

Market 준클리

이유 있는 높은 금리 레벨은 큰 악재가 아니다

Market Comment

[전략] 김준영 2122-9246 elvis.kim@imfnsec.com

Check Point

금리 상승이 명목성장을 상승과 동반된 것이라 주식에 치명적이지 않음

8월 고용 호조로 침체 우려 후퇴, 시클리컬/가치주 확산이 기본 시나리오

반도체 반등은 낙폭과대 순환매 성격일 수도. 유연하게 대응하되 확신을 갖기엔 복잡한 매크로 상황.

금리가 높아도 주식 자체에 부정적인 환경은 아님

금리 레벨 자체보다 명목성장률 대비 금리 수준이 중요하다. 지금의 금리 상승은 물가와 성장을 합한 명목 성장률이 올라가는 과정에서 동반된 것이다. 이 정도 부담은 주식시장이 안고 갈 수 있다. 과거처럼 10년물 5%라는 상징적 레벨에서 기계적 조정이 나올 수는 있으나 폭이 크지는 않을 것으로 보인다. 금리가 명목성장률을 유의미하게 상회해야 주식의 자산 선호도가 훼손되는데 아직 그 국면은 아니다.

금리가 높아도 그에 상응하는 성장이 나오고 있다. 명목 성장률보다 금리가 아직은 낮다. 2년 전 5%보다 오늘의 5%가 상대적으로 덜 부담될 것이다. 미국 10년물이 4.8%에 근접했음에도 시장이 크게 부러지지 않고 있다.

주가는 명목 이익을 반영하지 실질 이익을 반영하지 않는다. 물가 상승이 수요 구축 효과를 일으키지만 않는다면 물가 상승은 오히려 이익을 키운다. 2% 물가에 2% 성장보다 3% 물가에 2% 성장이 주식에는 우호적인 조합이다. 미국 내수주가 고금리 환경에서도 견조한 이유가 여기에 있다. 테크 이외 섹터의 약진을 단순 순환매로만 설명하기 어렵다. 명목성장률을 하회하는 금리가 주식 자산군을 지지하고 있는 셈이다.

다만 금리에 민감한 섹터는 선별적 접근이 필요하다. 듀레이션이 긴 자산일수록 할인율 변화에 취약한 구조는 변하지 않았다. 밸류체인은 그간 금리 상승과 동행해왔다. 최근 그 관계가 깨진 것을 금리 탓으로 돌리기 어려운 이유다. 자체 사이클의 지속 가능성에 대한 물음표가 커진 결과로 보는 편이 타당하다.

역사적으로 지수 이익 증가율 상승에는 금리 상승이 동반된다. 경제가 확장 국면에 진입하면서 금리가 오르는 것은 합리적인 결과다. 게다가 이번은 이례적으로 큰 투자 사이클이다. 저축이 투자보다 많아 금리가 우하향하던 시기를 지나 08년 금융 위기 이후 처음 대규모 투자 사이클이 도래했다. 주식시장과 채권시장에서 모두 자금 조달이 활발하게 진행되고 있다.

침체와 거리는 두는 매크로 상황

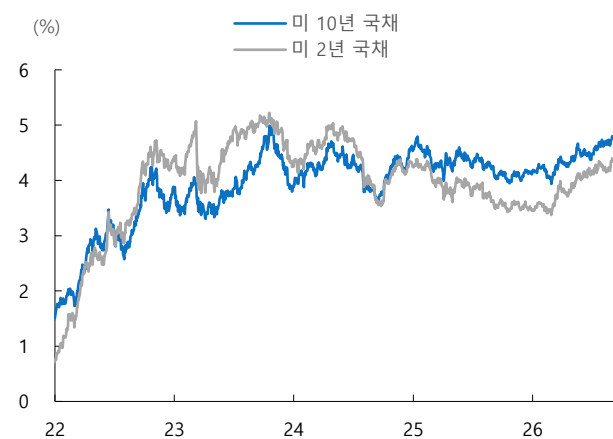
미국 8월 고용은 예상치를 상회했다. 비농업 일자리는 16.2만개 늘어나며 예상치(5.5만개)를 크게 상회했다. 주당 근로 시간과 임금 상승률 모두 예상치를 상회하며 미국 경제가 양호함을 시사했다. 주식 시장은 크게 하락하지 않았고 채권 금리는 크게 상승하지 않았다. 침체와 거리를 두되 과격한 인상으로는 이어지지 않는다는 해석이 지배한 것으로 보인다.

