

핵심 변수화 될 금리



2020. 9. 16

리서치팀 이 동 호

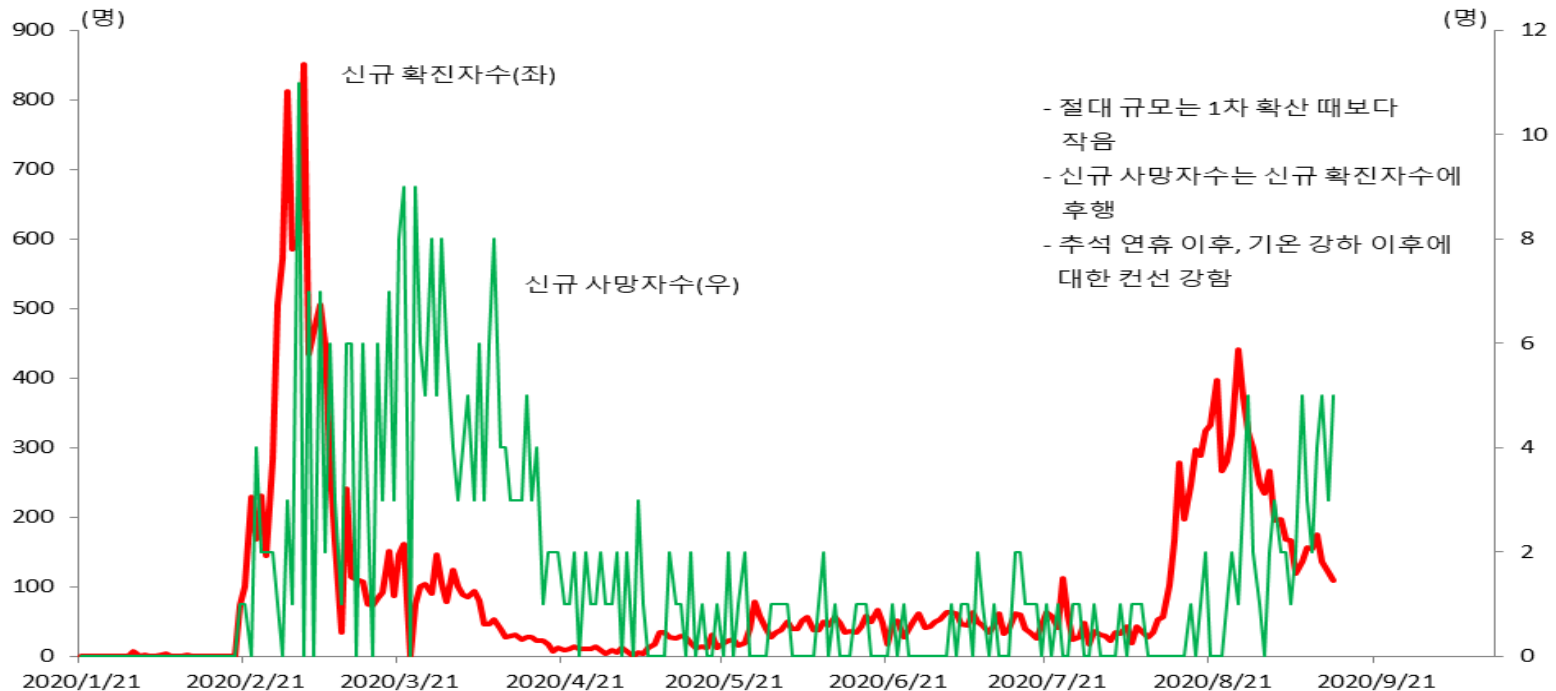
02) 2009 7062

dhlee@leading.co.kr

■ 상시적인 바이러스 리스크 → 어정쩡해지는 매크로 기대 심리 → 매크로를 뛰어 넘는 +α에 대한 갈구

- 상시적 바이러스 문제는 잠재된 악재 vs. 학습 효과, 백신 개발 노력, 정부의 부양 정책 스탠스 유지
- 아직 경제 정상화가 되지 않은 상황이기 때문에 '정책실기는 없다', '백신은 개발된다'는 기대심리가 금융시장 내에 형성되어 있는 상황
- 역대급 잉여 유동성이 우려감 잠재되어 있는 매크로 환경 극복할 +α 보유군(스타일, 테마 등)에 프리미엄을 더 부여하는 흐름 지속중

