

매크로와 마이크로간 괴리에서 찾는 투자 포인트



2020년 2월 10일

리서치팀 이 동 호

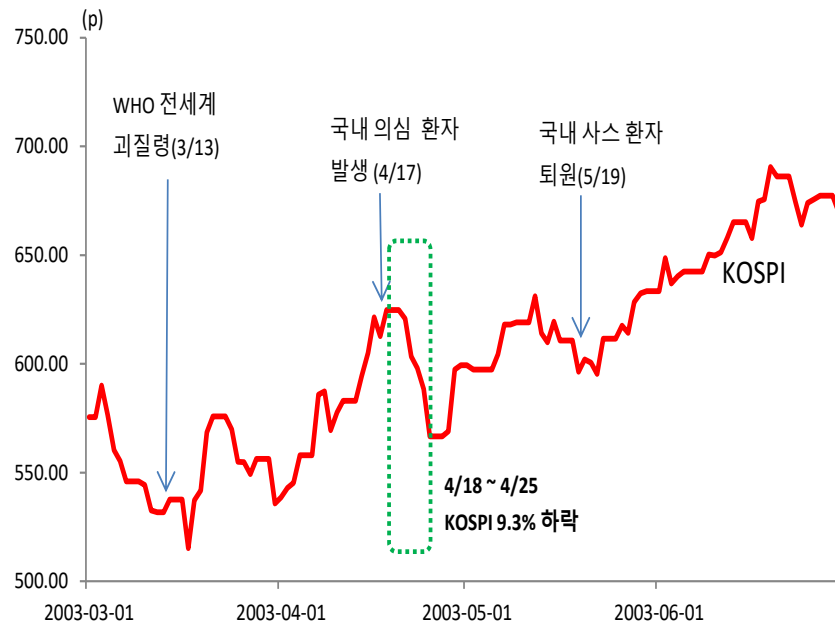
02) 2009 7062

dhlee@leading.co.kr

■ 사스, 메르스 사태 이상의 상황은 아닌 듯

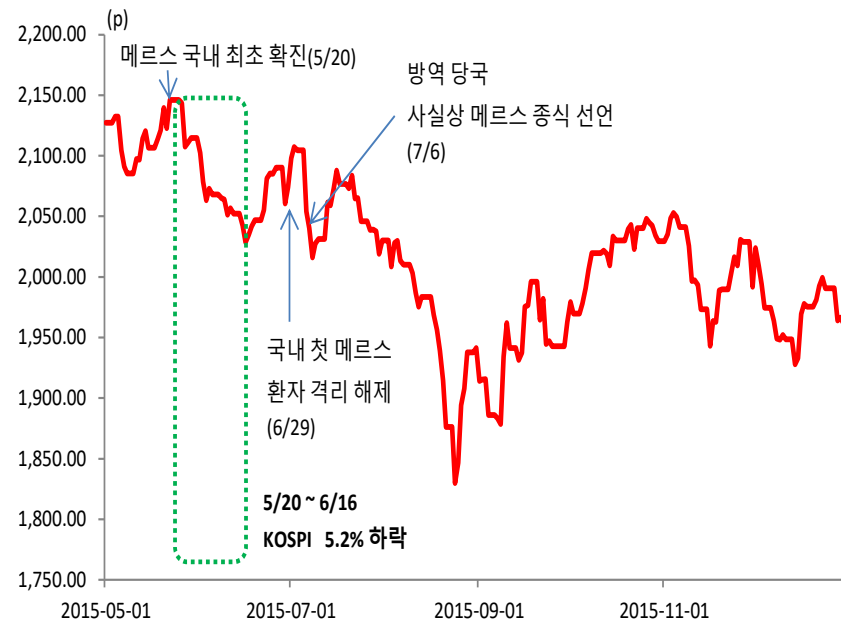
- 과거 사스, 메르스 때의 주가(KOSPI) 하락 기간과 폭은 사스는 5일(9.3% 하락), 메르스는 19일(5.2% 하락)
 - o 사스의 경우 이라크 전쟁(2003/3/20~4/14) 종료에 따른 불확실성 해소 효과가 겹쳐 주가 하락 기간이 짧았을 수 있음
- 신규 확진자 수는 사스(홍콩), 메르스(한국) 공히 D+20일경 부터 감소.. 주식시장도 신규 확진자수 감소 전후해서 회복
 - o 신종 코로나 바이러스의 경우 1/20 국내 첫 환자 발생 이후 현재(2/7)까지 18일 경과
- 기존 환자 완치 및 퇴원 사례, 치료제 관련 뉴스 등을 감안시 향후 악재로서의 강도는 약화될 전망

