

Equity Strategy

연말에는 소외된 이웃들에게 관심

Equity Strategy Overview

지난주를 계기로 각국·유동성 환경은 큰 틀에서 변하고 있다. 주식시장 자체보다는 주도주 변화 가능성을 시사한다. 상대적으로 국내 증시의 부담은 높지 않다. PER 부담이 낮은 쪽에 대한 관심이 필요하다. 성장주 내 부진했던 바이오와 Valuation 부담이 낮은 대형주들에 대한 관심이 유효해 보인다.

Strategist 허재환_02)368-6176_jaehwan.huh@eugenefn.com

통화정책 U 턴은 주도섹터 변화를 시사, 소외 섹터에 관심

유동성 환경이 변하고 있다. 지난주 주요국 통화정책은 큰 틀에서 'U 턴'을 시작했다. 미국 연준은 내년도 3 회 금리인상을 전망했다. BoE 는 예상보다 이른 시점에서 +15bp 금리를 올렸다. ECB와 BOJ 역시 코로나 19 이후 통화정책을 중단하거나 줄일 예정이다. 그런데 코로나 19 상황은 만만치 않다. 유럽에 이어 미국에서도 연말 행사들이 잇따라 취소되고 있다. 연말 헬리 기대는 그렇다 치더라도, 주식시장에서 피할 곳마저 줄어들고 있다.

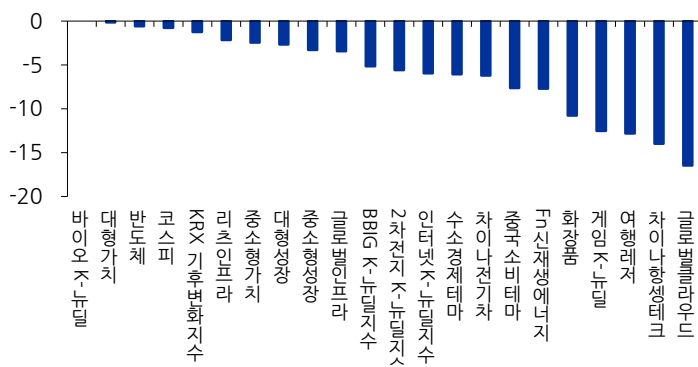
향후 실질금리 (-) 폭이 축소될 가능성이 높다. 올해 좋았던 성장주들의 피로를 자극시킬 수 있다. 클라우드 기업들의 주가가 하락했다. 실적기대가 낮아진 점과 Valuation 부담이 반영되었다. 국내도 마찬가지다. 화려했던 테마나 주도주에 대한 눈높이를 낮출 필요가 있다. 그러나 실질금리 (-)폭이 축소되는 것을 뿐, 2023 년까지 미국과 한국 실질금리는 (-) 수준을 유지할 가능성이 높다. 큰 그림에서 성장주 위주 투자는 유효하다.

연말까지 국내 대형주가 상대적으로 나을 전망이다. 올해 초 이후 PER 이 하락한 국내 대형주들에 대한 주가 부담은 낮다. 미국 대비 한국 실질금리 축소 폭도 완만할 것으로 예상된다. 전 주말 미국 증시가 급락했다(S&P500 -1%). 하지만, 미국 코로나 19 우려가 높아진 탓이라면, 국내 증시에 추가적인 악재라고 보기는 어렵다.

미국과 한국증시 모두에서 미국 FOMC 회의 이후 PER 이 낮은 전통 산업들의 주가가 상대적으로 더 좋았다. 올해 부진했던 바이오, 대형가치, 반도체, 리츠에 대한 관심이 유효해 보인다.

