전략

김장열의 '요것만'

리서치센터장 김장열
jay.kim1007@gmail.com
02-3779-3531

금리인상 우려의 on-and-off 시기=> 성장주/턴어라운드/전방산업 수혜 테마인 중소형주에



<골디락스 국면 희망하지만 인플래이션 상방리스크는 안고가야>

지난주 FOMC에서 2021년 미국 경제 성장률 전망치는 기존 4.2%(12월)에서 6.5%로 상향되었다. 근원 PCE물가 상승률은 2022~23년 모두 2.0~2.1%에 머물 것으로 예측되었다. 연준 위원들은 21년 중순 나타날 강한 물가 상승이 "일시적"일 것이라는 전망을 기본 시나리오로 삼고 있다. 하지만, 실제 제시될 경제지표들 결과에 따라 그 전망이 변할 가능성이 살아있음 또한 보여주고 있다. FOMC 금리 전망 '점도표(dot plot)'에 따르면, 2022년 금리 인상이 단행될 것이라고 본 위원은 지난해 12월에는 한 명에 불과했다. 하지만 이번에는 4명으로 늘었다. 2023년 내 금리 인상을 내다본 위원도 기존 5명에서 7명으로 증가했다. 또한, 인플레이션의 상방리스크를 분명히 인지하고 있음을 전달해 '필요할 경우 적절한 대응 변화를 줄 수 있다는 점도 담겨진 메시지로 풀이된다. 장기금리의 상승 추세는 유효한 것이다. 단, 연준은 바이든 정부의 대규모 부양책이 심각한 인플레를 야기시키지 않을 것이라고 보고 있고 성장사이클에도 불구하고 구조적 물가압력이 현실화되지 않는다면 골디락스 국면이 이어질 수 있고 일정수준의 금리 상승은 금융시장이 소화할 수 있을 것으로 전망 (또는 희망)하고 있는 것이다. 3월 19일(금) JP모건 주가는 약 1.6%, 골드만삭스와 뱅크오브아메리카 주가는 1%가량 하락했다.

SLR 완화 조치가 종료되었다. 은행이 보유한 국채와 지급준비금을 필요 자기자본 산출 대상에서 제외해 주는 것으로, 종료될 경우 은행이 비용 부담으로 국채를 내다 팔 수 있다는 전망이 있었다. 다만 은행들이 완화 조치 종료에 대비해 온 만큼 채권 수급에 큰 영향은 없을 것이란 분석도 힘을 얻으면서 금리는 상승 폭을 다소 줄였다. 장 마감 무렵에는 10년물 금리가 1.72% 수준을 기록했다.

<배당수익률 1.4% 중반 < 10년 국채수익률 1.7%대, 과거 평균 프리미엄 감안, 주가조정 또는 배당증가해야>

기본적으로 금리 인상 우려는 주식시장 할인율을 높여서 성장 추구 선호 주식시장에서는 불안 요소이고 부정적이다. 관련, 흔히 배당수익률과 국채수익률 관계가 주목된다. S&P 500 배당수익률은 현재 대략 1.44%이고 이는 21세기 들어온 이래 하단에 속하고 있다. 미 국채 10년물 금리가 훨씬 높다. 그렇다면 기업의 배당수익률이 더 높아질 것인가? 배당을 높이거나 주가가 하락하면 된다. 2010년 이래 10년물 금리는 S&0500 배당수익률 보다 21bps (0.21%포인트) 높았다. 따라서, 향후 주당 배당금이 높아지거나 주가 수준이 좀 더 내려가서 배당 수익률이 높아져야 평균에 수렴하게 된다.

<백신접종/집단면역 속도, 부양정책 실제효과, 억압수요/오프라인 수요 패턴 분출>

근본적으로는 21년 하반기~22년 주식시장의 관건은 코로나 백신접종확산/집단면역 속도, 코로나 부양정책의 집행의 실제 효과, 오프라인 소비의 부활여부/정도 등에 대한 시장의 컨센서스이다. 코로나사태이후 경제봉쇄 정책으로 인해 소비자들이 상품 구매 (노트북, 게임기 구매 증가 등)> 서비스 (여행, 레저, 관광, 스포츠 등) 구매 패턴으로 변경되고 유통시장의 오프라인=>온라인 가속화되었으며 출장은 대폭 줄어들고 학교는 문을 닫고 비대면 앱 산업의 boom이었다. **백신확산과 집단면역이 점차 이루어지면 (일부 선진국은 21년 여름-가을, 신흥국은 21년 연말~22년 상반기 예상) 과연 다시 오프라인으로 서비스 산업 (여행, 레저 등)으로 되돌아 갈 것인가?** 그 과정에 온라인/IT상품 판매는 성장성이 크게 떨어질 것인가? 온라인 교육 스타트업 관련 벤처/자금조달은 20년에 126억달러로 19년 48억불대비 2배이상 jump했다. 온라인 교육 (학교수업/각종 교육 강의 등) 확산속도가 과거 5-10년치가 한꺼번에 이루어진 것으로 보는 견해가 나오는 데... 그렇다면 집단면역 이후에는 성장 정체 구간 돌입인가? 2019년 전세계 비즈니스 여행으로 1.4조달러가 사용되었는데 20년에는 반토막 이하로 떨어졌다고 한다. 불필요한 출장/ 비대면 컨퍼런스의 일정부분 효용성과 한계성을 감안, 과연 과거수준으로 비즈니스 출장이 회복할까, 얼마나 빨리, 2025년이전에?