<사스와 주식시장>



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

<메르스와 주식시장>



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

■ 사스, 메르스 사태 때와 현 상황 비교

- 경기 국면 : 사스, 메르스 사태 발생 시기는 모두 경기 하강 국면, 현 상황은 경기 회복 초기 국면
 - o 2002.12~2005.4 경기하강 국면, 2015년의 경우 공식적(통계청)인 경기 하강 국면은 아니지만 경기 지표 부진 지속
 - o 특히 메르스 사태가 발생했던 2015년의 경우 중국발 디플레이션 우려감이 커지는 가운데 미국은 금리 인상을 준비한 상황
 - 이머징 마켓 주식시장 공포감이 확대되던 시기로 주가는 메르스 사태 해소 이후 일정 부분 회복하고 다시 하락
 - o 사스, 메르스 상황보다 더 심각한 상황으로 치닫지 않는 한 경기가 하강 국면으로 변하지 않을 전망
- 경제 정책 : 사스, 메르스 사태 때 공히 기준 금리 인하.. 경기 하강 국면하에서 등장한 악재였기 때문
현 상황의 경우 조업 중단 등으로 경기에 주는 부정적 영향 일부 있을 것이나 경기 국면이 사스, 메르스 때와 다르다는 점 감안하여 즉각적인 기준 금리 인하 가능성은 낮다는 판단(정책당국은 사태의 파장을 좀 더 지켜볼 전망)

■ 경제 구조, 경기 순환을 고려한 밴드 상단으로 상승하는 흐름 재개

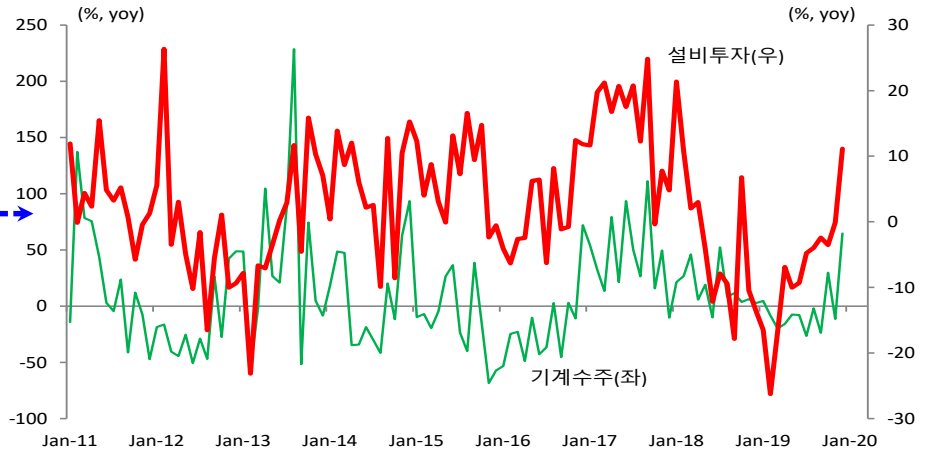
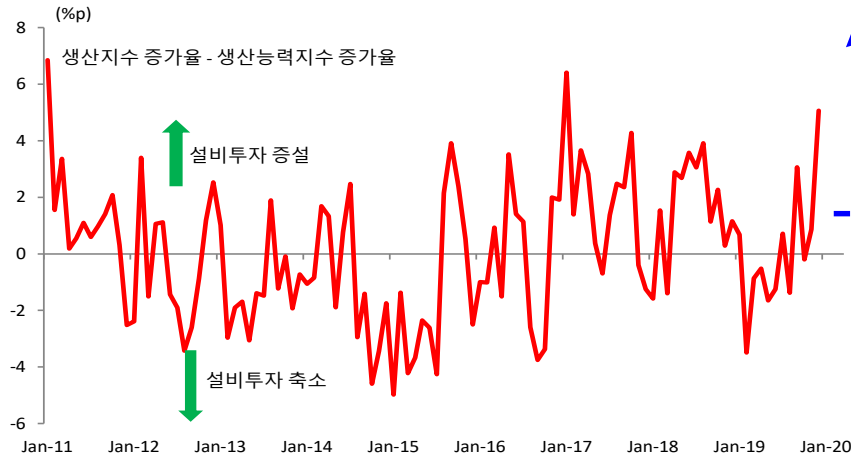
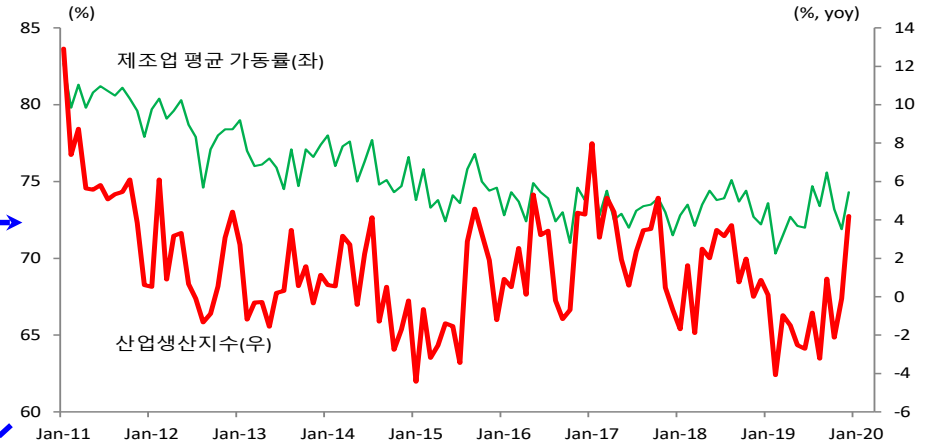
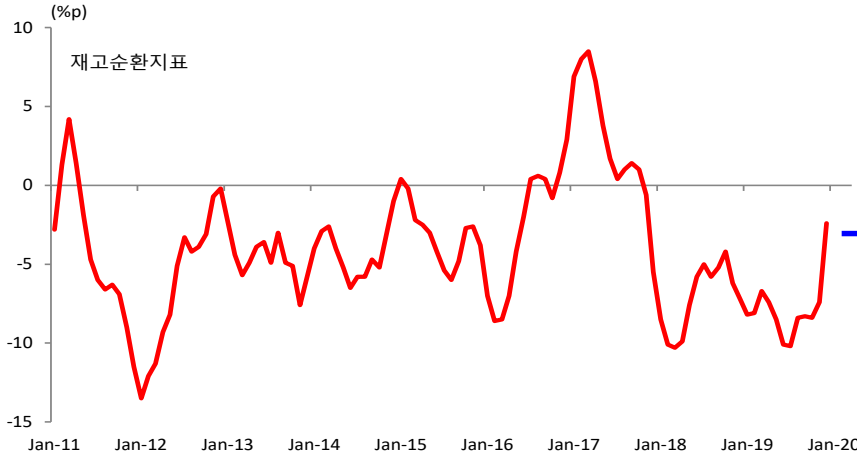
- 경제 구조 측면 : '저성장/저경기진폭', 경기 순환 측면 : '회복'
- 밴드 상단은 2,350p 수준, 밴드 상향 이탈시 반도체가 주도, 하향 이탈 여부는 돌발 변수 발생에 의한 경기 하강 전환



