LEADING

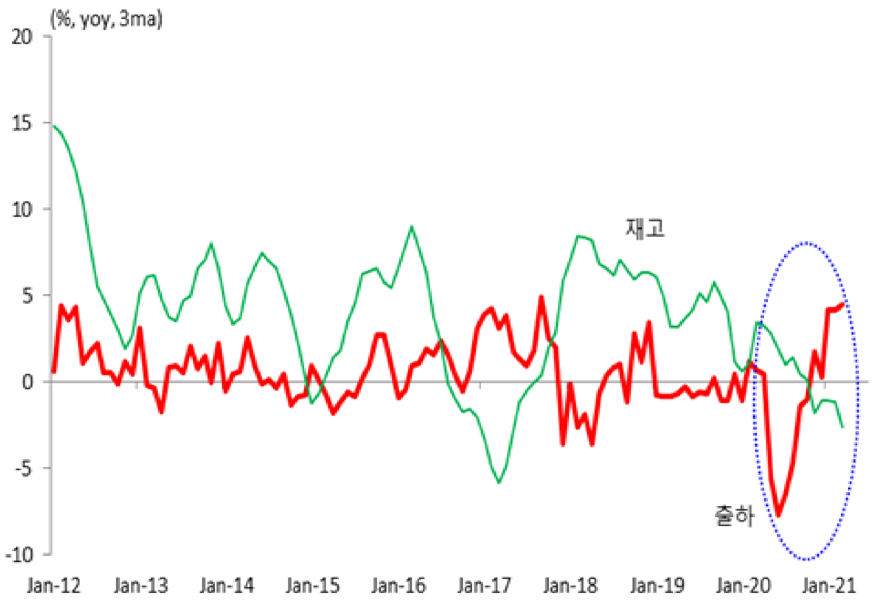
하반기 이후 환경을 반영할 주식시장 (II)

2021. 5. 11
리서치실 이 동 호
02) 2009 7062
dhlee@leading.co.kr

■ **경기 동향 : 코로나19 상황 더 악화된 3월에도 경기 지표는 빠르게 회복되는 양상**

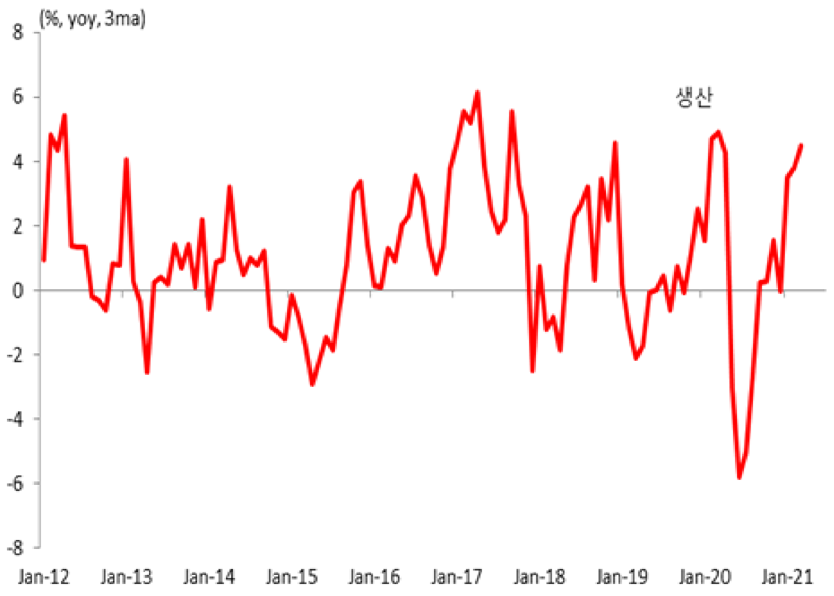
- 수요(출하) 확대로 인한 재고 감소세 지속
- 수요 확대와 재고 감소는 생산 증가로 이어지는 흐름