순환매와 확산의 정석을 미국 시장이 보여주고 있다. 매크로 국면을 감안하면 성장주보다는 시클리컬과 가치주로의 로테이션 및 확산이 지속될 가능성이 크다. 다만 지표 발표 이후 실제 움직임은 탑다운 해석과 달랐다. 반도체로 되돌림이 나타났고 나머지 섹터는 모두 부진했다. 노동절을 앞두고 낙폭이 컸던 메모리와 AI 인프라로 순환매가 유입된 것으로 보인다.

금리가 성장주 및 AI 투자 사이클에 부정적인 것은 사실이다. 다만 경제가 버티고 있기 때문에 주식에 마냥 부정적인 상황은 아니다. 숫자와 성장이 가시화된 기업이 차별화되는 국면이 본격화될 것으로 보인다. 닷컴 버블 당시에도 닷컴 기업의 버블은 꺼졌지만 오히려 통신 장비 및 인프라 기업들의 주가는 2000년 3월 나스닥 고점 당시보다 주가가 더 높이 상승하기도 했다.

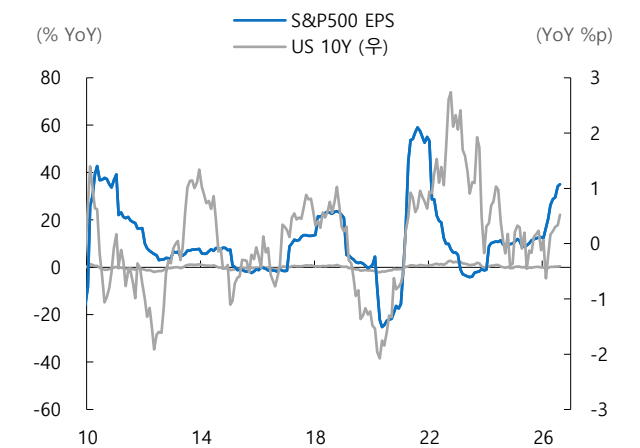
마이크론이 종가 기준 7월 1일 이후 가장 높은 1,016불에 안착했다. 20일 이평선을 깨지 않고 상승에 성공했다. 기술적으로 추가 모멘텀을 기대해볼 수 있는 자리다. 다만 하반기 내내 부진했던 만큼 일시적 반등인지는 시간을 두고 지켜볼 필요가 있다. AI 인프라로 주도주 흐름이 돌아온다고 단언하기엔 이른다. 9월 인상 가능성이 60%로 다시 높아진 점을 감안하면 반도체 반등 추세가 짧을 수 있다. 유연하게 대응하되 확신을 갖기에는 매크로 환경이 복잡하다.

그림1. AI 주도주 헬리는 금리 상승과 동시에 시작되었음. 미국 10년물은 25년 4분기부터 반등하기 시작.



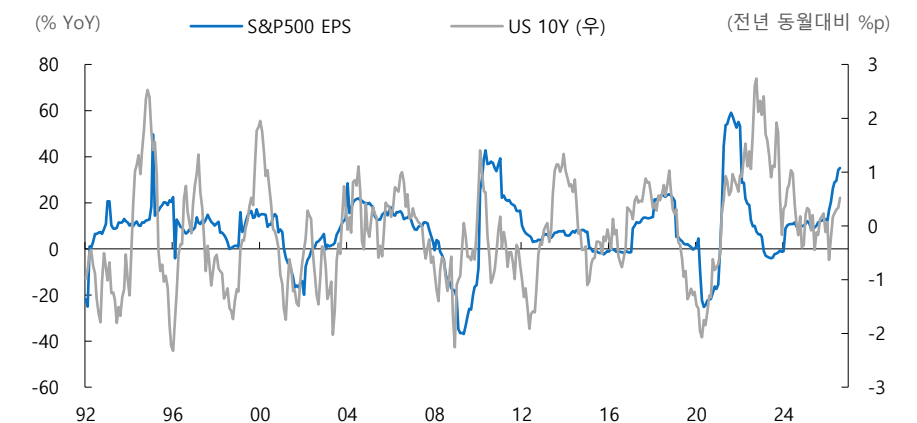
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림2. EPS 성장률과 장기물 금리 등락폭



