

2023년 8월 22일
해외 주식

미국 주식

금리 상승은 물가가 아니라 양호한 경제 때문

10년물 국채 금리가 상승하면서 미국 증시의 밸류에이션 부담이 커지고 있습니다. S&P 500과 나스닥의 2024년 이익 증가율은 확대되지만, 금리도 같이 올라 일드갭(주식 위험 프리미엄)은 낮아졌습니다. 금리의 추가적인 오름세에 대한 우려까지 남아있어 주가 약세의 빌미로 작용하고 있습니다. 우리는 10년물 금리가 더 오른다고 해도 지수의 추가 하락 폭은 제한될 것으로 예상합니다. 금리와 S&P 500 사이의 상관 계수가 (+)로 전환되고 있고 (그림 1), 금리 상승을 예상보다 강한 경기가 뒷받침하기 때문입니다 (그림 2). 올해까지 손실을 본다면 국제 투자자의 수익률이 3년 연속으로 (-)라는 점까지 감안했을 때 (그림 3), 금리의 상승 모멘텀도 둔화될 가능성이 큼니다. S&P 500 4,200부터는 매수에 나서도 좋은 수준입니다.

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

내재 실질 성장률의 개선이 금리를 끌어올린 것

경제 침체에 대한 우려가 내년으로 넘어가는 분위기다. 작년 말에 0.3%였던 미국의 2023년 GDP 성장률은 1.3%까지 올랐고, 같은 기간 2024년 수치는 1.3%에서 0.6%로 하락했다 (그림 4). 기업분석가들도 예상보다 경기가 좋다는 점을 실적 추정치에 녹여내기 시작했다. 2분기 실적이 기대보다 강했고, 가이던스도 견조했다는 점도 반영됐다. S&P 500과 나스닥의 이익 수정 비율이 (+)로 전환됐으며 (그림 5), 컨센서스가 지속적으로 하향되던 S&P 500마저 상향됐다 (그림 6).

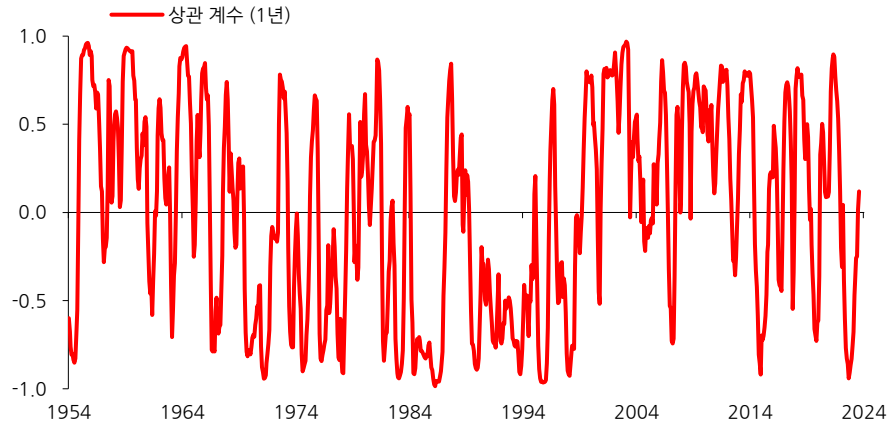
Top down과 Bottom up 양쪽으로 모두 미국 경제가 좋다고 암시하는 상황에서 금리 상승의 원인을 물가 부담으로 돌리는 것은 불합리하다. 7월에 전월 대비 일반 물가상승률은 +0.2%를 기록했다. 올해 남은 기간 +0.2%를 유지한다면 2023년 12월에 전년 동월 대비 물가상승률은 3% 밑으로 떨어진다 (그림 7). 10년물 금리가 내포하는 실질 경제 성장률이 1.4%까지 확대된다. 이는 시장 추정치와 유사하다.

중국 부동산, 고금리에 따른 소비 약화 그리고 이어질 고용 부진으로 경제가 약해진다는 다수의 의견을 반박하는 또 하나의 지표가 있다. BBB 등급 회사채의 10년물 국채 대비 스프레드는. 지난주 금요일 기준 스프레드는 1.56%p다. 경기 침체기에 비해서는 물론이고, 위기에 대해 걱정했던 2022년 6월의 2%p, 2016년 2월의 2.8%p, 2011년 12월의 3.2%p와 비교해도 낮다 (그림 8).