<코로나19 신규 확진자 및 사망자수 추이>



자료 : WHO, 리딩투자증권

■ 신통치 않을 매크로 환경에 대한 인식

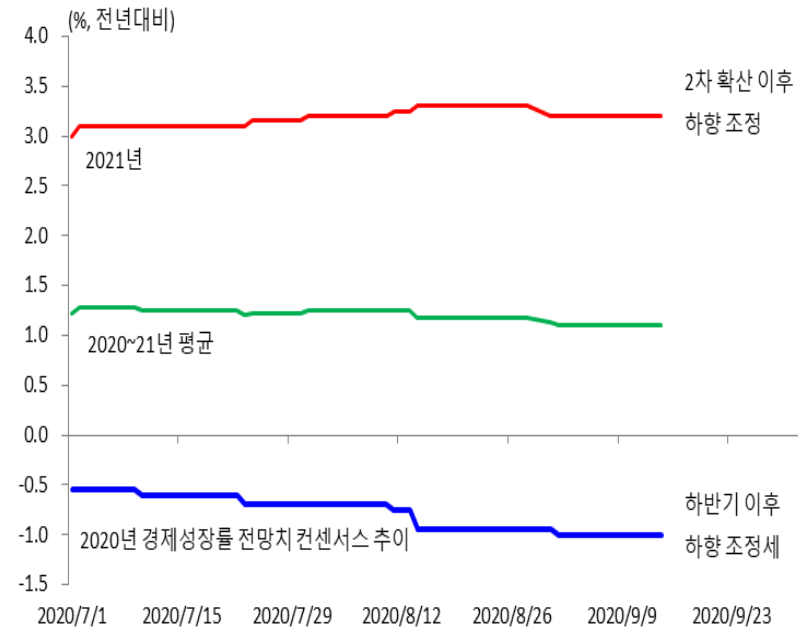
- 바이러스 문제는 이제 상시적 리스크로 자리잡았음을 인식하기 시작했기 때문
- 때마침 미국 경제의 80% 이상을 차지하는 서비스업 경기 회복세가 주춤 & 미국의 추가 부양 정책 합의 계속 지연
 - o 8월 미국 서비스업 경기 지표 약화는 정책 공백기 때 발생한 현상
- 바이러스 상시 리스크화를 고려하는 경제성장률 전망치 하향 조정세.. BOK도 최근 경제성장률 전망치 하향 조정

