

2022년 12월 14일
투자전략

투자전략

중요한건 꺾이지않는 마음

글로벌 경기 사이클이 저점을 향해가고 있다. 비관론은 바람직하지 않다. 중국 경기 반등을 겨냥한 선별적인 매수가 적절해 보인다.

미국의 경기와 물가는 둔화

12월 FOMC 이후 변동성이 확대될 수 있지만 미국의 금리인상이 끝나가고 있다는 걸 기본 가정으로 삼아야 한다. 금리인상 종료는 곧 경기 하강으로 해석될 수 있으나 실적 우려는 시장에 충분히 반영돼 있다고 생각한다. 이익 증가율 컨센서스가 마이너스를 기록한 건 금융위기 직후였던 2008년 말, 미중 무역 분쟁이 한창이던 2018년 말 외엔 없었다.

돌아서는 순서에 주목

지금부터 경기, 업황, 이익이 돌아서는 모습이 확인돼야 한다. 인플레이션이 잡히는 순서대로 바닥을 확인하고 돌아설 것이다. 미국과 한국의 M2 증가율은 하락세다. 중국의 M2 증가율은 2016년 4월 이후 가장 높다. 중국은 물가 상승률이 1.6%에 불과해 정책 여력이 있다. 중국의 내수 부양 기조는 더욱 뚜렷해질 것으로 보인다. 수출 증가율이 마이너스를 기록했을 때 통화공급 증가율이 높아졌던 경험이 있다.

중요한건 꺾이지 않는 마음

글로벌 경기가 바로 돌아설 순 없겠지만 인플레를 잡은 국가들은 긴축의 강도를 낮춰 경기 하강 속도를 늦출 수 있을 것이다. 현재 가장 양호한 건 중국이고 한국은 경기하강 속도가 글로벌 평균보다 느려지기 시작했다. 글로벌 경기가 바닥을 확인하면 한국의 반등 순서는 이번에도 앞쪽일 것이다. 글로벌 경기가 저점을 향하는 구간에서 비관론은 바람직하지 않다는 생각이다. 중국 경기의 반등에 기대 선별적인 매수가 바람직하다.

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.

미국 경기와 물가는 둔화

앞서나가는 금융시장

국내 주식시장은 중국 경기를 주시하며 하방을 다져갈 것으로 예상된다. 중국 부동산 상황에 민감하게 움직이는 순수화학 업종으로 대응하는 것이 좋아 보인다.

국내외 주식시장은 여전히 미국 경제지표에 민감하다. 미국의 경기와 물가는 느리게 둔화되고 있다. 시장의 기대가 앞서는 측면이 있다. 주가와 금리는 기대를 반영하고 후퇴하기를 반복하는 중이다.

국내 주식시장이 12월 들어 기간조정 중이다. 이번 주 FOMC에서 기준금리 인상폭이 기존 75bp에서 50bp로 줄어들 것으로 예상되고 있는데, 11월 반등 과정에서 이 피벗(pivot) 기대는 소진됐다고 판단한다.

12월 FOMC 이후 내년 기준금리 인상폭이 25bp로 줄어들 것인지는 시장의 초점이 옮겨갈 것이다. 11월 FOMC 이후 Fed 관계자들의 발언은 금리인상 속도는 느려지겠지만 금리 고점은 더 높아질 가능성이 있다.

현재 미국 금리선물시장은 2월과 3월 기준금리가 각각 25bp 인상돼 기준금리 5%에서 인상 사이클이 종료될 가능성을 반영하고 있다. 12월 FOMC에서 2023년 점도표가 5% 이상으로 높아지면 시장은 이를 소화해야 할 것이다.