< 수요(출하) 확대와 재고 감소세 >



자료 : 통계청, 리딩투자증권

< 생산 증가세 지속 >

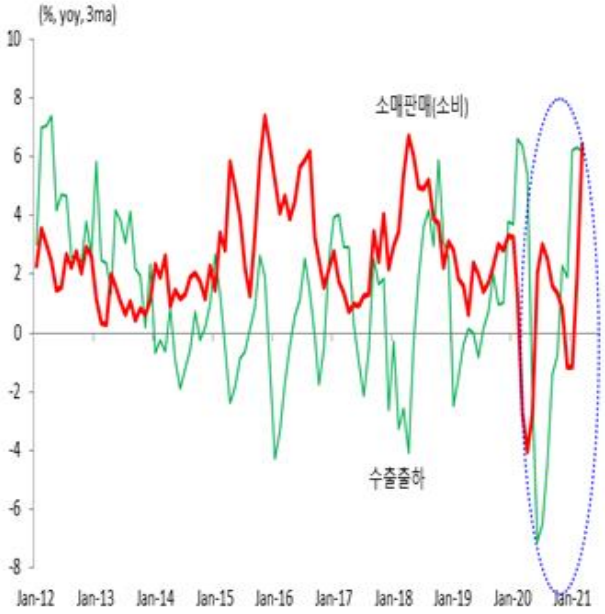


주 : 생산은 광공업 부문
자료 : 통계청, 리딩투자증권

■ **경기 동향 : 전년 베이스 효과가 큰 2/4분기까지 경기 지표들의 yoy 회복 속도는 빠르게 이어질 전망**

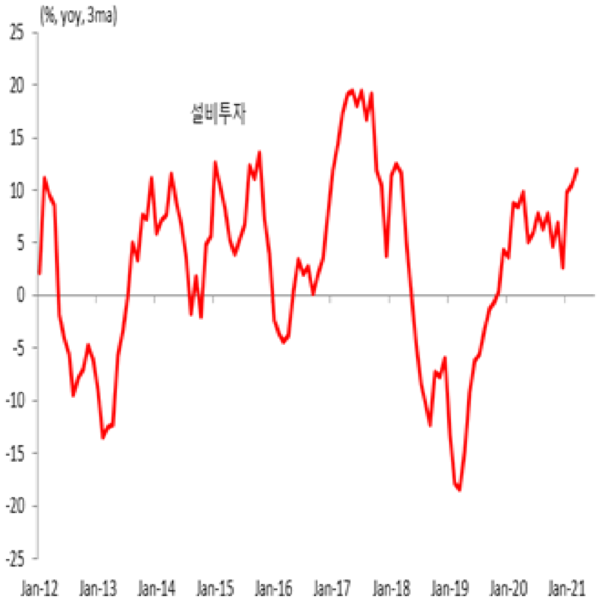
- 수요(출하) 회복은 기존의 수출 중심에서 이제 국내 소비로도 확산 → 경제 전체적인 수요 회복은 설비투자 회복으로 이어짐
- 코로나19 타격이 상대적으로 더 컸던 서비스업도 금년 2월부터 (+)권 회복 전환

