

# 연초 전망 때와의 비교



2020. 6. 15

리서치팀 이 동 호

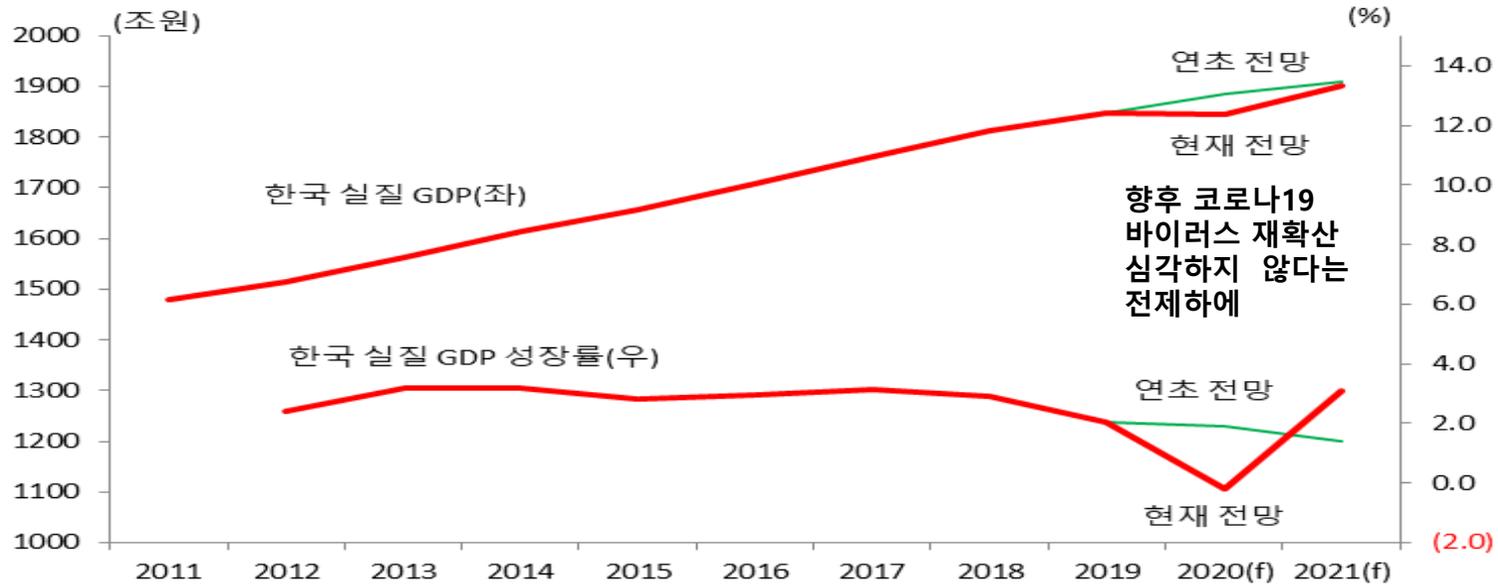
02) 2009 7062

dhlee@leading.co.kr

## ■ 연초 전망 때와 비교시 2020~2021년 평균 성장률은 큰 차이 없고, 내년까지의 방향성 전망은 현 시점이 긍정적

- 코로나19 사태 없었다면 2021년에 미국 경제 리세션 가능성 농후.. 코로나19 사태가 앞당겨 반영해 버려 경기 방향성이 변경
- 2020~2021 평균 성장률은 1% 중후반대로 연초 전망과 현 시점 전망간에 큰 차이 없음(역대급 고강도 정책 집행에 기인)
- 현재는 '향후 경기 침체 지속'이 아닌 '하반기부터의 회복'을 기대하는 시점이라는 점이 중요.. 2021년 상황도 프라이싱하는 시기 (정부부채 축소정책은 경제 정상화와 인플레이션 압력이 충분히 높아진 뒤로 전제. 빨라도 2021년 하반기로 전망)