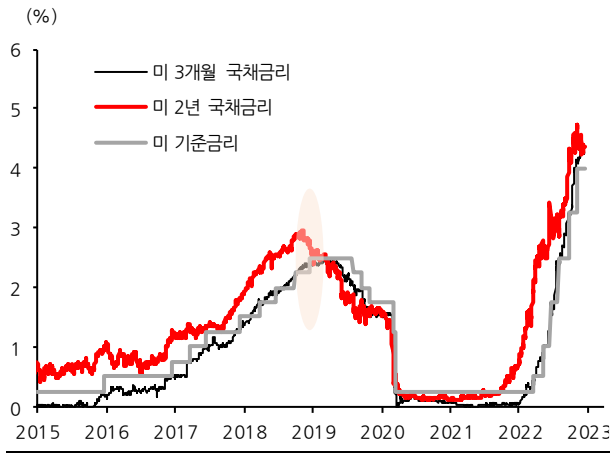
주식시장, 미국 물가와 금리에 덜 민감해질 것

미국 금리인상 종료 시기를 실전적으로 판단할 수 있는 지표는 미 3개월 국채금리와 2년 국채금리 간 스프레드다. 2018년 말 2019년 초 금리인상이 멈췄을 때에도 2년 금리가 하락하며 3개월 국채금리를 밀돌았다. 12월 기준 스프레드는 0.08%p까지 좁혀졌다.

12월 FOMC 이후 변동성이 확대될 수 있지만 미국의 금리인상이 끝나가고 있다는 걸 기본 가정으로 삼아야 한다. 포트폴리오에 금리 민감도를 낮추는 것이 좋다는 생각이다. 올해 금리가 상승하는 과정에서 아웃퍼폼했던 은행 등 금융주는 비중을 축소할 필요가 있다. 밸류에이션이 빠르게 하락하며 주식시장 조정을 주도했던 인터넷, 게임 업종도 바닥을 잡아가고 있다는 생각이다.

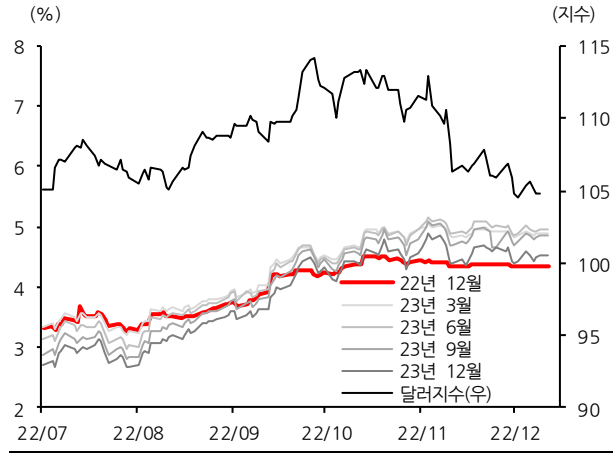
금리인상 종료는 곧 경기 하강으로 해석될 수 있고 내년 기업이익 컨센서스의 추가 하락에 대한 우려가 커질 것이다. 그러나 실적 우려는 시장에 충분히 반영돼 있다고 생각한다. 12월 기준 KOSPI의 2022년 대비 2023년 EPS 증가율 컨센서스는 -2.4%다. 예상 증가율이 마이너스를 기록한 건 금융위기 직후였던 2008년 말, 미중 무역분쟁이 한창이던 2018년 말 외엔 없었다.

[그림1] 미 초단기 국채금리, 단기 국채금리에 근접



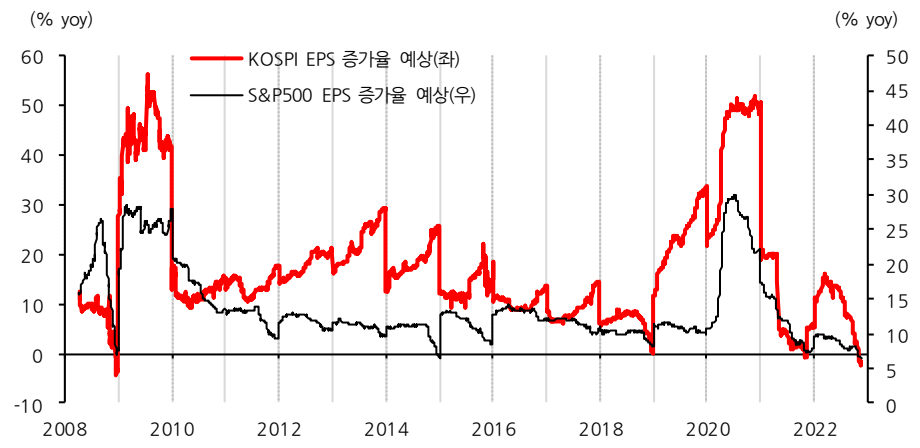
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 금리인상 기대 잦아들며 달러 하락 반전



