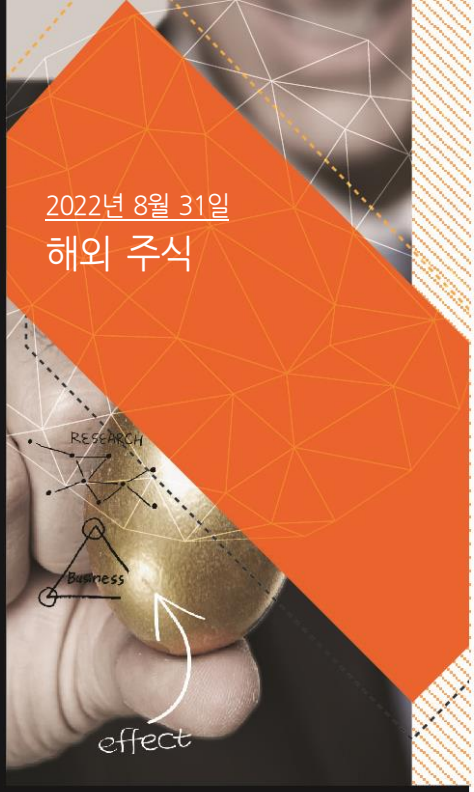



2022년 8월 31일

해외 주식

▶해외주식 한상희, CFA
sanghi.han@hanwha.com
3772-7695

한화투자증권

# 미국 주식

## 미국식 리커창 지수로 보는 경제 상황

중국의 경제 지표를 믿지 못하는 투자자들이 상대적으로 더 신뢰하는 데이터가 리커창 지수입니다. 철도 물동량, 전력 소비량 및 은행 대출 증가율로 구성됩니다. 미국 경기는 GDP 와 소비 등을 통해서 많이 살피지만, 제조업에 대해서는 설문조사를 주로 활용합니다. 응답에 심리적인 요소가 반영되기 때문에 결과에는 후행적인 성격이 녹아 있습니다 (그림 1,2). 실질적인 미국의 제조업 현황을 파악하기 위해 주간으로 발표되는 철도 물동량 및 대출 증가율과 월간으로 나오는 전기 사용량을 통해 경기 침체와는 거리가 있다는 사실을 확인했습니다.

### 리커창 지수로 실질적인 중국 제조업의 활력도 확인

중국 정부에서 발표하는 GDP를 신뢰하지 못하는 투자자들이 만들어 사용하는 지표로 리커창 지수가 유명하다. 철도 물동량 25%, 전력 소비량 40% 및 대출 증가율 35%로 구성된다. GDP에 비해 주가를 더 설명한다 (그림3). 중국 경기에 대한 우려가 크지만, 2022년 7월 리커창 지수는 6.6으로 2015 – 16년 미니 불황기, 2020년 코로나 기간에 비해 높다.

### 미국판 리커창 지수가 나타내는 경제는 양호

철도 물동량 (그림 4, 5): 2022년 5월부터 전년 동월 대비 하락세로 전환됐던 미국의 철도 물동량은 8월 들어서 보합까지 회복됐다. 경기 침체기에 진입하면 두 자릿수 이상의 축소율을 기록했다는 사실을 감안하면 지금의 수치는 경제가 건전하다고 이야기하고 있다.

전력 소비량 (그림 6, 7): 2009년 이후 미국의 전력 소비량과 S&P500의 전년 동월 대비 변화율은 동행하는 경향이 있다. 주가가 본격적으로 하락하기 시작한 올해 4월부터 두 지표의 움직임이 달라졌다. 시장이 침체기를 미리 반영했다는 의미다. 실제로 전력 소비량이 떨어지는 경기 둔화가 나타나더라도 주가가 미리 반영했을 가능성을 염두에 둬야 한다.