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

■ 순환적 회복의 경로를 단계적으로 밟아가는 흐름

- 재고순환지표(출하증가율 - 재고증가율) 회복 → 생산 및 가동률 회복 → 생산과 생산능력(캐파)간의 (+) 갭 확대 → 설비투자 회복

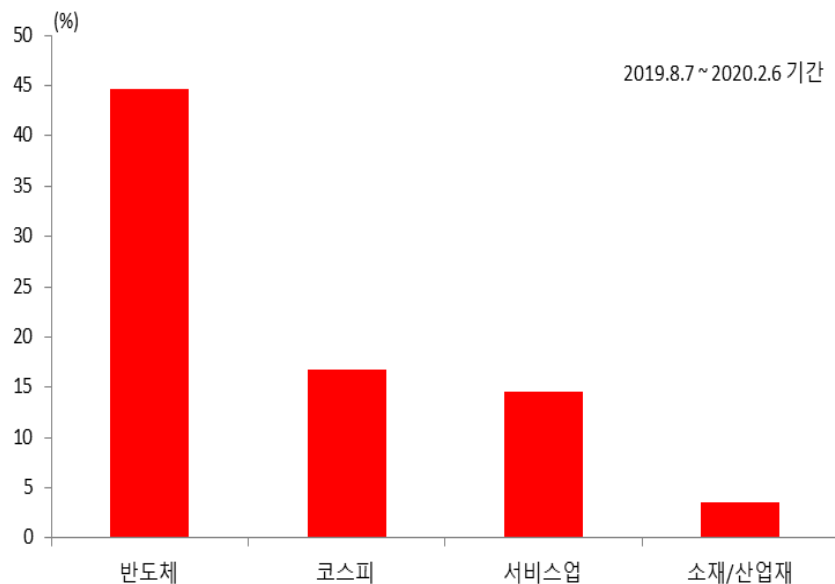


자료 : Dataguide, 리딩투자증권

■ 주가 흐름의 차별성

- 경기 회복을 반영하며 오른 작년 8월(8/7 저점) 이후 주가 흐름에서 '반도체 업종'이 압도적 우위, '서비스업'이 '소재/산업재'를 아웃 퍼폼
- 주식시장 상승이 경기 회복 국면을 반영했음에도 불구하고, '퀄리티 스타일'이 '밸류 스타일'을 아웃 퍼폼