Key Chart: 11~12월 고점 대비 기준으로 최근 바이오/대형가치/반도체가 견고

(11~12월 고점 대비 %)



자료: Quantiverse, 유진투자증권

Equity Strategy Check Point

- 주요국 통화정책은 큰 틀에서 정상화가 시작되었고, 속도가 빨라지고 있음. 2022년 주요국 유동성 환경은 올해보다 더 좋지는 않을 것임.
- 그러나 실질금리로 보면 (-) 실질금리 폭이 축소되는 것일 뿐, 코로나19 이전보다 완화적인 환경은 유효함. 다만 실질금리 (-) 폭이 축소되면서 시장 내부적인 변화의 움직임이 나타나고 있음.
- 실질금리가 높아지는 국면에서 성장주들은 피로도가 높아질 수 있음. 최근 클라우드 주가가 하락했듯, 성장주들도 실적 기대가 추축할 때 주가 조정이 확대될 여지가 크다고 판단됨.
- 반면 국내 대형주들의 부담은 덜할 것으로 예상됨. 내년 실적기대는 높지 않지만, 이미 PER 부담도 완화됨. PER 부담이 낮은 산업들과 성장주 중에서도 올해 부진했던 바이오가 나아 보임.

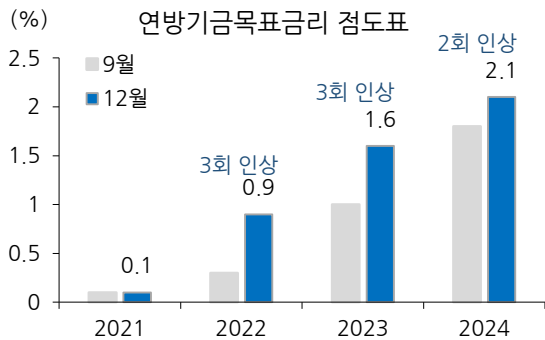
실질금리 상승과 클라우드 기업들의 조정

이제 통화정책 정상화는 대세다. 지난주 미국 연준은 내년도 세 번 금리인상을 전망했다(도표 1). 영란은행은 당초 예상보다 한 분기 정도 빨리 기준금리를 인상했다. 내년 3 월에는 ECB 의 팬데믹 긴급자산매입 프로그램(PEPP)도 마무리된다. BOJ 도 부양책 중 일부를 중단한다.

내년 유동성 환경은 올해보다 덜 완화적일 것이다. 그러나 긴축은 아니다. 내년 3 번 금리인상 전망에도 미국 실질 기준금리는 2024 년이 되어야 중립(2~2.5%)에 도달한다(도표 2). 내년에도 금융환경은 덜 완화적일 뿐, 실질금리는 (-) 국면이다. 성장주 중심의 투자는 유효하다.

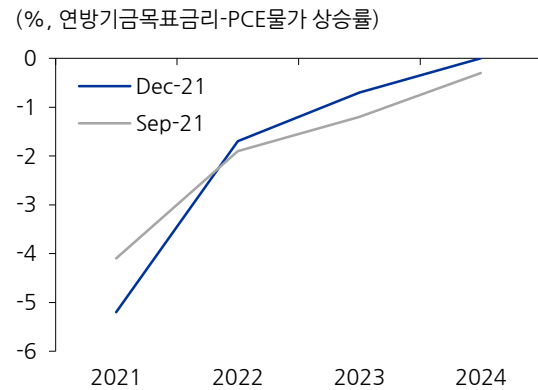
그러나 실질금리가 가파르게 높아질 때 성장주 부담이 높아진다. 미국 5 년 TIPS 금리가 오르는 국면에서 나스닥지수는 조정을 보였다(도표 3). 그동안 고공행진을 구가했던 클라우드 주식들도 11 월 이후 20% 하락했다(도표 4). 지난주 어도비의 내년도 매출/실적 가이드스가 예상에 못 미쳤기 때문이다. 긴축 자체가 악재는 아니다. 하지만 실질금리가 빠르게 높아지는 국면에서 실적에 대한 약간의 실망도 단기 주가 조정의 계기가 될 수 있다.