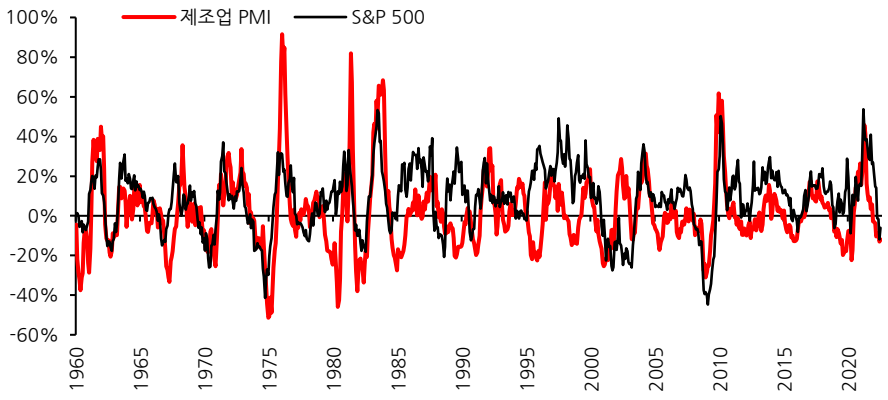
대출 증가율 (그림 8, 9): 9월부터 본격화될 양적 긴축에 대한 우려가 크다. 중앙은행에서 돈을 빨아들일 때 민간에서 대출을 통해 유동성을 공급할 수 있다면, 시중의 자금 경색 정도를 완화할 수 있다. 2022년 8월 중순 기준 미국의 대출 증가율은 17%로 높은 수준을 유지하고 있다.

### 물가 발표일까지 약세일 가능성 있지만, 전 저점 하회 가능성 低

8월에 발표된 물가 상승률이 8.5%로 전월 대비 0.6%p가 축소되며 주가에 긍정적인 영향을 줬다. 9월 13일에 발표되는 8월 물가 상승률이 7%대가 나오려면 전월 대비 하락률이 0.4%이 나와야 한다. 쉽지 않은 숫자이다. 8월 물가는 기대보다 높을 가능성이 크기 때문에, 9월 중순까지는 보수적인 대응이 적절하다. 우리는 전저점 아래로 가지는 않을 것으로 전망하며, S&P 500 Bear 시나리오 3,700을 유지한다 (그림 10).

제조업 PMI가 전년 대비 많이 하락한 때는 주가는 바닥을 지난 경우가 많았던 점 유의

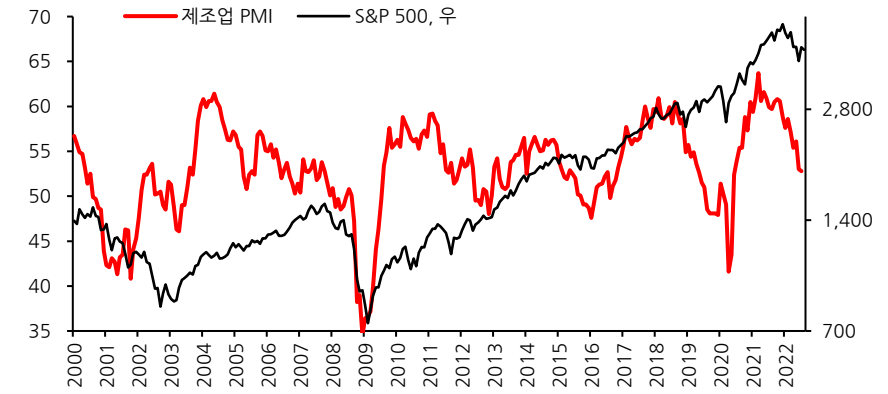
[그림1] ISM 제조업 PMI 및 S&P 500 (전년 동월 대비)