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 2023년 이익 기대 유례없는 수준으로 낮아

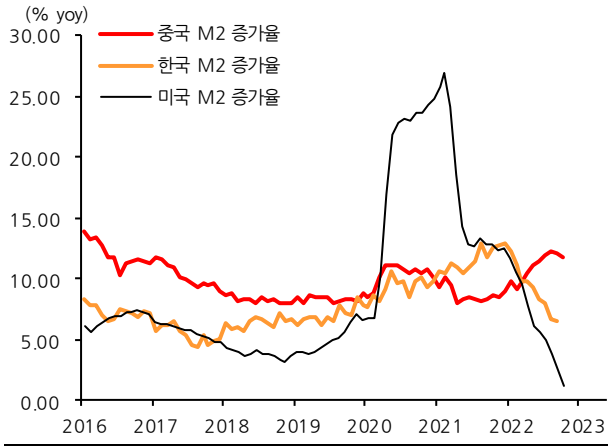


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

돌아서는 순서에 주목

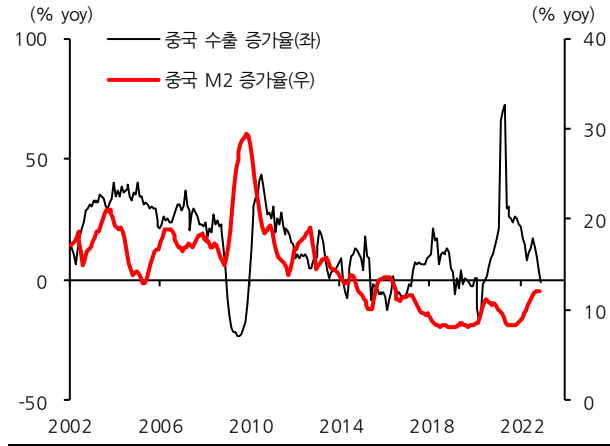
- 마무리 댜가는 숏커버** 11월 이후 반등은 숏커버가 주도했다. 11월 이후 커뮤니케이션 업종은 11.3% 올라 KOSPI 상승률 4.2%를 아웃퍼폼했다. IT가 0.5% 오르는데 그쳤고 소재 업종도 2.7% 밖에 못올랐다. 10월 한때 8%를 웃돌았던 공매도 거래비중은 12월엔 6% 대로 감소했다. 6%는 올해 평균이다. 숏커버 장세는 마무리 댜가는 것으로 보인다.
- 경기가 돌아서는 속도** 지금부터 경기, 업황, 이익이 돌아서는 모습이 확인댜야 한다. 위험자산의 반등을 막고 있는 건 긴축이다. 인플레이션이 잡히는 순서대로 바닥을 확인하고 돌아설 것이다.
- 미국의 M2 증가율은 2021년 2월 26.9%를 기록한 이후 올해 10월 1.3%까지 하락했다. 한국의 M2 증가율은 작년 12월 12.9%까지 상승한 뒤 올해 9월 6.5%로 낮아져 있다. 중국의 M2 증가율은 올해 9월 12.1%, 10월 11.9%를 각각 기록했는데, 2016년 4월 이후 가장 높다. 중국은 한국, 미국과 달리 물가 상승률이 1.6%에 불과해 정책 여력이 있다.
- 중국의 내수 부양 기조는 더욱 뚜렷해질 것으로 보이는데, 수출 증가율이 10월 -0.6%, 11월 -9.0%로 하락폭이 깊어지고 있다. 2020년 5월 이후 첫 마이너스이고 2020년 2월 이후 첫 두 달 연속 마이너스이다.
- 2014년 이후 중국의 수출 증가율은 통화공급 증가율과 반대 방향으로 움직였다. 2010~14년은 Fed가 QE1부터 QE3까지 유동성을 늘리던 시기라 경기가 둔화댜도 통화정책을 확장적으로 가져갈 수 없었다. 지금은 미국이 유동성을 빠르게 거뒀들이고 있어서 중국 내 돈을 푸는데 부담이 덜하다.
- 중국 경기의 반등을 겨냥한 주식 매수 아이디어는 늘어나고 있지만 초점이 대부분 제로 코로나 해제, 중국 소비주에 맞춰져 있다. 제로 코로나 해제 기조는 이어지겠지만 일관 댜지는 확실치 않다. 반면에 그간 풀어놓은 돈이 많다는 사실은 달라지지 않는다. 올해 10월까지 중국의 사회총용자 누적액은 28.6조위안으로 2020년 같은 기간 31.0조위안보단 적지만 2021년의 26.3조위안보단 많다. 중국 부동산, 인프라 등 건설 경기 부양 역시 중국 경기 반등을 지지하는 요인이다.