<일단 돈이 많아야, 취약계층 집중해야, 코로나로 강제된 습관/인식이 유지되어야>

인간의 본성은 선택안이 많으면 최근에 억압된 수요가 분출한다. 그리고 **돈이 충분하면 상품/서비스 둘 다에** 쓴다. **부족하면? 효용을 따져서** Mix한다. 여행/레저 등 억압수요는 명약관화하다. 백신여권 같은 방안도 그 방향을 촉진할 것이다. 돈이 충분할 것인지는 코로나 부양정책 (지원금)의 강도와 전계층 대상 보편지급이냐/취약계층 선별 지원이냐가 중요하다. **전계층 지급은 추가 지원금이 저축/소비로 양분되거나 저축으로 잠길 가능성이 있어서 효과가 약해질** 것이다 (선거/정치측면에는 도움). 부양책이 집단면역이전에 충분치 않으면 오프라인 산업 화복은 지연될 것이다. 부양정책중 **소비지직접지원이 아닌 인프라 산업 지원은 중장기 테마를 유지하는 중요한 원동력 중 하나**가 될 것이다. 그런데 여기서는 **2가지 정도 question이** 남아있다. 최근 2월말, 브라질에서는 중국산 코로나백신의 첫번째 접종이 시작되었다. 비슷한 시기에 브라질은 7월 예정인 5G통신장비 Auction 관련 규정을 발표했는데 기존과 달리 화웨이를 배제하지 않았다. 중국/브라질 간에 코로나백신 ⇔ 화웨이 통신장비 교환 deal 가능성이 크게 제기되고 있다. 최악의 코로나 사태에 빠져있는 브라질 입장에서 불가피한 선택일 것이다. **결국 정치보다는 삶/경제이어야 하는 것**이다. 글로벌 경제 회복의 한 이슈인 것이다. 미국 국민 한명이 장거리 왕복 비행을 한번 안 하면 다른 많은 국가의 보통 승객 한명이 일년동안 자동차를 전혀 몰지 않는 것과 같은 탄소 배출이 줄어든다고 한다. 인간의 본성을 감안해도, **이제는 조금은 더 기후/환경을 생각하고 마침 코로나로 강제되어 다소 익숙해진 (비즈니스여행대신) 비대면 미팅을 앞으로도 얼마나 병행/많이 유지할 수 있을까?** 전기차 충전소 확대와 배터리 가격하락과 3천만원대 경제전기차 보급과 보조금 지급 지속이 가능할까?

<일단은 실적상향 여부가 Key, 미 시장 반도체도 so so>

답이 잘 나오지 않으면…. 일단은 실질금리 상승으로 단기적으로 실적 상향 여부가 더 중요한 관건인 주식시장 전개/지속을 대비해야 한다. 하지만, 어느정도 시장은 다 비슷하게 인지하고 있다. 최근 주식시장 흐름을 되돌아본다. 미국 다우존스는 3월 19일 전일 대비 -0.9%, 3월에 들어와서 +5.5%, 그리고 20년말 대비 +7.6% 상승했으며 나스닥은 3월 19일 전일 대비 +0.8%, 3월에 들어와서 +0.2%, 그리고 20년말 대비 +2..5% 상승한 상태이다. 금리인상 우려에 따른 수익률차이이다. **한국주식시장 전체에 가장 영향력이 큰 필라델피아 반도체지수** (16개 반도체 관련 종목: Nvidia, Intel, Qualcomm, Micron Technology, Applied Materials 등) **동기간 -0.06%, +2.7%, +4.2% 상승한 상태로 다우존스와 나스닥 사이에** 놓여있다.

