



2021년 5월 11일 | Global Asset Research

# [알파시황]

## 오른 것 말고 오른 것

### 원자재 가격, 동반 강세 현상 심화

원자재 가격은 4월 중순 이후 동반 강세 현상을 보이고 있다. 이는 단기적으로 Cost-push 성격의 물가를 높이는 원인으로 작용할 가능성이 높지만, 미 연준의 통화정책 방향성에 미치는 영향은 중립적일 가능성이 높다. 미 연준의 또 다른 퍼즐인 고용 지표는 4월 시장예상치를 큰 폭으로 하회하였다. 지표 발표 이후 미 10년물은 장중 3월 이후 최저 수준인 1.4%대까지 하락하였다.

### 직전 유사 구간은 2010년 6월~2011년 02월

현재 원자재 사이클과 유사한 방향성을 보이는 구간은 2011년을 끝낼 수 있다. S&P500 기준 해당 구간과 현재의 몇가지 유사 점과 다른 점을 짚어보았다. 첫째 특징은 미 장기물이 1차적 상승 이후 박스권에 접어드는 구간에서 Growth 대비 Value 스타일이 강세를 보였다는 점이다. 두번째 특징은 기업들의 설비투자가 증가하였다는 점이다. 이는 증시 수익률로 반영되었다. 해당 구간에서 수익률이 높았던 업종들은 원자재 가격 모멘텀을 받은 산업재/소재/에너지와 소비 모멘텀을 가진 IT/재량소비재였다. 관련 업종들은 CAPEX 증가율이 상위권에 속했다.

현재는 산업재/소재/에너지의 상대적 강세가 이어지고 있다. 반면 CAPEX 증가 폭이 연초 이후 상대적으로 높은 업종들은 수익률이 다소 부진하다. CAPEX 증가율 상위권 업종 중 Demand-pull 인플레이션과 관련이 높은 업종인 IT와 소비재 업종에 주목할 필요가 있다. 우리나라도 시클리컬, 특히 산업재 기업들의 강세 지속되고 있다. (2월 이후 POSCO +60%, HMM +207%, 현대미포조선 +100%) 이미 '오른' 업종보다 향후 '오를' 인플레이션 관련 업종을 찾는다면, 미국발 소비 인플레이션 관련 주들을 주목할 필요가 있다.

### 미국발 소비 인플레이션 관련 주들을 주목할 필요

첫번째는 IT업종 중 경기 사이클과 궤적을 같이하는 반도체 업종이다. 해당 업종은 공급 쇼티지에 가려져 이익모멘텀이 증가에 반영되지 못하는 중이다. 연초 이후 KOSPI 내 2021년 영업이익 증가분은 화학, 철강 다음으로 가장 높으며, 역사적으로 미국 IT CAPEX 상승률과 상관관계가 높다.

두번째는 재량소비재 업종 중 미국 소비와 관련 높은 자동차 & 의류업종이다. 미국은 코로나19 백신 접종률 상위권 국가인 만큼 소비 모멘텀이 여타 국가 대비 가장 먼저 부각 될 것이다. 보복소비(Pent-up Demand)를 이끌어 낼 수 있는 미국 저축률이 사상 최대치를 기록한 가운데, 3차 재난 지원금 지급 이후 4월 소비심리 지수와 3월 소매판매는 일제히 시장 컨센서스 상회하였다. 4월 미국 자동차 판매량은 코로나19 이전 수준까지 대부분 회복되며, 재고/판매 비율은 금융위기 이후 최저점을 기록하였다. 의류 업종은 미국 소비심리지수와 동일한 궤적을 보이는 특징이 있다. 21년 영업이익 추정치는 지난주 기준 상향조정 폭이 연초 이후 가장 높았으며, 밸류에이션 부담은 연초 이후 낮아져 9배 수준까지 하락한 상태다.

