

Strategy Idea



▲ **계량분석**
 Analyst **이진우**
 02. 6098-6680
 jinwoo.lee@meritz.co.kr

밑그림이 달라지지 않으면 ‘제로베이스’는 기회일 것

- ✓ 금리, 유가, Style 모두 작년 하반기 랠리 시작 전으로 회귀
- ✓ 이제는 판단이 필요해졌다. 기존 ‘동력’의 방향전환이라면 높아진 자산가격이 불편해 질 것
- ✓ ‘기존 추세로의 회귀’라면 대응 법은 명확하다. 이전과는 다른 시장의 반응이 의미하는 것은?
- ✓ 지금은 금리, 유가 민감도가 높은 기업군(시크리컬)에 대한 비중을 높일 시기

금리, 유가, Style 모두 작년 하반기 랠리 이전 수준으로 되돌림

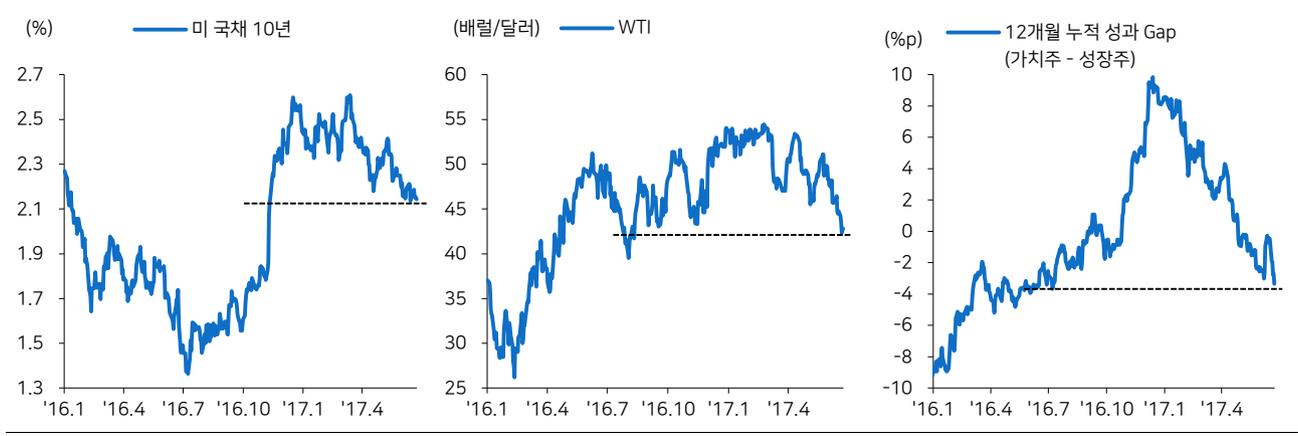
금리, 유가, Style 의 되돌림

‘되돌림’이란 말은 이전 수준으로의 회귀를 뜻한다. 주가 관점에서는 기대감의 약화, 우려감의 완화로 표현된다. 요즘 주식시장이 꼭 그렇다. 작년 하반기 이후 전개됐던 경기회복에 따른 금리 상승, 유가 상승 그리고 가치주의 상대 강세 구도가 약해졌기 때문이다. 문제는 되돌림 수준이다.

다시 ‘제로베이스’에서 시작. 기존 논리의 ‘임계점’에 위치해 있다.

미국 금리(10년)는 트럼프 당선 이후 가장 낮은 수준에 위치해 있는데 리플레이션 기대감, 금리 정상화의 임계점으로 인식되던 2%를 위협하고 있다. 국제유가는 배럴당 43달러 수준으로 2016년 이후 형성된 박스권 하단으로 내려왔다. 가치주 역시 이 같은 흐름에서 자유롭지 못했다. 작년 하반기 랠리 이전 수준으로 회귀했다. 기존의 논리의 중심축이자 시장의 Proxy가 ‘제로베이스’로 돌아온 셈이다.

