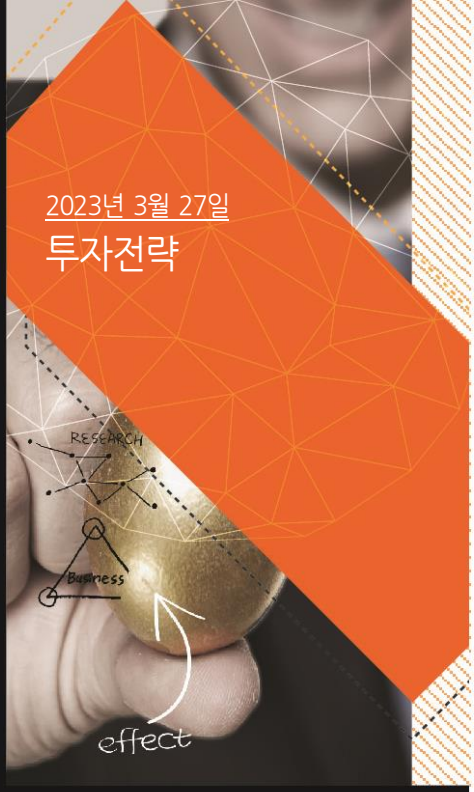


2023년 3월 27일

투자전략

주식전략

▶Strategist 박승영
park.seungyoung@hanwha.com
3772-7679

한화투자증권

투자전략

전망 유지, 전략 강화

봄 전망에서 제시한 국내 주식시장에 대한 긍정적 시각을 유지한다. 중국 비중이 높은 가치주 비중확대 전략은 더 강화할 것을 권한다.

지역은행 사태 확산되지 않을 것

실리콘밸리 은행(SVB) 파산으로 촉발된 미국발 불확실성은 더 확산되지 않을 것으로 판단한다. 실리콘밸리 은행과 퍼스트리퍼블릭 은행은 5년 전 규제가 완화될 당시 대상 은행들 중 큰 편이었고, 다수 은행들은 이들처럼 자산을 운용하지 않았다. 2021년 실리콘밸리 경기의 특수성도 운용에 영향을 미쳤을 것이다.

약달러 기조 예상되므로

지역은행 사태로 미국 경기와 물가는 예상대로 하락할 것이다. 대출에 선행하는 미 선임 대출담당자 의견조사(Senior Loan Officer Opinion Survey)에 따르면 미국의 기업 대출 수요가 증가할 것이라는 순응답자 비율은 작년 3분기 20.9%에서 2개분기 만에 -36.8%로 하락했다. 코로나 확산의 영향을 받았던 2020년 4분기의 -40.4% 이후 가장 낮다. 미국 은행들의 기업 대출에 대한 태도도 2020년 2분기 이후 가장 타이트(tight)해졌다.

중국 보고 비중확대

미국 경기가 둔화되고, 중국 경기가 확장되는 구간은 국내 주식시장에 최적 조합이다. 2010년 이후 중국 제조업 PMI가 50 이상이고 ISM 제조업지수가 50을 밑도는 구간에서 KOSPI의 월 평균 수익률은 1.9%였다. 다른 세개의 조합보다 수익률이 높았다. 올해 1월과 2월이 그랬는데, 3월 KOSPI가 부진한 이유는 1~2월에 너무 빨리 올라서라고 생각한다. 3월 조정은 4월 상승의 자양분이 돼 줄 것이다.

[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.

지역은행 사태를 보는 세가지 기준

4월 주식시장 반등 전망

4월 국내 주식시장은 불확실성 완화로 반등을 예상한다. 봄 전망에서 제시한 긍정적 시각을 유지한다.

시황을 판단하는 기준으로 미국 지역은행 사태의 확산과 글로벌 경기의 반등 여부를 제시한다. 지역은행 사태는 확산되지 않을 것으로, 글로벌 경기는 중국과 미국의 차이가 더 벌어질 것으로 보고 있다.

미 지역은행 사태 확산되기보다 봉합될 것

실리콘밸리 은행(SVB) 파산으로 촉발된 미국발 불확실성은 더 확산되지 않을 것으로 판단한다.