자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

제조업 PMI와 주가 저점은 유사하기 때문에 PMI가 낮다고 주식을 파는 것은 실익 小

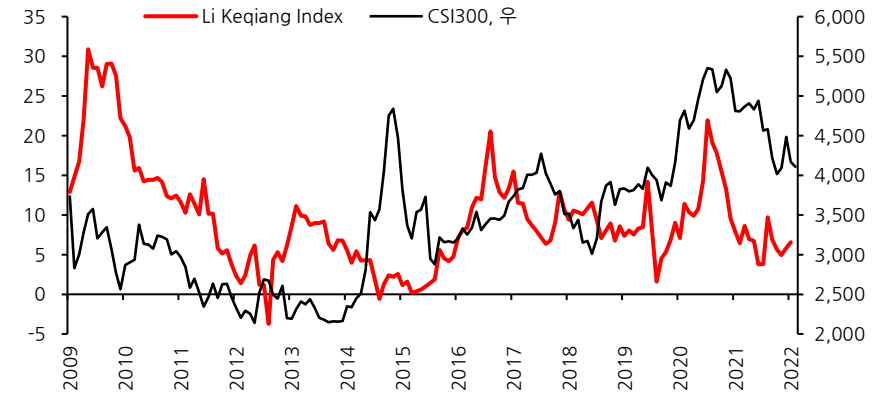
[그림2] ISM 제조업 PMI 및 S&P 500




자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

리커창 지수가 낮을 때 중국 증시에 진입하는 것이 확률을 높이는 방법

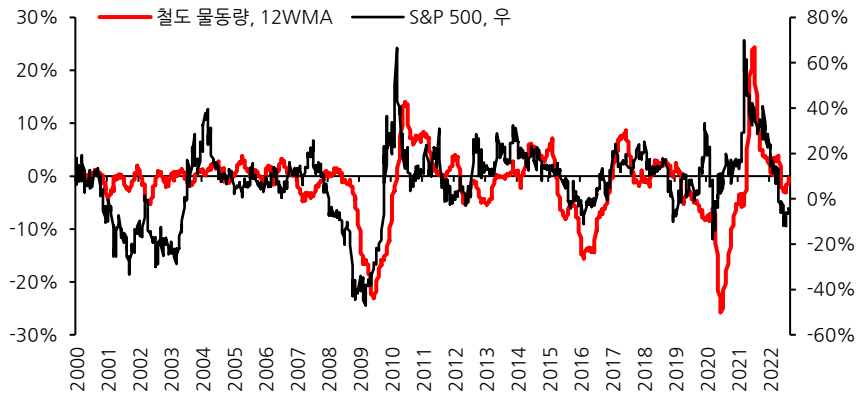
[그림3] 리커창 지수와 CSI300




자료: WIND, 한화투자증권 리서치센터

견조한 철도 물동량에 비해 주가는 미리 하락

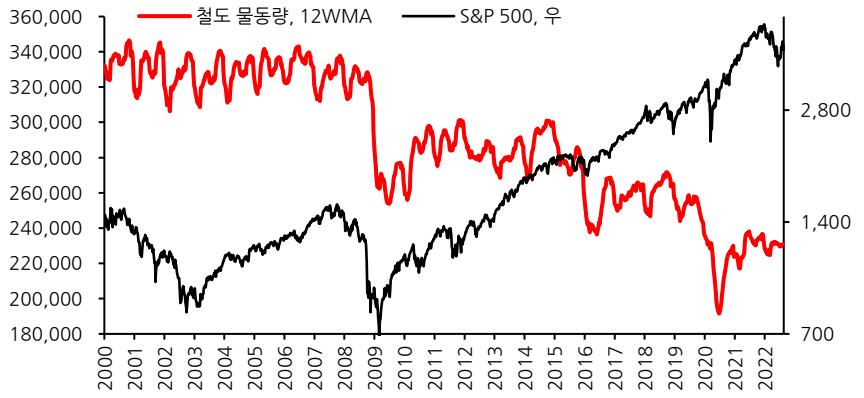
[그림4] 철도 물동량 및 S&P 500 (전년 동월 대비)