< 수출에 이어 국내 소비도 회복 >



자료 : 통계청, 리딩투자증권

< 설비투자 회복세 >



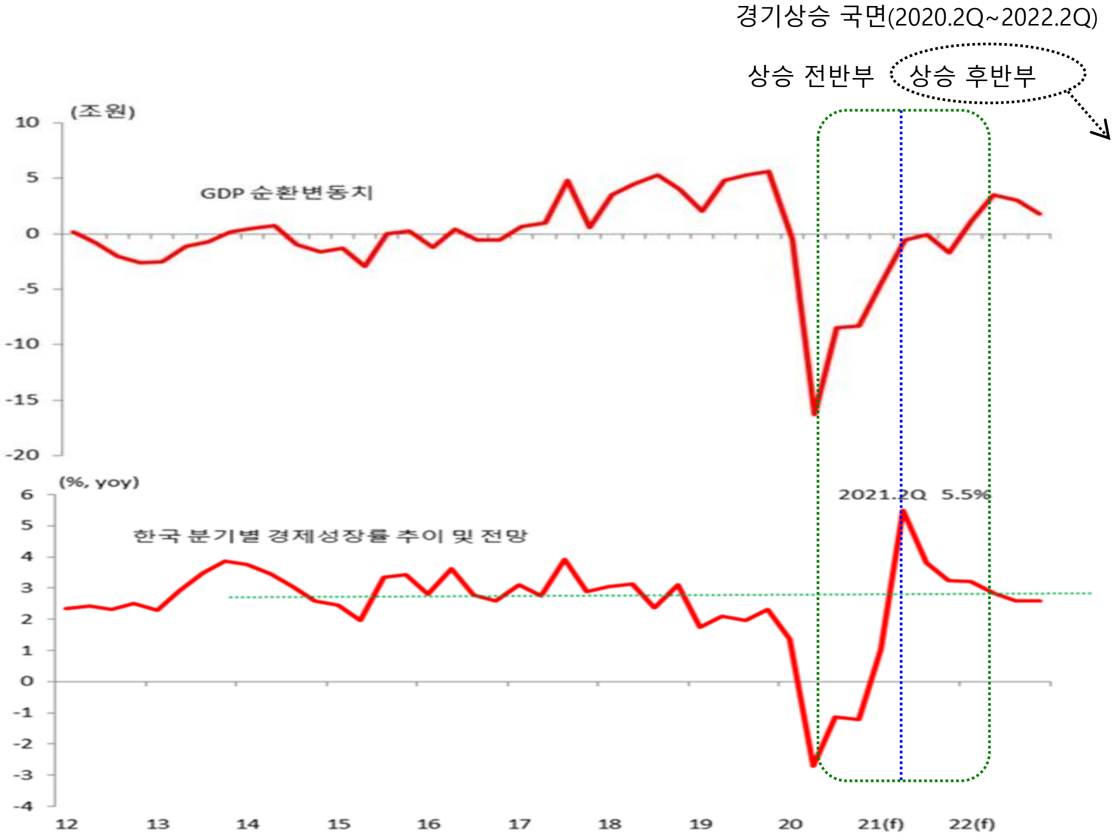
자료 : 통계청, 리딩투자증권

< 이제 서비스업도 회복 반전 >

자료 : 통계청, 리딩투자증권

■ **하반기에도 경기상승 국면 유지. 단, 상승 속도는 둔화(베이스 효과 소멸, 분기별 계절적 요인의 정상화)**

- 주식시장에서는 실적 장세 강화
  - o 아직 경기상승 국면 중반부이기 때문에 기업이익 예상치 하향 조정이 임박한 시기가 아님 → 주식시장 상승세 유효(속도는 더딜 것)
- 채권시장에서는 금리 안정화 요인으로 작용

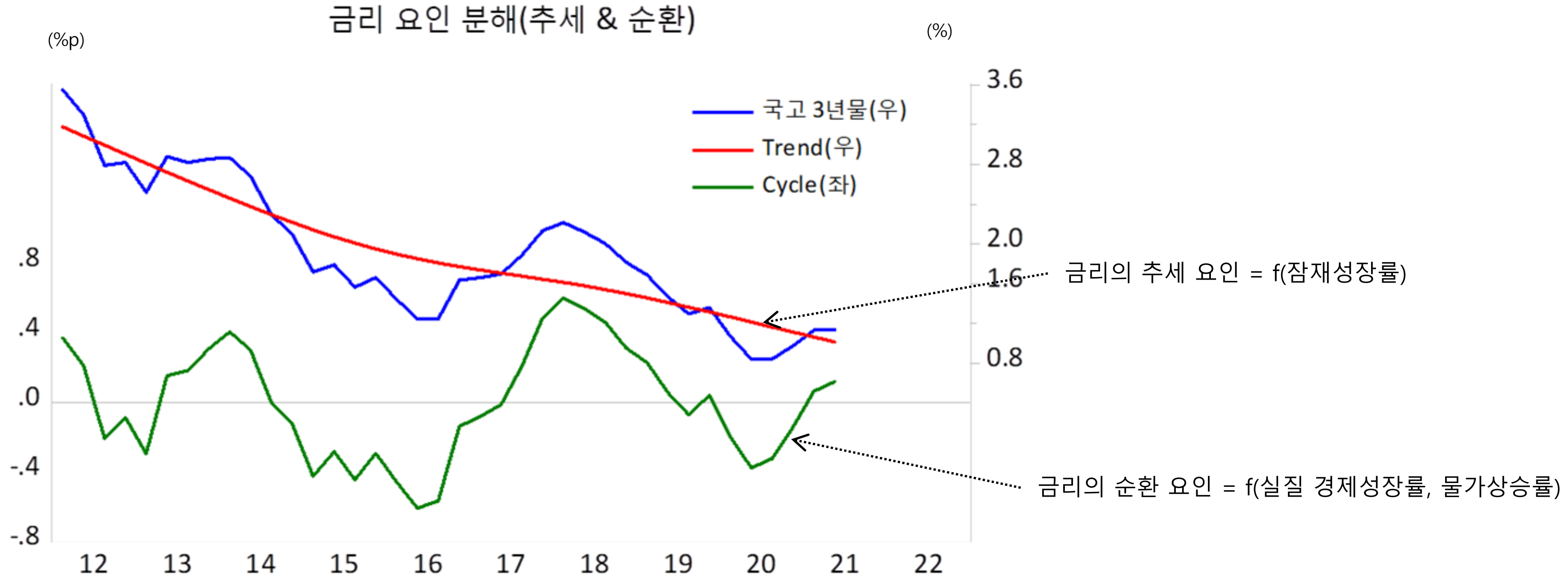


- 경기상승 후반부 : 2021. 3Q ~ 2022. 2Q
- 주식시장이 선반영해 갈 구간
- 경기상승 국면은 유지되나 상승 속도는 둔화 : 하반기 주식시장 상승세 가능하지만 상승 속도는 더뎌질 것
- 실적 성장의 중요성이 유동성 장세 때보다 강화될 환경
- 하반기 금리 흐름을 안정화시킬 요인