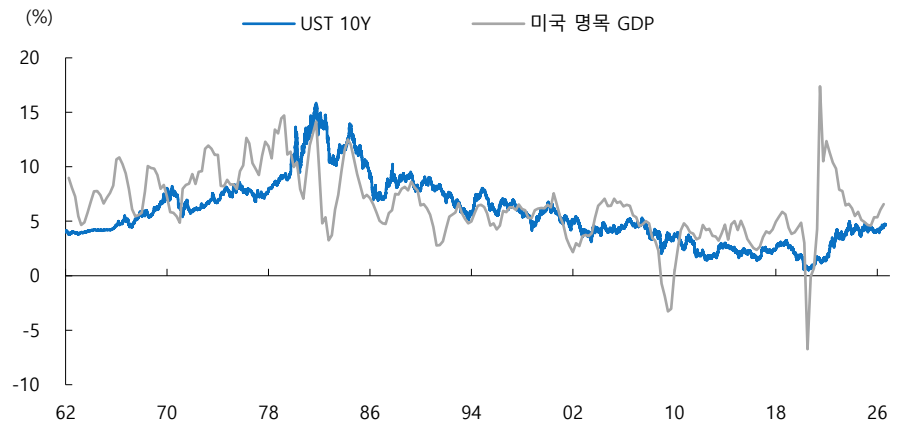
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림3. 증시 이익 사이클은 금리 상승을 수반



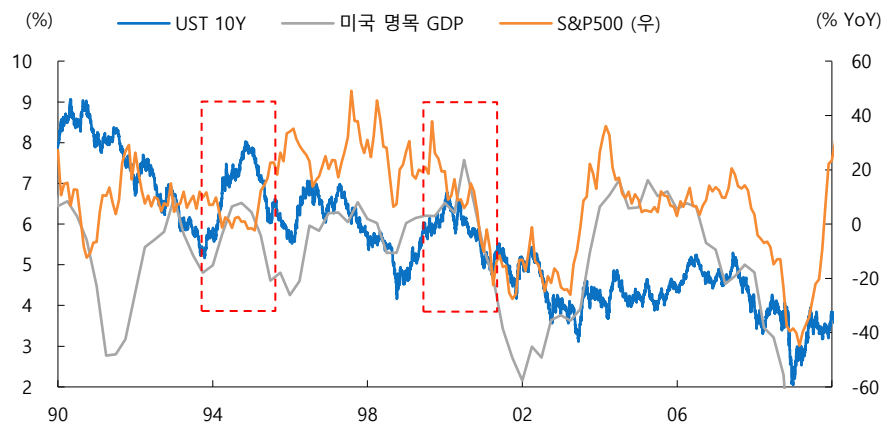
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림1. 명목 성장률보다 여전히 낮은 미국 장기물 금리



