

# [화수분전략]

## 금리가 상승한다면 무엇이 필요할까요

3월 FOMC회의 성명서에서 제시한 2022~23년 미국 평균 명목 경제성장률은 최소 4.4~최대 5.3%다. 2008년 이후 미국 명목 경제성장률이 상승하는 시기에 10년물 국채금리와 의 차이는 최소 (-)2.7%였다. 미국 10년물 국채금리가 2%(차이 적용 시: 1.7~2.6%)를 넘어설 수 있는 가능성은 매우 높아졌다(현재 1.7%).

특히 미국 정책금리에 영향을 받는 2년물 국채금리가 지금처럼 큰 변화가 없다면 장단기 금리차 상승도 추가적으로 진행될 것으로 예상된다(현재 157bp). 장단기금리차 상승은 일반적으로 경기 개선 및 확장을 반영하긴 하지만, 유동성 장세가 실적 장세로 넘어가는 상황을 반영하기 때문에 주식시장은 'N'자형 패턴을 형성한다.

S&P500지수를 기준으로 미국 장단기금리차가 50~150bp 수준에서 상승 시 경기 개선과 유동성 장세를 반영하며 월 평균 수익률은 (+)플러스를 기록한다. 그러나 현재 수준인 150~200bp 내에서 상승 시 월 평균 수익률은 (-)마이너스로 하락한다. 오히려 200bp 이상에서 상승 시 경기 확장과 실적 장세를 반영하며 2차 상승 랠리가 진행된다.

▶ 미국 장단기금리차 흐름을 기준으로 보면, 지금은 유동성 장세에서 실적 장세로 넘어가는 과도기에 진입한 시점이라고 판단된다. 미국 10년물 국채금리가 상승하는 시기의 특징 중 하나가 매출 또는 순이익과 같은 실적 개선 여부에 따라 국내 증시에서 업종 또는 종목별 주가 차별화가 심해진다는 점이다. 코스피 내에서 차지하는 매출과 순이익 비중이 동반 상승하는 종목군의 연 평균 주가수익률이 월등히 높다는 점이 이를 방증하고 있다. 성장주와 가치주의 구분이 아닌 실적주와 비(非)실적주 간의 차별화 관점이 필요하다.

국내 기업 이익은 글로벌 가격지표들의 상승을 기반으로 증가할 것으로 예상된다. 그러나 2021년 기업 이익 개선 컨센서스는 이미 대부분 알려진 사실이다. 코스피 12개월 예상 영업이익 증가율(YoY)은 2020/9월 (+)플러스로 진입했고, 현재는 미/중 무역분쟁 직전 수준까지 회복했다. 지금부터는 기업 실적 개선이 아닌 서프라이즈(추정치 대비 실제 이익 상회) 여부가 중요해 보인다.

글로벌 가격지표 중 하나인 미국 제조업과 비제조업 구매물가지수를 활용해서 ① 2008년 이후 구매물가지수 상승 시 영업이익 추정치의 상향 조정 폭이 상대적으로 크고(가격 지표에 대한 이익 민감도 높음), ② 해당 국면에서 추정치 대비 실제 영업이익이 큰 어닝서프라이즈가 나타날 확률이 상대적으로 높은 업종은 비철/목재, 화장품/의류, 반도체, 증권, 소프트웨어, 보험, 화학, 가전이다. ③ 해당 업종 내에서 코스피200내에서 2021년 매출과 순이익 비중이 전년대비 동반 상승하는 종목에 관심을 가질 필요가 있다.

▶ SK하이닉스, NAVER, LG화학, 롯데케미칼, OCI가 여기에 해당하는 대표적인 종목들이다(해당 종목의 경우 3월 이후 2021/1분기 매출과 순이익 추정치 동반 상향 조정, 추가적인 종목은 본문 표1 참고).