자료 : 한국은행, 리딩투자증권

■ **금리의 '추세' 요인과 '순환' 요인에 대한 판단으로 하반기 금리 안정화를 예상**

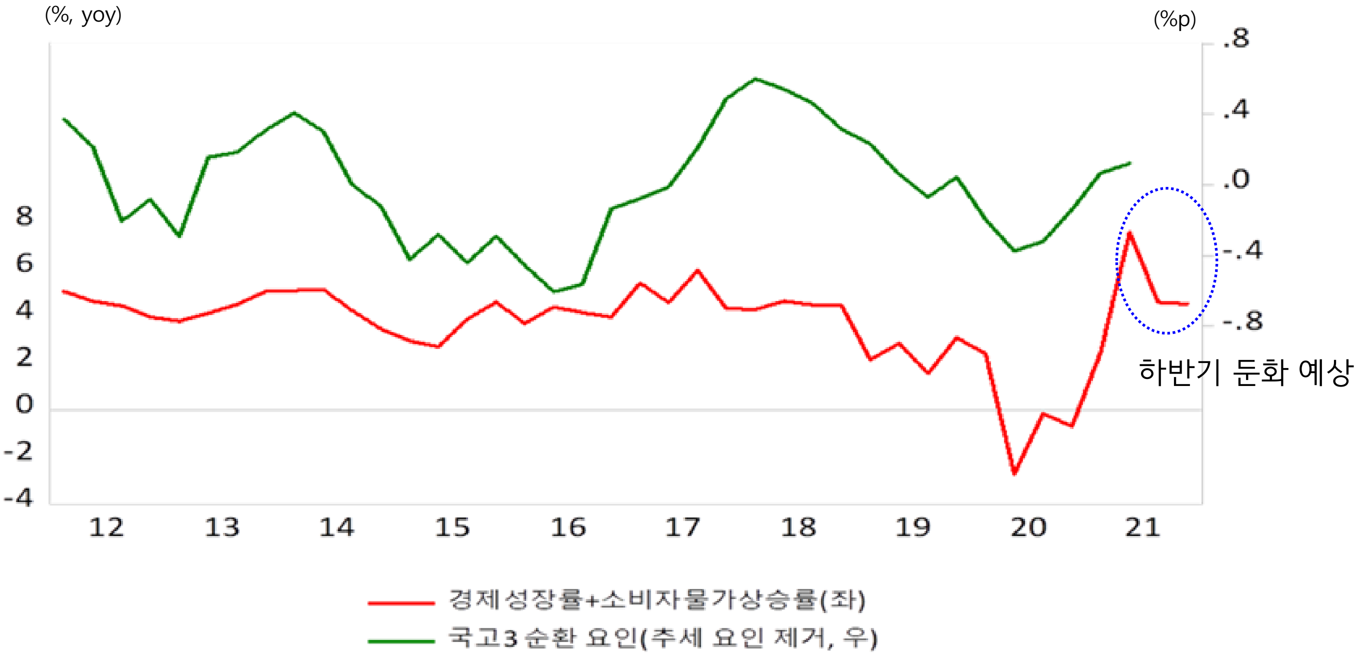
- 금리의 추세 요인 주요 결정 변수는 '잠재성장률'.. 잠재성장률은 그 동안 우하향 추세. 향후에는 우하향 속도 줄거나 플랫한 흐름 예상
  - o 잠재성장률 = f(노동, 자본, 총요소생산성)
  - o ① 노동은 경제활동인구 감소세로 계속 (-) 기여 예상, ② 자본은 특정 업종 중심의 투자(한국형 뉴딜 정책 관련)에 의존하며 (+) 기여 예상, ③ 총요소생산성은 기여도 미미(한국생산성본부 연구결과(2020.8))



주 : 금리 요인분해는 Hodrick Prescott 필터링 기법을 활용
자료 : Dataguide, 리딩투자증권

■ **금리의 '추세' 요인과 '순환' 요인에 대한 판단으로 하반기 금리 안정화를 예상**

- 금리의 순환 요인 주요 결정변수인 '경제성장률(yoy) + 물가상승률(yoy)'은 금년 2/4분기에 상승 모멘텀 피크 아웃 예상
  - o 하반기 경기상승 속도 둔화(p4 언급)
  - o 하반기 물가 상승률 둔화 요인 : ① 2/4분기 베이스 효과 소멸, ② 하반기 경제성장률 모멘텀 둔화, ③ 유가 상승 속도 둔화(산유국 증산), ④ 하반기에도 (-)일 GDP 갭(소비자 물가 상승률에 평균 3분기 선행하는 변수), ⑤ 온라인 쇼핑 비중의 가속적 상승에 따른 경제 전체적인 유통 비용 감소세 지속(구조적 요인) 등