<GDP 경로상의 변화>



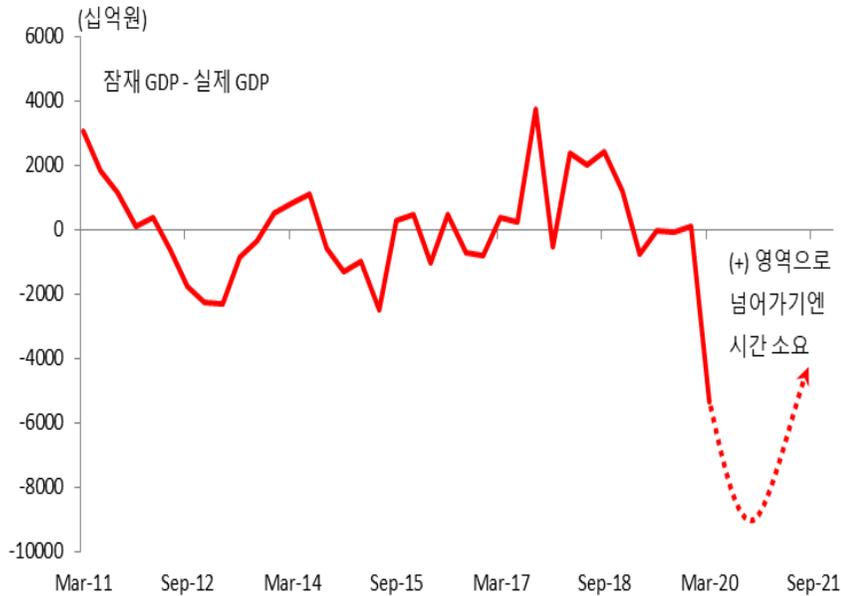
주 : 2020~2021년에 대한 현 시점 전망치는 한국은행 전망치(2020.5) : 2020년 -0.2%, 2021년 +3.1% 활용  
 연초 전망치는 당사 전망치 : 2020년 +1.9%, 2021년 +1.4%

자료 : 한국은행, 리딩투자증권

■ '2020년 상대적 高, 2021년 상대적 低' → '2020년 상대적 低, 2021년 상대적 高' 흐름으로 경로 변화

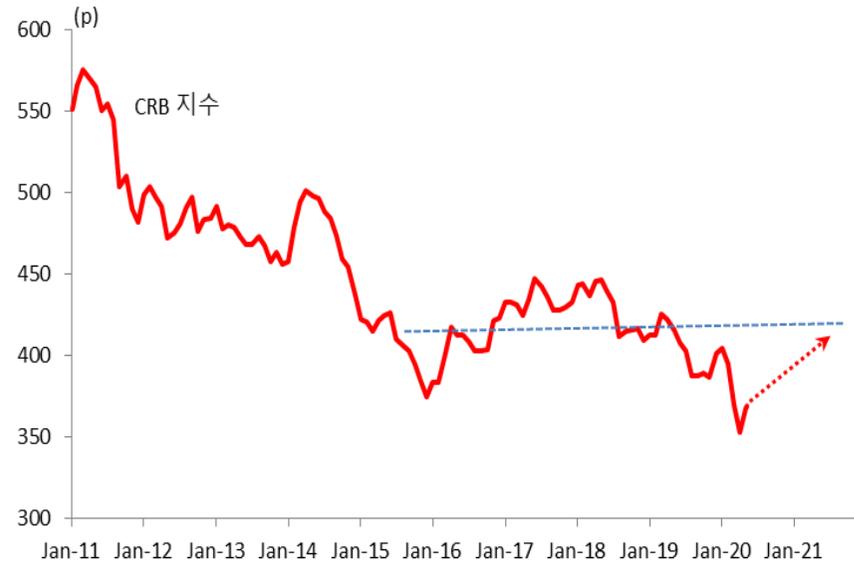
- 수요 측면 인플레 압력(GDP 갭)은 2021년 들어서야 거론될 것으로 예상
- 공급 측면 인플레 요인(원자재 가격 등)도 2021년은 되어야 최근 2~3년 평균치를 상회할 전망
- 최소한 금년 중에는 인플레이션 압력이 고강도 부양 정책의 걸림돌로 작용하지 않을 전망