<회복 모멘텀 약화된 미국 서비스업 경기>



자료 : Bloomberg

<경제 성장률 전망치 하향 조정 양상>

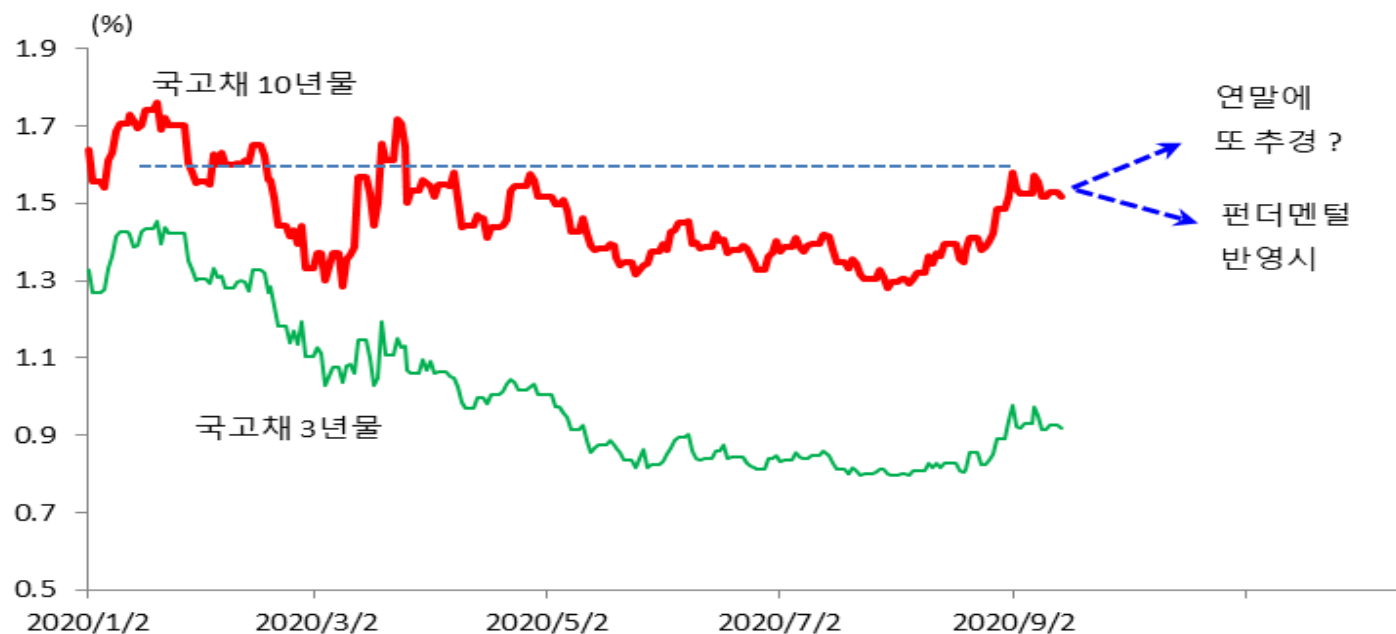


자료 : Bloomberg

■ 벌써부터 오르면 안 되는 상황

- 최근 금리 급등하며 국고 10년물의 경우 고강도 통화 완화 정책 초기 시점 레벨에 육박
- 당분간은 금리 상승의 부작용을 감당하기 힘든 경제 체력 → 구축 효과의 부작용이 평상시 보다 더 클 수 있는 상황
- 마른 수건 짜야 하는 재정정책, 그러나 어쩔 수 없는 국채 공급량 확대가 문제
- 추석 연휴 이후, 기온 강하 이후의 바이러스 문제는 잠재적 위협 요인.. 만약 추경이 계속된다면 국채 수급 문제 더 커질 우려 잠재