자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

철도 물동량은 구조적으로 감소

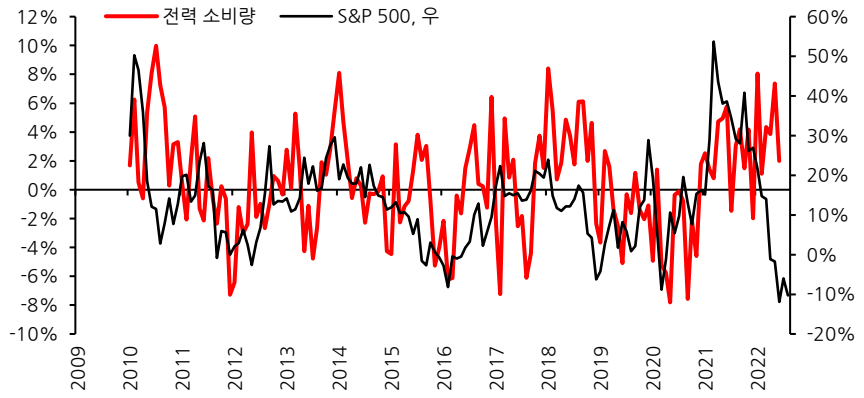
[그림5] 철도 물동량 및 S&P 500




자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

과거에는 주가 하락기에 전력 소비량도 약했으나, 이번에는 전력 수요는 견조

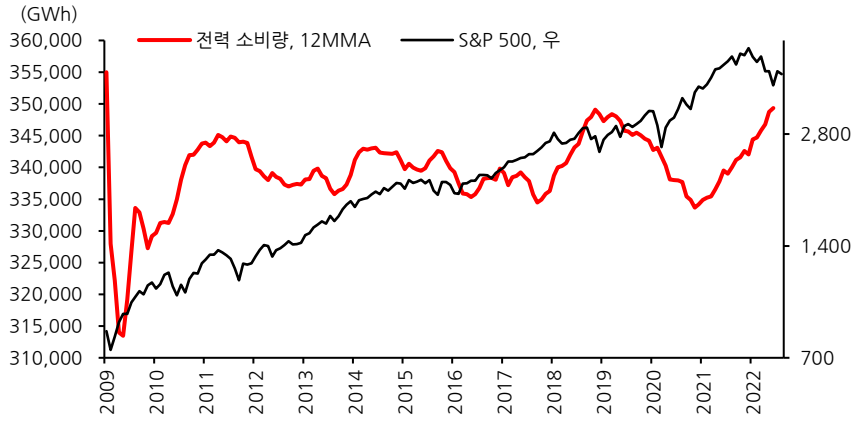
[그림6] 전력 소비량 및 S&P 500 (전년 동월 대비)




자료: EIA, Factset, 한화투자증권 리서치센터

전력 소비량에서 경기 침체 조짐은 없는 상황

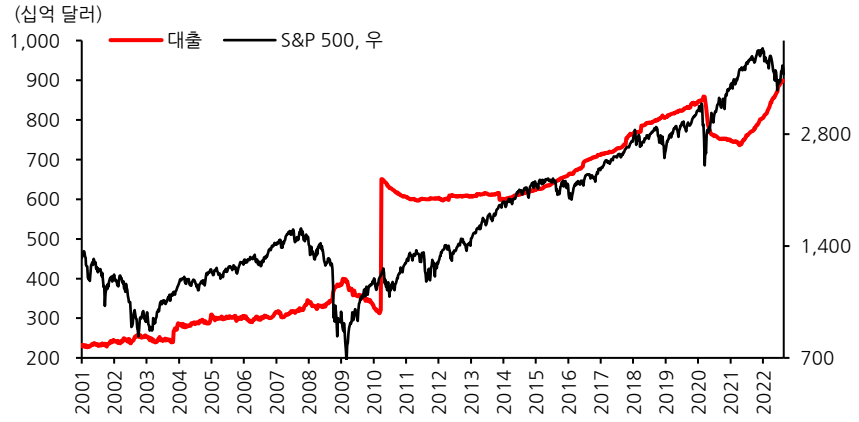
[그림7] 전력 소비량 및 S&P 500




자료: EIA, Factset, 한화투자증권 리서치센터

코로나 기간 급감했던 대출이 늘어나고 있는데, 2014년 이후 추세까지 증가

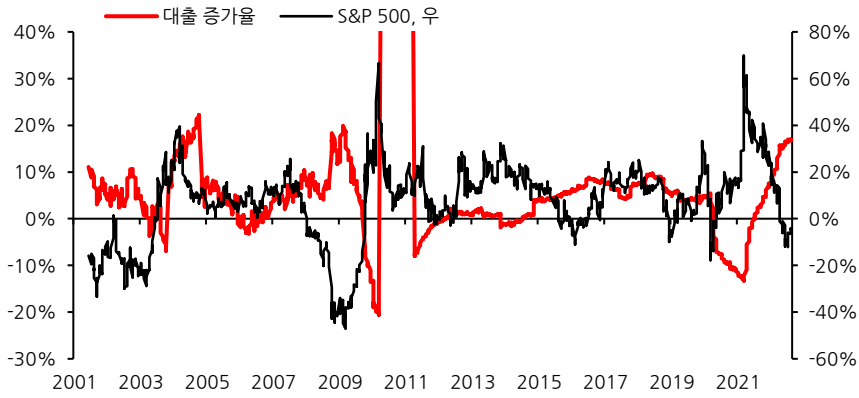
[그림8] 대출 및 S&P 500




자료: FRED, Factset, 한화투자증권 리서치센터

전년 동월 대비 대출 증가율 둔화 조짐 아직 無

[그림9] 전년 동월 대비 대출 증가율 및 S&P 500




자료: FRED, Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 보수적인 가정으로 계산한 S&P500 지수 수준은 3,700