S&P 500 & 나스닥 밸류에이션: 일드갭 -1 표준편차까지 하락

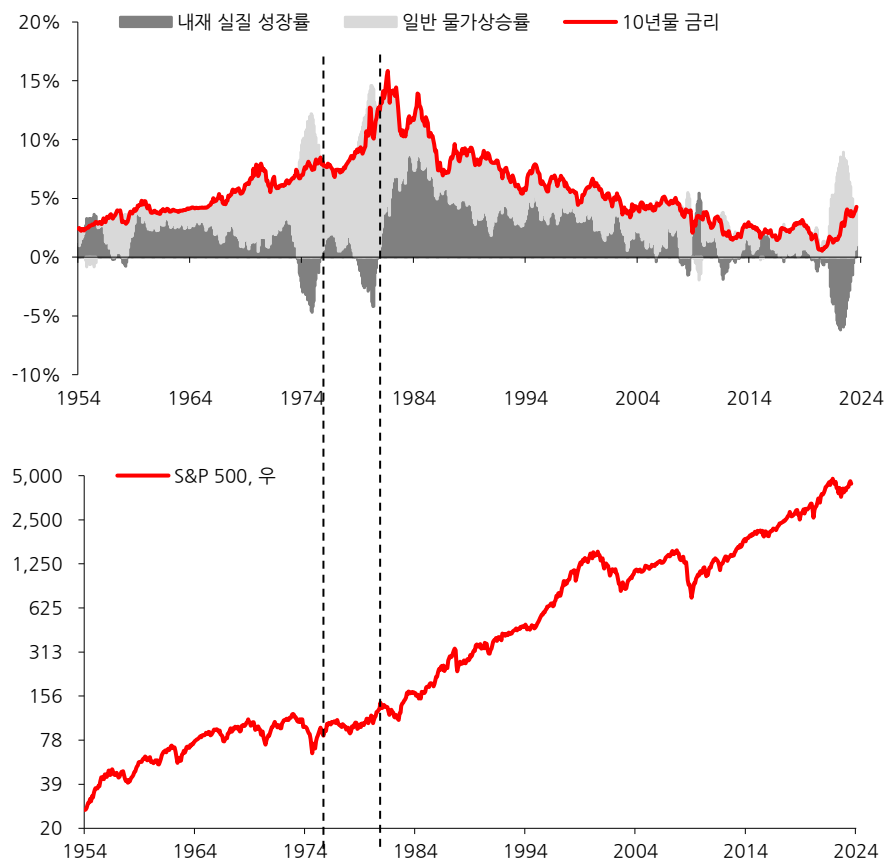
금리 상승을 견조한 경제가 견인했다면, 높아진 밸류에이션 부담에 대해서 다른 관점을 가질 필요가 있다. 경기를 믿는다면, 2024년 S&P 500과 나스닥의 EPS 성장률이 2023년에 비해 커지고, 2025년에도 증가세를 유지할 수 있다는 사실에 대한 신뢰도가 높아진다 (그림 9). PER은 할인율뿐만 아니라 성장률의 함수라는 점을 감안해야 한다. 2023년 PER과 일드갭은 역사적 평균에 비해 비싼 영역에 있지만, 2024-25년이 되면 매력도가 높아진다. 기간 조정은 이어지겠지만, 급락은 없을 것이다.

[그림1] 금리와 주가의 상관 관계



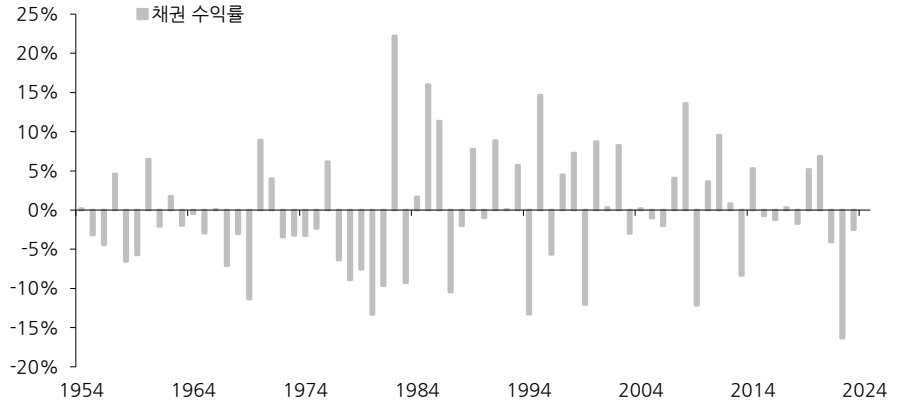
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 10년물 금리 분해와 S&P 500