첫째, 실리콘밸리 은행이나 퍼스트 리퍼블릭 은행보다 더 큰 은행으로 위기가 전염되지 않을 것이다.

2018년 5월 도널드 트럼프 전 대통령이 자산 2,500억달러 미만 은행의 규제를 완화한 것이 이번 사태의 시작으로 보는 의견이 있고 동의한다. 2017년 말 기준 실리콘밸리 은행의 자산은 521억달러, 퍼스트 리퍼블릭은행의 자산은 877억달러였다. 이들은 규제 완화의 대상이 됐던 은행들 중 큰 편이었다. 더 큰 은행이 파산할 가능성은 낮다.

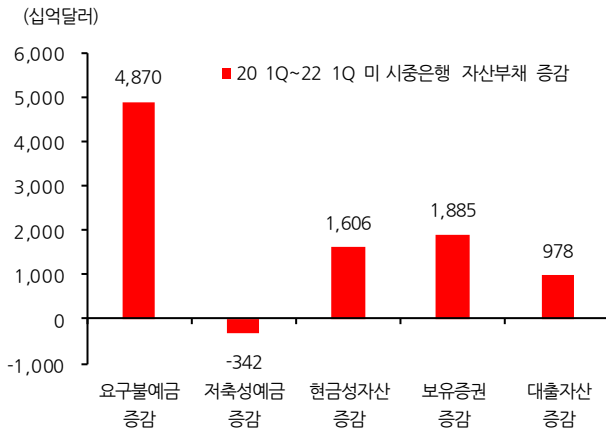
둘째, 모든 지역 은행들이 SVB나 퍼스트 리퍼블릭처럼 자산을 운용하지 않았다. 미국 시중은행들의 예금은 2020~21년 36.3%나 늘었고 2022년 가계가 초과 저축을 소비하면서 1.1% 감소했다.

SVB는 늘어난 요구불 예금을 만기보유 증권으로 운용했는데, 예금이 빠지면서 증권을 매각했고 손실을 인식했다.

미국에 상장된 300여개 은행들 중 2022년 한해 줄어든 예금이 2021년 말 보유한 유동성 자산보다 큰 은행은 10% 남짓이다. 전염은 대상이 비슷할 때 일어난다. 문제가 된 은행들과 비슷한 은행은 많지 않다면 전염 가능성은 낮다.

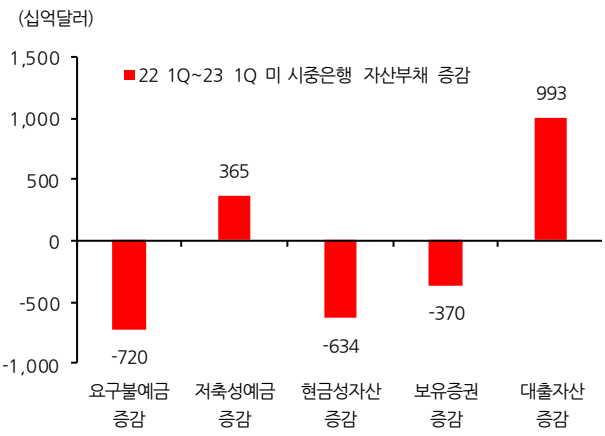
셋째, SVB와 퍼스트 리퍼블릭 은행은 특수하다. 두 은행은 샌프란시스코에 거점을 두고 있어서 2년 전 향후 경기를 오판했을 수 있다. 2021년 미국의 스타트업 경기는 20년 만에 초호황을 맞았고 돈을 못 버는 기업들도 자금을 조달할 수 있었다. 1년 만인 2022년 미국의 벤처 딜은 40% 가까이 감소했다. 이 지역 은행의 예금이 감소한 원인이다.