<수요 측면 인플레이션 요인>



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

<공급 측면 인플레이션 요인>

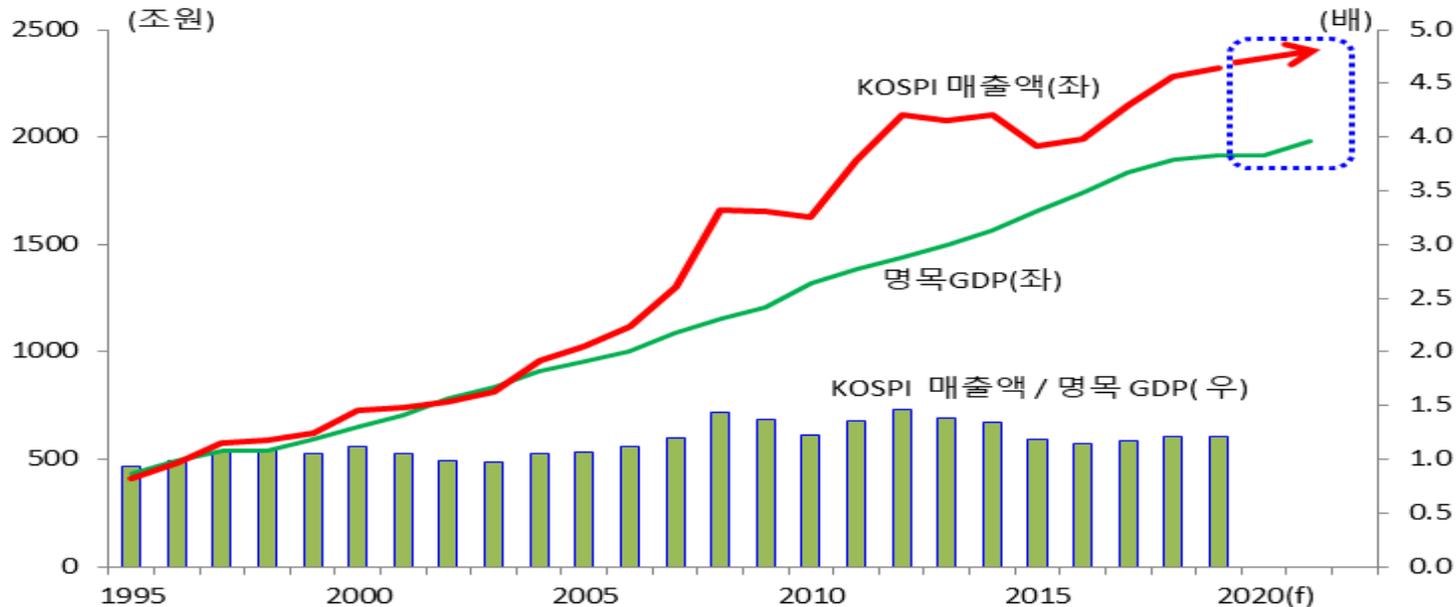


자료 : Dataguide, 리딩투자증권

## ■ 기업 매출액 측면에서도 연초 시점보다 현 시점에서의 예상 경로가 긍정적

- 명목 경제 성장률이 '2021년 > 2020년'일 가능성 높다는 점이 연초 전망과 다른 상황 → 기업 매출액 경로도 마찬가지로 흐름
- 연초 전망시 2020년 대비 2021년 둔화 전망 vs. 현 시점(상반기말)에서는 2020년 대비 2021년 모멘텀 강화 예상
- 연초 보다 현 시점에서의 전망치가 더 낮은 원자재 가격, 금리 등 주요 비용 요인은 이익 측면에서의 긍정적 고려 대상

<명목 GDP 경로와 함께 가는 매출액>



주 : 2020~2021 명목 GDP 전망치 : 실질 GDP의 경우 한국은행 전망치(2020년 -0.2%, 2021년 +3.1%) 사용,  
 GDP 디플레이터는 2020년 +0.1%, 2021년 +0.5% 예상  
 자료 : 한국은행, 리딩투자증권

