



[화수분전략]

환율은 지수를, 금리는 업종을 결정한다

원/달러환율이 1,200원을 넘어섰다. 현재 원화가치는 다소 과도하게 평가절하된 상황이다. 2014년 이후 달러인덱스(현재: 95.7p)와 원/달러환율, 달러대비 아시아 통화가치지수(ADXY 현재: 107.7p)와 원/달러환율 간의 회귀식을 통해 적정 원/달러환율 수준을 추정해 보면 1,140~50원이다.

▶ 현재 달러인덱스에는 이미 연준의 긴축정책 속도가 빨라지고 있음을 반영했다는 점과 최근 중국 경기모멘텀이 미국 보다 빠르게 개선되고 있다는 점을 감안 시 향후 일방적인 달러강세가 진행되기 쉽지 않은 상황이라고 판단된다. 원/달러환율 고점에서 코스피는 저점을 형성할 가능성이 높다.

현재 미국 10년물 국채금리 상승(1.5%→1.8%)이 가파르게 진행되고 있다. 과거 5년간 진행된 연준의 통화 긴축정책(2014년 테이퍼링 시작→ 15년 기준금리 인상 시작→ 17년 연준 대차대조표 정상화 시작)이 2022년 1년 안에 압축돼 실행되는 형태로 변하고 있다.

2015년 미국 10년물 국채금리는 연준 기준금리 인상 직전까지 1.6%(2015년 1월)에서 2.3%(12월)까지 상승했다. 당시 첫번째 기준금리 인상 이후 2016년 상반기까지 1.5%까지 하락 이후 본격적인 기준금리 인상과 대차대조표 정상화 정책으로 2018년 3.1%까지 상승했다. 참고로 2013년 미국 실질금리는 마이너스에서 2014년 테이퍼링 실행 시기부터 마이너스권을 탈피했다(최근 미국 실질금리 -1%에서 -0.7%로 마이너스 폭 축소).

현재 미국의 임금 상승은 빠르게 진행 중이다. 미국 물류대란이 다소 완화되는 조짐은 있지만, 고용시장 및 물류대란 정상화 이전까지 임금 상승 가능성이 남아 있어 물가 상승 압력이 여전히 높은 상황이다. 물가상승률이 기고효과(2021년 4월 미국 PCE YoY 상승률이 3%대로 진입)로 인해 낮아질 수 있는 시기는 2022년 4월 이후에나 나타날 가능성 있다. 2021년 12월 ISM 제조업 지불가격지수가 하락했고, 동 지표는 PCE YoY 상승률에 3개월 선행성이 있다. 따라서 이를 반영하는 시기는 2022년 3~4월 중일 것으로 판단된다.

연준이 정책 변화에 대한 코멘트를 주지 않는다면, 미국 10년물 국채금리와 장기(5~10년) 기대인플레이션간의 스프레드가 축소될 여지가 남아있다. 2014~18년 두 지표 간 마이너스 스프레드 평균은 -50bp다. 최근 미국 장기 기대인플레이션이 2.9%라는 점을 감안 시 미국 10년물 국채금리 2% 상회 가능성이 있다는 점을 염두에 둘 필요가 있다.

▶ 2010년 이후 미국 10년물 국채금리 1.6~2.0% 내 상승 국면에서 S&P500지수 주요 업종별 수익률 비교: 월간 주가수익률도 높고, 월간 상승확률(Hit ratio)이 100%에 육박하는 업종은 다각화금융, 은행, 보험이다. 미디어와 에너지도 상대적으로 높은 편이다.

▶ 2010년 이후 미국 10년물 국채금리 1.6~2.0% 내 상승 국면에서 코스피 주요 업종별 수익률 비교: 월간 주가수익률과 상승확률(Hit ratio)이 상대적으로 높고, 외국인 순매수 강도가 강한 업종은 철강, 은행, 건설, 조선, 증권, 기계다.

