글로벌전략 효율적 인내

Global Equity Strategist
박석중
☎ (02) 3772-2919
✉ park.sj@shinhan.com

- 금리 상승이 주식시장 변동성을 야기한 변화된 환경에 이해 필요
- 금리 상승 속도 조절과 펀더멘탈 신뢰 고려해 전략적 인내를 견지
- 효율적 인내로의 포트폴리오 재편, 위험관리와 스타일 전략 변화

위험관리와 손실 복원에 필요한 전략

냉정을 찾아야 하는 이유
1) 금리 상승기의 경험
2) 펀더멘탈과의 상대 비교
3) 금리 상승 속도 조절
4) 정책 개입 여지
5) 과매도 영역 진입

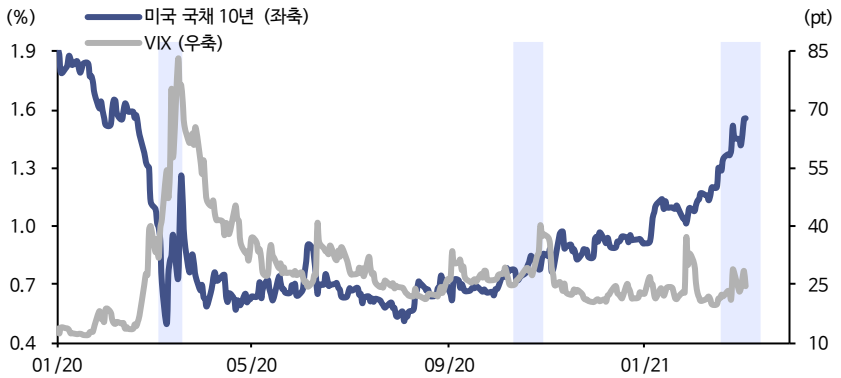
금리 상승 우려는 패닉 셀링으로 귀결됐다. 그간 글로벌 주식시장을 주도했던 나스닥 지수는 고점대비 8.9% 하락했다. 연초 이후 상승폭을 모두 반납했고 주요국 주가지수도 2021년 누적수익률이 마이너스로 전환됐다. 기술주 중심의 포트폴리오를 견지한 투자자들의 내상은 이보다 깊었을 것이다.

시장 참여자들의 불안감은 높아질 수 밖에 없다. 추가 낙폭이 예단되지 않고 변동성 장세 반복도 우려된다. 이번 금리 상승 구간에서의 내·외부 환경은 과거 금리 상승기와 분명한 차이점이 존재하고 이는 수급 이탈 우려를 가중시켰다.

냉정을 찾아야 한다. 1) 과거 금리 상승기의 경험, 2) 펀더멘탈과의 상대 비교, 3) 금리 상승 속도 둔화 가능성, 4) Fed 정책 개입 여지, 5) 마지막으로 과매도 영역임을 가르키는 기술적 분석에서의 접근까지 시장 우려의 반대편에서 기회를 찾아야 할 시점에 도달했다.

한 가지 포지션을 결정해 변동성 장세를 대면하기에는 막대한 기회비용이 수반된다. 현재 주식시장이 대면한 위협을 면밀히 점검해야 한다. 보고서 제목처럼 속락장 이후 전략적 혹은 효율적 인내를 통해 위험 관리와 지난 손실을 복원할 구체적 전략을 강구해야 할 시점이다.

금리 급등이 야기한 주식시장의 공포감



자료: Refinitiv, 신한금융투자

금리 상승이 더 아프게 다가온 이유

과거와 다른 다섯 가지 환경
1) 유동성 장세 영향력 확대
2) 밸류에이션 부담 가중
3) 경기 국면 전환 속도감
4) 채권시장 내 공포 심리
5) 주식시장 수급 주체 변화

이번 금리 상승의 시작점에서 전략가들의 시각은 대동소이했다. 금리 상승은 감내 가능한 수준의 조정으로 예상되며 강세장의 기조가 변화되지 않을 것이라는 의견이 지배적이었다. 이는 펀더멘탈의 신뢰감과 더불어 과거 금리 상승기 초입에서 증시가 대세 조정으로 귀결된 사례를 찾기 힘든 경험치에서 비롯된 것이다. 당사의 시각도 이와 다르지 않았다.

가격은 항상 옳을 수 없지만 그 나름의 충분한 이유가 존재한다. 우리는 이번 금리 상승이 주식시장에 미친 영향력이 높았던 이유를 과거 금리 상승기와 다른 다섯 가지 환경에 노출됐기 때문이라 결론지었다.