도표 1. 2022 년 미국 금리인상 속도 가팔라질 듯



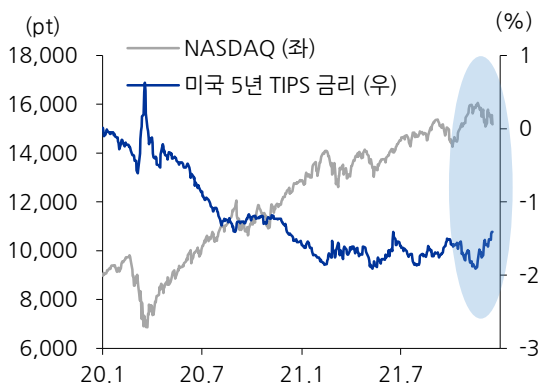
자료: FRB, 유진투자증권

도표 2. 미국 실질금리는 (-)지만, 폭은 빠르게 축소



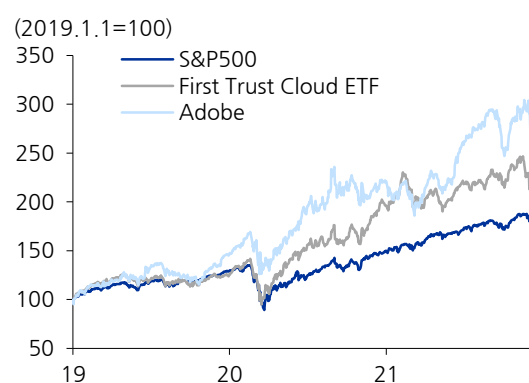
자료: FRB, 유진투자증권

도표 3. 실질금리 상승 국면에서 부진한 나스닥



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 4. 최근 실적 가이드스 발표 후 클라우드 약세



자료: Refinitiv, 유진투자증권

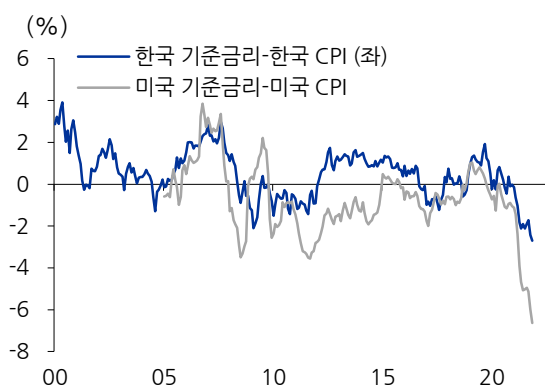
한국 대형주 부담은 상대적으로 덜해

한국 주식시장도 자유롭지는 못할 것이다. 그러나 미국에 비해 부담은 덜 할 전망이다.

미국과 한국 기준금리에서 물가 상승률을 차감한 실질 기준으로, 한국과 미국 실질 기준금리는 모두 (-) 영역에 있다. 그러나 미국에 비해 한국의 (-) 실질금리 폭은 덜 하다(도표 5). 그만큼 추후 통화정책 정상화에 따른 실질금리 상승 속도가 급하지 않을 가능성이 높다. 한국은행의 11 월 경제 전망에 따르면 2022~2023 년 한국 실질 기준금리는 (-)폭을 축소하겠으나, 지난 8 월에 비해 오히려 11 월 전망에서는 (-) 금리 예상 폭은 조금 줄어들었다(도표 6).

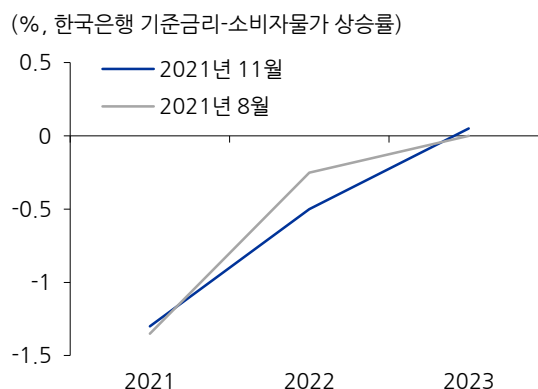
KOSPI 의 Valuation 부담도 KOSDAQ 에 비해 덜 할 것으로 예상된다. KOSPI 의 경우 실질 기준금리 (-) 폭이 확대되는 과정에서도 올해 초 이후 PER 은 14 배에서 10 배로 하락했다(도표 7). 반면 KOSDAQ 시장의 PER 은 계속 높은 수준을 유지했다(도표 8). 실질금리 (-) 폭이 확대될 때 KOSDAQ 시장에 대한 Valuation 압박 부담이 더 클 수 있음을 시사한다.