### Investment Idea

## Equity



주식전략 이재만

02-3771-7547

duke7594@hanafn.com

RA 신다운

02-3771-7516

dawoonshin@hanafn.com

### Compliance Notice

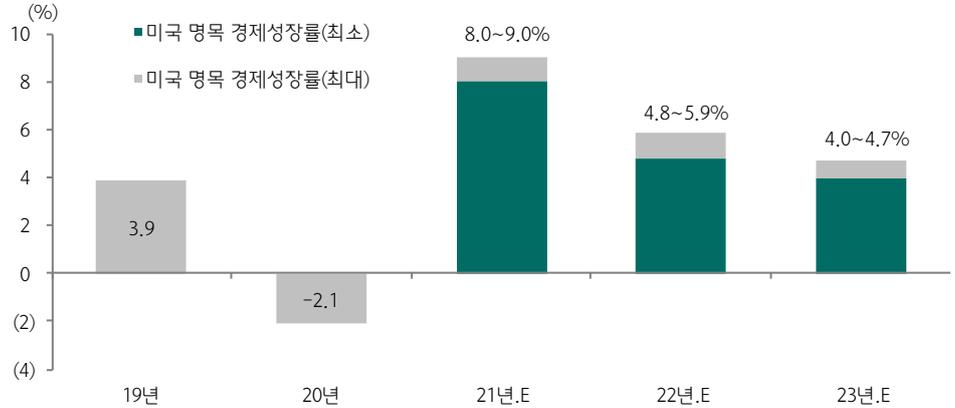
본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 금리가 상승한다면 무엇이 필요할까요

연준이 발표한 실질GDP성장률과 PCE물가상승률 기준으로 명목 경제 성장률 추정해 보면

2022~23년 미국 명목 경제성장률은 최소 4.4%~5.3% 수준 예상

그림 1. 2022~23년 미국 명목 경제성장률은 최소 4.4%~5.3% 수준을 유지할 것으로 예상



자료: Bloomberg, Fed, 하나금융투자

미국 명목 경제성장률이 상승하는 시기에 10년물 국채금리와 격차는 최소 2.7%

이를 적용 시 미국 10년물 국채금리는 1.8%~2.6% 수준에서 형성될 것으로 추정

그림 2. 미국 명목 경제성장률이 상승하는 시기에 10년물 국채금리와 격차는 최소 2.7%



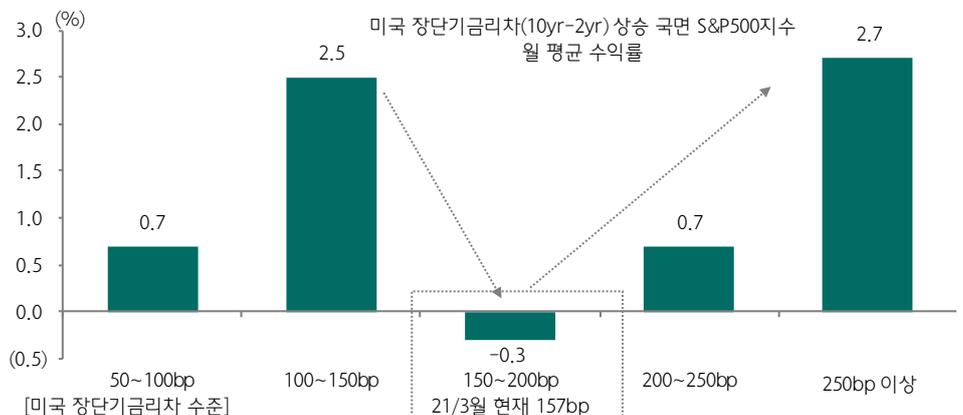
자료: Bloomberg, 하나금융투자

미국 장단기금리차(10yr-2yr) 확대 지속. 현재 157bp

미국 장단기금리차 150~200bp 수준에서 상승 시 S&P500지수 조정 경험

그러나 200bp 이상에서 상승 시 지수 재차 상승 국면으로 진입(실적 장세로 이전한 결과물)