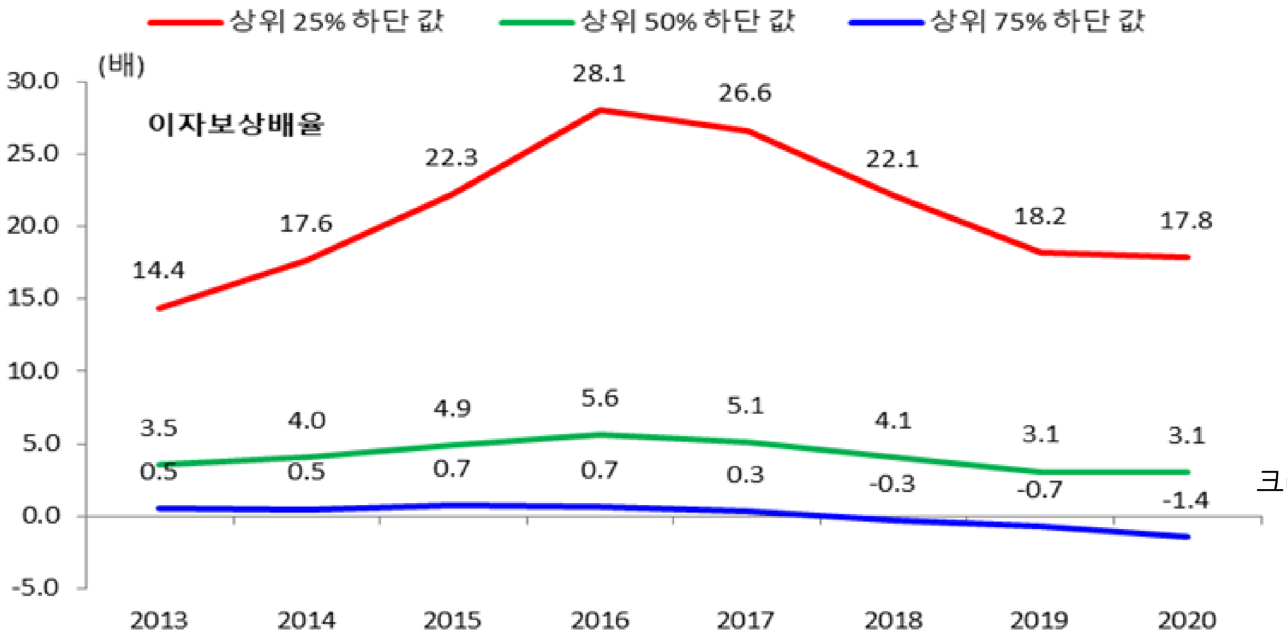


자료 : 한국은행, Dataguide, 리딩투자증권

■ **경제 정상화 과정에서의 정책적 딜레마**

- 구조조정 없이 부실 부문도 다 안고 온 경제 회복의 이면.. 금리상승에 취약한 부문의 확대를 초래
- 2020년말 기준 코스피, 코스닥 상장 업체 전체의 38%가 이자보상배율(영업이익 / 이자비용) 1 미만 업체
- 이는 향후 정책 당국의 금리 상단 관리 필요성을 높게 하는 요인으로 작용할 전망