<반도체 하이닉스, 경기민감 롯데케미칼이 안가면 시장지수는 힘들어, 대형주는 탄력적 포트폴리오 대응 전략으로>

코스피가 3월에 +0.9% 20년말 +5.8%상승상태이다. 대표 대형주는 반도체 대표주 (삼성전자 동기간 -0.7%/+1.1%, SK하이닉스, +2.5%/ +16.5%), 경기민감주 (롯데케미칼 -2.2%/+12.5%, 기아차 +10.2%/+40.2%), 중장기성장주 (삼성SDI, -1.9%/+5.2%), 금리인상 수혜주 (하나금융지주, +14.8%/ +23.3%)를 들 수 있다. 이들 대표주의 현 주가에서 실제 업사이드에 따라 코스피지수가 거의 결정된다. 삼성전자는 5%이하, 하이닉스는 5~10%, 나머지는 10% 이상 업사이드가 예상된다. 하지만 **당분간 시장의 변동성 지속 감안, 시장안전마진 확보측면에서 컨센서스 목표가 대비 20~30% 할인한 수준가격대에서 접근이** 긴요해 보인다. 삼성전자는 8만원, 하이닉스는 13만원 중반, 롯데케미칼은 현주가 수준, 삼성SDI는 60만원 초반, 기아차 현주가 수준, 하나금융지주 4만원초반 이하를 진입 시점으로 제시한다. , 3월 19일 이슈코멘트에서 추천한 종목중 대형주는 엔씨소프트, 한국가스공사가 있으며 각 90만원, 3만원 초반 이하 접근 가능으로 판단된다. 한국주식시장 전체의 상승은 단순화하면 반도체/경기민감주 쌍두마차 (SK하이닉스, 롯데케미칼)의 힘이 핵심이고 금리인상우려 감내 시나리오에 따라 삼성SDI등 성장주, 기아차등 실적모멘텀, 하나금융지주 등 금융주의 선호변경에 따른 진폭이 결정될 것이다. 대형주는 탄력적 포트폴리오 대응 전략이다.

<러셀2000지수는 20년말 대비 +15.9% 상승 vs. 코스닥 바이오 때문에 -1.7%>

한편, 러셀 2000지수 미국 증시 시가총액 하위 2000개 기업, 즉 중소형 기업을 담고 있다. 경기 민감도가 높은 종목이 대부분이어서 '미국 경기의 바로미터'라고도 불린다 (1984년 미국의 투자사인 러셀 인베스트먼트가 창안). 3월 19일 전일 대비 +0.9%, 3월에 들어와서 +4%, 그리고 20년말 대비 +15.9% 상승한 상태이다. 그런데 한국의 코스닥 지수는 동기간 +0.2%, +4.2%, -1.7%로 20년말 대비로는 상대적으로 크게 저조하다. 코스닥 지수는 시총 Top 20 중 셀트리온헬스, 알테오젠, 씨젠, 제넥신, 에이치엘비 등 바이오 주식의 비교적 큰 폭 하락세가 큰 영향을 주었기 때문이다. Non-바이오 (카카오게임즈, 펄어비스 등 게임즈, 원익IPS, 티씨케이 등 반도체주식의 상승세가 상쇄하는 형국이다.

<월덱스, 이엠텍, GST, 제주반도체, 서플러스글로벌, 하츠 등 선별집중 중소형주>

전반적으로 주식시장이 단기상승여력이 시원하게 뻥 뚫렸다고 보기 어려운 상황에서는 알파추구를 위해 중소형주에 대한 선별 집중이 더 중요한 시점으로 판단된다. 21년 전체적으로도 매출은 YoY 최소한 20% 이상 성장되거나, 확실한 턴라운드 예상되

거나, 신사업/신시장 성장잠재력 주목되는 종목 중 아직 기대치가 충분히 주가에 반영되지 않은 주식에 집중한다 (20%이상 업사이드). 물론 금리인상 우려 불안감의 on off 의 반복으로 스몰캡 주식의 수급환경 역시 변동성 확대 리스크는 있다. 그렇다 해도 현 주가에서는 분할 매수 진입을 모색할 수 있는 구간이다. 관련 종목은 월덱스, 이엠텍, GST, 제주반도체, 서플러스글로벌, 하츠 등이다. 추천할 만한 이유가 다 있다. 자세한 사항은 상상인증권 리서치센터나 법인영업부에 문의를.

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:이종원)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight(비중확대)			
		Neutral (중립)			
		Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 6 단계	단기 주가 상승		0.0%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자등급별 비중 (최근 1 년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		중장기 주가 상승		0.0%	
		단기 주가 하락		0.0%	
		단기 주가 박스권		0.0%	
		High risk/High return		0.0%	
		Attention		0.0%	
		합계		0.0%	