### Investment Idea

### Equity



주식시황 이재선

02-3771-3624

Jaesun0216@hanafn.com

### Compliance Notice

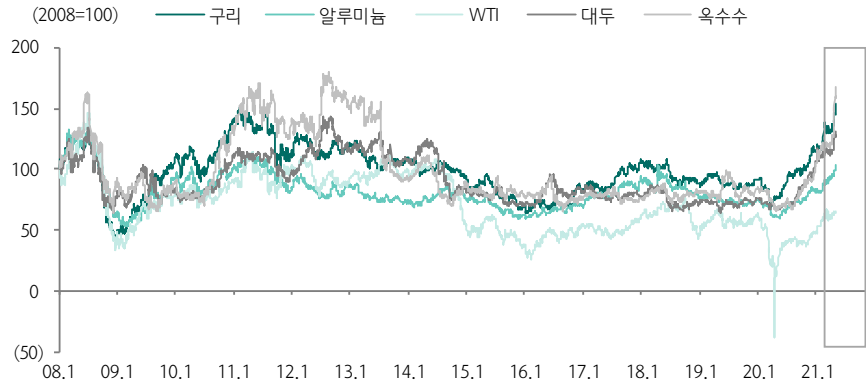
본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 오른 것 말고 오른 것

그림 1. 원자재 가격, 4월 중순 이후 동반 강세 현상

원자재 가격, 일제히 상승 중

- 1] 원유 WTI, 배럴당 65달러 유지
- 2] 비철금속 대표가격인 구리, 1년 동안 2배 급등, 1만달러 돌파
- 3] 재고감소+작황우려에 농산물 대표가격인 대두와 옥수수 선물 가격 2013년 이후 최고치



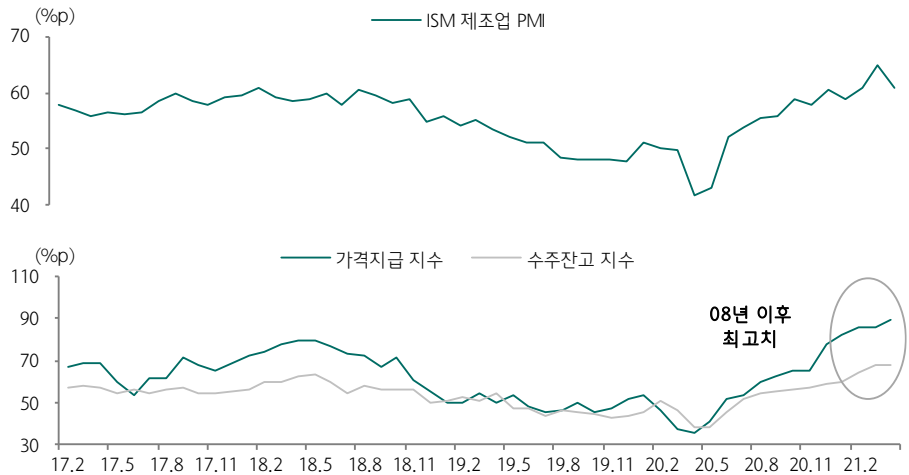
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 2. 수요를 따라잡지 못하는 공급 병목현상; 기업들은 추가 원자재 가격 상승을 우려

원자재 가격 상승에 따른 공급 차질 우려 점증

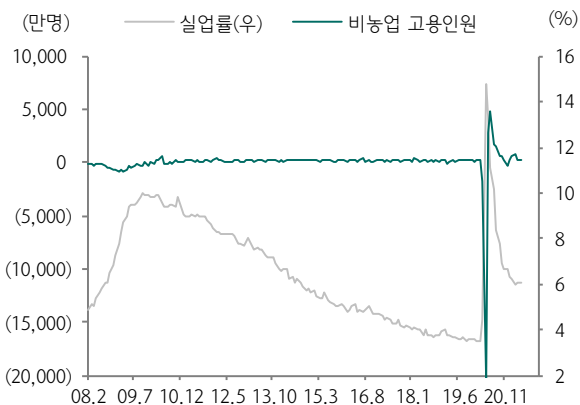
4월 ISM 제조업 PMI 세부항목 중 가격 지급(물가), 수주잔고(납품 지연) 지수 금융위기 이후 최고치 기록