< 분위별 이자보상배율 추이 >



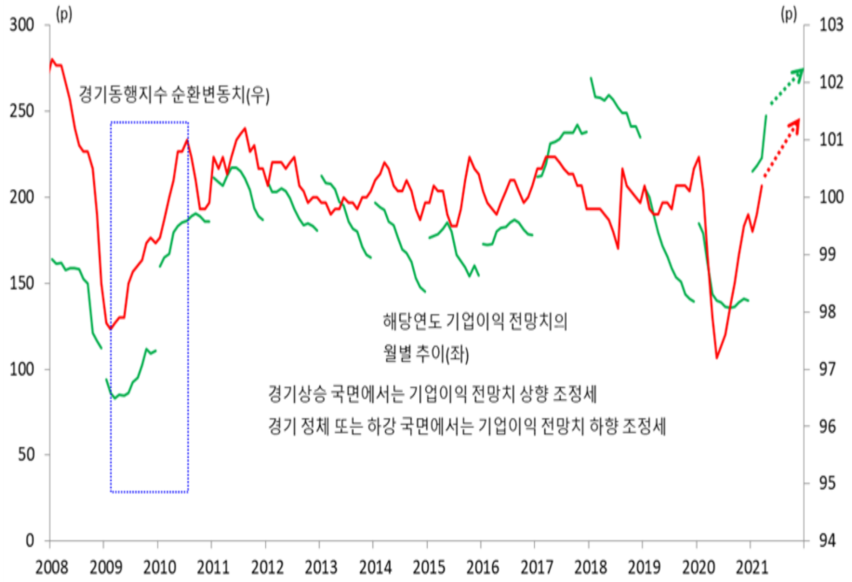
크레딧 차별성은 계속 심화

자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

■ **주식 기대 수익률의 추가 상승 포텐셜 + 하반기 금리 안정화**

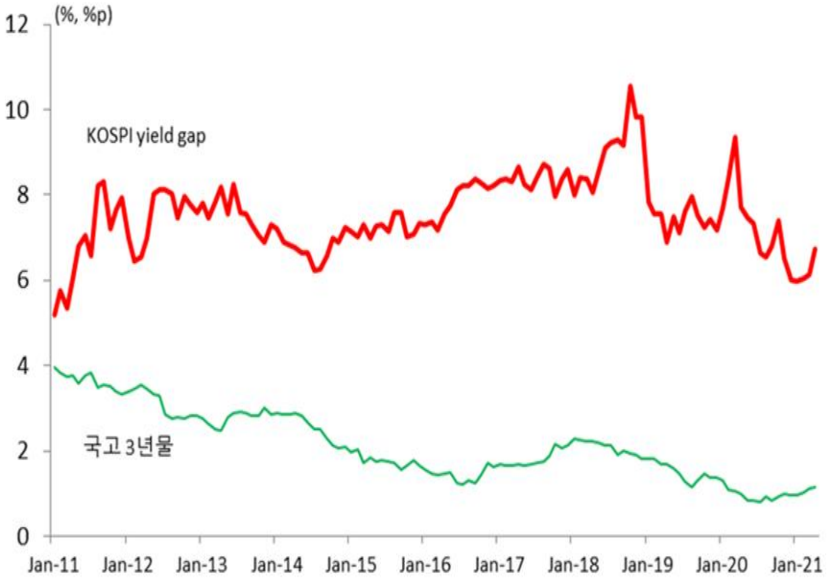
- Yield gap = 주식 기대 수익률(1 / PER) - 금리
- 기업이익 전망치 상향 조정 지속 & 연초 이후의 기간 조정 장세는 밸류에이션 부담 경감 → 주식 기대 수익률(1/PER) 상승세에 기여
- 경기 상승 국면 지속으로 기업이익 전망치 상향 조정은 지속될 전망(1/PER 상승 요인) + 하반기 금리 안정화 예상 → Yield gap 업사이드 잠재 → 주가가 이를 프라이싱해 갈 전망
- 기업이익 예상치의 하향 조정이 임박한 경기상승 국면 막바지 상황이 아닌 가운데 낮은 채권 수익률 감안시 주식 Yield gap의 긍정적 의미는 당분간 클 수 있음

< 경기상승 국면 지속 → 기업이익 상향 조정 지속 >



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

< Yield gap과 채권 수익률 >



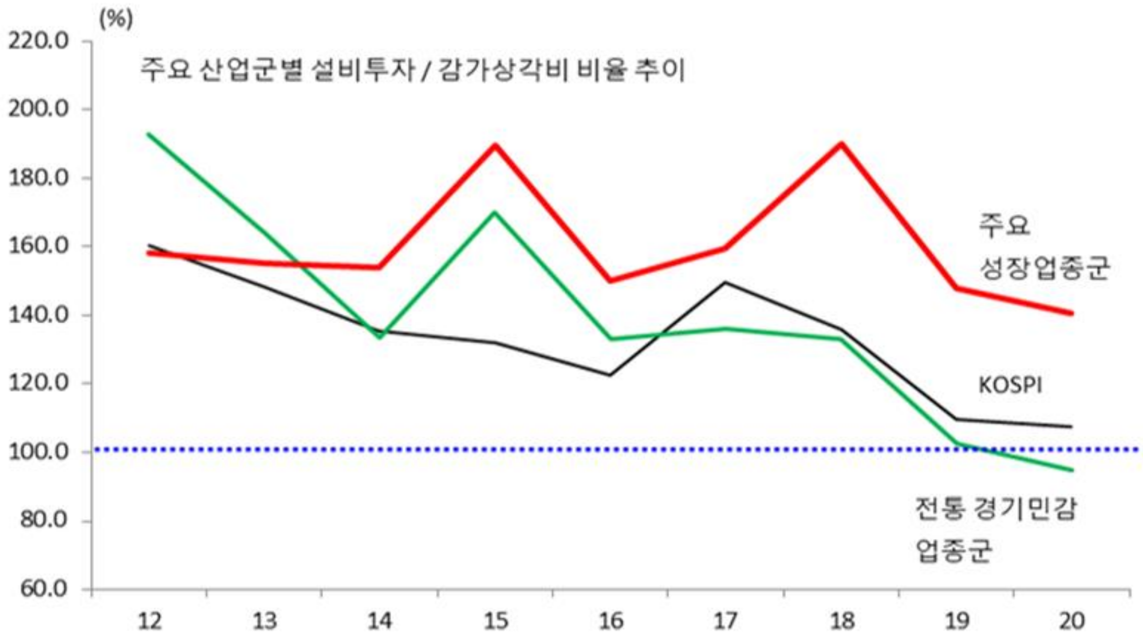
자료 : 통계청, 리딩투자증권

LEADING

■ **성장 차별성 재부각될 시기로 근접 중**

- 속도가 빠른 경기상승 국면 전반부에서는 업종간 성장 차별성이 가려질 수 있음. 그러나 속도가 더뎌지는 경기상승 국면 후반부에서는 성장 차별성이 재부각될 것
- 성장 차별성은 업종별 설비투자 행태에서 단적으로 드러남
  - o 주요 성장 업종군(반도체/자동차/헬스케어/2차전지)과 전통적 경기민감 업종군의 차별성이 뚜렷
- 내년 하반기부터는 경기 하강 국면 전환 예상되는데 하강 속도를 제어할 한국형 뉴딜 사업이 주로 성장 업종군 위주로 구성