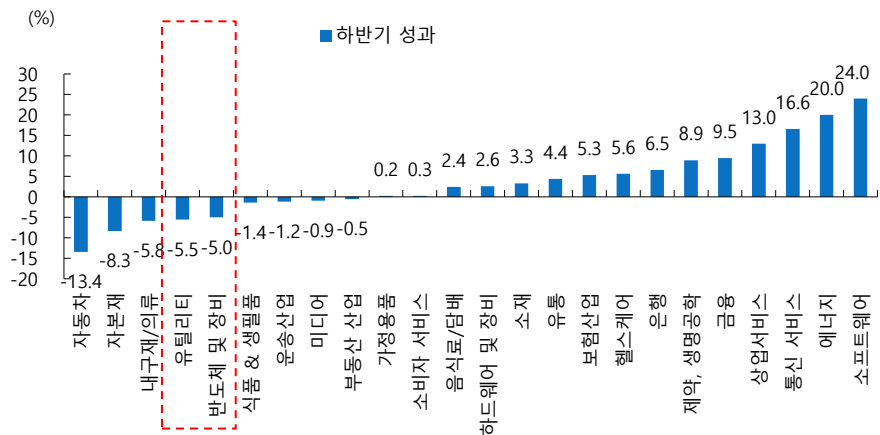
자료: Bloomberg, BEA, iM증권 리서치본부

그림2. 90년대, 금리가 명목 성장률을 상회하면 시장은 충격을 받음



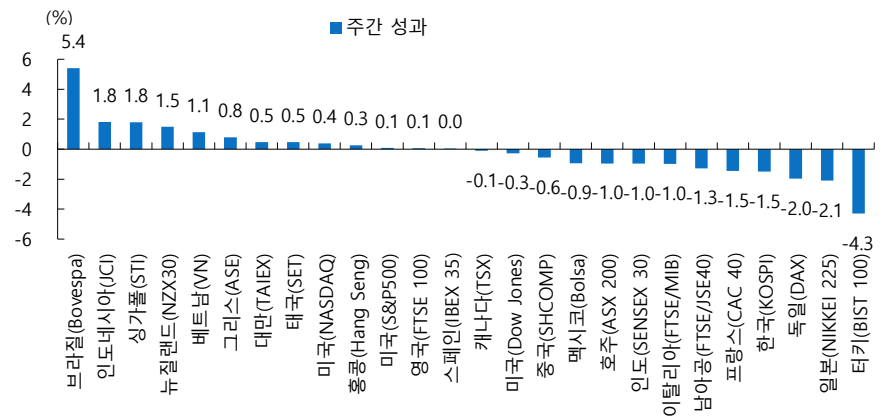
자료: Bloomberg, BEA, iM증권 리서치본부

그림3. 미국 섹터별 성과. 자본재, 유틸리티, 반도체 모두 하반기 성과 하위권



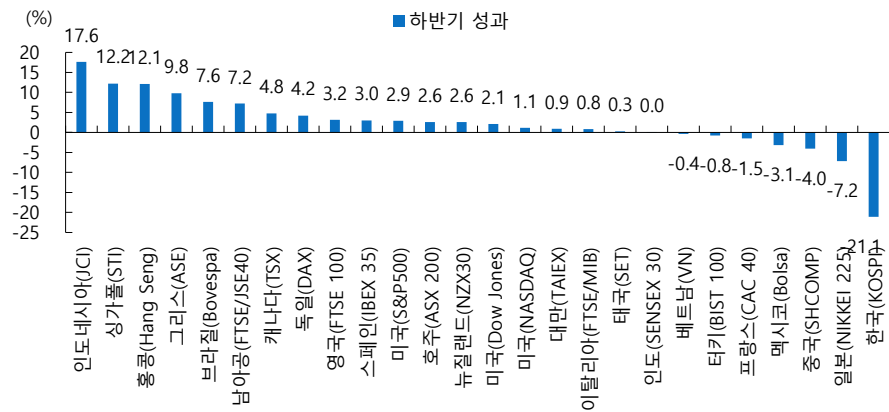
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림4. 신흥국 강세, 선진국 부진