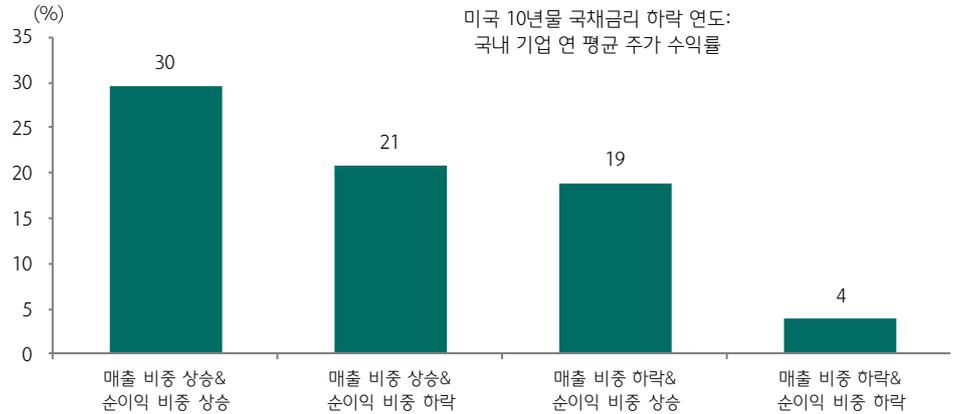
그림 3. 주식시장: 유동성 장세에서 실적 장세로 이전의 변곡점은 미국 장단기금리차 200bp 전후



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 4. 유동성 장세: 시중금리가 하락하는 국면에서는 실적으로 종목별 차별화가 나타나지 않음

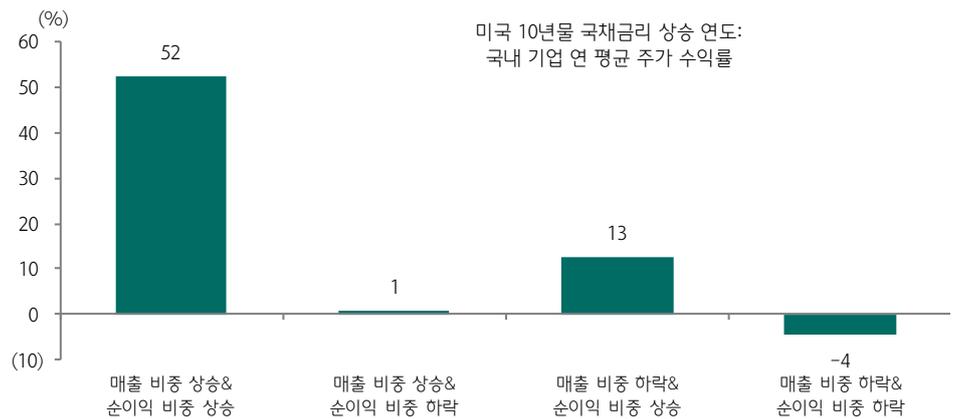
미국 10년물 국채금리가 하락했던 연도의 경우 코스피 내에서 매출과 순이익 비중이 전년대비 동반 하락했던 종목군의 연 평균 주가수익률도 (+) 플러스를 기록



주) 2010~2020년까지. 해당 연도 시가총액 30위 기업 대상  
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 5. 실적 장세: 그러나 시중금리 상승하는 국면에서는 실적으로 종목별 차별화가 심해지는 경향이 있음

미국 10년물 국채금리가 상승했던 연도의 경우 코스피 내에서 매출과 순이익 비중이 전년대비 동반 상승했던 종목군의 연 평균 주가수익률이 압도적으로 높음

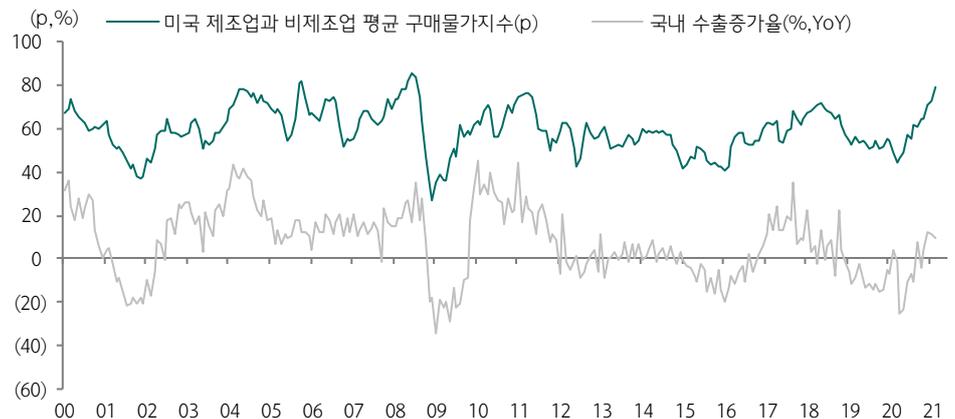


주) 2010~2020년까지. 해당 연도 시가총액 30위 기업 대상  
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 6. 국내 기업의 이익 개선 컨센서스가 형성되는 이유: 글로벌 가격지표 상승

