 글로벌 소프트웨어 기업들이 눈높이가 높아진 기대에 못 미치는 실적을 발표한 것도 걱정을 키운 것으로 보인다. 이럴 때 빅테크 기업들의 투자가 반도체주의 방향성을 가를 가능성이 높다. 이들의 투자는 2010년 이후 경기와 무관하게 증가하는 중이어서 이번 경기 둔화가 서버 시장까지 영향을 미칠 지는 중요하다. 만약 영향을 받는다면 글로벌 주도주가 바뀌고 KOSPI의 적정 레벨이 낮아질 수 있다.

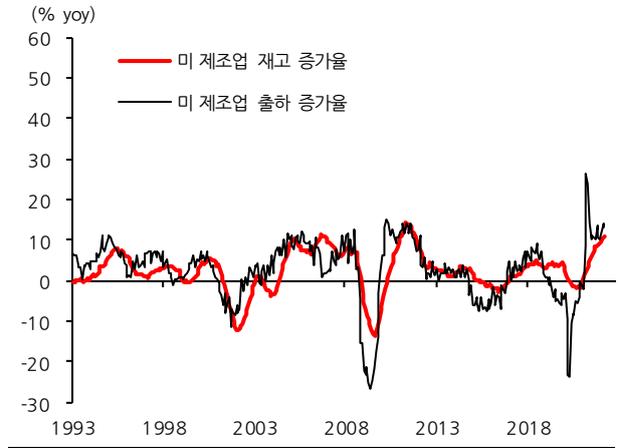
중요성이 큰 변수인 만큼 넘겨짚거나 제 3자의 의견을 듣기 보단 빅테크 기업들의 가이던스를 기준으로 판단해야 한다는 생각이다. 빅테크 기업들까지 투자를 줄인다고 발표하면 주식시장은 새로운 성장 동력을 찾을 때까지 기간 조정을 받을 가능성이 높다. 이 경우 반등에 대한 기대 역시 접어야 할 수 있다.

[그림1] 미 소매 재고 증가율, 판매 증가율 상회



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

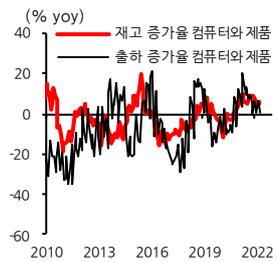
[그림2] 미 제조업 재고 증가율보다 출하 증가율 높아



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 미 제조업 재고 세부

컴퓨터



통신장비



전자부품



가전제품



배터리



자동차



항공기



가구



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

경기침체 우려에 대응하는 법

경기침체 닥치면 도망칠
섹터는 없어

Fed 의장이 22일 미 의회 청문회에서 경기침체 가능성을 언급하면서 주식시장 참가자들이 고려해야 할 주요 변수가 됐다. 미국 경기의 침체는 1969년 이후 여덟번 있었다. 침체로 인한 약세장과 다른 조정장이 구분되는 기준은 기업이이익 감소가 특정 섹터에 국한되느냐, 전 섹터에 걸쳐 나타나느냐 이다.

[그림4]는 S&P500지수의 EPS를 나타낸 것으로 2007~08년 금융위기 때와 2020년 팬데믹 기간에 모든 섹터의 이익이 감소했다. 수요 감소가 빨라서 영향에서 자유로운 섹터가 없었다. 이익이 줄지 않는 필수소비재와 헬스케어조차 침체 시기엔 이익 증가세가 멈췄다. S&P500의 EPS는 2014~15년에도 감소한 적이 있는데, 당시엔 에너지 등 일부 업종에서만 이익이 관측됐고 반대로 IT, 경기소비재의 이익이 늘면서 이들이 주도주로 자연스레 부상했다.

이번 조정이 가전, 가구 등 팬데믹 중에 수요가 특히 좋았던 산업에 국한되고 기간도 짧다면 이들 업종에서 잠시 피해 있으면 되지만 미국의 고용과 소득에까지 영향을 주는 경기침체라면 주식 내에서 피해 있을 곳은 없을 것이다.

주가가 이미 내려와 있기 때문에 빨리 결정하는 것보다 신중하게 결정하는 것이 더 중요하다. 다음달부터 시작되는 실적 시즌의 중요성이 어느 때보다 크다.