원자재 가격 추가 상승 시 Cost-push 성격의 단기 물가를 높이는 원인으로 작용할 가능성이 높아



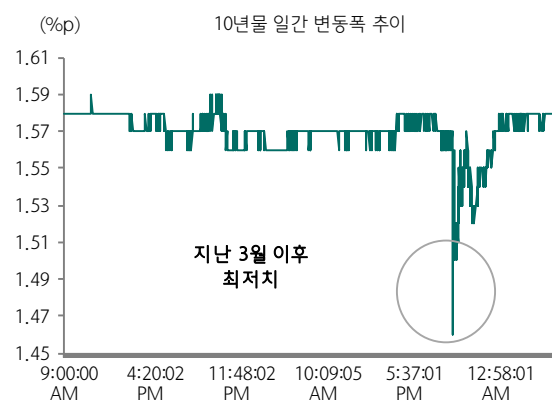
주: 수주잔고=주문(수주)을 받고 아직 이행(생산 또는 납품)하지 않고 남은 잔액(잔고)을 의미  
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 3. 다만 통화정책에 영향에 미치는 영향은 중립적일 것: 연준의 또 다른 퍼즐인 고용 지표, 4월 시장예상치 큰 폭으로 하회



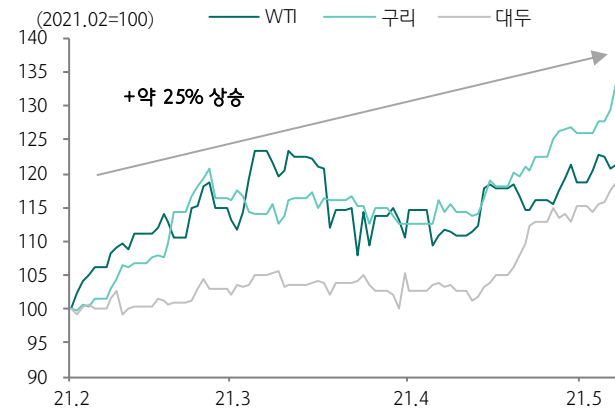
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 4. 고용 지표 발표 이후 미 10년물 장중 3월 이후 최저치 수준인 1.4%대까지 하락



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 5. 과거 유사 구간과 비교하기: 현재는 2021년 2월부터



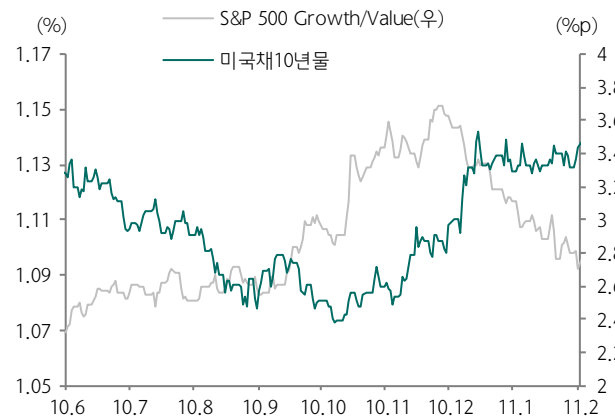
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 6. 과거 유사 구간은 2010년 6월~2011년 02월



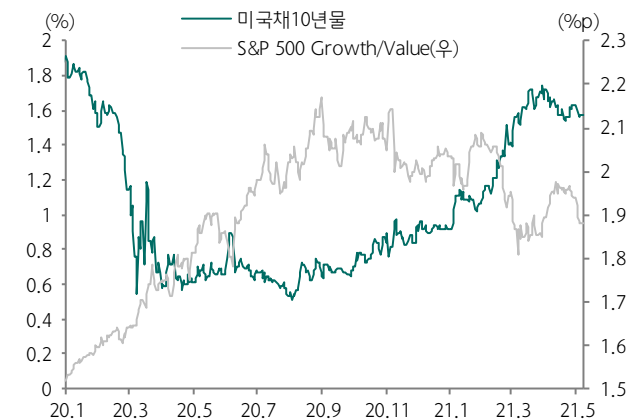
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 7. 특징 1] 당시 미국채 장기물 1차 상승 이후 횡보하였던 구간에서 S&P 500 지수 기준 Growth 대비 Value 스타일 강세