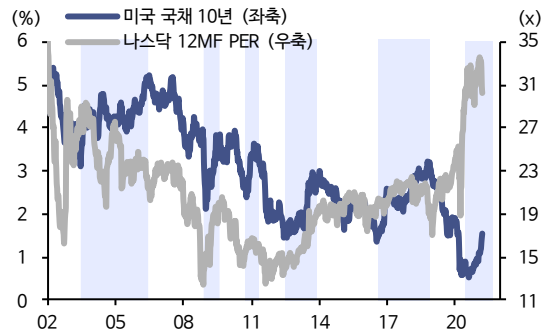
크게 다섯 가지 환경의 변화인데 1) 유동성 장세 영향력 확대, 2) 밸류에이션 부담 가중, 3) 경기 회복, 실적 장세로의 국면 전환 가속화, 4) 채권시장 참여자의 불안감, 5) 주식시장 수급 주체 다변화 영향이다.

앞서 강조한 다섯 가지 이유는 펀더멘탈에 본질을 두기보다 수급과 관련된 변화를 의미한다. 지난 강세장의 배경이었던 유동성 장세가 금리 상승으로 종결될 수 있을 것이라는 불안감이 엄습했고 밸류에이션 부담감까지 가중시켰다. 백신 보급에 의해 바이러스 커브도 급격히 진정됐다. 이는 실적 장세로의 급격한 진입과 민감주 비중 확대로의 국면 전환에 속도감을 더하게 했다. 금리 상승과 실적 장세 진입 가속화는 성장주 차익실현 욕구를 자극시킨 동인이다.

이번 금리 상승 구간에서 가장 큰 불안감은 채권시장 참여자다. 백신 보급에 따른 경계감이 시작된 이후 경기 회복 신뢰, 물가 상승 우려는 높아졌지만 연준의 금리 상승 억제 의지는 찾을 수 없었다. 낮은 이자율에 채권가격 추가 하락 우려는 공포 심리로 와전될 수 있었다.

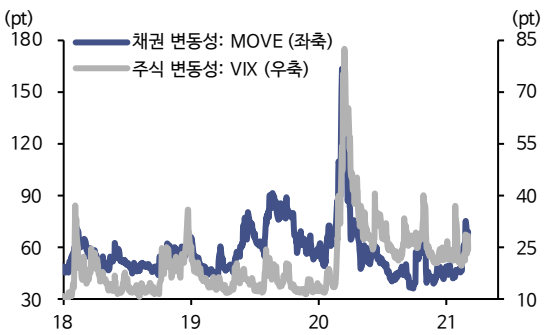
주식시장 수급 주체 변화 영향도 크다. 개인투자자의 급격한 비중 확대와, 알고리즘 펀드, 리스크 패리티(자산배분) 펀드, 레버리지 펀드의 영향력도 높아졌다. 이들은 국면 전환과 가격 변동성 확대 시 과도한 쏠림 현상을 야기했고 이번 변동성 장세의 패닉 셀링을 주도했다.

과거 금리 상승기의 나스닥 밸류에이션



자료: Refinitiv, 신한금융투자 / 주: 음영은 금리 상승기

채권시장 참여자의 공포 심리



자료: Refinitiv, 신한금융투자

결론: ① 전략적 인내의 필요성

금리 상승 속도 경감에 추가 경계 필요하나 주식시장 내성 높아질 전망

변동성 장세 진정과 주가지수 추세 전환을 위해서는 금리 상승 속도 조절과 금리 상승 우려를 제어할만한 펀더멘탈 신뢰 확인이 필요하다.

추가 금리 상승 영향부터 짚어보자. 채권시장에서의 자금 이탈 진정과 통화정책 개입이 필요하겠다. FOMC는 3월 18일에 예정돼 있다. 열흘 남짓의 정책 공백기가 짧게 느껴지지 않는다. 추가 금리 상승에 경계감을 유지할 필요가 있고, 고용 개선과 동반된 테이터링 우려에 장기적 대응도 필요하다.

한 가지 기대감을 갖자면 미국 국채 10년물 금리는 1.0%에서 1.5%로 도달하는 과정과 1.5%에서 2.0%에 도달하는 과정의 속도 조절과 충격 여파 진정 기대가 존재한다. 이는 금리 레벨이 상향되는 과정에서 1) 시장 내성의 축적, 2) 상승 속도 둔화, 3) 정책 개입 기대까지 높아질 여지가 있기 때문이다.

펀더멘탈 신뢰 증진 기대 경기, 이익 추정치 개선과 주가 속락 이후 밸류에이션 재평가 동반될 전망

펀더멘탈에 갖는 신뢰에 의심은 없다. 텍사스발 한파는 경제지표 부진을 야기했지만 이는 일회성 요인에 불과하다. 미국 7차 부양책은 상원을 통과했고 중국도 양회 개최 이후 리커창 총리 기조 연설을 통해 확장적 재정정책 기조가 이어질 것임을 천명했다. 정책 불확실성은 해소되고 경기 개선 기대감은 3월에 접어들며 '소비→제조업→고용'으로 확산될 전망이다.