[그림1] 코로나 기간 늘어난 예금, 증권으로 보유



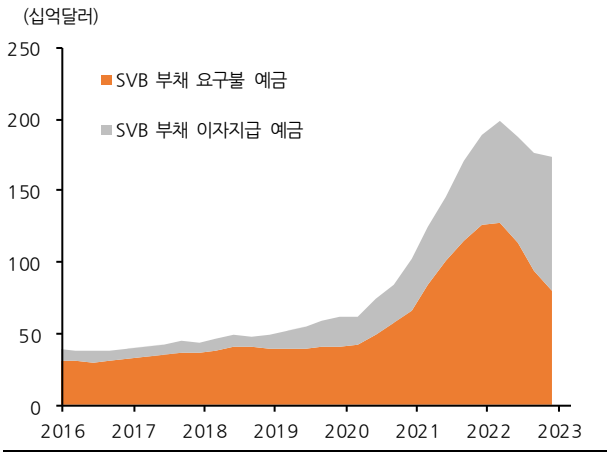
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 코로나 후 예금 감소로 보유증권 감소



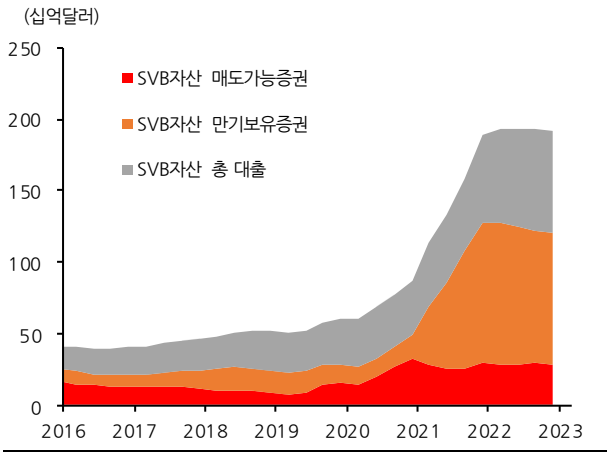
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] SVB, 스타트업 시황 따라 예금 급증했고



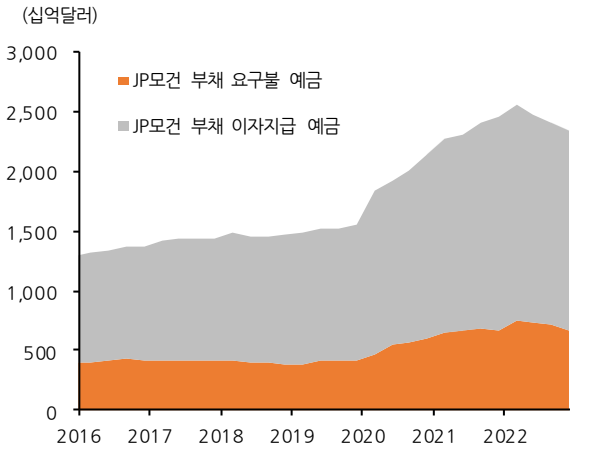
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 만기보유증권 크게 늘려



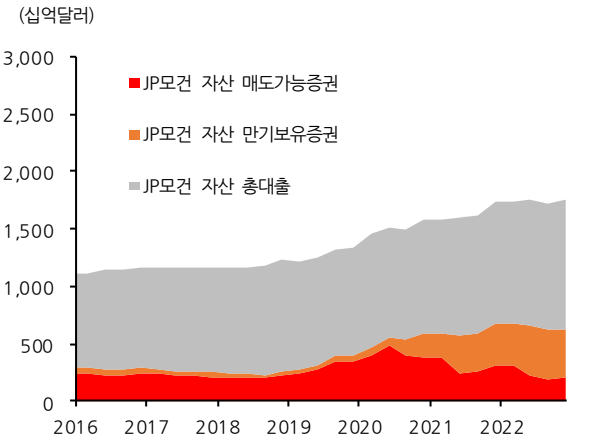
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] JP 모건, 예금 늘었지만



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 보유 증권 늘리지 않아



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

QE 라서 달러 약한거 아니다

지역은행 사태로 미국 경기와 물가 영향

지역은행 사태로 미국 경기와 물가는 예상대로 하락할 것이다. 경기에 민감한 기업 대출을 기준으로 미국의 올해 2월 말 대출자산은 전년동기대비 11.2% 증가했다. 작년 12월에 기록한 고점 12.5%보다 1.3%p 밖에 낮지 않다.