■ 연초 전망 때보다 크게 낮아진 금리 전망치.. 정책 당국의 금리 상단 통제 가능성도 고려 대상

- 경제 정상화 및 인플레이 압력 이슈화 이전까지 정책 당국의 금리 상단 통제 가능성 존재
- 역대급 고강도 부양 정책에 따른 하반기부터의 경기 회복과 이에 따른 코로나19 관련 부가가치 손실 만회를 전제(p2 GDP 경로) 한다면 경제 정상화 이전까지의 초저금리 정책은 주식시장이 연초 전망 때와 비교시 덤으로 누릴 수 있는 요인
  - 경기 상황에 크게 영향받지 않고, 초저금리 혜택이 상대적으로 더 큰 성장 스타일 주식에 더 긍정적인 효과 줄 것

<금리 경로상의 변화>

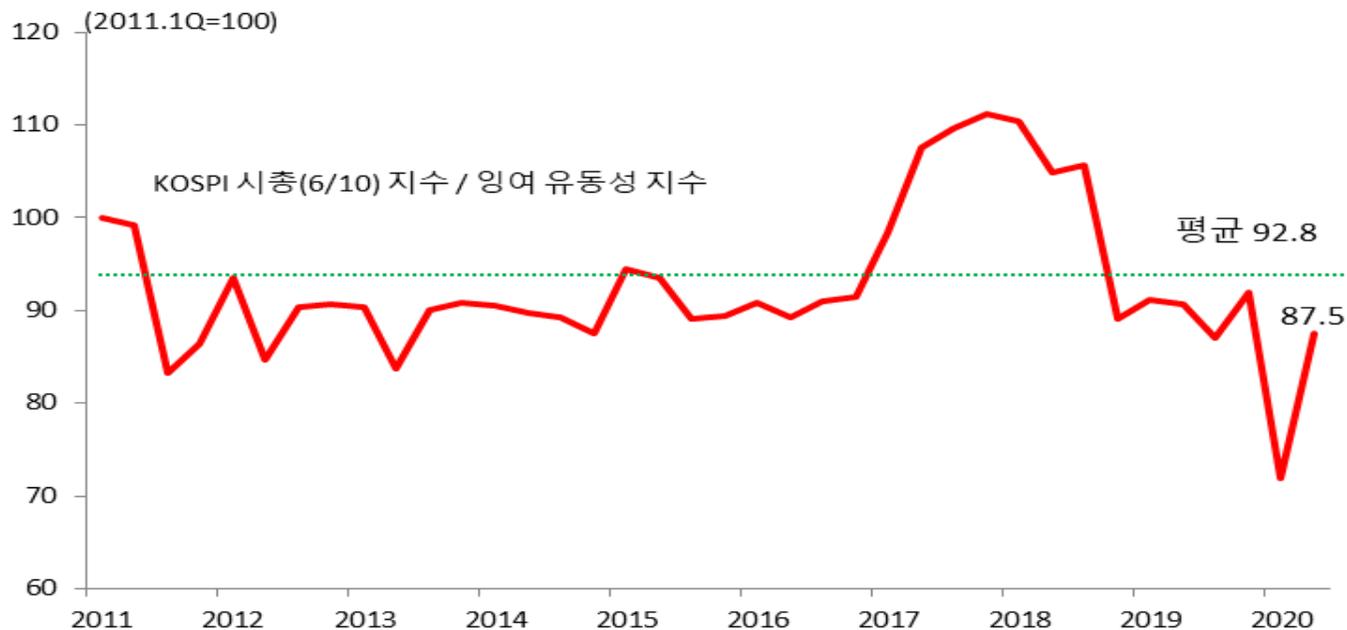


자료 : Dataguide, 리딩투자증권

## ■ 연초 전망 때보다 크게 확대된 잉여 유동성

- 코로나19 사태가 없었다면 현 시점에서의 잉여 유동성은 경기 회복세로 인해 축소되고 있었을 것
- 아직 경기 회복 초입 국면인데다 고강도 통화완화 정책 지속될 전망임을 고려시 당분간 잉여 유동성 여유는 충분할 것
- 채권, 부동산 투자 메리트가 역사적으로 낮아진 상황 → 주식시장에 긍정적 요인