< 주요 산업군별 설비투자 행태 비교 >



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

① 설비투자 / 감가상각비 비율이 100%이면 유지보수 투자만 한다는 의미

② 100% 초과 산업은 감가상각비보다 많은 설비투자를 하는 산업

③ 100% 미만 산업은 유지보수 투자도 잘 되지 않는 산업

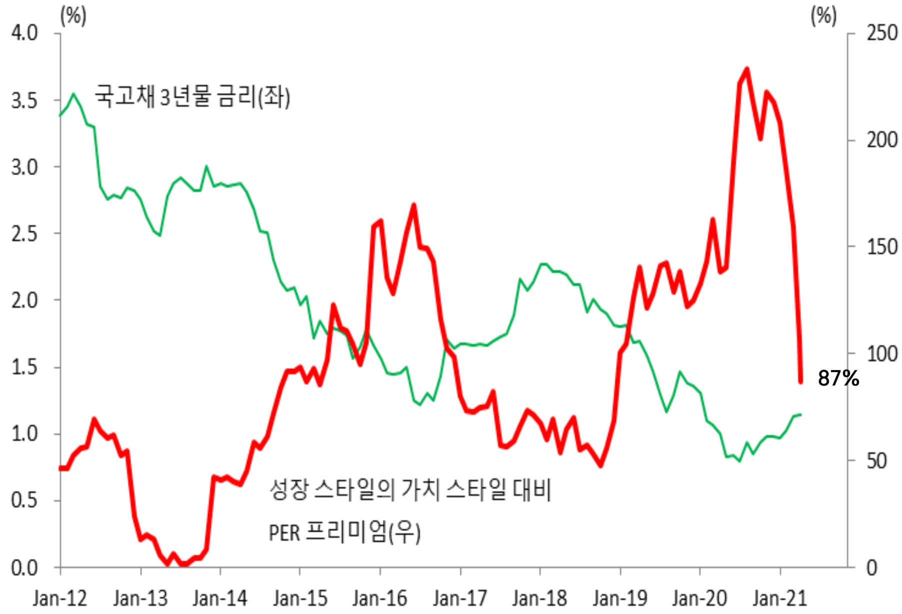
www.Leading.co.kr

성장성 프리미엄은 충분히 축소된 상황

■ '성장성'에 대한 중요성이 다시 부각될 수 있는 시기로 근접 중

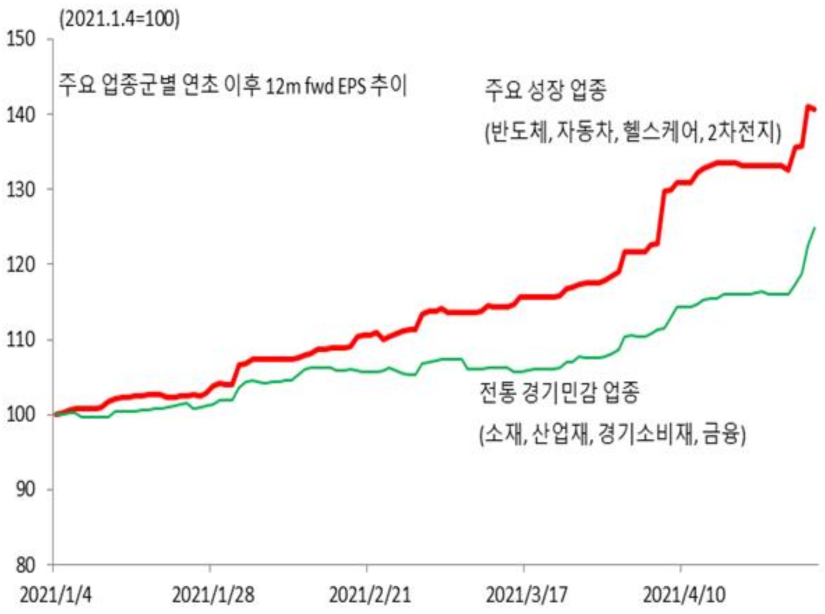
- 성장 / 가치 상대 밸류에이션 흐름은 금리 흐름과 높은 역 상관관계(상관계수 -0.84, sample period 2012.1 ~ 2021.5)
- 하반기 금리 안정화(경기상승 속도 둔화) 예상 → 성장주 밸류에이션에 긍정적 환경.. 이미 성장성 프리미엄은 충분히 축소된 상황
  - o 최근(5/6) 성장주의 가치주 대비 밸류에이션 프리미엄은 2012년 이후 저성장 국면하의 평균치(93%)보다 낮은 레벨로 축소(87%)
  - o 금년 상반기 베이스 효과 소멸 이후부터의 중장기 경제성장률과 금리 레벨은 2012년 이후의 평균치보다 낮을 전망