대출에 선행하는 미 선임 대출담당자 의견조사(Senior Loan Officer Opinion Survey)에 따르면 미국의 기업 대출 수요가 증가할 것이라는 순응답자 비율은 작년 3분기 20.9%에서 2개분기 만에 -36.8%로 하락했다. 코로나 확산의 영향을 받았던 2020년 4분기의 -40.4% 이후 가장 낮다.

미국 은행들의 기업 대출에 대한 태도도 2020년 2분기 이후 가장 타이트(tight)해졌다. 부문별로 강도는 상업용 부동산, 대기업, 중소기업, 크레딧 카드, 자동차 대출 순으로 타이트하다. 특히, 코로나 때에 가장 크게 영향 받은 상업용 부동산은 2021년에도 타이트했었다. 상업용 부동산 대출 부실에 대한 우려가 있는데, 다른 부문대비 보수적인 태도가 유지돼 왔기 때문에 부실은 우려보다 크지 않을 것으로 보인다.

기조적 약달러 예상

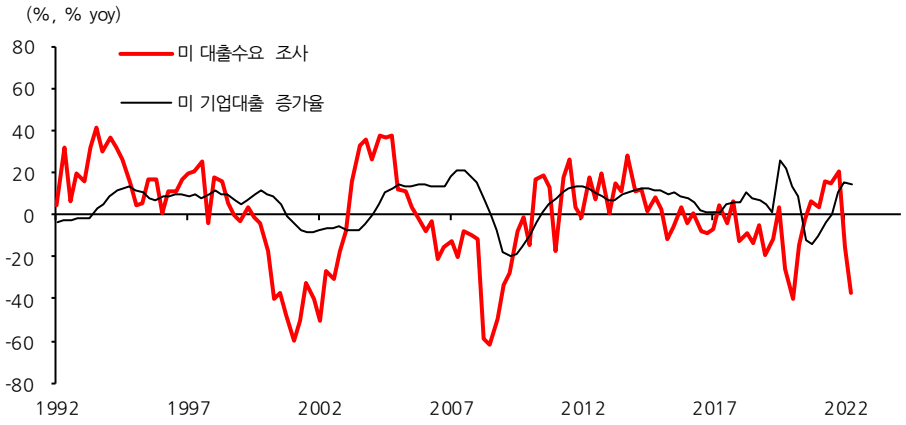
미 연방준비제도이사회(FRB)가 할인 창구를 통해 은행들에 대출을 해주고 있다. 지난 22일 기준 할인창구 대출은 1,102억달러로 15일 기준 1,529억달러에서 감소했고 대신 기간 대출과 미 연방예금공사(FDIC) 연결 대출은 늘었다.

연준의 총자산은 15일 기준 8.63조달러로 전주대비 3.6% 늘었고 22일 기준 8.73조달러로 전주대비 1.1% 증가했다. 증가율은 한주 만에 둔화됐다.

은행들은 급하게 확보한 유동성을 투자나 대출에 사용하지 않을 것이어서 이번 연준의 자산 증가를 과거 QE와 비교할 수 없다. 당연히 금융시장에 유동성이 늘어나는 효과도 없을 것이다.