Investment Idea

Equity



주식전략 이재만

02-3771-7547

duke7594@hanafn.com

RA 신다윤

02-3771-7516

dawoonshin@hanafn.com

Compliance Notice

본 조사자료는 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 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

환율은 지수를, 금리는 업종을 결정한다

그림 1. 원달러환율 1,200원: 달러인덱스와 달러대비 아시아통화가지치수 대비 원화가지치는 다소 과한 평가
절하 상황

현재 달러인덱스(DXY): 95.7p

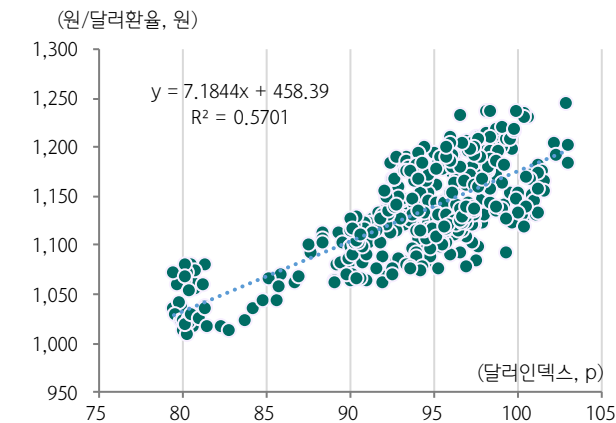
달러대비 아시아통화가지치수
(ADXY): 107.7p

원/달러환율: 1,201원



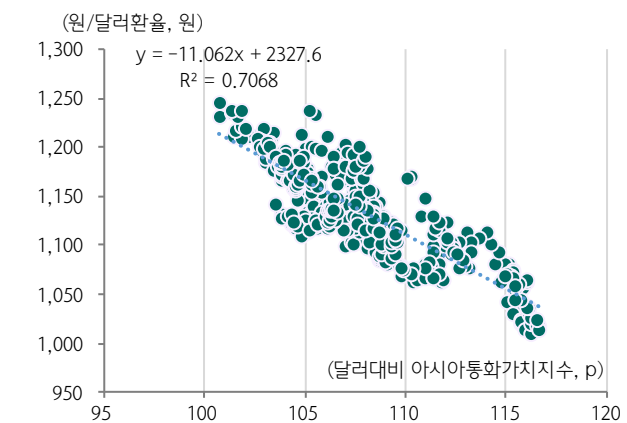
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 2. 2014년 이후 달러인덱스와 원/달러환율 회귀식: 달러인덱스 95.7p 시 원/달러환율 1,150원



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 3. 2014년 이후 아시아통화가지치수와 원/달러환율 회귀식: 아시아 통화가지치수 107.7p 시 원/달러환율 1,140원



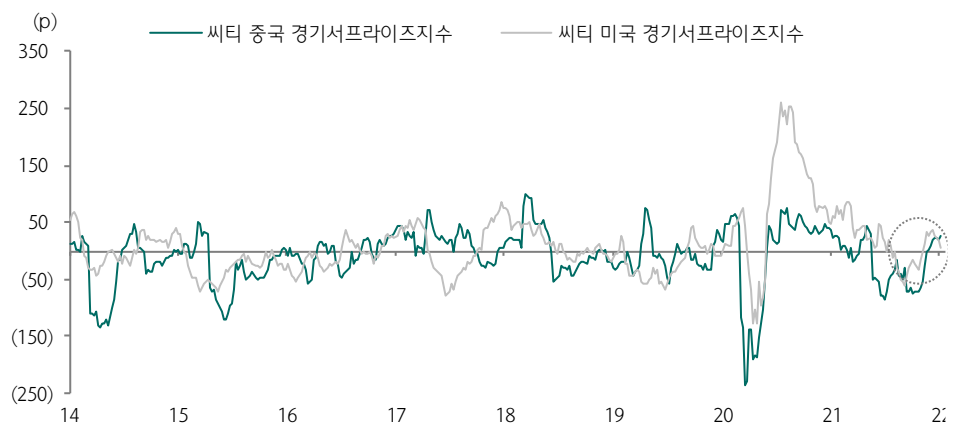
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 4. 달러가치의 일방적인 강세가 진정될 수 있는 변수: 2021년 11월 이후 미국 경기모멘텀은 약화되고 있지만, 같은 기간 동안 중국은 개선