그림1 금리, 유가, Style 모두 작년 하반기 랠리 직전 수준으로 회귀



자료: Thomson Reuters, 메리츠증권 리서치센터

이제는 판단이 필요해졌다. 기존 동력의 '방향 전환' 이라면 높아진 자산가격이 불편해 질 것

기존 동력의 방향 전환이라면, 판단도 달라질 수 밖에 없다

시장의 크고 작은 변화를 주도했던 이들 변수들의 부진이 장기화 된다면 판단도 달라질 수 밖에 없다. 어쩌면 시각을 바꿔야 한다는 말이 좀 더 현실적일 듯 하다. 문제는 단순한 가격 변수의 움직임이라 해석되기에는 민감도가 커질 수 있는 시점이라는 점이다. 조정이 아닌 Risk로 인식할 가능성이 높기 때문이다.

조정이 아닌 Risk 로 인식될 가능성 때문

이들 변수가 Risk로 인식된다면 당장 높아진 자산 가격이 걸림돌이다. 한국을 보자. 전세계 주요국 중 한국은 최근 시장의 기대감이 가장 강하게 투영된 곳이다. 주가 성과를 이익전망과 밸류에이션 기여도로 접근해 봤을 때 그렇다.

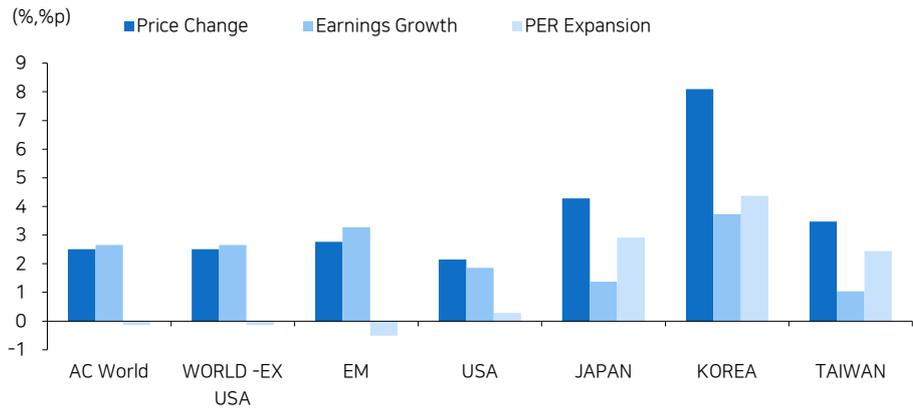
한국은 최근 주요국 중 밸류에이션 팽창이 가장 강하게 투영된 국가 중 하나

한국은 최근 주가 성과뿐만 아니라 밸류에이션 팽창을 강하게 수반한 국가로 분류된다. 5월 이후 주가 성과의 절반 이상이 이익전망 개선이 아닌 밸류에이션 상향으로 설명될 정도다. 최근 2개월간 한국 시장에 기대감이 어느 곳 보다 강하게 투영됐다는 뜻이기도 하다. 관점의 차이가 있을 수 있겠지만 이들 변수가 주가 조정이 야기 된다면 한국 시장의 마찰음이 작지 않을 수 있는 이유다.

이제부터 핵심은 시장의 반응일 것. 기준 추세로의 회귀 및 복원 이라면 정답은 명확하다

물론 이러한 시각은 가장 비관적 시나리오를 가정했을 때 이야기다. 핵심은 해당 변수에 따른 시장의 반응이다. 상황에 따라 달리 해석되는 게 주식시장이지만 지금은 이에 대한 시장의 반응이 중요해진 때이다. 만약 기준 추세로의 회귀를 반영하는 흐름이라면, 정답은 명확하다. 'Buy Cyclical' 이다.

그림2 5월 이후 지역별, 주요국 주가 상승 요인 분해: 한국은 밸류에이션 팽창이 수반



자료: I/B/E/S, 메리츠증권증권 리서치센터

금리, 유가 변동성 확대기, 이전의 시장 반응과 다르다. 시사점은?

현재와 유사한 유가가 변동성 확대기는 총 3차례

시장 반응을 비교해 보기 위해 유가 및 금리의 추세변화가 시작된 2016년 이후로 시계를 넓혀보자.