미국 제조업과 비제조업 구매물가지수 2000년 이후 최고 수준에 육박

글로벌 가격지표가 반등하면서 국내 수출경기 개선-> 국내 기업 이익 개선 컨센서스 형성



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 7. 그러나 2021년 기업 이익이 개선될 것이라는 점은 이미 알고 있는 상황

국내 기업의 개선될 것이라는 컨센서스는 이미 2020/9월부터 본격화 됐다고 볼 수 있음

2020년 9월 코스피 12개월 예상 영업이익 증가율(YoY) 플러스로 반전

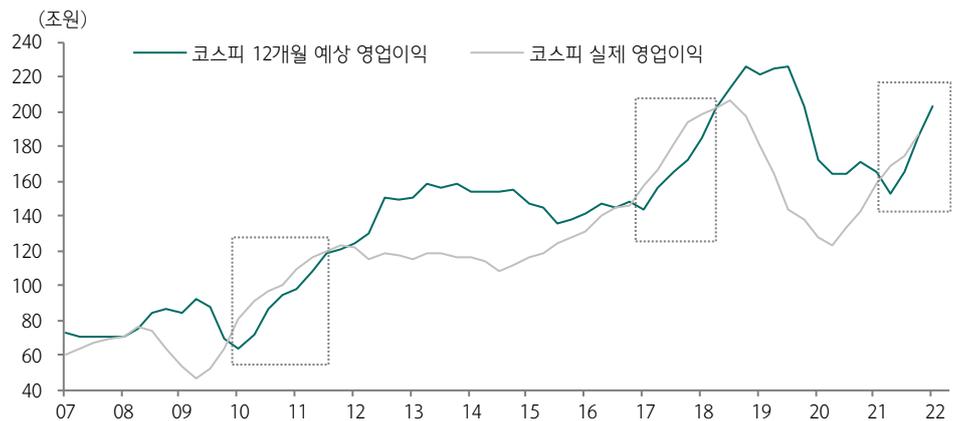
현재는 23%로 미/중 무역분쟁 직전 수준까지 회복



자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 8. 2010~11년, 2017~18년과 같이 추정치 대비 실제 영업이익이 큰 어닝서프라이즈가 필요

지금부터는 기업 실적 개선이 아닌 서프라이즈(추정치 대비 실제 이익 상회) 여부가 중요



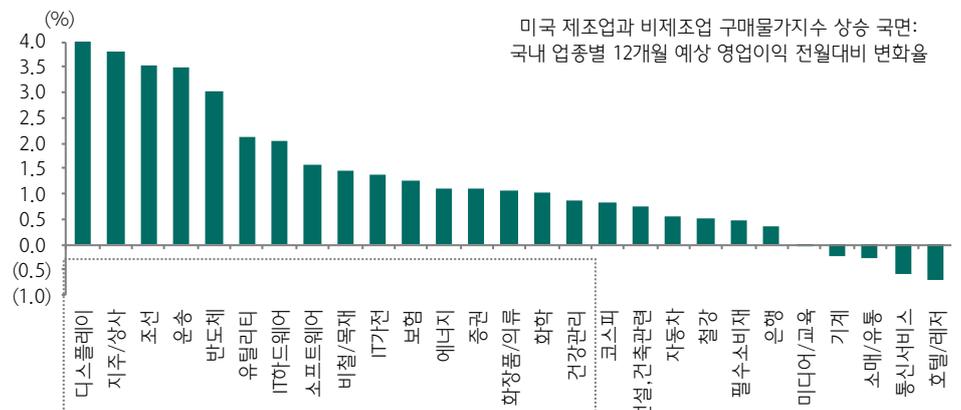
주) 코스피 실제 영업이익: 2021/1분기~4분기는 추정치 활용

자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 9. ① 미국 제조업과 비제조업 구매물가지수 상승 국면에서 영업이익 추정치 변화가 상대적으로 큰 업종에 관심: 가격에 대한 이익 민감도가 상대적으로 큰 업종(박스 내 업종)