자료: Bloomberg, 하나금융투자

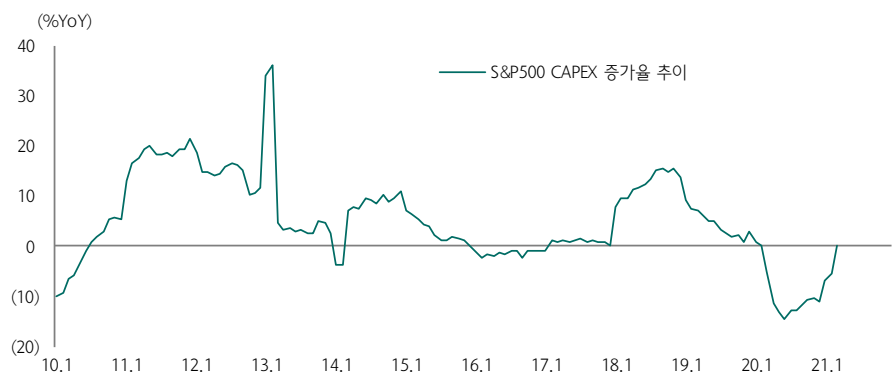
그림 8. 현재도 유사한 패턴: 미국채 장기물 1.5~1.6%의 박스권에 갇힌 이후 S&P 500 지수는 Growth 대비 Value 스타일 강세



자료: Bloomberg, 하나금융투자

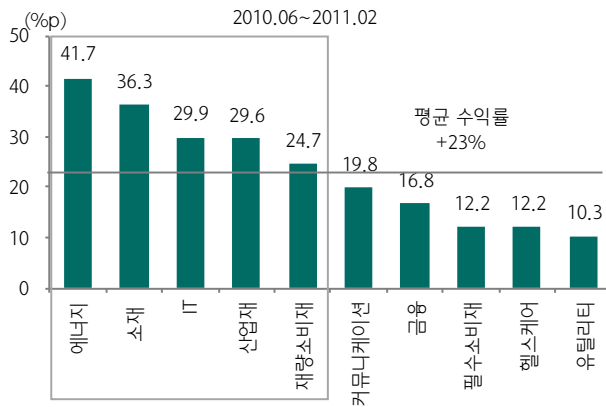
그림 9. 특징 2] 두 국면 모두 S&P 500 기업들의 CAPEX 상승 관찰

원자재 가격 상승과 맞물린 수요 회복 회복 기대감이 반영되며 미국 기업들의 설비투자 증가



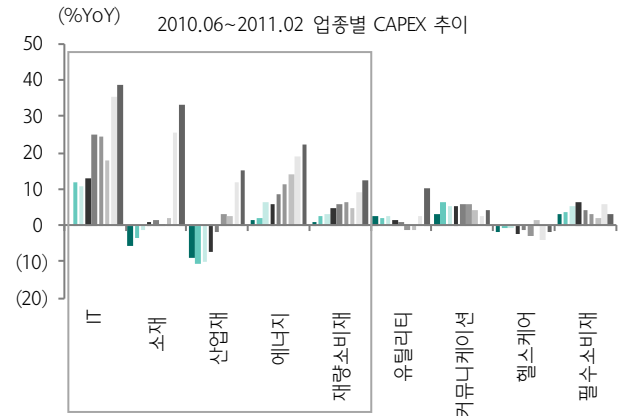
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 10. 과거 원자재 동반 상승 구간에서 원자재 가격 모멘텀을 받은 산업재/소재/에너지+소비 모멘텀을 가진 IT/재량소비재 강세