국면의 기준은 유가가 고점 대비 10% 이상 하락했던 시기다. 현재와 유사한 국면은 총 3차례로 2016년 6월말~8월초, 2016년 10월~11월초, 그리고 현재(2017년 5월 중순~)이다. 국제유가가 배럴당 54달러에서 43달러의 박스권 내에서 조정을 보였던 사례이기도 하다.

과거 두 번의 케이스는 '금리 상승 속 유가 하락' 이라면 이번은 '금리 & 유가 동반 하락'

첫 번째와 두 번째 케이스의 경우 '금리 상승세 속 유가 하락이 전개됐던 시기'라면, 이번 케이스의 경우 '금리와 유가의 동반 하락'이라는 점에서 다르다. 그래서일까? 두 차례 국면과 비교해 볼 때 최근의 시장의 반응은 조금 다르다.

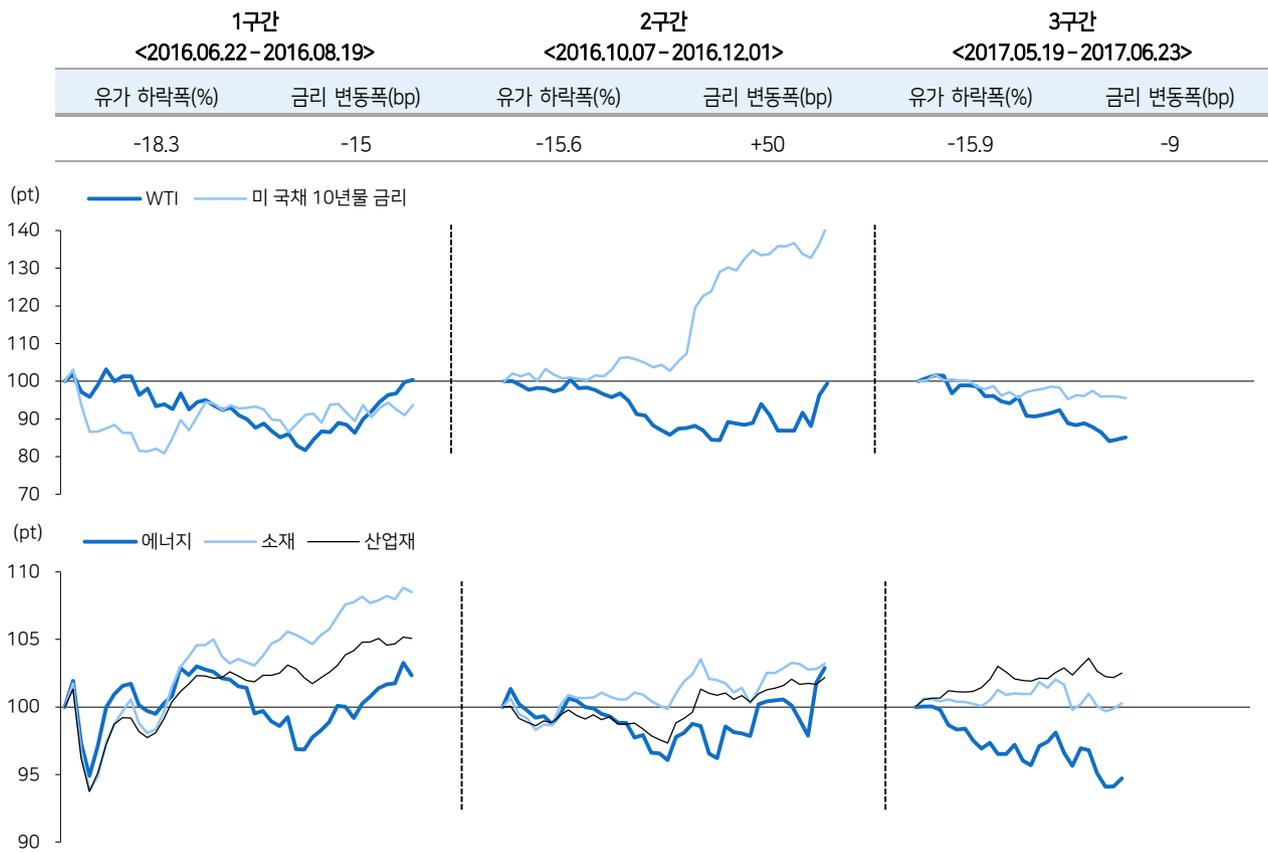
이번 변동성 확대기는 '시크리컬' 기업이 상대적으로 부진한 반면,

결론은 이렇다. 표면적으로는 이번 금리 및 유가 조정기의 경우 시크리컬 기업들의 주가 하락이 상대적으로 강하다는 점이다. 경기의 가늠자인 금리까지 하락세를 보이고 있으니 불안심리가 높아진 탓일 테다.

신흥국향 위험 선호 심리는 오히려 강화되는 이례적인 흐름

흥미로운 점은 이러한 불안심리와는 다르게 글로벌 자금의 신흥국 선호도는 오히려 강화되고 있다는 것이다. 단언하기는 어렵지만 선진국에서 신흥국으로의 로테이션이 진행되고 있을 가능성도 엿보인다. 유가 및 금리 하락이 시장의 불안심리를 높이고 있지만 신흥국향 'Risk -on' 모드는 진행형이라는 얘기도.

그림3 2016년 이후 금리, 유가 변동성 확대국면에서의 '시크리컬' 주가 동선: 현재는 에너지 섹터 중심으로 부진 심화



주1: 유가 하락폭 및 금리 변동폭은 개별 구간의 유가 고점 대비 저점 구간의 변동폭
 주2: 각 그래프는 개별 구간의 시작점을 100으로 하여 산출 / 주3: 에너지, 소재, 산업재 섹터는 MSCI AC World 기준