도표 5. 미국에 비해 한국 실질금리 수준 높아



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 6. 내년 실질금리 (-) 축소, 그러나 가파르지 않아



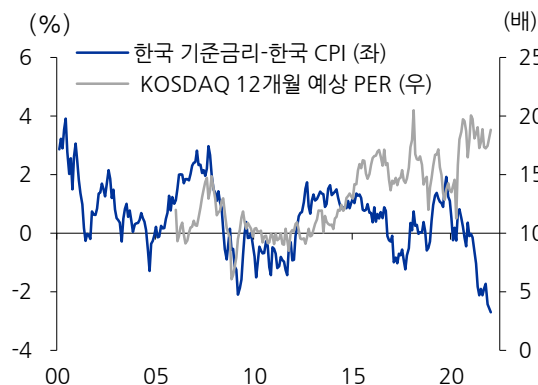
자료: 한국은행, 유진투자증권

도표 7. 실질금리 하락에도, KOSPI PER 하락



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 8. 실질금리 하락 국면에서, 코스닥 PER 상승



자료: Refinitiv, 유진투자증권

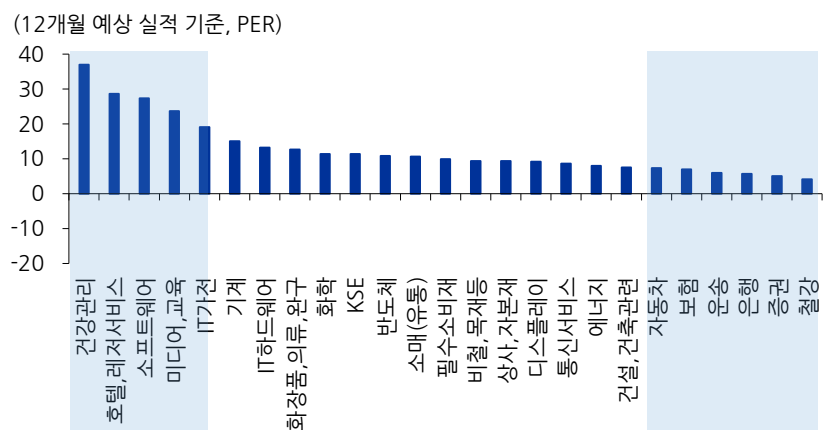
FOMC 회의 이후 PER 부담이 낮은 업종들이 선전

주요국 통화정책 변화는 자산가격의 추세 자체를 변화시키기 보다 시장 내부적인 변화를 야기시킬 것으로 예상된다. (-) 실질금리 폭이 빠르게 축소될 수록 PER 등 Valuation 부담이 높은 산업과 기업 주가가 상승하기가 부담스러울 전망이다.

국내 주식시장에서 12개월 예상 PER 기준으로 Valuation 부담이 높은 산업은 건강관리, 호텔레저, 소프트웨어, 미디어/교육 섹터 순이다(도표 9). 반면 철강/증권/은행/운송/보험 섹터의 PER 부담은 매우 낮다. 전주말 국내 증시에서도 이들 업종 주가가 상대적으로 강했다.

건강관리 업종의 PER 은 절대적으로 높다. 하지만, 전체 시장 대비 부담은 올해 상당히 낮아졌다(도표 10). 호텔레저 업종도 마찬가지다. 실적 우려로 PER 의 변동성이 높다. 그러나 올해 2Q 이후 상대 PER 관점에서 PER 부담은 계속 떨어졌다(도표 11).