< 최근의 금리 상승이 추세화 된 것은 아직 아니라는 판단이지만.. >

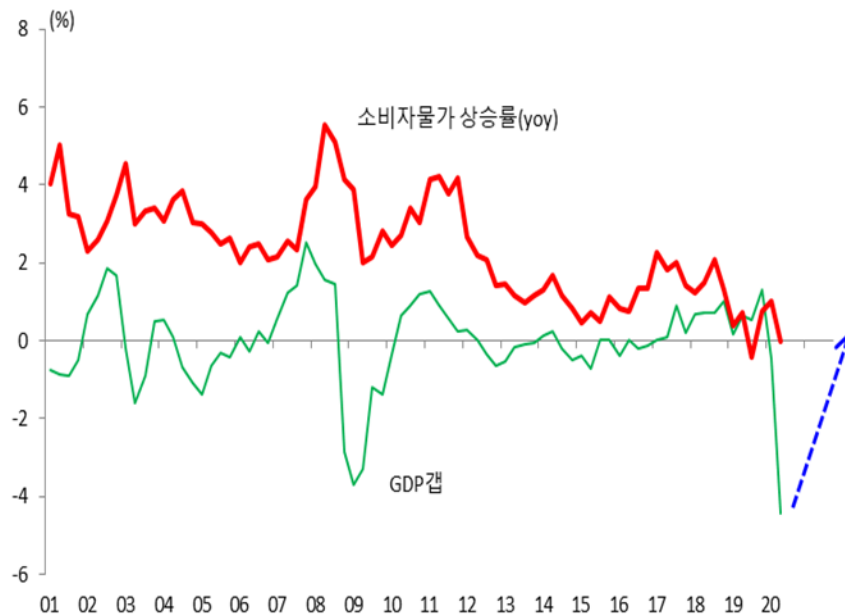


자료 : Dataguide, 리딩투자증권

■ 더딘 경기 회복 & 미미한 인플레이션 압력

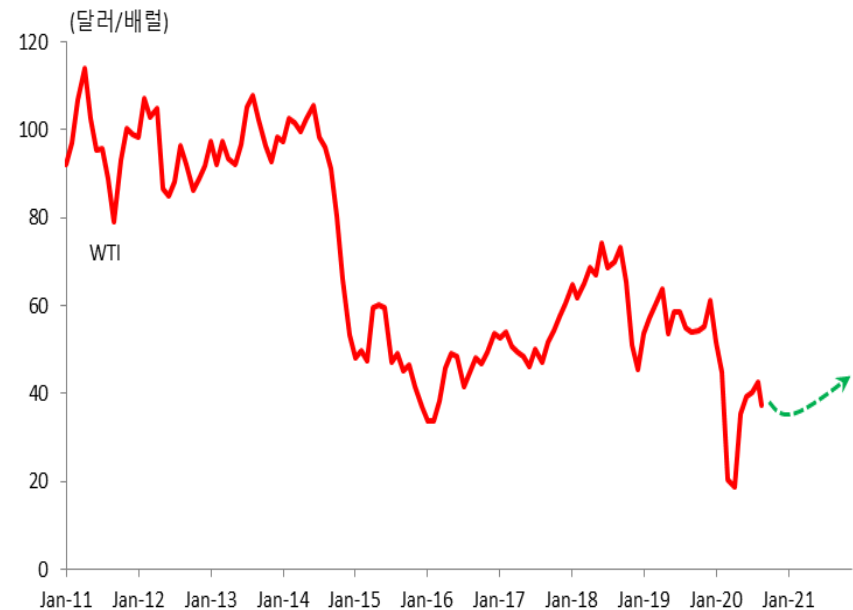
- 바이러스 리스크 상시화로 경제 활력 당초 예상보다 약할 흐름
- 인플레이션 압력은 수요 측면, 공급 측면 공히 미미
- 통화 당국의 완화적 통화정책 지속