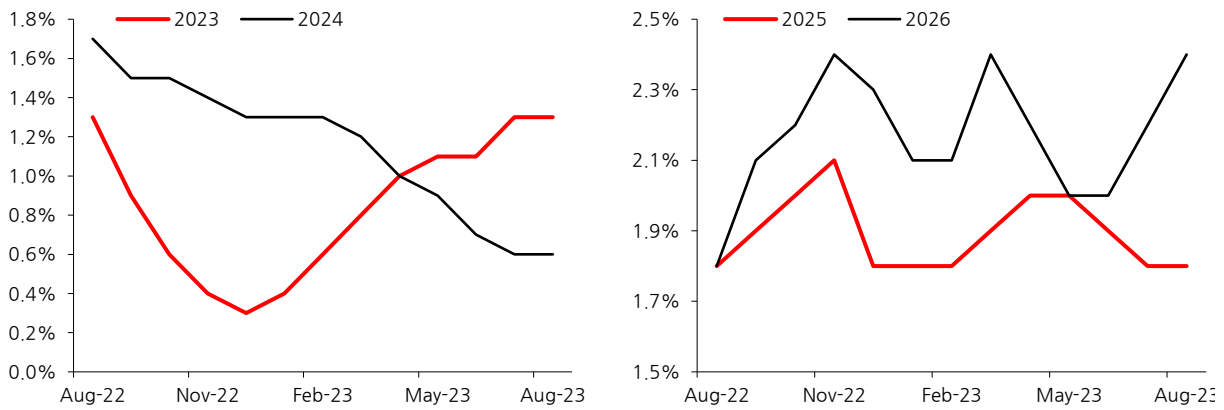
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 10년물 국채 수익률



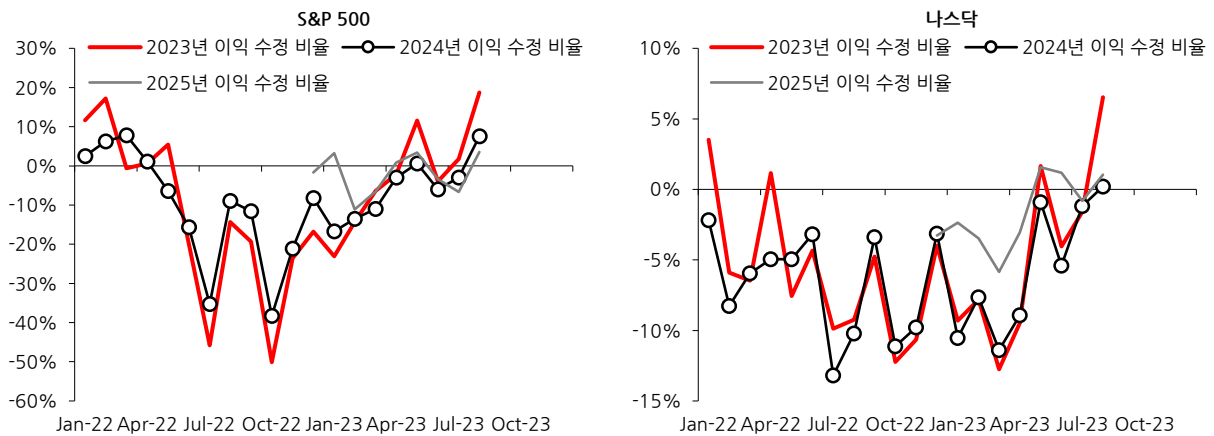
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 2023/24년 및 2025/26년 GDP 성장률



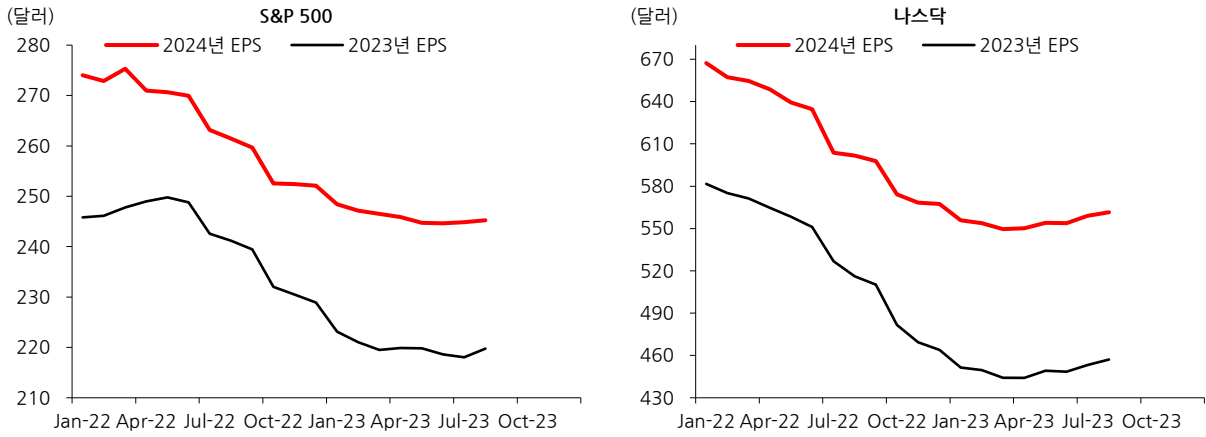
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] S&P 500 과 나스닥 이익 수정 비율