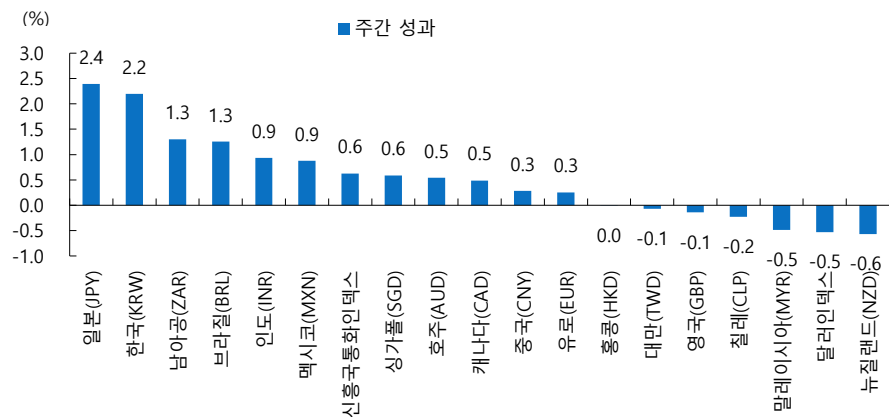
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림5. 하반기 가장 부진한 한국



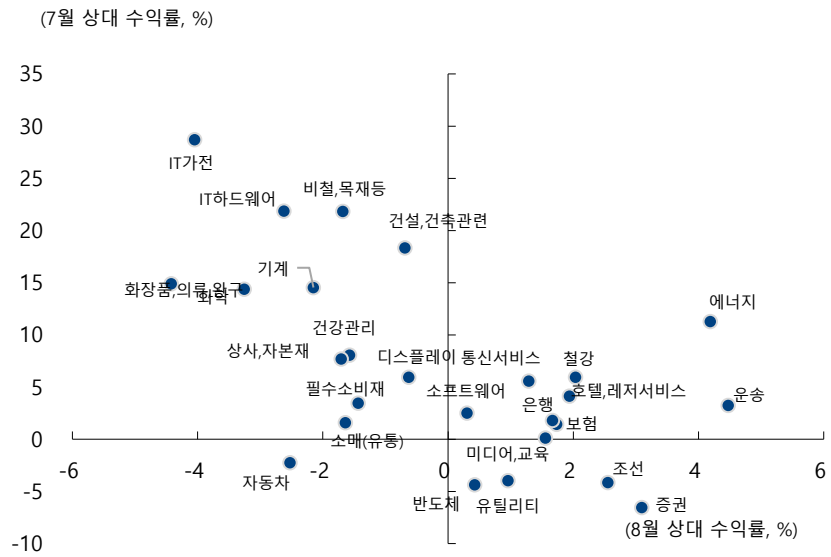
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. 원화 강세 지속



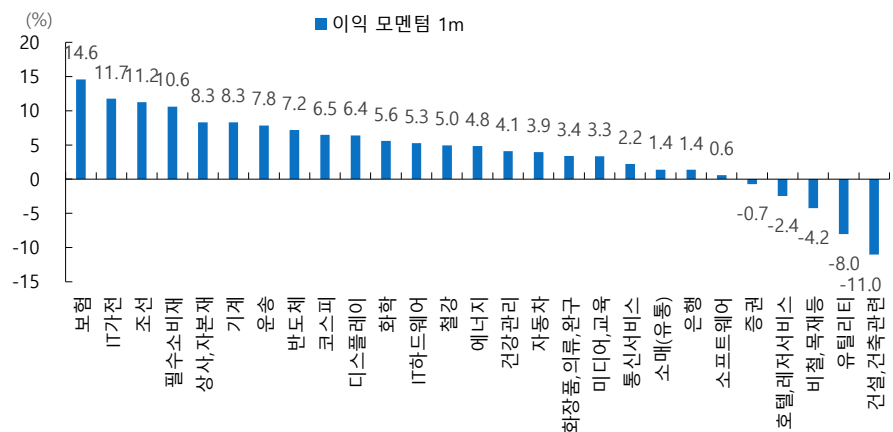
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림7. 확산의 장세로 접어드는 모습 - 반도체만 2달 연속 언더퍼폼