<업종별 주가 상승률>



<스타일별 주가 상승률>

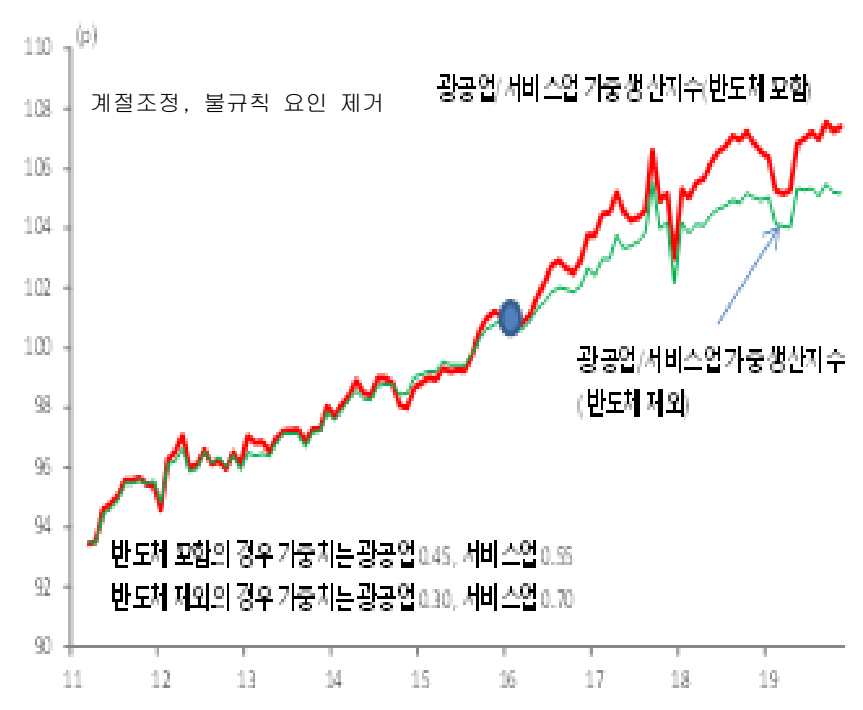


주 : 소재/산업재의 경우 화학, 철강, 기계, 건설 지수 평균
 자료 : Dataguide, 리딩투자증권

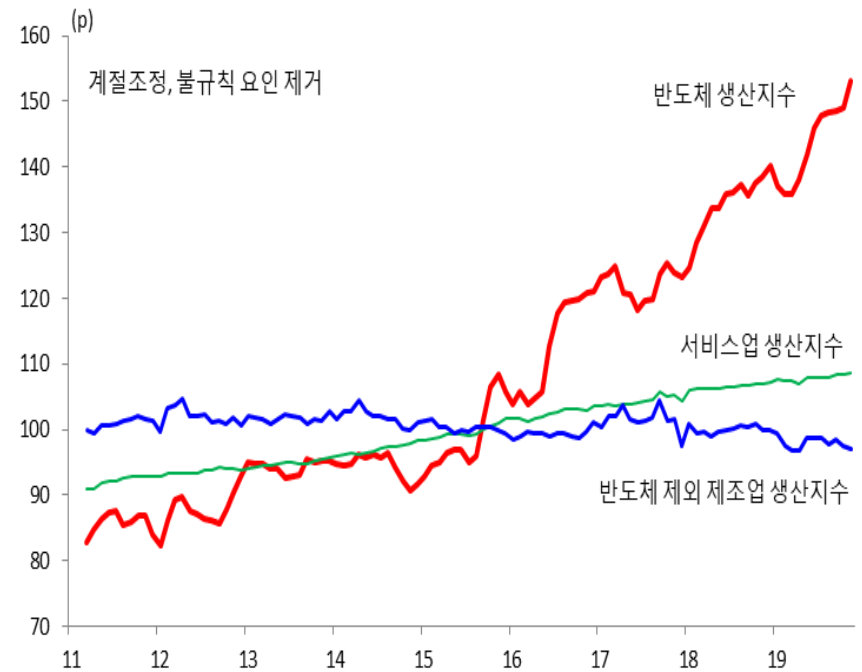
■ 반도체 > 서비스업 > 비반도체 제조업

- 2015년 이후 반도체/비반도체간의 성장성 갭이 갈수록 확대되는 양상
- 비반도체 제조업 생산의 경우 원지수 자체가 우하향하는 트렌드로 굳어지는 모습
- 반도체(반도체 가격 회복시) 업종, 퀄리티 스타일 비중 높은 서비스업(서비스업 가격은 제조업 대비 안정적) 주가가 경기 관련주 대비 우월한 주요 근거