 자료: Thomson Reuters, MSCI, 메리츠증권리서치센터

1) 금리, 유가 변동성기의 경기민감주(ex. 시크리컬) 기업들의 주가 반응: 지금은 불안하거나, 선반영했거나...

2016년 유가 변동성 확대기, '시크리컬' 기업의 주가 점검

이전의 금리, 유가 변동성기와는 달리 이번 조정기에는 전세계 '시크리컬(소재, 산업재, 에너지)'의 주가 하락세가 강한 편이다.

2016년 두 차례 조정기에는 '시크리컬' 상승세 지속

2016년 6월말~8월초의 경우, 금리와 유가의 동반 저점 확인 시기라는 측면 때문인지 에너지 섹터를 제외하고는 꾸준한 상승세를 이어갔다는 점에서 주가 조정이라 말하기는 어렵다. 2016년 10월~11월초의 경우, 주가 회복 후 재상승 구도가 전개됐다. 이 두 국면에서 시크리컬의 주가 조정이 크지 않았던 데에는 금리 상승세가 이어졌다는 공통점이 있다. 경기회복 기대가 기저에 깔려 있었다.

현재는 불안심리가 투영 중

반면 현재는 산업재를 제외한 소재, 에너지 섹터의 약세가 두드러진다. 특히 에너지 섹터는 두 차례의 유가 하락기 보다 주가 조정이 강한 편이다. 경기에 대한 불안심리가 이전 보다 강하게 투영되고 있는 셈이다.

2) 글로벌 자금은 불안요인에도 '신흥국향 Risk - On' 모드 강화

대외변수 불안에도 글로벌 자금의 신흥국향 자금 유입은 오히려 강화

아이러니컬하게도 최근 불안정한 국면에서도 글로벌 자금의 신흥국향 'Risk - On' 모드는 오히려 강화되고 있다. 신흥국 주식형펀드로 14주 연속 순유입이 진행 중이고, 최근의 유가 및 금리 하락에도 자금 유입세가 다시 강화되는 추세다.

2016년 6월말~8월초의 유가 및 금리 저점 확인 시기와 비교해 볼 때 자금 유입의 강도는 다소 약한 편이지만 예전과 같은 '미국을 비롯한 선진국 선호' 흐름은 제한되고 있다는 점이 눈에 띈다.