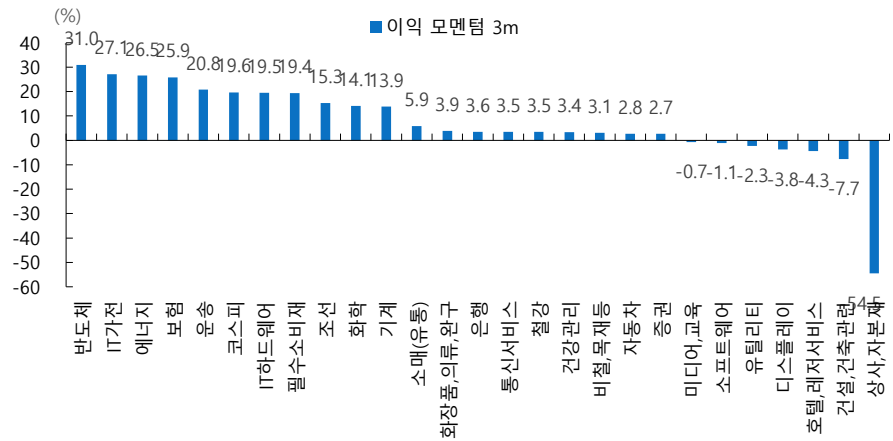
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림8. 1개월 이익 모멘텀은 반도체 이외 섹터에서도 다양하게 확인



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림9. 3개월 이익 모멘텀은 에너지/화학이 상위권



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림10.이익 전망치 상향 섹터 Top5

이익 전망치 상향 섹터 Top5								
섹터	이익 1M 증가율 (증감, 십억원)	순위	종목명	1m 기여도	1m 증가율	3m 증감	3m 증가율	섹터내 시총 비중
보험	12.61% (+1,793.74)	1	삼성생명	1,268.84	26.38%	1,979.16	48.28%	48.67%
		2	삼성화재	358.48	10.91%	501.22	15.95%	24.21%
		3	현대해상	219.93	18.43%	279.65	24.67%	3.56%
		4	DB손해보험	101.27	4.48%	133.14	5.98%	10.48%
		5	한화생명	56.57	6.22%	110.62	12.93%	4.08%
필수/소비재	9.49% (+745.16)	1	빙그레	50.06	42.18%	55.13	48.53%	1.30%
		2	롯데월드푸드	25.40	12.14%	34.46	17.21%	2.07%
		3	동원산업	20.01	3.49%	25.36	4.46%	2.60%
		4	삼양식품	19.69	2.36%	57.01	7.15%	16.53%
		5	농심	15.47	6.75%	23.75	10.75%	4.05%
IT가전	7.98% (+737.43)	1	LG에너지솔루션	350.98	12.35%	605.16	23.38%	42.71%
		2	LG전자	141.27	2.99%	774.33	18.94%	16.71%
		3	삼성SDI	115.57	10.94%	467.68	66.43%	22.49%
		4	SK아이이테크놀로지	13.29	9.03%	30.35	18.48%	0.68%
		5	성호전자	7.09	8.38%	91.67		0.59%
상사/자본재	5.65% (+1,788.53)	1	한화	2,066.10	31.87%	2,419.62	39.47%	2.87%
		2	한화에어로스페이스	117.07	2.19%	603.58	12.45%	21.30%
		3	삼성물산	74.02	1.77%	366.08	9.41%	23.30%
		4	두산	57.83	2.54%	316.85	15.72%	7.24%
		5	LX홀딩스	32.87	19.01%	35.42	20.79%	0.24%
조선	4.64% (+1,309.80)	1	HD현대	754.04	6.84%	2,141.87	22.23%	12.11%
		2	HD한국조선해양	276.54	4.08%	880.68	14.25%	15.72%
		3	HD현대중공업	103.10	2.31%	355.88	8.45%	29.21%
		4	삼성중공업	35.06	1.96%	42.59	2.39%	12.01%
		5	한화오션	22.01	0.91%	385.34	18.65%	16.96%