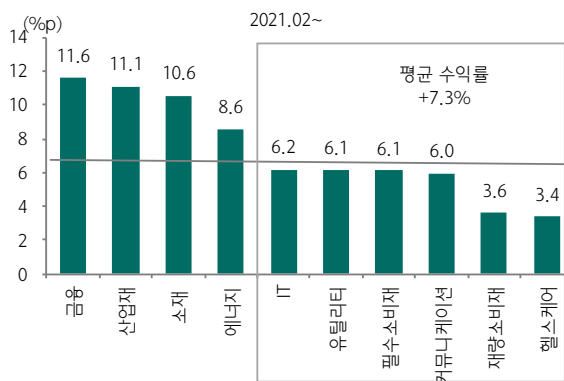
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 11. 관련 업종들은 CAPEX 증가율이 상위권에 위치



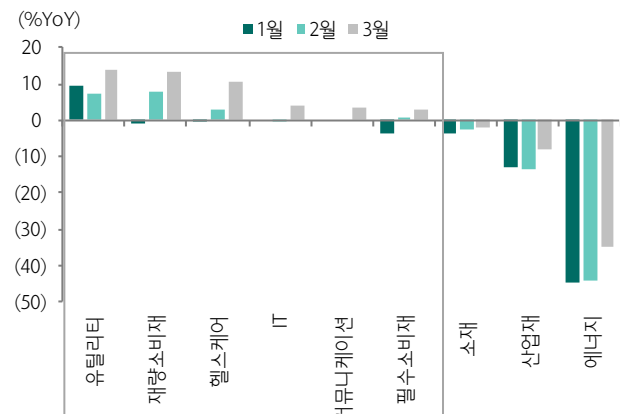
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 12. 현재 2월 이후 시장을 주도하는 업종은 산업재/소재/에너지



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 13. 반면 CAPEX 증가 폭이 연초 이후 상대적으로 높은 업종들은 수익률이 다소 부진



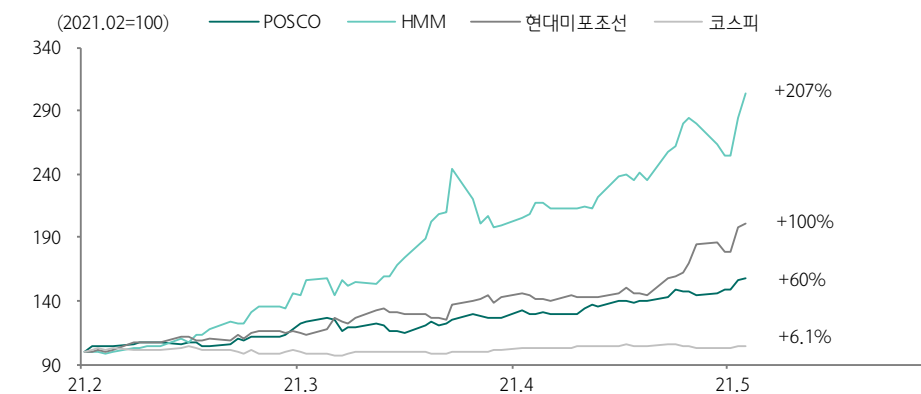
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 14. 우리나라, 산업재 업종 강세 지속

우리나라도 시클리컬, 특히 산업재 대표 기업들 강세 지속되고 있어

2월 이후  
POSCO +60%  
HMM +207%  
현대미포조선 +100%

이미 '오른' 업종보다 향후 '오를' 인플레이션 관련 업종을 찾는다면, 미국발 소비 인플레이션 관련 주들을 주목할 필요

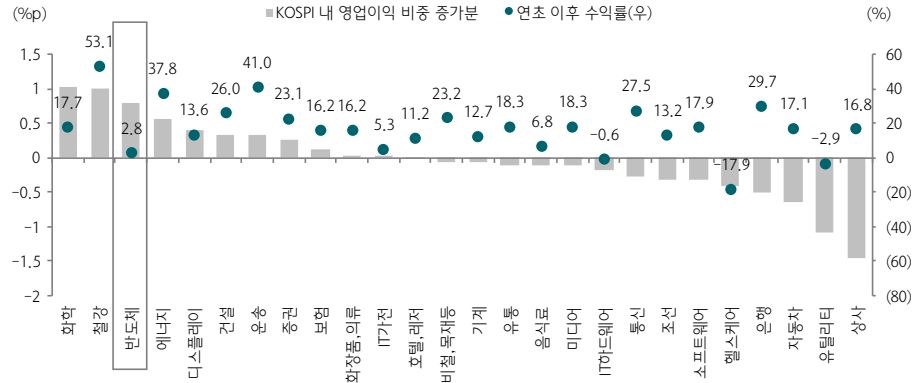


자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 15. 오를 업종 후보 1: 반도체 업종, 연초 이후 이익 대비 수익률 부진