<잉여 유동성 대비 시총 비율은 여유 있음>

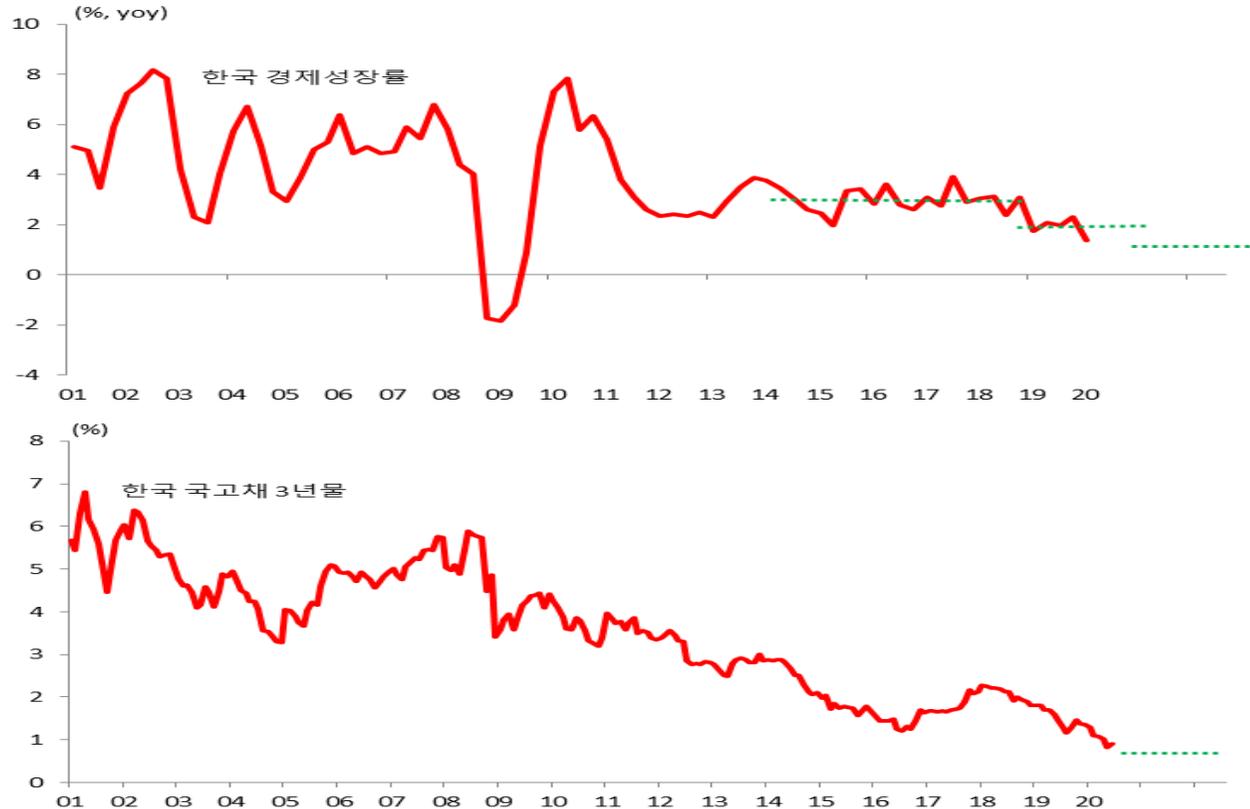


주 : 잉여유동성은 케임브리지 학파의 현금잔고수량설(m=kpy)을 활용하여 추출  
 자료 : 한국은행, 리딩투자증권

## ■ 연초 전망 때보다 장기 성장성 측면은 약화

- 경제 정상화 이후 2022년부터는 디레버리징 과제 등장할 전망 → 장기 성장성 약화는 불가피
- 2022년에는 경기 순환상의 단기적인 다운 턴도 있을 수 있음
- 단, 주식시장이 그 상황을 금년 중에 선반영하기에는 아직 이른 시기라 판단

<장기 성장성은 약화 예상>



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

## ■ 코로나19 사태가 더 강화시킨 저성장, 초저금리 환경하에서 '성장 스타일'이 약진

- 연초 시점보다 장기 성장성 이슈는 더 강화, 금리는 연초 전망 대비 레벨 다운된 전망 기조 → 성장주 프리미엄 더 강화
  - o 예전의 성장 및 가치 멀티플간의 '평균 회귀(mean reversion)' 현상보다는 '발산(divergence)'의 관점에서 판단할 필요
- 삼성전자도 성장주로 판단시 성장 스타일의 퍼포먼스 호조세는 더 강화될 전망(시스템 반도체 비즈니스 강화 고려할 필요)
- 예전보다 높은 시장 PER을 해석하는 논리, 종목 선택의 논리가 되는 부분