도표 9. PER 부담이 높은 건강관리/호텔/소프트웨어 반면 PER 부담이 낮은 철강/증권



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 10. 건강관리 PER은 상대적으로 낮아져



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 11. 호텔레저 업종 PER도 상대적으로 낮아져



자료: Quantwise, 유진투자증권

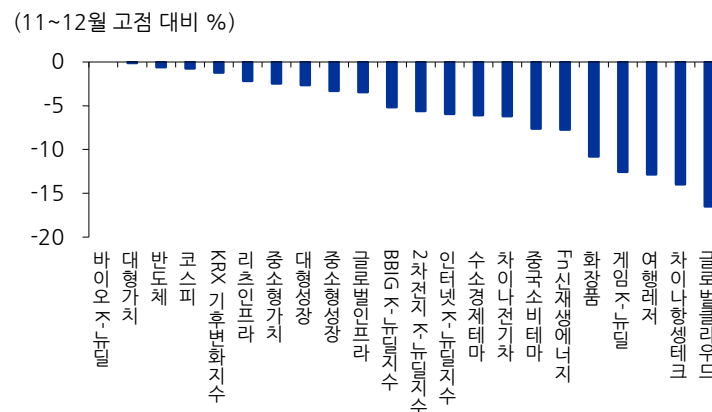
성장주의 시련, 소외주들의 분전

연말/연초 주식시장 흐름은 간헐적 있을 가능성이 높다. 2022 년 기업실적에 대한 기대가 낮다. 국내 코로나19 상황도 좋지 않다 그러나 미국 증시에 비해 부진했던 흐름은 덜 하다.

이처럼 위아래 모두 간헐적 있는 상황에서 상대적인 접근이 필요하다. 성장주의 상승 추세가 끝나지는 않았다. 그러나 통화정책 방향이 전환되는 과정에서 속도 조절 가능성이 높다. 지난 11~12 월 고점 대비 현재 주가를 보면, 그동안 강했던 해외 클라우드 업체들의 주가가 가장 부진했다. 국내에서는 메타버스/NFT 열풍으로 강했던 게임 업체들의 주가가 부진하다. 반면 올해 내내 부진했던 바이오와 대형가치 스타일, 반도체 주가가 그나마 괜찮다(도표 12).

섹터별로 코로나 19 이후 초강세를 보였던 소프트웨어 산업과 올해 강세를 보였던 미디어/교육 업종 주가가 최근 주춤하다. 반면 Tech 섹터 내 올해 부진했던 IT 하드웨어, 반도체, 디스플레이 업종의 주가가 상대적으로 강한 편이다(도표 14). 지난 12/13일 자료(Chart Book)에서 언급한대로 연말에는 그동안 불우했던 섹터들에 대한 관심이 유효해 보인다.

도표 12. 11~12 월 고점 대비 기준으로 바이오/대형가치/반도체가 견고



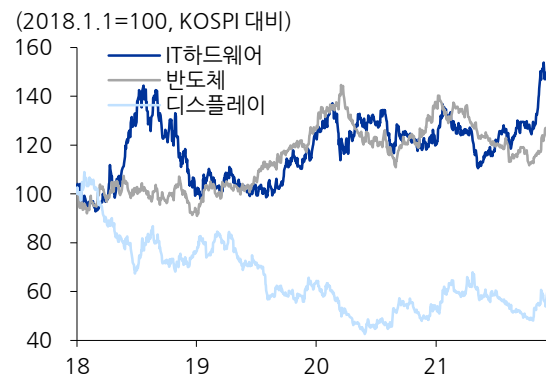
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 13. 최근 강세를 보인 SW/미디어 업종 주가 주춤



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 14. IT 하드웨어 업종 반등



자료: Quantwise, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	7%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2021.09.30 기준)