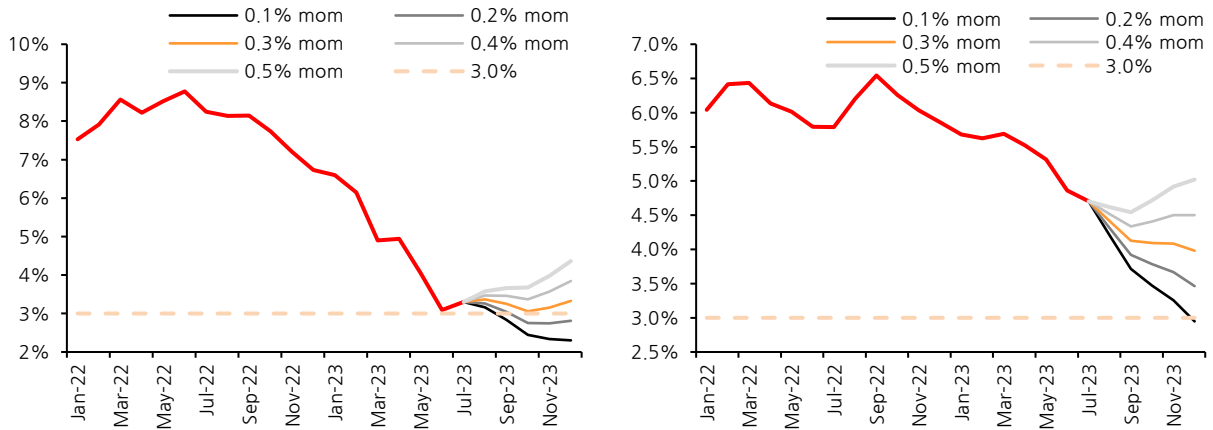
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] S&P 500 과 나스닥 추정치 변화



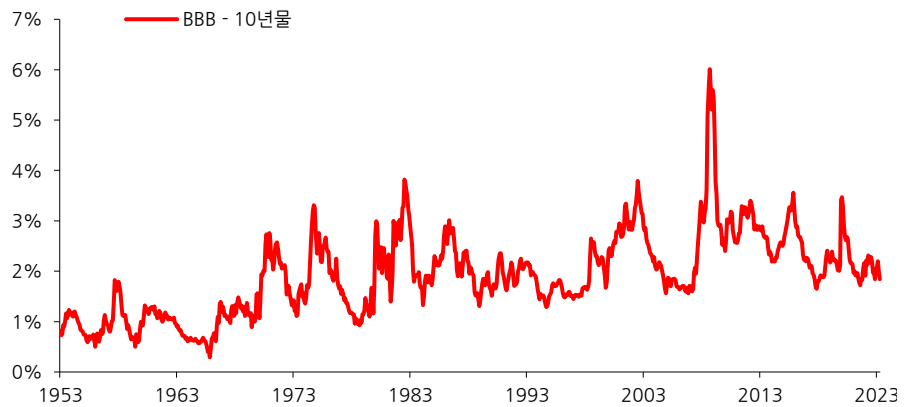
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 전월 대비 일반 및 핵심 물가상승률 가정에 따른 전년 동월 대비 물가상승률



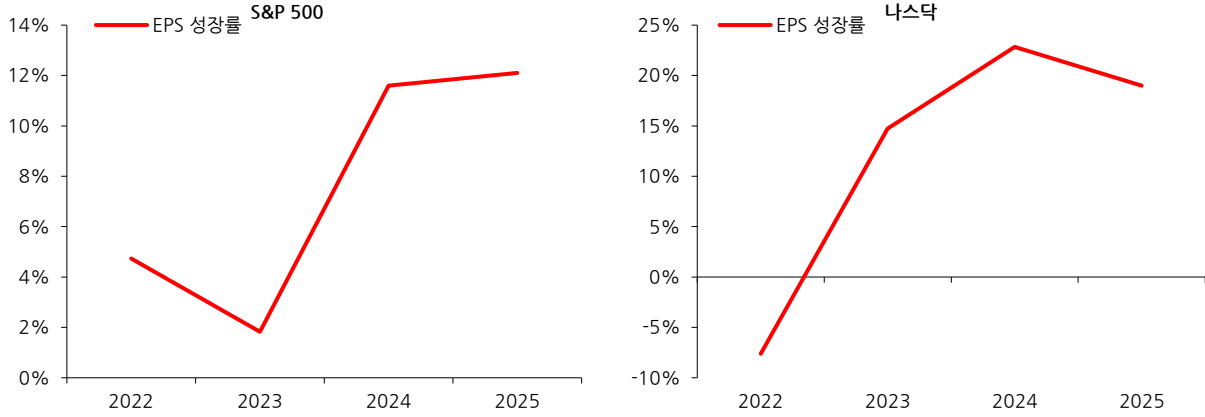
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 10년물 국채 대비 BBB 스프레드