[그림4] 중국 통화 증가율 반등



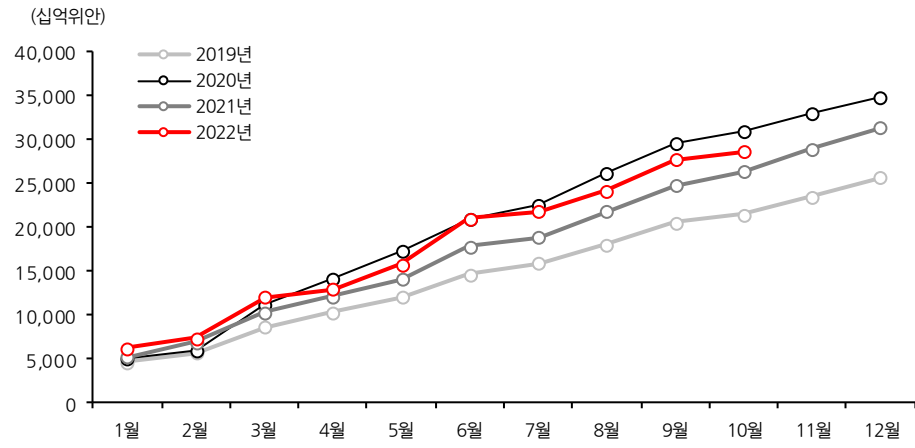
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 수출 둔화로 내수부양 지속 전망



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 중국 유동성 증가, 2021 년보다 많고 2020 년보다 적어



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

중요한건 꺾이지않는 마음

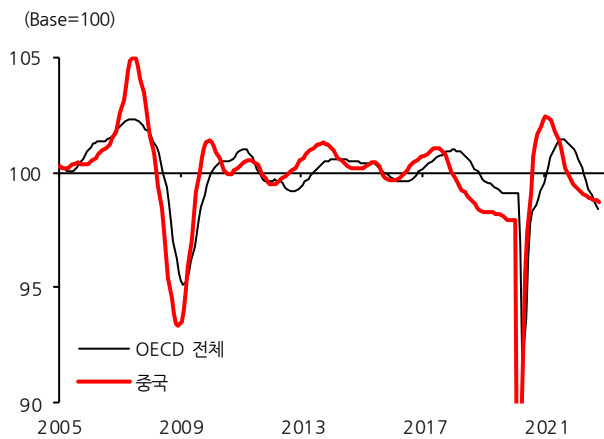
경기가 돌아서는 순서

2022년 주식시장은 매크로 변수의 영향력이 컸다. 경기와 물가는 시차를 두고 같은 방향으로 움직였다. 경기는 좋은데, 물가는 낮을 수 있다는 주장이 더 이상 설득력을 가지지 못하는 것처럼 경기는 나쁜데, 물가는 높을 수 있다는 주장 역시 설득력이 없다.