현재 달러인덱스에는 이미 연준의 긴
축정책 속도가 빨라지고 있음을 반영

중국 경기모멘텀이 미국 보다 빠르게
개선되고 있다는 점을 감안 시 향후
일방적인 달러강세가 진행되기 쉽지
않은 상황

원/달러환율 고점 형성 국면↔코스피
저점 형성 국면

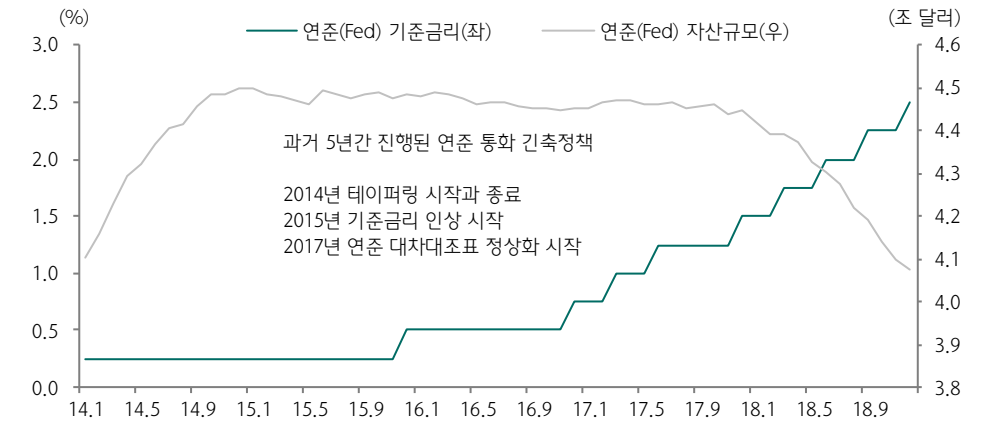


자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 5. 2014~18년까지 5년간 실행된 연준 통화 긴축정책. 2022년 1년 안에 과거 5년간 실행된 통화 긴축 정책을 모두 실행할 것으로 생각하고 있는 시장

과거 5년간 진행된 연준의 통화 긴축 정책: 2014년 테이퍼링 시작(2014/10 월 종료)→ 2015년 12월 기준금리 인상 시작(2018년까지)→ 2017년 10 월 연준 대차대조표 정상화 시작(만 기 도래 자산 재투자 하지 않음: 2019/8월 종료)

현재: 2022년 1년안에 테이퍼링과 긴 축금리 인상 그리고 연준 대차대조표 정상화까지 시작할 것으로 생각



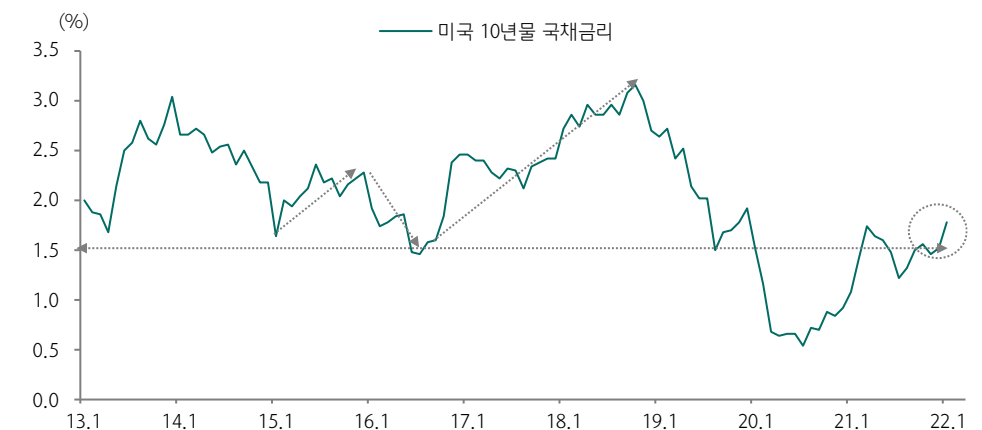
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 6. 2015년~18년 미국 10년물 국채금리 변화: 기준금리 인상 직전까지 상승 이후 실제 기준금리 인상