글로벌 가격지표 중 하나인 미국 제조업과 비제조업 구매물가지수를 활용

우선 2008년 이후 미국 구매물가지수 상승 시 영업이익 추정치가 상대적으로 크게 상향 조정되는 업종이 관심 대상



주1) 2008년 1월~2021년 2월 월간 데이터 사용. 영업이익이 음수(-)인 월 제외

주2) 은행/증권/보험은 순이익 데이터 사용

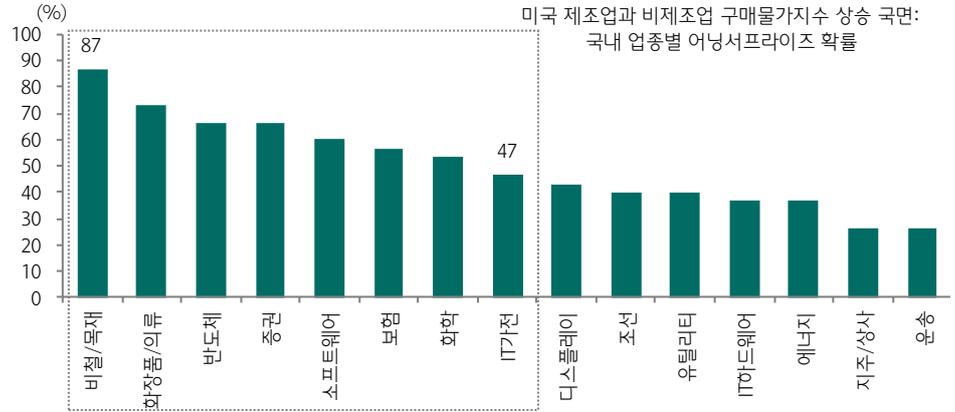
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 10. ② 미국 제조업과 비제조업 구매물가지수 상승 국면에서 어닝서프라이즈가 자주 나타나는 업종(그림 9, 박스 내 업종 중)

글로벌 가격지표 중 하나인 미국 제조업과 비제조업 구매물가지수 상승 국면

추정치 대비 실제 영업이익이 큰 어닝서프라이즈가 나타날 확률이 상대적으로 높은 업종

: 비철/목재, 화장품/의류, 반도체, 증권, 소프트웨어, 보험, 화학, 가전



주1) 증권/보험은 순이익 데이터 사용  
자료: Quantwise, 하나금융투자

표 1. ③ 해당 업종 내에서 코스피200내에서 2021년 매출과 순이익 비중이 전년대비 동반 상승하는 종목에 관심: SK하이닉스, NAVER, LG화학, 롯데케미칼, OCI가 여기에 해당하는 대표적인 종목들(해당 종목의 경우 3월 이후 2021/1분기 매출과 순이익 추정치 동반 상향 조정)

기업	코스피 200내 매출 비중(%)		코스피 200내 순이익 비중(%)		특징
	2020년	2021년.E	2020년	2021년.E	
SK하이닉스	1.51	1.97	5.83	5.98	3월 이후 21/1분기 매출과 영업이익 추정치 동반 상향 조정
NAVER	0.25	0.34	1.03	1.09	
LG화학	1.43	1.99	0.84	1.80	
삼성SDI	0.54	0.70	0.77	0.79	
카카오	0.20	0.28	0.20	0.46	
아모레퍼시픽	0.21	0.26	0.03	0.22	
포스코케미칼	0.07	0.10	0.04	0.08	
롯데케미칼	0.58	0.78	0.21	0.92	매출과 영업이익 추정치 동반 상향 조정
한화솔루션	0.44	0.53	0.37	0.50	
아모레G	0.23	0.28	0.03	0.19	
SKC	0.13	0.16	0.09	0.13	
OCI	0.09	0.12	적자	0.14	매출과 영업이익 추정치 동반 상향 조정
대한유화	0.09	0.11	0.16	0.19	
코스맥스	0.07	0.08	적자	0.04	
휴켄스	0.03	0.03	0.06	0.07	
애경산업	0.03	0.03	0.01	0.02	

자료: Quantwise, 하나금융투자