< 최근 성장주의 가치주 대비 밸류에이션 프리미엄은 한국경제 저성장 국면(2012년 이후)하의 평균치보다 더 낮은 레벨로 축소된 상황 >



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

< 이익 예상치 흐름은 전통 경기민감 업종보다 주요 성장 업종이 더 우위 → 하반기부터 경제성장 속도 둔화되면 격차가 더 벌어질 수 있음 >

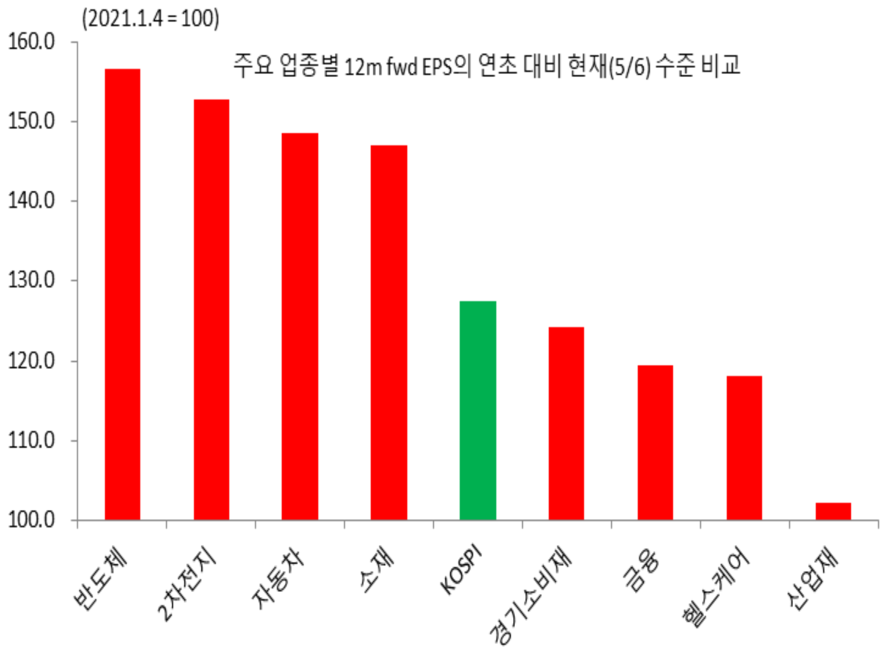


자료 : Dataguide, 리딩투자증권

■ '성장성'과 '밸류에이션 논리'를 겸비한 GARP(Growth at Reasonable Price) 스타일이 유리

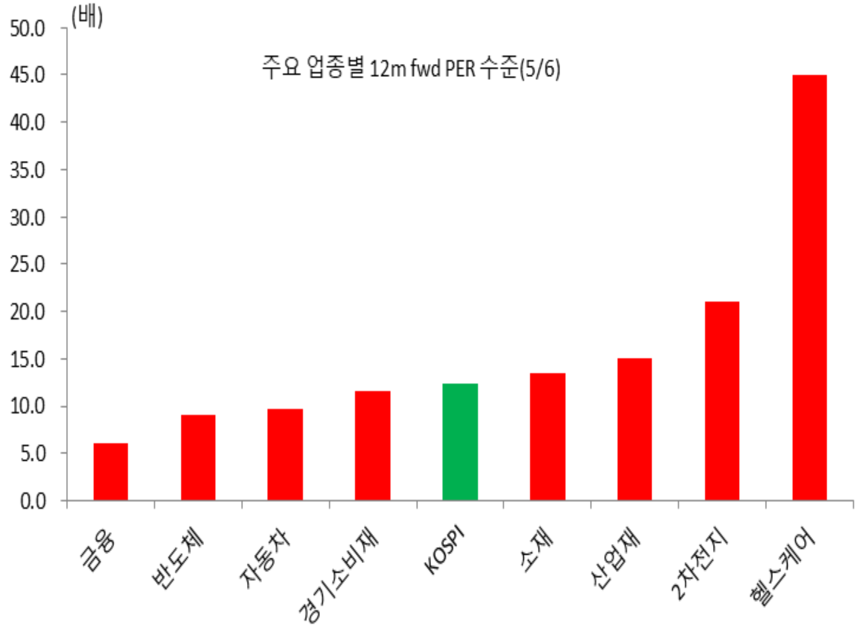
- 하반기부터의 경기상승 속도 둔화는 성장성 논리를 재부각시키고, 실적 장세 강화는 밸류에이션 논리를 더 강조케 할 전망
- 그러한 환경하에서는 이익 흐름의 상대적 강세와 밸류에이션 논리를 동시에 만족시키는 GARP 스타일이 적격
- GARP 스타일의 대표 업종은 '반도체'와 '자동차'
- 주가가 상대적으로 부진한 현 상황에서 비중 확대할 필요

< 예상이익 흐름은 반도체, 자동차가 상대적으로 우위 >



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

< 밸류에이션 멀티플은 반도체, 자동차가 매력적 >



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.