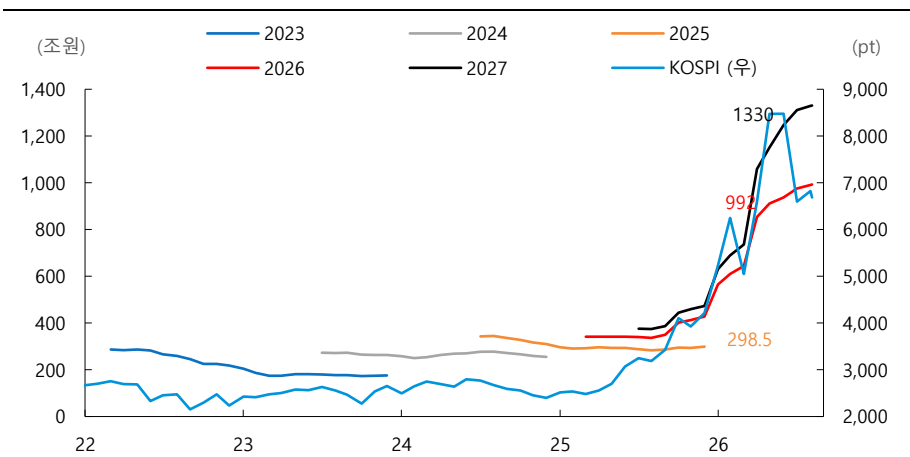
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림11.이익 전망치 하향 섹터 Top5

이익 전망치 하향 섹터 Top5								
섹터	이익 1M 증가율 (증감, 십억원)	순위	종목명	1m 기여도	1m 증가율	3m 증감	3m 증가율	섹터내 시총 비중
건설	-13.61% (-1,070.79)	1	아이에스동서	-36.79	-3679.00%	-34.04	-16.30%	0.75%
		2	LS마린솔루션	-6.31	-12.33%	16.03	55.60%	2.56%
		3	대우건설	-3.04	-0.37%	132.85	19.34%	10.99%
		4	한샘	-0.67	-1.58%	3.69	9.70%	1.40%
		5	DL이앤씨	0.10	0.02%	33.85	6.25%	4.51%
유틸리티	-9.84% (-1,610.95)	1	한국전력	-1,854.28	-14.95%	-810.87	-7.14%	57.01%
		2	SK가스	-54.67	-10.01%	-77.79	-13.66%	6.11%
		3	한전KPS	-7.75	-3.94%	-8.42	-4.26%	5.69%
		4	한전기술	-3.23	-3.57%	2.46	2.90%	11.36%
		5	삼천리	-0.37	-0.21%	179.83		1.37%
호텔/레저	-3.27% (-36.73)	1	롯데관광개발	-6.73	-2.98%	-3.61	-1.62%	10.32%
		2	강원랜드	-1.89	-0.85%	-8.89	-3.87%	32.61%
		3	GKL	-1.52	-1.97%	4.36	6.12%	6.12%
		4	하나투어	-1.23	-1.96%	-6.93	-10.12%	5.20%
		5	파라다이스	-1.18	-0.60%	-11.73	-5.62%	9.66%
소프트웨어	-0.77% (-79.47)	1	펄어비스	-87.90	-30.15%	-123.68	-37.79%	1.49%
		2	NAVER	-76.01	-2.96%	-98.64	-3.81%	22.30%
		3	넷마블	-20.19	-5.30%	-52.99	-12.81%	2.07%
		4	코나아이	-8.23	-6.15%	-17.50	-12.22%	0.38%
		5	크래프톤	-5.01	-0.32%	25.96	1.71%	6.80%
증권	0.08% (+12.56)	1	키움증권	-53.11	-2.58%	-13.61	-0.67%	7.88%
		2	NH투자증권	-43.90	-2.04%	112.78	5.65%	10.93%
		3	삼성증권	-35.77	-1.64%	40.03	1.90%	8.61%
		4	미래에셋증권	-21.39	-0.67%	-99.84	-3.07%	20.78%
		5	대신증권	34.73	8.52%	72.34	19.56%	1.40%

자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림12.영업이익 전망치 추이



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

Compliance notice

- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
 - 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (김준영)
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.