글로벌 경기가 바로 돌아설 순 없겠지만 인플레이를 잡은 국가들은 긴축의 강도를 낮춰 경기 하강 속도를 늦출 수 있을 것이다. [그림7~10]은 주요국의 OECD 경기선행지수와 OECD 전체 경기선행지수를 비교한 것이다. 미세하지만 경기 하강 속도에 차이가 나기 시작했다. 가장 양호한 건 중국이고 한국은 경기하강 속도가 글로벌 평균보다 느려지기 시작했다. 유럽의 하강은 여전히 진행 중이다.

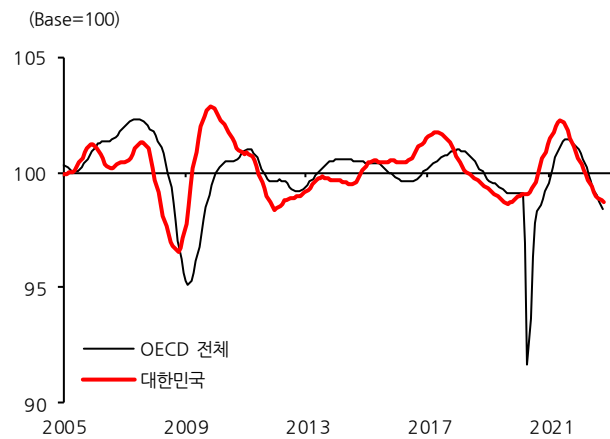
글로벌 경기가 바닥을 확인하면 한국의 반등 순서는 이번에도 앞쪽일 것이다. 글로벌 경기가 저점을 향하는 구간에서 비관론은 바람직하지 않다. 중국 경기의 반등에 기댄 선별적인 매수가 바람직하다.

[그림7] 중국, 글로벌대비 경기하강 속도 느리고



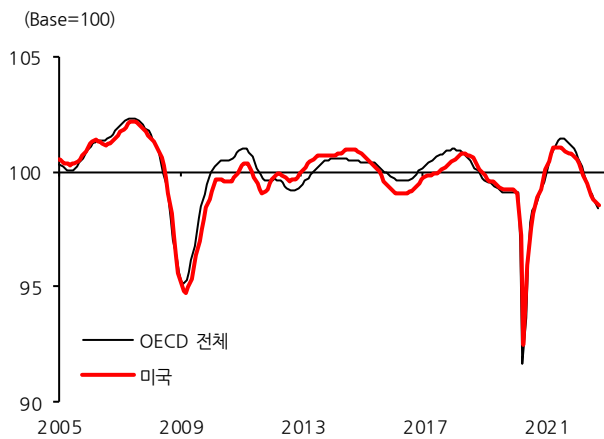
자료: OECD, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 한국, 경기하강 속도 느려지는 중



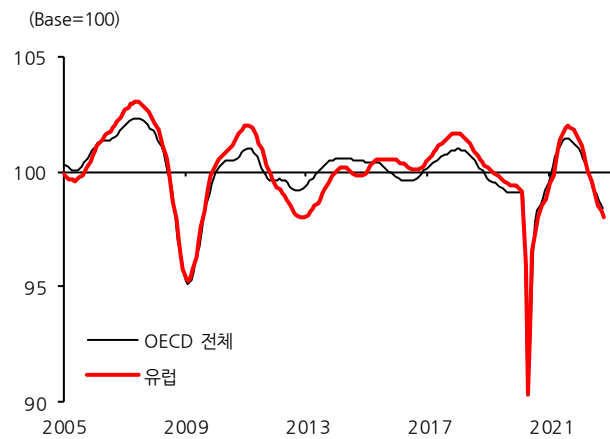
자료: OECD, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 미국, 글로벌 평균수준으로 경기하강 중



자료: OECD, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 유럽, 글로벌대비 경기하강 속도 빨라



자료: OECD, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터