현재는 2016년 6월말~8월초와 유사하나, 선진국에서 신흥국으로의 로테이션 진행 가능성도 엿보여

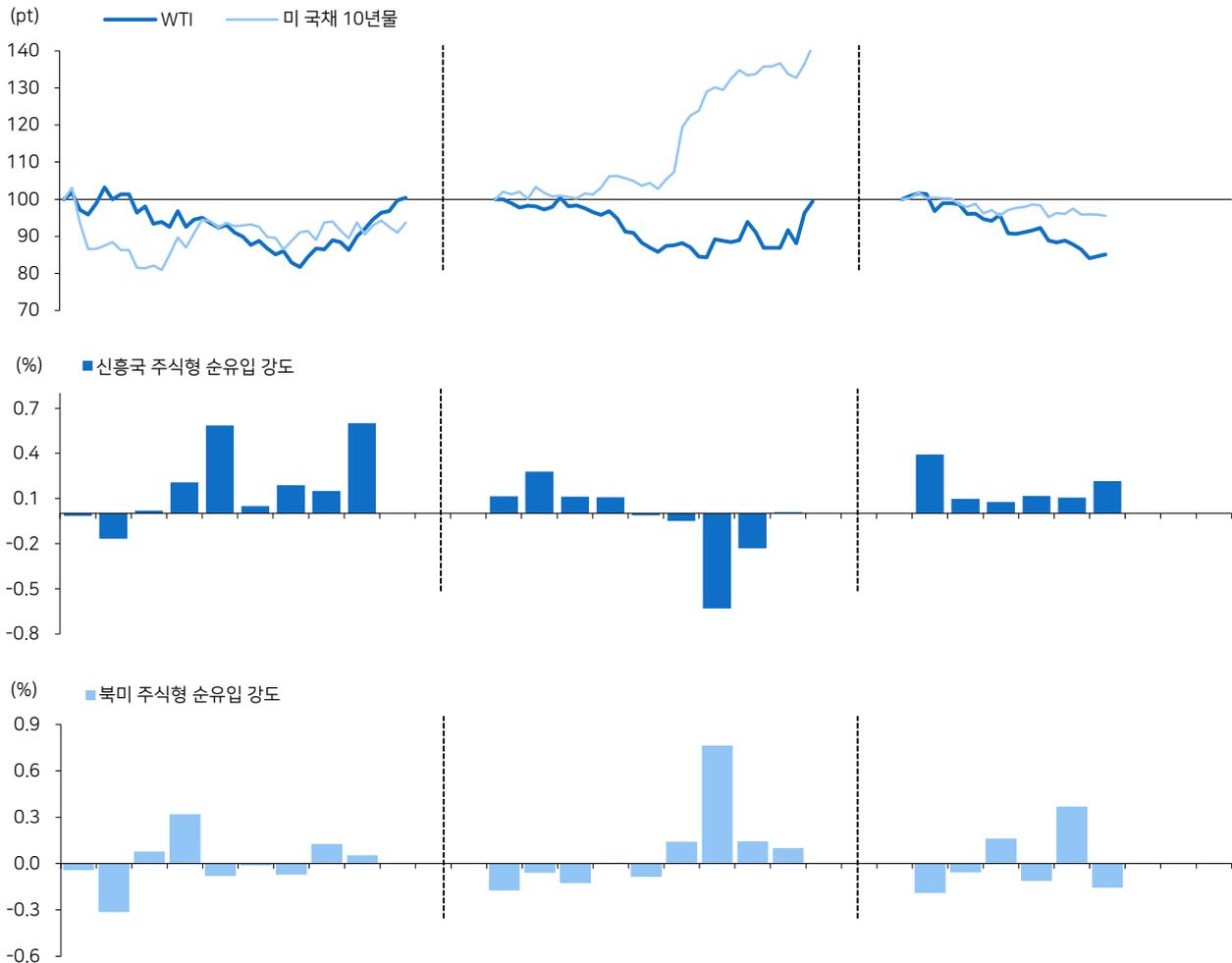
예컨대, 2016년 6월말~8월초의 변동성 확대기는 '신흥국 선호 속 미국 자금 유입 정체기'로 표현할 수 있다면, 2016년 10월~11월초의 경우 '신흥국에서 미국으로의 선회'로 요약할 수 있다. 현재는 2016년 6월말~8월초와 유사하지만 미국 시장 보다는 신흥국의 자금 유입세가 좀 더 뚜렷해 보인다. 어쩌면 '선진국에서 신흥국으로의 로테이션'이 진행되고 있을 가능성도 엿보인다.