<경기 지표에서도 업종간 명암이 엇갈림>



자료 : Bloomberg, Dataguide, 리딩투자증권

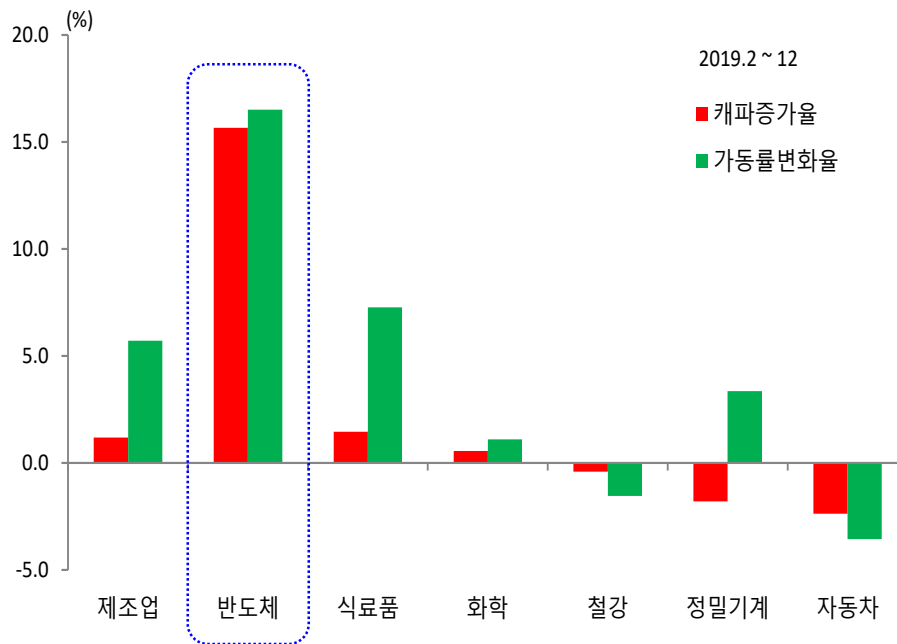


자료 : Bloomberg, Dataguide, 리딩투자증권

■ 설비투자도 반도체 업종이 주도

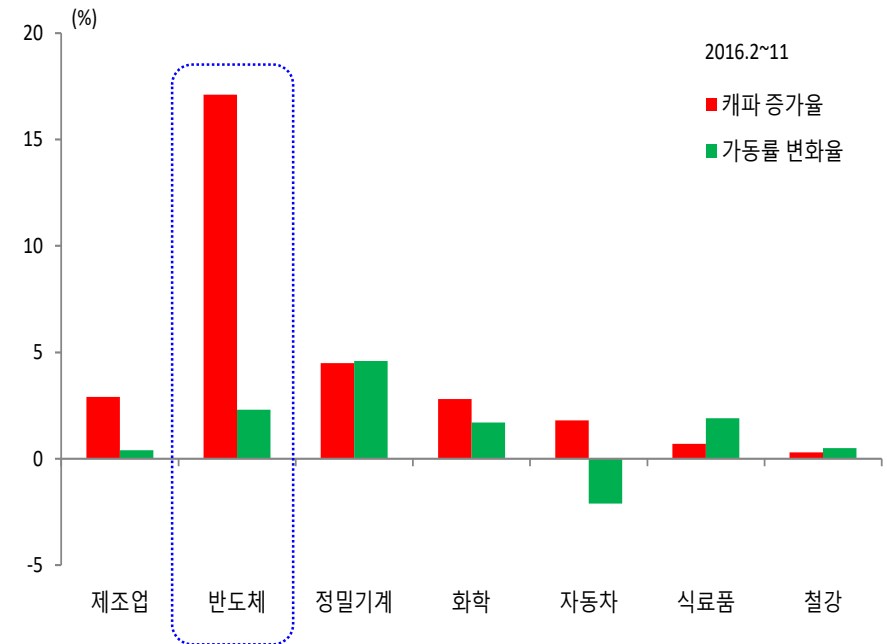
- 설비투자 회복은 생산능력 확대를 통해 경기 회복의 지속성, 매출액 회복 등을 시사
- 업종별 설비투자 대응변수로 업종별 생산능력지수를 통해 판단시 반도체 제외 메이저 제조업종들은 여전히 부진
- 설비투자 회복의 업종별 확산 측면에서는 직전 경기 회복 초기 국면(2016년) 대비 내용면에서 부진
- 금년 반도체 신규 투자 재개 가능성 고려시 반도체/비반도체간 생산능력 차별화는 더 확대될 전망