< 수요 측면 인플레 압력은 내년이나 >



자료 : 한국은행, Dataguide, 리딩투자증권

< 공급 측면 인플레 압력도 크게 확대될 개연성 낮아 >

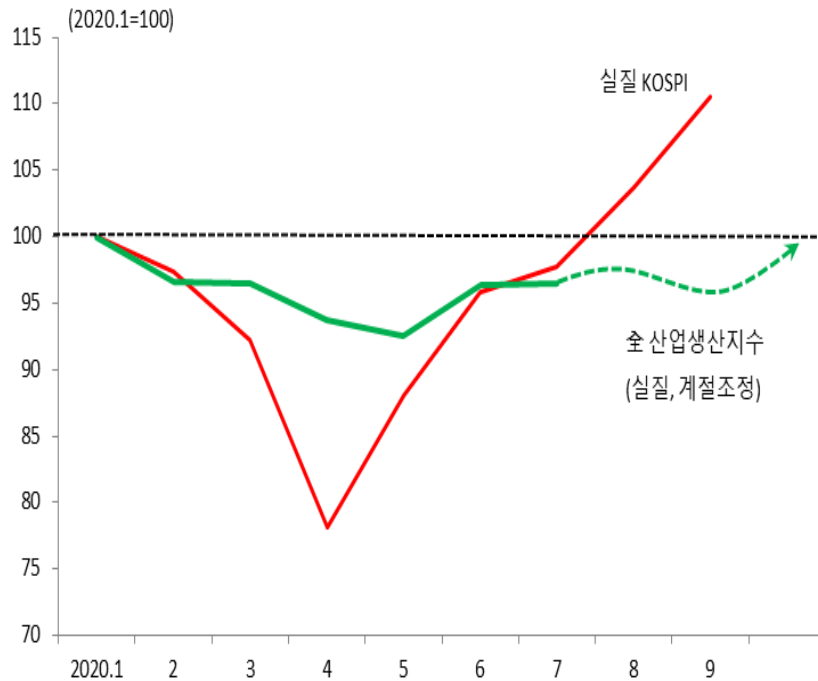


자료 : Dataguide, 리딩투자증권

■ 성장주가 최근 주식시장 호조를 리드.. 저금리에 의한 바가 큼

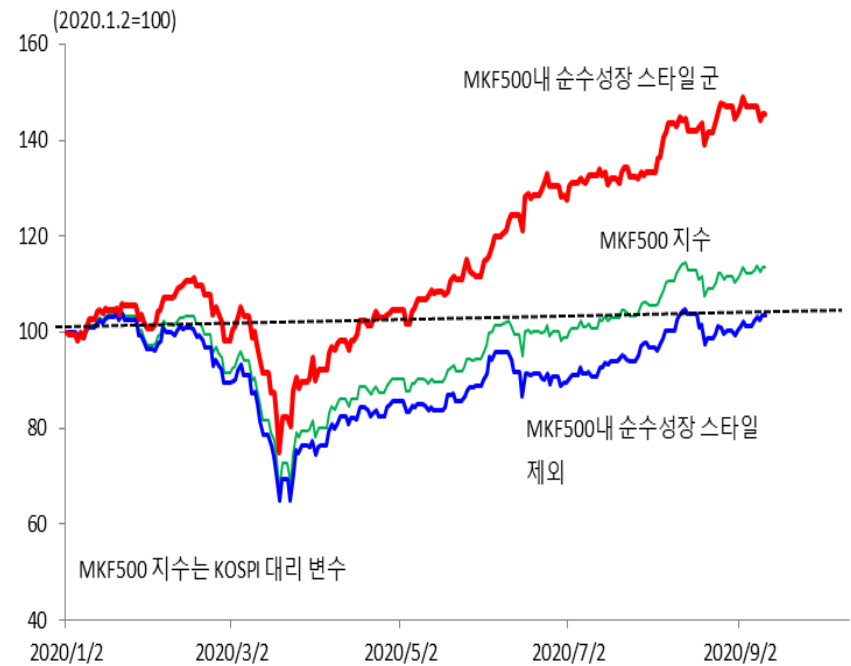
- 아직 연초 수준 밑돌고 있는 경기 지표 vs. 연초 수준 상회하는 주가 지수
- 최근 주식시장의 호성과 지속은 성장주가 주도.. 실물경제 전체 흐름을 초월하는 속도
 - 저금리 효과가 성장주 밸류에이션 프리미엄을 더 확대시켰기 때문