<금년 들어 뚜렷해진 성장 스타일의 약진>



주 : KOSPI 시총 탑 20종목중 성장 스타일 종목(삼성전자, 하이닉스 제외)은 MKF 순수성장 지수(FnGuide 제공)내 종목에 삼성바이오로직스, 카카오를 추가하여 삼성바이오로직스, NAVER, 셀트리온, LG화학, 삼성SDI, 카카오, 엔씨소프트 등 7 종목으로 판단하였음  
 자료 : FnGuide, 리딩투자증권

<KOSPI 시총 탑 20 종목 당기순이익 추이 및 전망>

구분		(억원)				
		2017	2018	2019	2020(f)	2021(f)
삼성전자	A	413,446	438,909	215,051	242,649	361,720
SK하이닉스		106,415	155,401	20,133	46,175	87,949
삼성바이오로직스	성장주(B)	-970	2,241	2,029	2,518	3,891
NAVER		7,729	6,488	5,831	7,814	11,264
셀트리온		3,825	2,618	2,976	4,935	6,318
LG화학		19,453	14,726	3,134	7,270	13,128
삼성SDI		6,572	7,012	3,565	5,430	10,114
카카오		1,086	479	-3,010	3,281	4,537
엔씨소프트		4,410	4,182	3,582	8,237	10,357
현대자동차	C	40,328	15,081	29,800	25,981	40,468
LG생활건강		6,064	6,827	7,781	8,255	9,510
삼성물산		6,398	17,128	10,501	10,734	12,436
현대모비스		15,682	18,888	22,907	18,530	26,436
SK텔레콤		25,998	31,279	8,899	13,921	20,710
SK		16,774	22,531	7,173	9,229	13,848
POSCO		27,901	16,906	18,351	13,368	21,010
신한금융지주		29,188	31,567	34,035	30,502	31,850
KB금융지주		33,114	30,612	33,118	28,983	31,295
기아자동차		9,680	11,559	18,267	13,473	21,718
한국전력		12,987	-13,146	-23,455	9,345	12,939
계 1(삼성전자, 하이닉스 포함시, D)		786,081	821,289	420,666	510,629	751,498
계 2(삼성전자, 하이닉스 제외시, E)		266,220	226,979	185,482	221,805	301,829
B / D(비중)	5.4%	4.6%	4.3%	7.7%	7.9%	
B / E(비중)	15.8%	16.6%	9.8%	17.8%	19.7%	
(A + B) / D(비중)	71.5%	77.0%	60.2%	64.3%	67.8%	
B 증가율		-10.4%	-52.0%	118.1%	51.0%	
(A + B) 증가율		12.5%	-59.9%	29.6%	55.1%	
C 증가율		-15.6%	-11.6%	8.9%	32.9%	

주 : 2020, 2021년 당기순이익 전망치는 Bloomberg 컨센서스(6/9) 기준  
 자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

## ■ 시총 비중 높아진 성장주 이익 흐름의 상대적 강세 환경 지속 → 예전과 다른 마켓 밸류에이션 논리 필요

- KOSPI 시총 탑 20 종목 내 성장주의 이익 비중, 이익 성장률 호조세 지속
- 중장기 경제 환경 측면에서 성장 스타일의 이익 비중, 이익 성장률의 상대적 호조 지속 예상
- 시총 비중 높아진 성장주 멀티플 프리미엄 확대가 마켓 멀티플 흐름 주도 예상
- 예전의 '평균 회귀(mean reversion)' 논리보다는 성장, 가치 스타일 멀티플간의 '발산(divergence)' 환경하에서 마켓 밸류에이션 논리를 찾을 필요
  - 성장주 시총 비중이 더 높아질 경제 환경하에서는 마켓 멀티플 레벨도 더 높아질 수 있음
  - 따라서 마켓 멀티플 레벨 판단에 대한 기존의 '역사적 비교 논리'에는 무리가 있을 수 있음

**▶ 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.