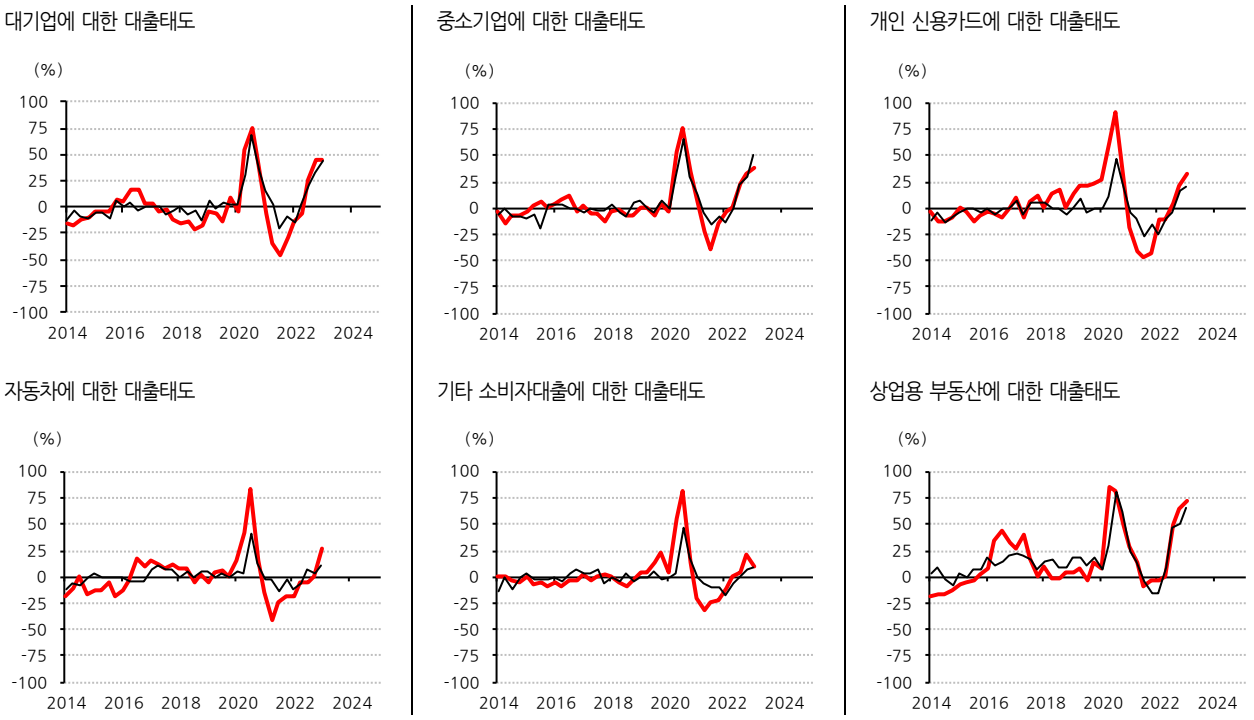
지난 8일 이후 시장 금리와 달러가 하락한 배경에는 미국의 실물경기가 약해질 것이라는 기대가 있다고 생각한다. 연준의 대출 자산이 늘어나는 속도가 느려지면 금리와 달러가 반등할 수 있겠지만 일시적일 것이다. 달러 약세 기조는 계속될 것으로 본다.

[그림7] 미국 대출, 수요 감소로 둔화 전망



자료: CEIC, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 대출태도, 분야별로 달라



주1 : 빨간색 선은 대형은행, 검정색 선은 중소형은행의 대출태도
주2 : 높을수록 은행의 대출태도가 빠듯(tight)함을 의미
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

봄 전망 유지

봄 전망 제시 의견 유지

지난 2월 20일 발간한 봄 전망을 통해 중국 경기에 민감한 가치주 접근을 권고했다. 4월엔 이 전략을 더욱 강화할 것을 주문한다.

다음 페이지 [그림9,10]은 통화공급, 제조업지수, 한국의 각국 수출을 미국과 중국을 나눠 비교한 것이다. 통화공급은 제조업지수에 선행하고 제조업지수는 수출에 선행한다. 미국의 1월 M2 증가율은 -1.8%이지만 중국의 M2 증가율은 12.6%다. ISM 제조업지수는 넉달째 기준인 50을 밑돌고 있는 반면 중국의 제조업 PMI는 52.6까지 상승해 2012년 4월 이후 최고를 기록했다.

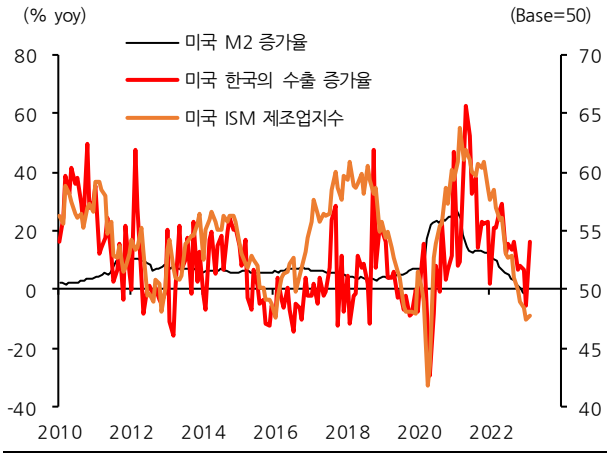
그럼에도 주식시장 참가자들은 중국 비중이 큰 국내 경기민감주에 대해 조심스런 태도를 취하고 있다. 아마도 3월 양회 이후 중국 정부가 경기 부양에 소극적이었던 기억 때문일 것이다.