1980년대 침체를
빠져나오는 과정

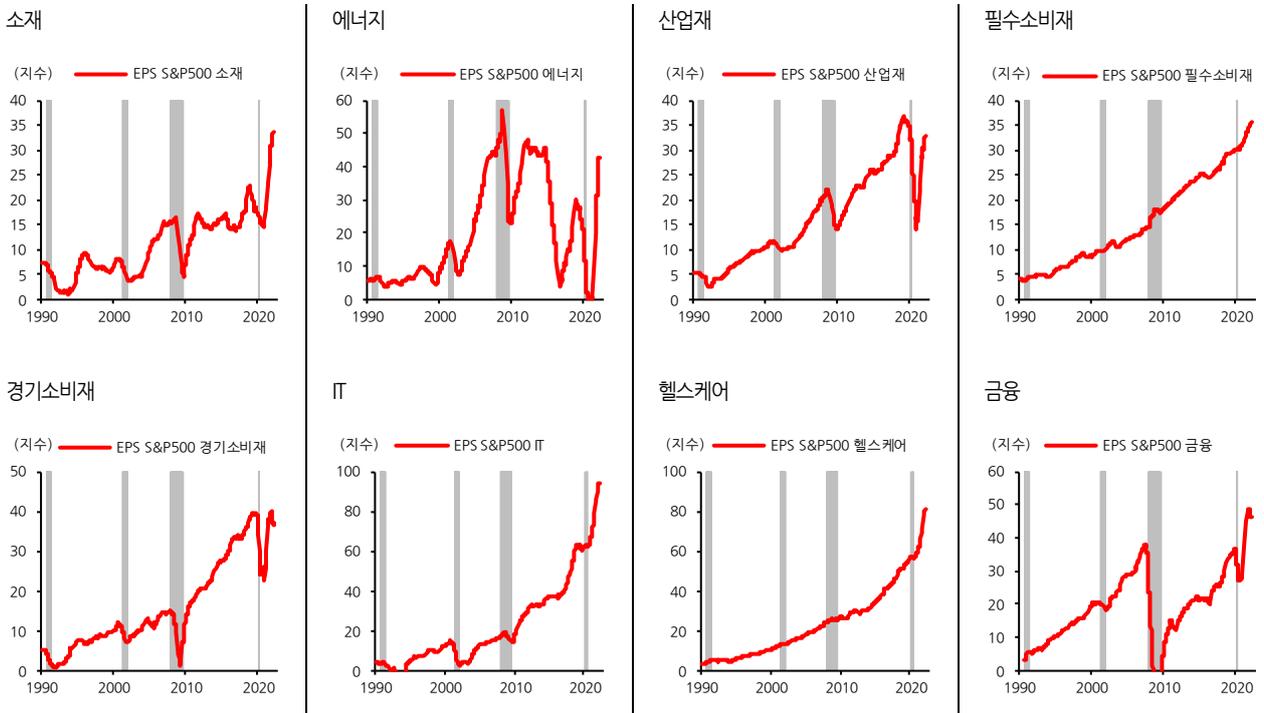
만에 하나 경기침체라면 어떻게 빠져나갈 지 생각해 봐야 하는데, 인플레이션이 침체를 유발했다는 점에서 1970년대 후반 1980년대 초반 미국 주식시장의 사례를 참조할 수 있을 것이다. [그림5]는 1975년부터 1982년까지 물가와 금리가 기업이익과 PER에 어떻게 영향을 미쳤는지를 나타낸 것이다.

주식시장은 U자를 그리면서 약세장에서 벗어났는데, 물가가 오르고 금리가 오르는 구간에서 밸류에이션은 하락했지만 이익은 늘었다. 물가, 즉 가격이 올랐기 때문이다. 그래도 밸류에이션 하락이 더 빨랐기 때문에 주가는 하락했다.

금리가 인상되면서 물가가 더 이상 오르지 않자 이익은 피크아웃했다. 원자재를 사서 제품을 만들어 팔기까지 시간이 걸리기 때문에 물가가 오르는 구간에선 판가와 원가의 스프레드가 확대되지만 거꾸로 물가가 떨어질 때에는 스프레드가 축소된다. 인플레이가 빨리 떨어지는 건 기업 실적에 부담이다.

물가가 하락하면서 금리가 인하되기 시작하고 금리인하가 절반 이상을 지나가면서 주식시장은 이익이 감소해도 밸류에이션이 높아지며 반등했다. 1982년 여름 소비자물가 상승률이 6% 대로 낮아지고 기준금리가 한자릿수로 떨어질 때 주식시장은 상승 반전했다.

[그림4] S&P500 섹터별 EPS



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] S&P500 지수, 미 경기침체 기간에 하락



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

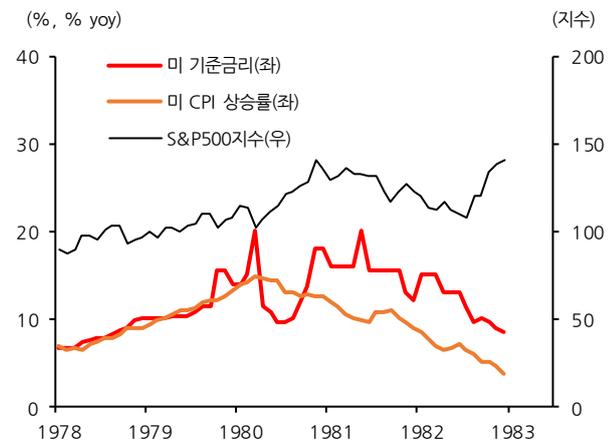
[표1] 미국 경기침체 기간 국내외 주식시장 변화

(단위: 월, %, 배)