종합해 보면 이렇다.

같은 유가 하락 국면이라 할지라도 현재는 금리 하락이 동시에 수반되고 있다는 점에서 시장은 좀 더 민감하게 반응하고 있다는 것이다. 그럼에도 금리, 유가에 민감한 시크리컬 비중이 높은 신흥국으로의 자금유입세가 오히려 강해지고 있다는 점을 본다면 기존 시장의 중심축이 급격하게 변화될 가능성은 낮게 보고 있다는 해석이 가능할 듯 하다. 일종의 선반영 인식이다.

그림4 2016년 이후 금리, 유가 변동성 확대국면에서의 글로벌 자금 유출입: 현재는 신흥국향 자금 유입 강화

1구간 <2016.06.22-2016.08.19>		2구간 <2016.10.07-2016.12.01>		3구간 <2017.05.19-2017.06.23>	
유가 하락폭(%)	금리 변동폭(bp)	유가 하락폭(%)	금리 변동폭(bp)	유가 하락폭(%)	금리 변동폭(bp)
-18.3	-15	-15.6	+50	-15.9	-9



주1: 유가 및 금리 변동폭은 개별 구간의 유가 고점 대비 저점 구간의 변동폭을 의미
 주2: 국제유가 및 미 국채 금리 그래프는 개별 구간의 시작점을 100으로 하여 산출 / 주3: 순유입강도 = 순유입액 / 주초 총자산
 자료: Thomson Reuters, EPFR, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 시크리컬 기업 실적, 2Q17 부진은 선반영 중. 관건은 3Q17 이나 금리, 유가 안정 시 신뢰도가 높아질 가능성

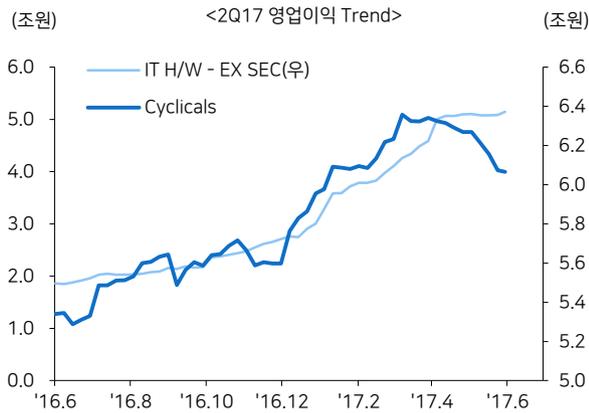
국내 시장 역시 시크리컬 부진은 공통점

국내 시장으로 돌아와 보자. 글로벌 시장 흐름에서 보듯이 시크리컬 기업의 주가 부진은 새로운 내용은 아니다. 어찌면 충분히 인지된 바이기도 하다. 시기적으로 2Q17 실적 부진도 한 몫을 했을 가능성이 높다. IT H/W 를 제외한 시크리컬 기업의 실적 전망 감익이 진행 중인 점도 이러한 결과물이다.