2015년 미국 10년물 국채금리는 연 준 기준금리 인상 직전까지 1.6% (2015년 1월)에서 2.3%(12월)까지 상승

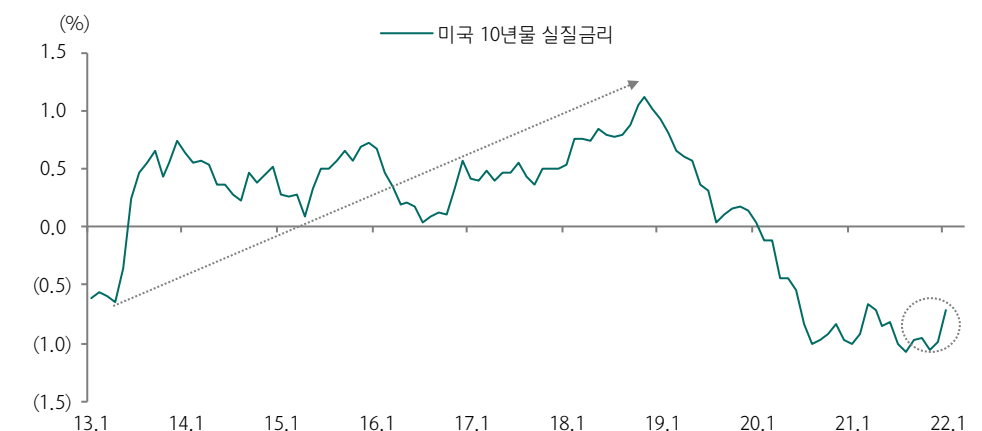
기준금리 인상 이후 2016년 상반기까 지 1.5%까지 하락. 이후 본격적인 기준금리 인상과 대차대조표 정상화 정책으로 2018년 3.1%까지 상승

최근 미국 10년물 국채금리 1.5%에 서 1.8%로 상승



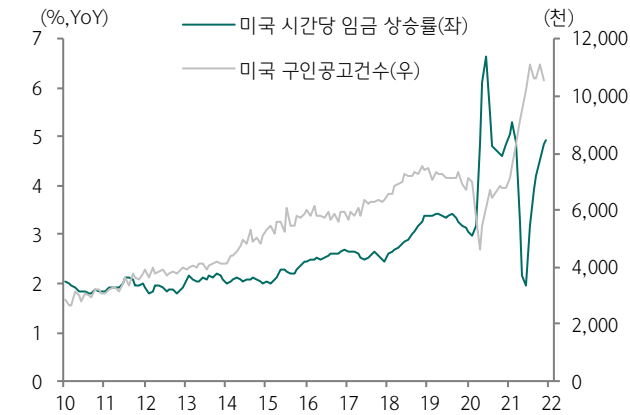
2013년 미국 실질금리 마이너스에서 2014년 테이퍼링 실행 시기부터 마이 너스권 탈피

최근 미국 실질금리는 -1%에서 -0.7%로 다소 마이너스 폭이 축소된 상황



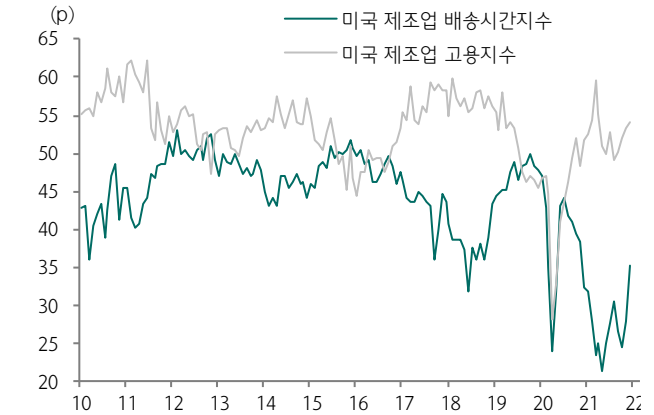
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 7. 미국의 임금 상승이 여전히 빠르게 진행 중: 아직은 미국 기업들의 구인난이 지속되고 있어 추가적인 임금 상승 가능성 상존



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 8. 미국 물류대란 완화 조짐은 있지만, 고용시장 및 물류대란 정상화 이전까지 임금(기업 비용) 상승 가능성 남아 있음