<금번 설비투자 회복 국면에서의 업종별 캐파 변화율>



자료 : KOSIS, 리딩투자증권

<직전 설비투자 회복 국면에서의 업종별 캐파 변화율>

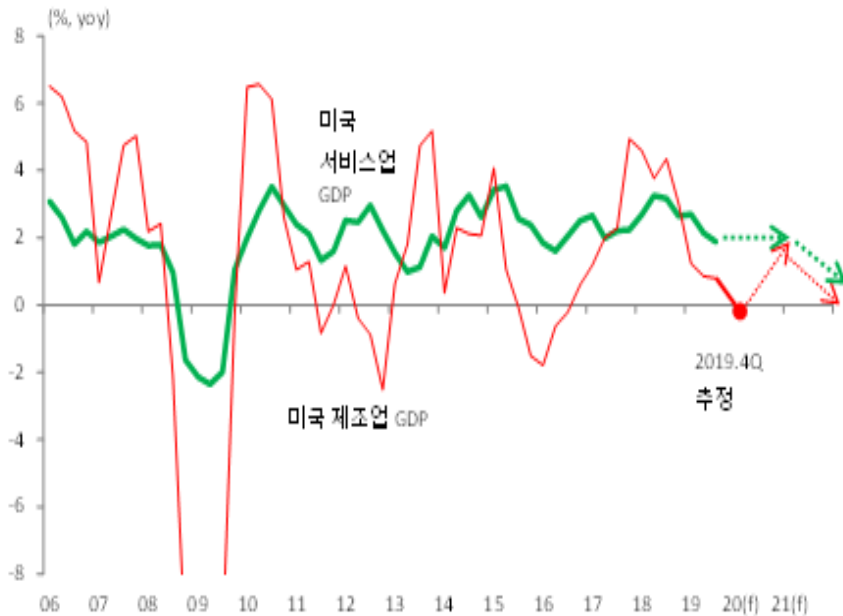


자료 : KOSIS, 리딩투자증권

■ 설비투자 심리에 '대선 이후의 미국 경제 상황', '글로벌 제조업 경기 순환 주기' 등이 고려될 것

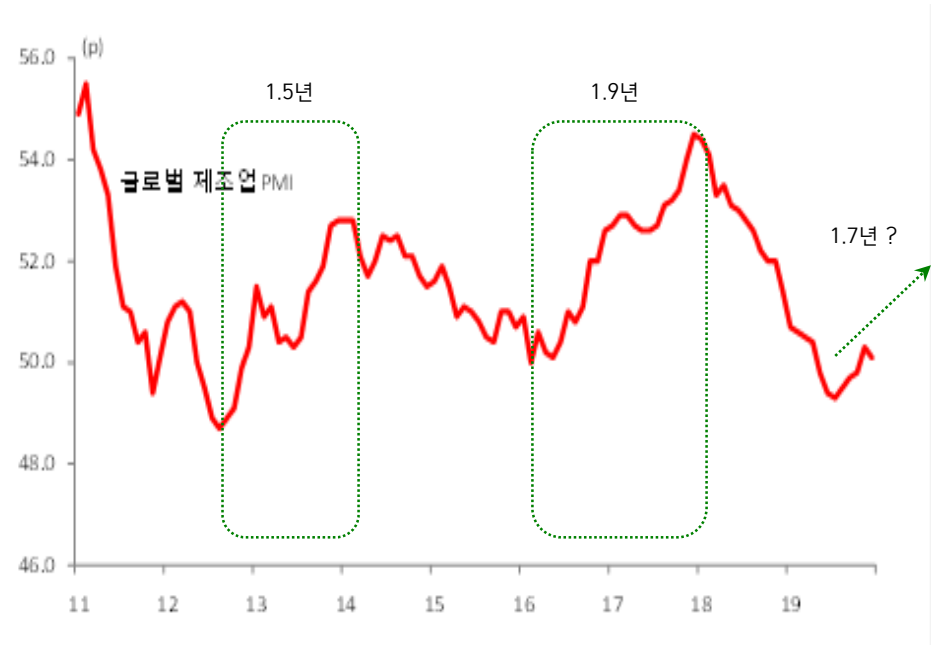
- 미 대선 이후 경기 부양 정책 모멘텀 약화 가능성, 2단계 미중 무역 협상과 관련된 양국간 갈등 재개 가능성이 큰 변수
- 위 가능성이 글로벌 제조업 경기 상승 주기에 긍정적일 수 없음
 - 과거 평균 주기 고려시 2021년 1/4분기중 글로벌 제조업 경기의 정점이 될 가능성 있음
- 글로벌 경기 상황에 주로 연동될 비반도체 제조업 부문의 설비투자는 향후 본격적 회복이라기 보다는 기존에 억눌렸던 수요의 일정 부분만 회복될 확률이 높음

<미국 제조업 및 서비스업의 경기 순환>



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

<글로벌 제조업 경기의 상승 주기>

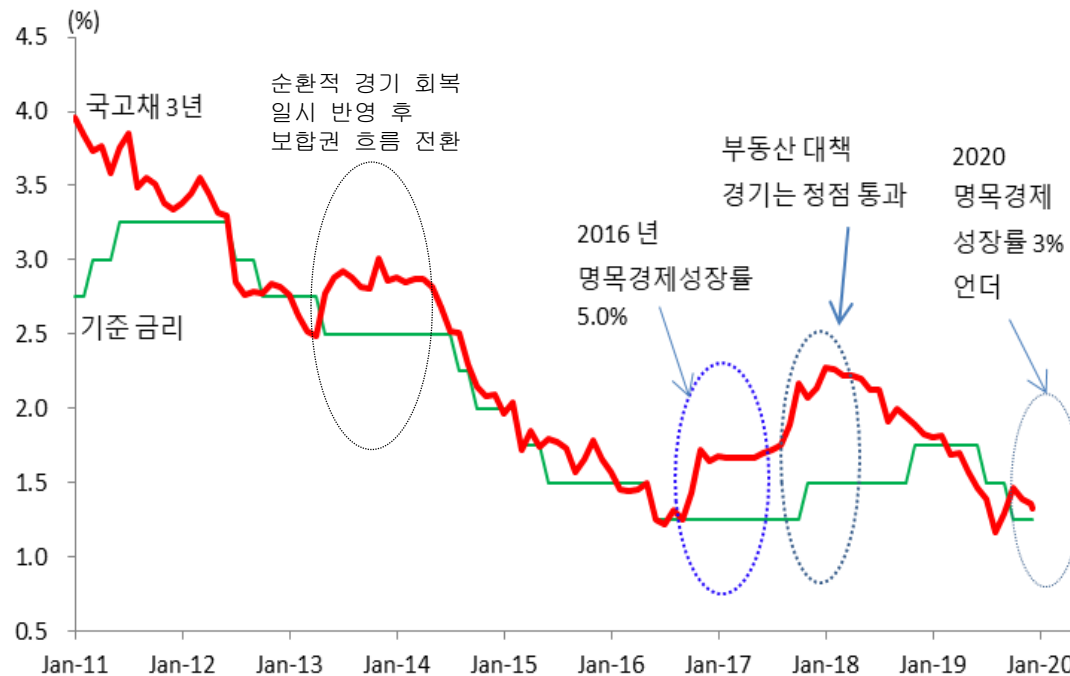


자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

■ 좁은 박스권내 등락 예상

- 반도체 업종이 주로 끌고 가는 경제 흐름.. 반도체의 산업연관효과가 적어 지표 경기와 체감 경기간 괴리 존재
- 내년 경제 리스크 요인(미국경제, 미중 무역협상, 글로벌 제조업 경기 순환 주기)과 내년 초 미국 금리 인하 가능성 등이 국내 금리 흐름에 반영될 전망 → 좁은 박스권 내 등락 예상(작년 평균 금리 > 금년 평균 금리)