시작	종료	기간	S&P500				KOSPI				
			등락률	고점대비 하락률	PE 등락	EPS 변화율	등락률	고점대비 하락률	PE 등락	EPS 변화율	
1969-12-31	1970-11-30	12	-5.3	-21.0	15.8 → 13.7 → 16.3	-14.2					
1973-11-30	1975-03-31	17	-13.1	-33.8	12.7 → 7.5 → 9.9	-8.0					
1980-01-31	1980-07-31	7	6.6	-10.6	7.4 → 6.8 → 8.2	-7.0					
1981-07-31	1982-11-30	17	5.8	-18.2	8.6 → 7.5 → 10.7	-19.8	-16.5	-22.6			
1990-07-31	1991-03-31	9	5.4	-14.6	16.8 → 14.2 → 17.8	-5.6	-2.7	-11.1			
2001-03-31	2001-11-30	9	-1.8	-10.3	75 → 43	-43.4	23.1	-8.3	산출불가	적자	
2007-12-31	2009-06-30	19	-37.4	-49.9	92 → 9 → 10	-88.9	-26.7	-44.0	18 → 9 → 20	-36.1	
2020-02-29	2020-04-30	3	-1.4	-33.9	26 → 25	-10.0	-2.0	-35.7	18 → 16 → 18	-0.1	

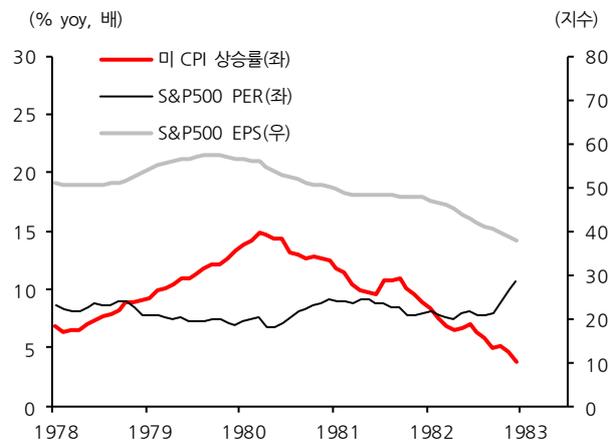
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] S&P500 지수, 물가 안정된 이후 반등



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 추가 반등, PER 이 주도



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

인플레이션에서 내릴 준비

인플레이션 반대편
비중 확대 고려

경기를 희생해서라도 인플레이션을 잡는 쪽으로 각국 중앙은행들이 방향을 정하고 나서 시장의 하락 폭이 커졌다. 낮은 인플레이션과 양호한 경기는 양립하지 않는다. 마찬가지로 높은 인플레이션과 부진한 경기도 계속될 수 없다. 인플레이션과 경기에 대한 예측은 같은 방향이어야 한다. 지금과 같은 상황에서는 경기둔화를 받아들이고 인플레이션 안정, 이에 따른 긴축 완화를 기다려야 한다.

수요가 둔화될 때 재고가 많이 쌓여 있는 기업의 이익은 하향 압력을 받는다. 미국에 가전과 가구의 재고가 많기 때문에 가전과 IT부품 기업의 실적은 부진할 가능성이 있다. 가구의 재고는 컨테이너 수요 부진으로 이어질 수 있다. 가구는 컨테이너 수요의 30% 가량을 차지하는 것으로 알려져 있다.

원자재 관련주들도 보수적으로 볼 필요가 있다. 앞서 언급했듯이 제품과 원료의 스프레드가 더 이상 확대되기 어려울 것으로 보이기 때문이다. 팬데믹 이후 글로벌 인플레이션을 촉발한 요인으로 반도체, 운임, 원자재가 꼽힌다. 지난주 조정 압력이 컸던 업종들이다. 지금부터는 인플레이션 압력이 완화될 때 실적이 개선될 수 있는 업종에 주목해야 한다. 자동차, 한국전력, 헬스케어 등을 꼽을 수 있다.

예상을 웃돈 인플레이션과 예상보다 강한 중앙은행의 긴축으로 주가가 급락했다. 주가 하락이 과도했는지 2분기 실적과 실적 가이드를 확인하면 가려질 것이다. 올해 예상 순이익 기준 KOSPI의 PER은 10배를 밑돈다. 한국전력을 제외하면 9배에도 못 미친다. 올해 KOSPI 이익 컨센서스는 작년과 비슷한 수준에서 시작했다. 보통 실적이 잘 나오면 컨센서스가 높게 추정되는 경향이 있지만 올해는 그렇지 않았다.

변동성이 크지만 지금 사서 연말까지 기다리면 수익이 나는 지수대입은 분명하다. 여기서 주식을 줄이는 건 실익이 없다는 판단이다.