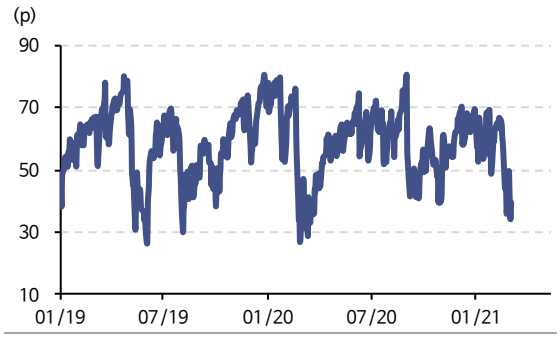
기업 실적 개선에 갖는 기대감도 이어갈 필요가 있다. 지난 한 달간 이어진 주가 속락에도 S&P 500 EPS는 2.8% 상승했고 밸류에이션 매력은 한층 부각됐다. 주식시장은 연초 이후의 상승폭을 모두 반납했지만 S&P500, 상해종합, KOSPI의 올해 EPS 증가율 추정치는 27.7%, 30.1%, 28.4%에 달한다. NASDAQ 지수 RSI는 39p까지 하락했다. 기술적 영역에서 과매도 영역에 근접해 있다. 불안 심리가 진정되면 이익과 밸류에 갖는 재평가가 진행되기에 펀더멘탈은 부족하지 않다.

소결하면 추가 금리 상승이 이끄는 경계감에 대비는 필요하나 금리 상승 속도감은 완화될 여지가 충분하다. 재차 강조하지만 기업이익과 금리 간의 시소게임이 시작됐고 이제는 펀더멘탈에 무게감을 더할 수 있는 환경이 조성되고 있다. 전략적 인내를 견지할 충분한 이유가 존재한다.

이익과 경기 모멘텀: 펀더멘탈 신뢰 강화

자료: Bloomberg, 신한금융투자

나스닥 RSI (14): 과매도 영역 접근



자료: Refinitiv, 신한금융투자

결론: ② 효율적 인내의 방법론

1) 금리 상승 위험 헷지
2) 스타일 전략 다변화
3) 테마/업종 선별

전략적 인내를 결정했다면 효율적 방법론을 통해 향후 장세에 대비와 포트폴리오 세부 전략까지 수정하는 유연함도 뒤따라야 한다. 기존 주도주 중심의 소수 테마에 집중하기 보다 적절한 배분과 스타일 분산으로 업사이드, 다운사이드 리스크 모두에 통제가 필요하다.

우리는 지난주 위클리를 통해 변동성 장세에 대처하는 세 가지 전략을 강조한 바 있다. 1) 금리 상승 수혜와 인플레 헷지 자산 편입비를 유지하고, 2) 스타일 전략은 성장주와 민감주로 재단하기보다 펀더멘탈 개선이 업종 선별의 유일한 기준이며, 3) 조정폭이 컸던 성장주의 옥석 가리기가 필요하고 반도체, 신재생 비중 유지와 리오프닝 수혜 테마에 비중 확대 전략을 제시한다.

금리 상승 수혜:
물가채, 시니어론

인플레 헷지:
원유/광산, 농산품,
목재, 배당

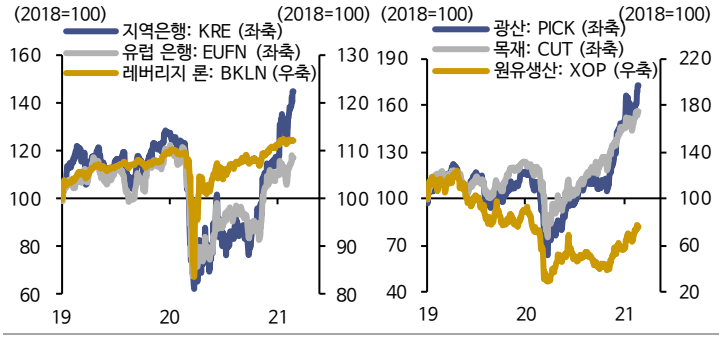
변동성 제어는 금리 추가 상승시 수익 확보 가능 자산과 금리 상승의 배경인 인플레이션을 헷지하는 자산군을 통해 이루어져야 한다. 주가 하락에 베팅하는 자산보다 변동성 요인과 결부된 자산(금리 상승, 인플레, 강 달러)을 선별해야 한다. 물가채(TIP), 시니어론(BKLN)이 대표적 자산이다. 주식과 유사한 성질을 가지나 하방이 견고한 저위험, 배당, 원자재, 대체자산 비중 확대 전략도 강구돼야 한다. 당사는 원유생산주(XOP), 광산주(PICK), 농산품(DBA), 목재(CUT), 고배당주(DVY) ETF 비중 확대 전략을 제시한다.