<좁은 범위내의 등락이 예상되는 금리 : 저금리 기조 유지될 것>



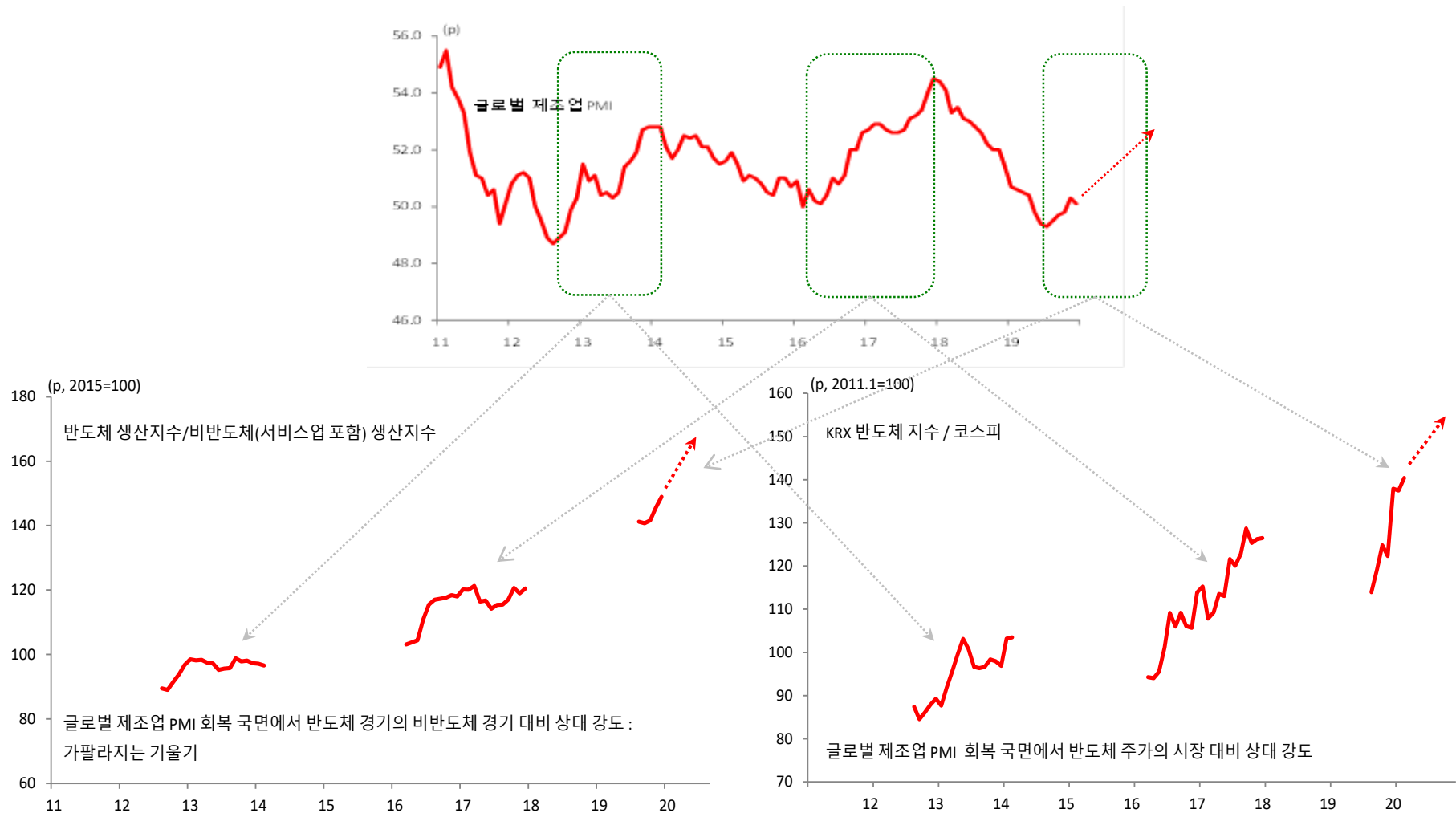
자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

- 잠재성장과 인플레이 압력이 낮아지는 경제 구조로 인해 순환적 경기 회복시 이를 일시에 반영하고, 보험권 흐름으로 전환하는 양상이 이번에도 반복될 수 있음(전술한 2021년 글로벌 경제 리스크 요인에 기인)
- 직전 순환적 회복 국면인 2016~17년과 비교시 당시 명목경제성장률이 5 % 초반대 수준이었는데 금년은 3 % 언더 예상
→ 신종 코로나 사태 이후 금리가 순환적 경기 회복을 일시 반영하더라도 그 강도는 약할 가능성 높음
→ 2016년과 현재의 기준금리는 동일한데 기준금리 대비 스프레드는 그 당시보다 낮을 가능성 높음