중국의 통화, 서베이 지표가 지난 10년의 고점을 벗겨냈기 때문에 실물 경기 회복도 견고할 것으로 봐야 할 것이다. 우리나라의 대중국 수출에 대한 기대가 낮은데, 시간이 걸릴 뿐 아니라 재고가 소진되고 있기 때문이다.

미국 경기가 둔화되고, 중국 경기가 확장되는 구간은 국내 주식시장에 최적 조합이다. 2010년 이후 중국 제조업 PMI가 50 이상이고 ISM 제조업지수가 50을 밑도는 구간에서 KOSPI의 월 평균 수익률은 1.9%였다. 다른 세개의 조합보다 수익률이 높았다.

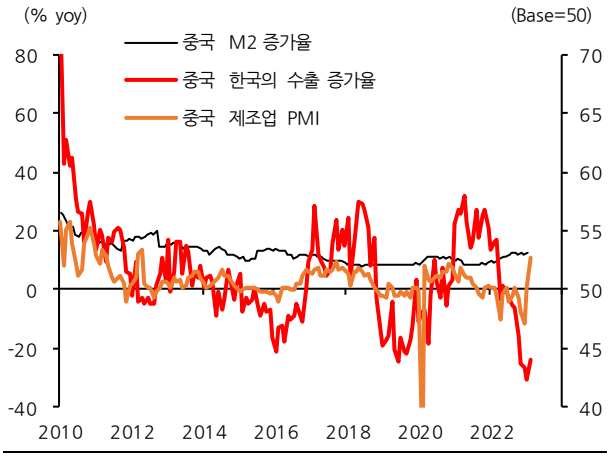
올해 1월과 2월이 미국 경기가 둔화되고 중국 경기가 반등하는 구간이었다. 올해 들어 KOSPI는 작년말 대비 7% 가량 올라있다. 평균 수익률을 감안해도 석달 간 7%는 높다. 그래서 3월 주식시장이 조정을 받았다고 생각한다. 3월 조정은 4월 상승의 명분이 돼 줄 것이다.

[그림9] 대미국 수출 부진하고



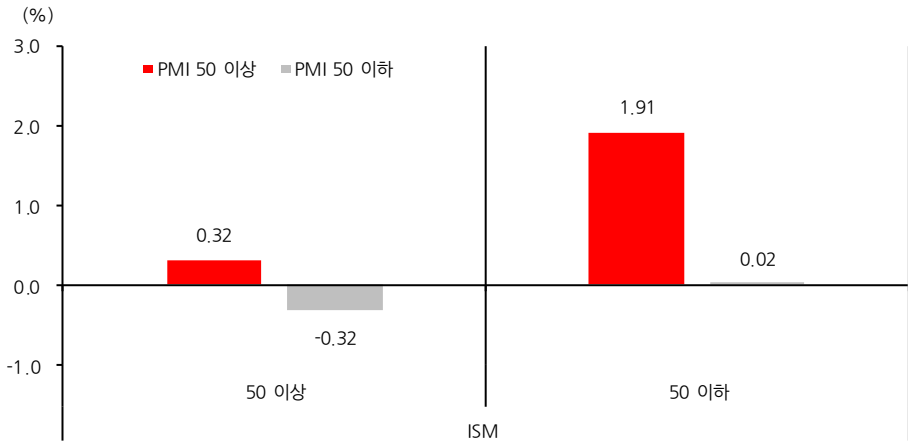
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 대중국 수출 개선될 가능성



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] ISM 제조업 50 이하 중국 제조업 PMI 50 이상에서 KOSPI 수익률 가장 높아



자료: CEIC, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터