주가 변동성 제어 ETF 분류

대분류	분류		ETF명
위험 헷지	매도	인버스	SH
	보험	변동성	VXX
		테일 리스크	TAIL
	금리 상승	금융주	XLF, KRE, EUFN
		레버리지 론	BKLN
	인플레	물가채	TIP
		원자재주	XOP, PICK, CUT, REMX
	미국	달러	UUP
위험 분산	저위험	하이퀄리티	QUAL
		로우볼	USMV
		방어섹터	XLP, XLU
	인컴	고배당주	DVY, VYM
		우선주	PFF
	대체	원자재	DBA(농산품), GLD(금)
		리츠	VNQ

자료: 신한금융투자

변동성 관리에 유망한 ETF



자료: Refinitiv, 신한금융투자

유망 업종/태마 선별
경기 소비재, 에너지, 금융
산업재, 반도체, 신재생에너지,
미디어/게임, AI, 항공/위성

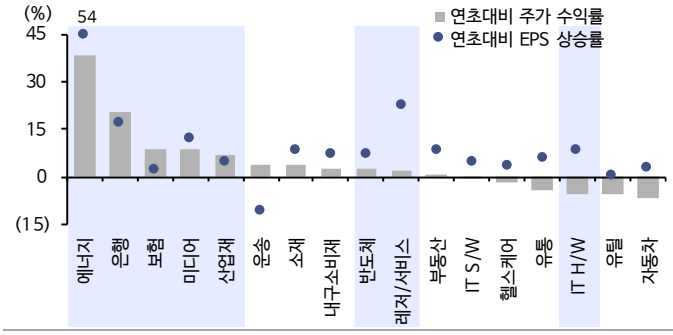
스타일 전략도 고민해 보자. 경기 민감주는 앞서 강조한 경기 소비재와 에너지, 금융으로 압축이 필요하다. 특히, 미국 리오프닝 수혜 업종 중 여행/레저, 서비스, 항공, 스포츠, 패션(명품, 아웃도어), 화장품(색조)의 이익 개선 기대와 주가 강세가 상반기내 이어질 것으로 기대된다.

실적 장세 정점에 근접하며 강한 업황 회복이 기대되는 업종은 산업재다. 기업 생산설비 확충과 G2를 중심으로 진행되는 재정정책 수혜까지 더해질 전망이다. 장기간 업황 부진에서의 턴어라운드와 신산업과의 결합으로 밸류에이션 리레이팅까지 기대되는 기업도 즐비다. 건설기계, 자동화 설비, 신재생에너지, 국방, 우주항공과 연계된 개별 종목에 적극적 비중 확대를 계획하고 있다.

관련 ETF로 XLI(산업재), IGF(인프라), ROBO(산업자동화), ITA(항공&방산)가 있으며 개별종목에서는 Caterpillar (CAT.US), Sany (600031.CH), GE (GE.US), Siemens (SIEGY.US), Honeywell (HON.US), Boeing (BA.US) Lockheed Martin (LMT.US)이 당사 유니버스 내 유망 기업이다.

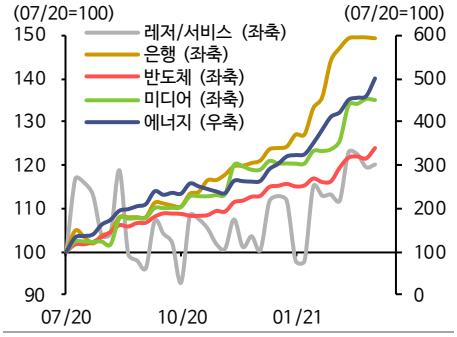
펀더멘탈을 기반으로 성장주 테마까지 엄선해 보자. 이번 주가 조정은 펀더멘탈과 밸류에이션을 감안하기 보다 지난 강세장에 주가 반등 높이가 주가 조정 깊이로 귀결됐다. 향후 복원 과정에 들어서면 펀더멘탈 상대 우위가 무엇보다 중요해질 전망이고 동 과정에서 개별 성장주의 옥과 석, 명과 암은 보다 분명하게 구분될 수 있다. 반도체, 신재생에너지, 미디어/게임(가상현실), AI, 우주항공/위성은 이번 조정에서 선별적 비중 확대가 필요한 테마다.

업종별 주가 수익률 이익 전망치의 불일치



자료: Refinitiv, 신한금융투자

이익 개선 모멘텀이 부각되는 테마



자료: Refinitiv, 신한금융투자

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 박석중).
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.