■ '여전히 성장에 목마르고, 금리는 계속 낮다' → 성장성에 대한 프리미엄 더 확대

- 비반도체 경기의 지지부진한 흐름 지속
 - 밸류 트랩성 업종/종목군 다수 존재 가능성
- 저금리 기조 지속으로 성장/퀄리티 스타일의 예상 이익 할인율은 여전히 낮을 것
 - 예상 이익의 현재 가치가 축소될 여지 적음
- 비싸더라도 뚝뚝한 업종/종목에 대한 멀티플 프리미엄이 오히려 더 확대
 - 저성장/저경기진폭/저금리 구조가 유발하는 주식시장 내부의 양극화 현상(새로운 현상은 아님) 지속

■ 경기 회복 국면 + 반도체 경기의 비반도체 경기 대비 상대 강도 강화 + 반도체 가격 회복 + 반도체 밸류에이션 프리미엄 강화 환경

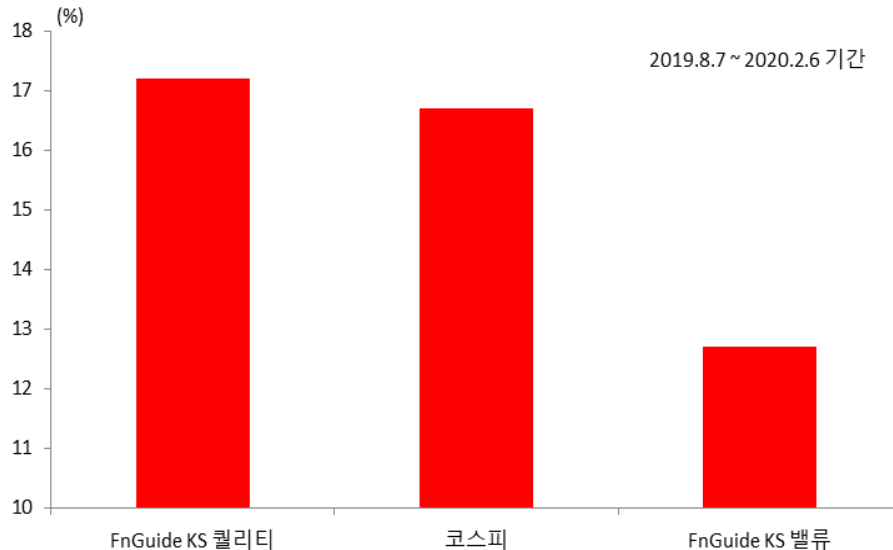


자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

■ 낮은 경기 변동성 + 성장성 프리미엄 강화 환경(저성장 경제) + 저금리 기조 + 밸류에이션 논리 퇴색

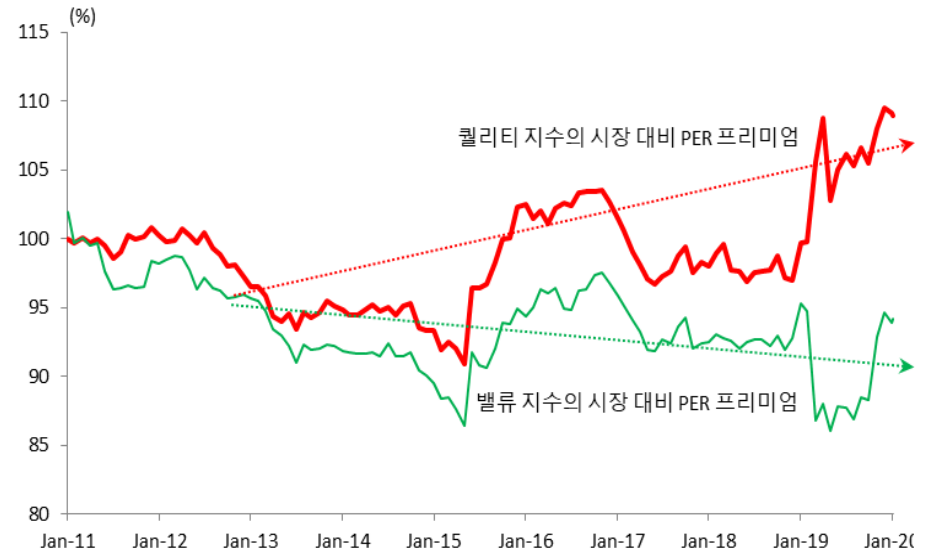
- 경기 회복시 밸류 스타일이 우세할 수 있으나 비반도체 경기는 상대적으로 부진 → 퀄리티 스타일의 우위
 - 퀄리티 스타일의 성과 호조세가 이어질 환경 지속
 - 전체 경기지표는 회복되지만 반도체 업종 위주의 회복, 특히 비반도체 제조업의 상대적 열위 지속
 - 밸류에이션 멀티플은 시장 대비 높더라도 ROE 레벨이 높고, 변동성 작은 업종/종목에 대한 선호도가 강할 환경 지속
 - 저성장 국면 접어든 2011년 이후 퀄리티 스타일의 시장 대비 멀티플 프리미엄은 확대세
- : 낮은 경기 변동성, 성장성 프리미엄 강화 환경(저성장 경제), 저금리 기조, 밸류에이션 논리 퇴색

<작년 KOSPI 저점(8월) 이후 스타일별 성과>



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

<멀티플 프리미엄에 있어 퀄리티와 밸류간의 엇갈린 방향성>



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.