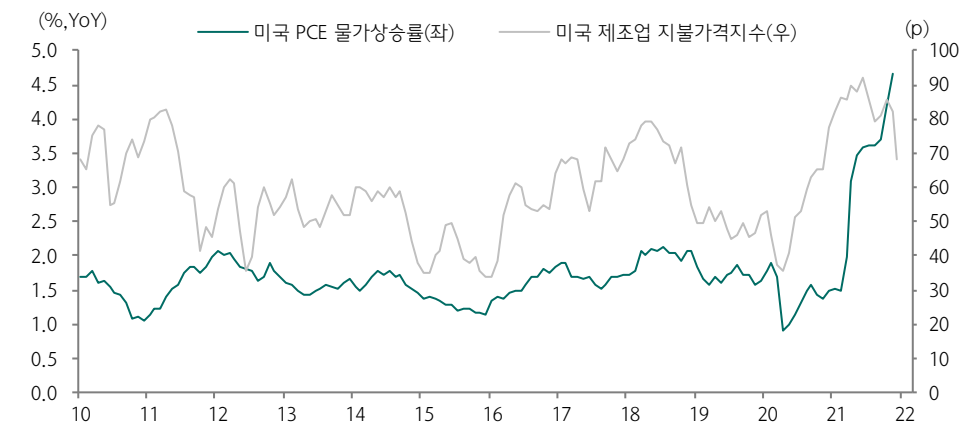


주: 제조업 배송시간지수 상승(하락) 시 배송시간이 짧아(길어)지고 있음을 의미
자료: Bloomberg, 하나금융투자

미국 물가상승률이 기고효과로 인해 낮아질 수 있는 시기는 2022년 4월 이후 가능성 있음. 2021년 4월 미국 PCE YoY 상승률이 3%대로 진입

ISM 제조업 지불가격지수는 하락, 동 지표는 PCE YoY 상승률에 3개월 선형성 있음. 2021/12월 동 지표가 하락했다는 점을 감안 시 이를 반영하는 시기는 2022년 3~4월 중 가능

그림 9. 미국 물가 상승 압력의 축소 여부 확인은 빨라야 1분기 이후가 될 수 있음

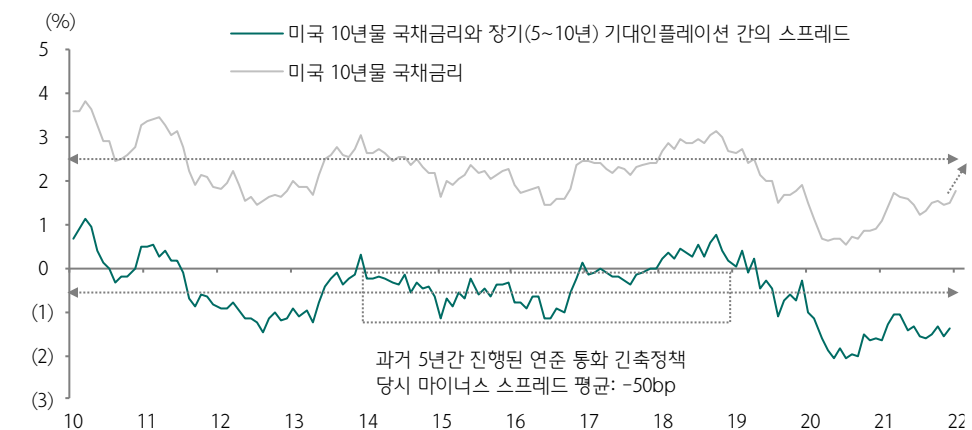


자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 10. 미국 10년물 국채금리와 장기(5~10년) 기대인플레이션간의 스프레드 축소 가능: 일시적으로 미국 10년물 국채금리 2% 상회 가능성도 염두

연준의 정책 변화 코멘트가 없다면, 당분간 과거 5년간 실행했던 연준의 긴축 경로를 1년만에 반영할 수도 있음

미국 10년물 국채금리와 장기(5~10년) 기대인플레이션간의 스프레드 축소 가능: 2014~18년 마이너스 스프레드 평균은 -50bp: 최근 미국 장기 기대인플레이션 2.9%라는 점을 감안 시 미국 10년물 국채금리 2% 상회 가능성도 염두



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 11. 미국 10년물 국채금리 1.6~2.0% 내 상승 국면 S&P500지수 주요 업종별 수익률: 해당 국면에서 월간 주가수익률도 높지만 월간 상승확률(Hit ratio)이 100%에 육박하는 다각화금융, 은행, 보험, 미디어와 에너지 업종도 부각

S&P500지수 업종 (2010년 이후 월간 기준)	미국 10년물 국채금리 (1.6~1.8% 내 상승)		미국 10년물 국채금리 (1.8~2.0% 내 상승)	
	월간 평균 수익률(%)	Hit ratio(%)	월간 평균 수익률(%)	Hit ratio(%)
★다각화금융	4.8	100.0	3.9	100.0
★은행	4.2	90.0	5.0	100.0
★보험	2.9	90.0	3.5	100.0
음식료 & 담배	1.5	70.0	2.5	85.7
헬스케어 장비 & 서비스	2.2	70.0	2.4	85.7
★미디어	2.7	70.0	3.4	85.7
제약 생명공학 & 생명	1.9	70.0	1.8	85.7
유통	1.0	70.0	3.1	85.7
소프트웨어 & 서비스	1.6	70.0	3.2	85.7
★에너지	3.1	80.0	3.8	71.4
자본재	3.4	90.0	1.8	57.1
식품 & 생필품유통	2.2	70.0	0.6	71.4
반도체 & 반도체장비	1.9	70.0	2.9	71.4
자동차 & 부품	2.7	80.0	1.9	57.1
원자재	2.8	80.0	2.3	57.1