< 경기 지표 이상의 성과를 보이고 있는 주가 지수 >



자료 : 통계청, Dataguide, 리딩투자증권

< 성장주 제외한 주식시장은 아직.. >

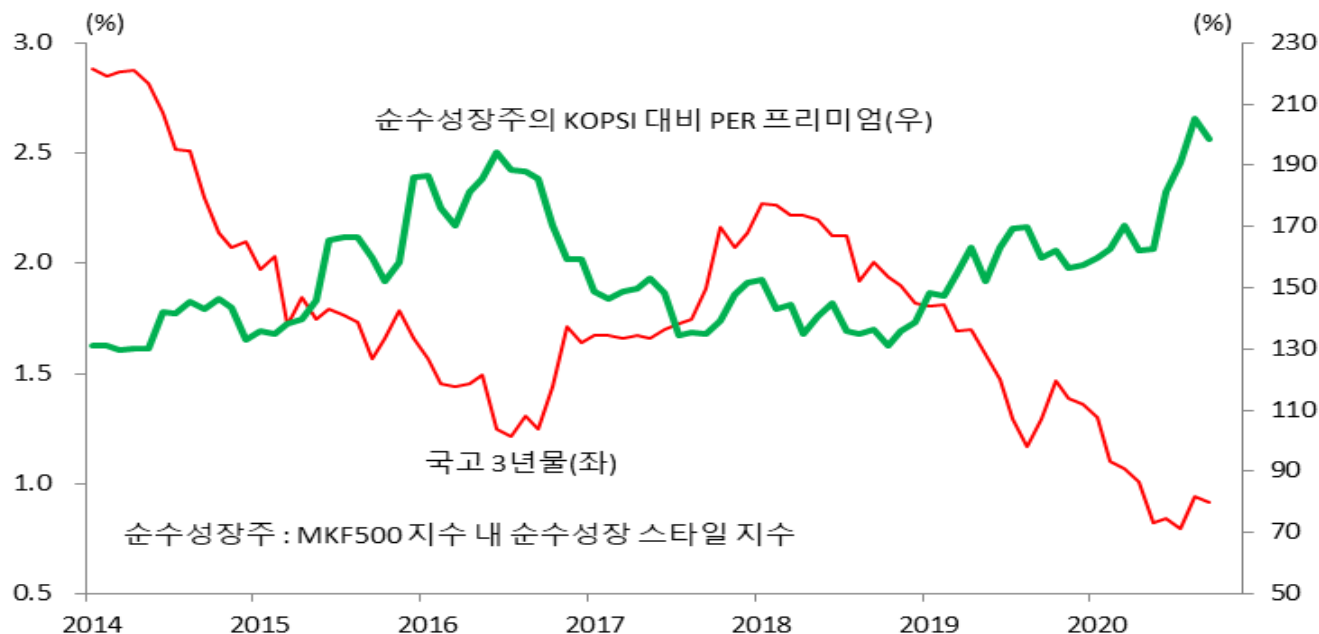


자료 : Dataguide, 리딩투자증권

■ 금리와 성장주 밸류에이션 프리미엄은 뚜렷한 역상관 관계

- 금리(할인율) 하락(상승)은 미래 이익 현재 가치 규모의 확대(감소)와 직접적으로 연관
- 성장주의 밸류에이션 프리미엄은 1차적으로는 저성장 경제 구조 극복과 관련, 2차적으로는 금리 방향성과 관련
- 그 동안의 저성장 국면하에서 금리와 성장주의 밸류에이션 프리미엄은 뚜렷한 역상관 관계 보임
- 향후 금리 방향성이 중요