**Bear Case DCF 가정**

| | | |
|---|---|---|
| 할인율 | 5.6% | 내재 PER 17.8배로 역사적 평균에 비해 10% 할인 |
| 영구 성장률 | 1.0% | 물가 상승률의 50% 반영, 자사주 매입 효과 배제 |
| 영업활동현금흐름 | | |
| 1단계 | **2023년 경기 침체 염두: 2022년 컨센서스, 2023년 10% 감소, 2024년 0% 반영** | |
| | **참고로 IT버블, 리먼 및 코로나 시기의 영업활동현금흐름은 감소하지 않았는데 기업들의 현금 위주 경영의 결과** | |
| 2단계 | 4.0% | 연준 목표 인플레이션과 2% 잠재 성장률 감안: 이익률 향상 없다고 가정 |
| 투자 | | |
| 1단계 | **컨센서스 반영: 이익을 줄이고 투자는 유지했기에 보수적** | |
| 2단계 | 4.0% | 성장과 같은 수준의 투자 필요: 생산성 향상 無 |

**DCF 모델 (단위: 달러)**

| | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 0 단계 | | | | | | | 1 단계 | | | 2 단계 | | | | | |
| **영업활동현금흐름** | **167** | **172** | **182** | **208** | **216** | **204** | **261** | **291** | **262** | **262** | **273** | **284** | **295** | **307** | **319** | **332** |
| *% 성장률* | | *3.1%* | *5.8%* | *14.1%* | *3.7%* | *-5.2%* | *27.6%* | *11.7%* | *-10.0%* | *0.0%* | *4.0%* | *4.0%* | *4.0%* | *4.0%* | *4.0%* | *4.0%* |
| (-) 투자 | 69 | 69 | 72 | 81 | 85 | 73 | 89 | 105 | 110 | 115 | 119 | 124 | 129 | 134 | 139 | 145 |
| *% 성장률* | | *-0.2%* | *4.0%* | *12.7%* | *4.6%* | *-13.7%* | *22.3%* | *17.9%* | *4.4%* | *4.4%* | *4.0%* | *4.0%* | *4.0%* | *4.0%* | *4.0%* | *4.0%* |
| **잉여현금흐름** | **98** | **103** | **111** | **127** | **131** | **131** | **172** | **186** | **152** | **148** | **154** | **160** | **166** | **173** | **180** | **187** |
| *% 성장률* | | *5.3%* | *7.1%* | *15.1%* | *3.0%* | *0.3%* | *30.5%* | *8.5%* | *-18.1%* | *-3.2%* | *4.0%* | *4.0%* | *4.0%* | *4.0%* | *4.0%* | *4.0%* |

**DCF PV 계산**

| | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 잉여현금흐름 현재가치 | 183 | 142 | 131 | 129 | 129 | 128 | 127 | 127 | 127 |
| 할인 계수 | *98.1%* | *93.0%* | *88.4%* | *84.2%* | *80.4%* | *77.0%* | *73.8%* | *70.9%* | *68.2%* |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 잉여현금흐름 현가의 합 | 1,009 | **S&P500** | | |
| Terminal Value, 2 | 4,103 | Current index price | 4,031 | Price as of valuation date |
| TV 할인율, 3 | 65.7% | **Implied valuation** | | |
| TV의 현재가치 | 2,694 | EV/EBIT to terminal value | 12.2 | |
| 적정 S&P 500, 5 = 1 + 4 | 3,702 | EV/EBIT to implied EV | 14.1 | |
| 상승 여력 | -8.1% | PER to implied equity value | 16.3 | |

주: 5월 24일 발간된 해외주식 하반기 전망, '가치주가 된 성장주, 바닥은 어디일까' 에서 계산된 바닥 가치는 3,731

자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

**[ Compliance Notice ]** (공표일: 2022 년 8 월 31 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한상희)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

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.

**[ 종목 투자등급 ]**

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자의견 ]**

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

**[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]** (기준일: 2022 년 6 월 30 일)

| 투자등급 | 매수 | 중립 | 매도 | 합계 |
|---|---|---|---|---|
| 금융투자상품의 비중 | 96.4% | 3.6% | 0.0% | 100.0% |