관건은 3Q17 실적이나 금리, 유가 안정 시 '신뢰성' 높아질 것

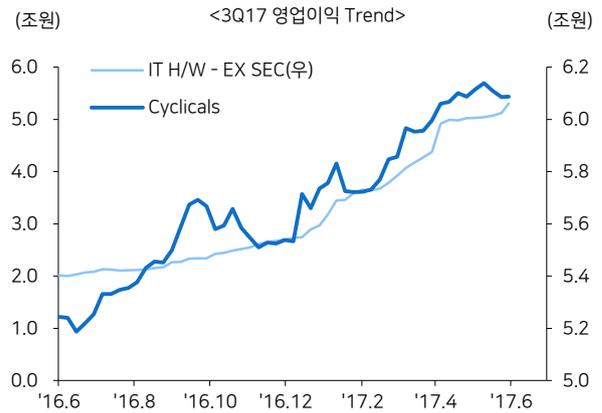
관건은 3Q17 실적일 가능성이 높다. 만약 금리 하락이 경기 둔화를 반영한 것이라면, 유가 하락 역시 수요 부진을 반영한 흐름이라면 이에 연동된 경기민감주들의 실적 가시성은 낮아질 수 밖에 없기 때문이다. 하지만 금리, 유가가 안정세를 보인다면 3Q17 실적 개선 가능성을 반영해 나갈 가능성도 있다. 선반영에 대한 인식은 우리도 크게 다르지 않을 수 있는 시점이다.

그림5 2Q17 영업이익 전망: IT H/W 나홀로 선전



자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

그림6 3Q17 시크리컬 기업 이익 전망은 비교적 양호



자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

지금은 경기민감주(시크리컬)에 대한 비중을 높일 시기

지금은 경기민감주에 대한 비중 확대가 필요한 시기

요즘 국내 시장은 IT H/W가 이끌고 있지만, IT H/W 이외의 기업에 대한 고민도 높아질 수 있는 시기이다. 금리와 유가의 방향성이 중요해진 시기지만 이들 변수의 기초적인 추세 이탈이 아니라면 경기민감주에 대한 비중 확대가 필요한 시기라 판단한다.

유가 변동성 확대 국면에서 주가 민감도가 컸으며, 실제 유가 반등기에 기업 실적 전망이 개선되었던 기업군으로 한정해 보았다.

표1 유가 민감도가 높은 기업군 중 유가 반등기간 중 실적 전망 상황이 수반된 기업군

Code	기업명	주가 (원)	시가총액 (십억원)	'16년 이후 유가와와의 상관계수	Earnings Revision				2017E Valuation(X, %)		
					'16년 이후 유가 반등기 (12MF EPS 기준)		현재(1개월전 대비) (영업이익 기준)		PER	PBR	ROE
					1구간	2구간	2Q17	3Q17			
A006260	LS	71,200	2,293	0.81	8.42	0.90	-0.10	0.88	9.13	0.74	9.82
A011780	금호석유	74,400	2,267	0.81	6.92	4.04	2.91	-3.51	14.78	1.17	9.96
A103140	풍산	40,150	1,125	0.77	0.22	4.39	-1.86	1.13	6.47	0.81	13.28
A034020	두산중공업	21,900	2,331	0.75	5.56	2.07	1.04	-3.37	14.99	0.73	4.95
A003030	세아제강	92,600	556	0.75	1.15	3.99	-36.74	25.65	7.63	0.41	5.68
A005490	POSCO	270,500	23,584	0.73	0.95	0.95	-1.50	0.90	8.68	0.49	6.28
A001740	SK네트웍스	6,570	1,631	0.69	1.70	7.12	-18.30	-1.48	16.86	0.65	3.91
A161390	한국타이어	64,800	8,027	0.63	4.45	0.43	0.54	1.96	9.90	1.20	12.84
A006360	GS건설	29,550	2,111	0.55	6.86	6.10	0.66	1.18	11.39	0.60	5.48
A000720	현대건설	45,400	5,056	0.50	1.77	1.66	0.12	0.54	9.53	0.74	8.06
A004800	효성	172,000	6,040	0.35	0.09	1.12	-2.81	2.36	9.11	1.39	17.17
A000210	대림산업	86,700	3,017	0.30	2.76	1.24	0.04	-0.30	7.00	0.66	9.91

주1: 주가 및 시가총액은 2017년 6월 26일 종가 기준. 유가와와의 상관관계가 높은 순으로 정렬

주2: 1구간은 2016년 8월 2일 ~ 8월 19일, 2구간은 2016년 11월 14일 ~ 12월 1일까지임

자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 6월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 6월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 6월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 이진우) 동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.