자료: Bloomberg, 하나금융투자

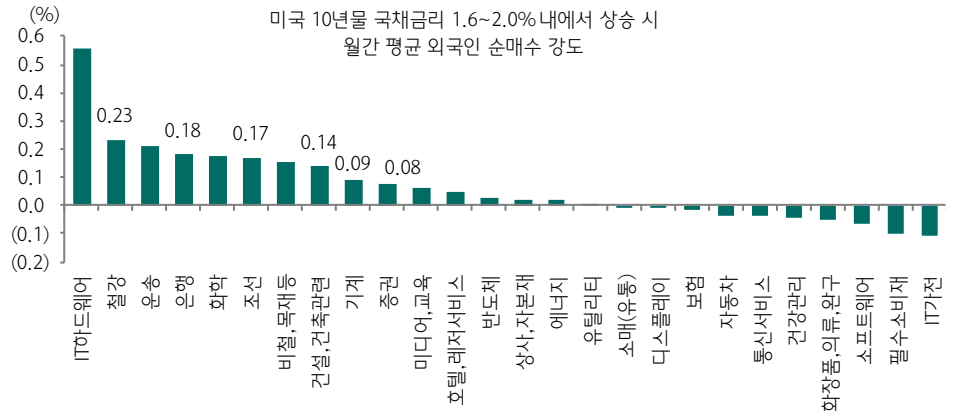
그림 12. 미국 10년물 국채금리 1.6~2.0% 내 상승 국면 코스피 주요 업종별 수익률: 철강, 은행, 건설, 조선, 증권, 기계 업종의 월간 수익률과 월간 상승확률(Hit ratio)이 상대적으로 높음

코스피 업종 (2010년 이후 월간 기준)	미국 10년물 국채금리 (1.6~1.8% 내 상승)		미국 10년물 국채금리 (1.8~2.0% 내 상승)	
	월간 평균 수익률(%)	Hit ratio(%)	월간 평균 수익률(%)	Hit ratio(%)
★철강	4.0	80.0	0.9	71.4
★은행	4.6	80.0	2.6	71.4
유틸리티	4.3	80.0	-0.6	71.4
화장품, 의류, 완구	2.4	70.0	0.0	71.4
보험	2.8	80.0	-0.5	57.1
★건설, 건축관련	1.6	60.0	1.9	71.4
★조선	3.9	60.0	3.1	71.4
★증권	1.8	60.0	1.3	71.4
소프트웨어	-0.3	60.0	1.7	71.4
★기계	2.5	70.0	2.6	57.1
미디어, 교육	1.4	40.0	1.6	85.7
소매(유통)	0.5	50.0	1.4	71.4
비철, 목재등	1.2	60.0	0.8	57.1
필수소비재	1.4	60.0	-0.4	57.1
건강관리	4.0	60.0	-0.5	57.1
화학	1.6	70.0	0.0	42.9
운송	2.2	70.0	-0.6	42.9
디스플레이	1.7	70.0	-0.9	42.9
에너지	0.8	50.0	0.7	57.1
호텔, 레저서비스	0.5	50.0	1.2	57.1
IT하드웨어	0.9	50.0	1.3	57.1
반도체	3.4	50.0	2.4	57.1
상사, 자본재	1.5	60.0	1.1	42.9
통신서비스	1.4	60.0	1.7	42.9
IT가전	-0.6	30.0	1.0	57.1
자동차	-1.4	50.0	-1.3	28.6

자료: Bloomberg, Quantwise, 하나금융투자

그림 13. 미국 10년물 국채금리 1.6~2.0% 내 상승 국면: 철강, 은행, 건설, 조선, 증권, 기계 업종의 경우 외국인 순매수 강도 역시 상대적으로 강한 편

미국 10년물 국채금리 1.6~2.0% 내
상승 국면: 철강, 은행, 건설, 조선,
증권, 기계 업종의 경우 외국인 순매
수 강도 역시 상대적으로 강한 편



주1) 2010년 이후 월간 기준

주2) 외국인 순매수 강도(=월간 외국인 순매수 금액/시가총액)

자료: Bloomberg, 하나금융투자