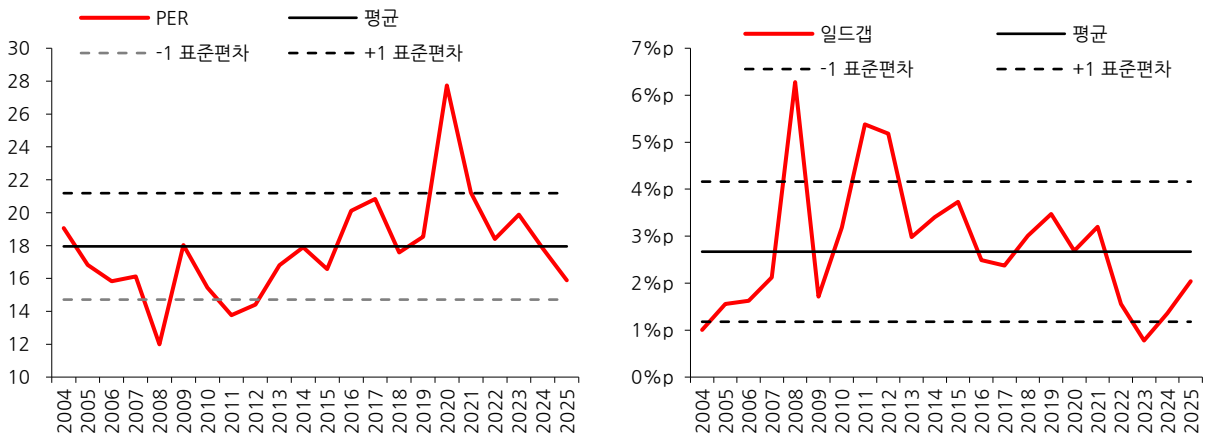
자료: FRED, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] S&P 500 과 나스닥의 EPS 성장률



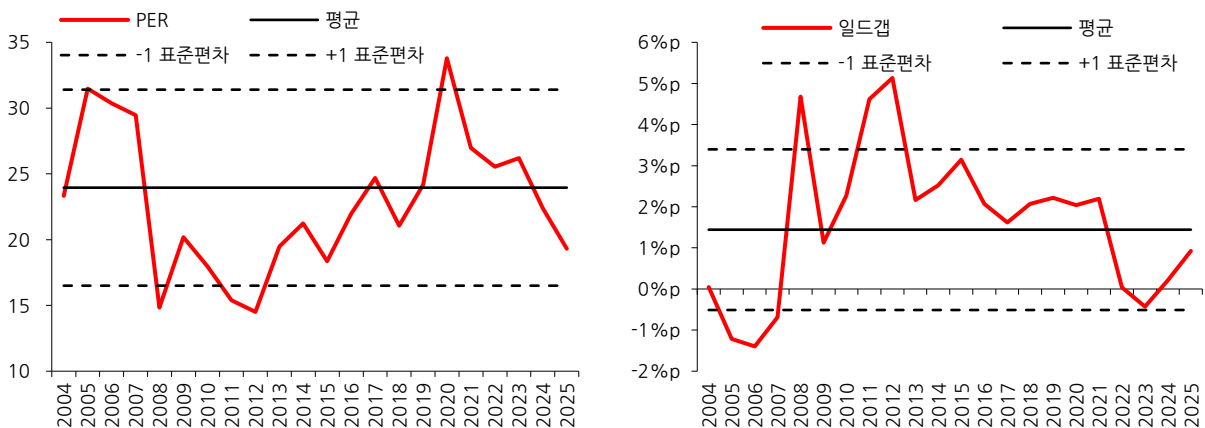
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] S&P 500 PER 과 일드갭



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 나스닥 PER 과 일드갭



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2023년 8월 22일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 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 다른 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: 2023년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.8%	5.6%	0.6%	100.0%