< 성장주 밸류에이션과 금리와의 관계 >

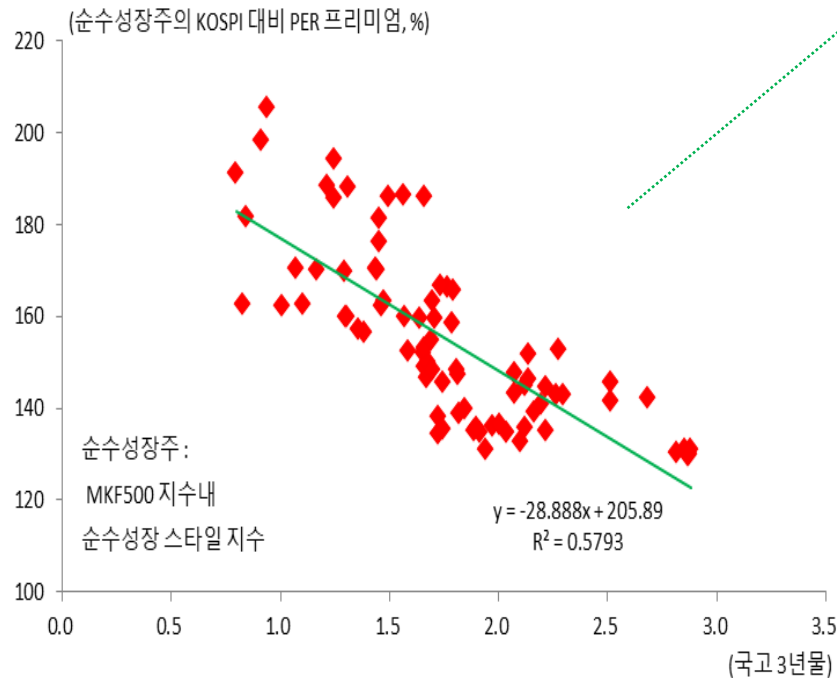


자료 : Dataguide, 리딩투자증권

■ 통계적으로도 유의미한 관계.. 향후 금리 방향성은 전체 주식시장의 방향성에도 영향 줄 수 있음

- 전체 주식시장을 리드하는 성장주 → 금리에 영향 받을 성장주 밸류에이션 → 성장주 밸류에이션에 영향 받을 전체 주식시장
- 통계적으로도 유의미(공적분 관계)하고, 특히 금리 변화는 3개월 시차를 두고 성장주 밸류에이션 변화에 유의미한 인과 관계를 보임
- 만약 최근의 금리 상승이 연속될 경우 성장주에 부정적 영향, 전체 주식시장에 부정적 영향 줄 수 있음

< 성장주 밸류에이션 프리미엄과 금리와의 관계 >



주 : sample period는 2014.1 ~ 2020.9
자료 : Dataguide, 리딩투자증권

< 좌측 회귀식은 90% 신뢰구간에서 공적분 관계에 있음 >

Null Hypothesis: 오차항 has a unit root
Exogenous: Constant

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.84054	0.0572
Test critical values: 1% level	-3.51443	
5% level	-2.89815	
10% level	-2.58635	

< 변화율 측면(시차 3개월)에서는 95% 신뢰구간에서 인과 관계 있음 >

Pairwise Granger Causality Tests
Sample: 2014M01 2020M09
Lags: 3

Null Hypothesis:	Obs.	F-Statistic	Prob.
금리변화율 --> 프리미엄변화율	78	2.81818	0.0451
프리미엄 변화율 --> 금리 변화율		0.68287	0.5654

자료 : 리딩투자증권

■ 4/4분기 주식시장 내 핵심 변수는 금리가 될 가능성 높아

- 기준금리 추가 인하 가능성 낮다는 인식이 확산되어 있는 상황에서 시장 금리가 국채 공급량 확대 이슈에 민감하게 반응하게 됨이 노정된 최근 채권시장
- 4/4분기중 바이러스 3차 확산되지 않을 경우 금리는 펀더멘털 반영하며 일정 부분 하향 안정화 가능 → 성장주 및 주식시장에 호재
- 그러나 3차 확산 재발되며 추경이 더 필요한 상황 도래시가 문제 → 금리 추가 상승 가능성 → 성장주에 부정적 영향 가능, 가치주는 경기 요인에 의해 부진 지속
- 이제는 상반기중 경험했던 '바이러스 확산 → 경기 침체 → 고강도 재정정책에도 불구하고, 금리는 하락'의 메커니즘 보다는 '바이러스 재확산 → 추경에 따른 국채 공급량 추가 확대 → 금리 상승 압력 발생'의 메커니즘을 고민해야 하는 시점.
- 이는 바이러스 위기가 과거 외환위기, 금융위기와는 달리 先 구조조정, 後 경기부양 조치를 취할 수 있는 상황이 아니라는 점에 기인

■ 바이러스 상시적 리스크와 국채 공급 물량 추가 확대 우려감 vs. 정책당국의 금리 상단 억제 스탠스 강화

- 추석 모임 영향, 계절적(기온) 영향 등에 의한 바이러스 재확산시 국채 공급 물량 추가 확대 우려감 재생될 수 있음
- 따라서 최근 레벨 업된 금리가 추가로 더 오를 리스크를 통제해야 주식시장에 부정적 영향 주지 않을 전망
- 정책당국의 금리 상단 억제와 관련된 스탠스가 더 명확하고 강해질 필요성 있는 시기
- 투자전략적 측면에서는 금리 리스크에 상대적으로 덜 민감하면서 저성장 경제 구조를 극복할 수 있는 업종/종목 선택이 중요

■ 반도체.. 대표적인 저평가 성장 업종

- 금리 리스크 커버할 높은 성장성 보유한 시스템 반도체, 수요 회복될 메모리 반도체.. 주식시장은 아직 이를 반영하지 않고 있음
 - ICT 산업의 가속적 발전과 동행하는 시스템 반도체 성장세 & 삼성전자의 同 비즈니스 성장 전략
 - 최근 회복중이나 아직 시장 전체보다 밸류에이션 디스카운트되어 있는 상황

< 저평가된 반도체 업종 >



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

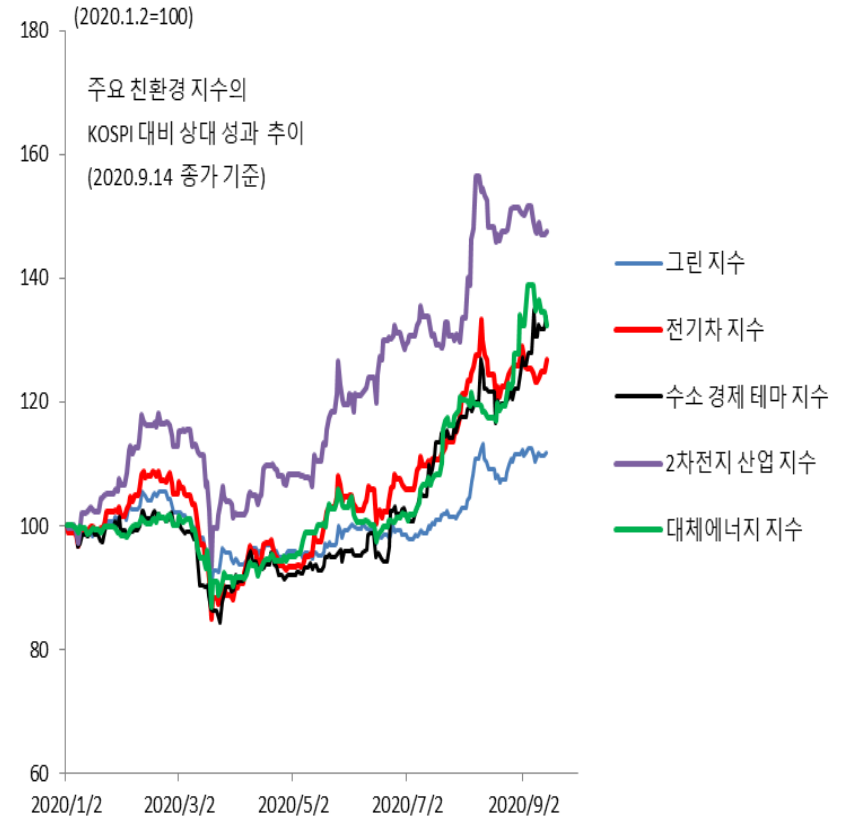


자료 : Dataguide, 리딩투자증권

■ 글로벌 트렌드 & 정부도 적극적으로 추진 → 금리 리스크 및 저성장 경제 구조 극복

- 코로나19 사태 겪으면서 글로벌 트렌드化 가속
 - 장기 Sustainable Growth를 위한 것임을 이전부터 인식
→ 글로벌 환경 산업 분야는 이미 성장 추세(예 : ESG에서 E)
 - 최근 감염병과 기후변화 간의 유사성 인식 → 그린 경제로의 전환이 가속화될 상황
 - 환경 규제 및 기준 강화로 '그린'의 개념이 글로벌 밸류 체인내에서의 경쟁력 잣대가 될 환경 (예 : 비관세 장벽)
- 정부 정책도 강화되면서 성장성 프리미엄 확대될 상황
 - 한국은 경쟁국 대비 고탄소 산업 경제 + 최근 감염병과 기후변화 간 유사성도 인식 → '한국판 뉴딜' 정책중 하나로 선정
 - 정책 추진 기간인 2020 ~ 2025년까지 그린 뉴딜 관련 투자 예산은 73.4조원으로 2020년 GDP의 4%에 육박
 - 정부는 '그린 뉴딜'에 '디지털·그린 융복합'을 더한 개념으로 확장
 - 同 산업의 성장 동력이 강화될 환경 + 장기 저성장 매크로 환경하에서 同 산업에 대한 정부의 적극적 개입 → 금리 리스크 극복하는 가운데 성장성 프리미엄 확대 예상

< 연초 이후 '그린' 관련주의 시장 대비 상대성과 추이 >



자료 : FnGuide, 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.