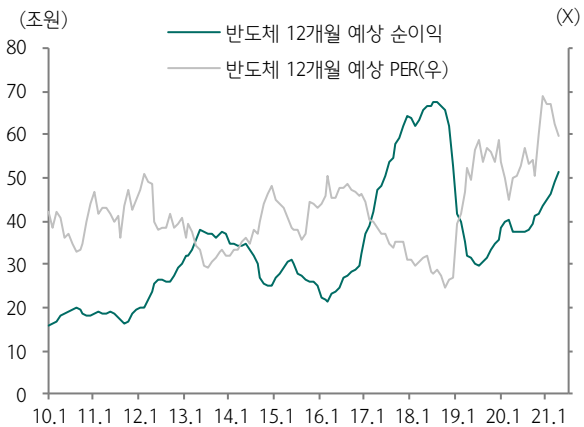
공급 쇼티지에 가려져 이익모멘텀이 주가에 반영되지 못하는 중

연초 이후 KOSPI 내 영업이익 비중 증가분은 화학, 철강 다음으로 높아



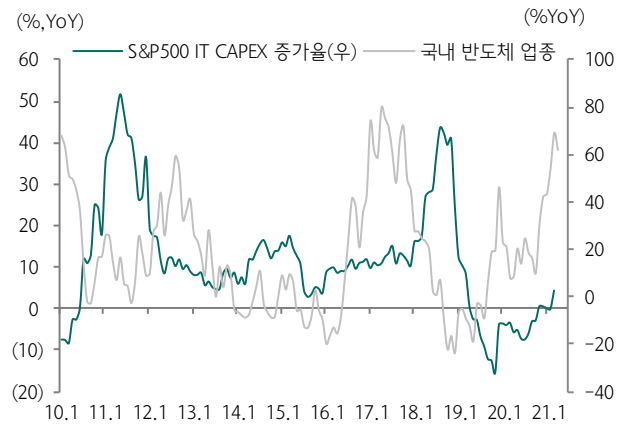
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 16. 밸류에이션 부담은 연초 이후 낮아져, 12배 수준까지 하락



자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 17. 역사적으로 미국 IT CAPEX와 반도체 업종 수익률의 상관관계 높아



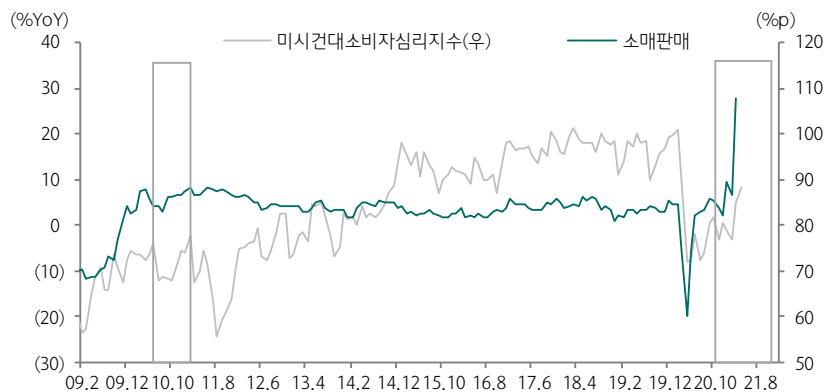
자료: Bloomberg, Quantwise, 하나금융투자

그림 18. 오를 업종 후보 2: 재량소비재(자동차/의류), 실탄 많은 미국 소비의 잠재력

보복소비(Pent-up Demand)를 이끌어 낼 수 있는 미국 저축률 사상 최대치 & 3차 재난 지원금 지급 이후 소비심리 지수 + 소매판매 일제히 시장 컨센서스 상회

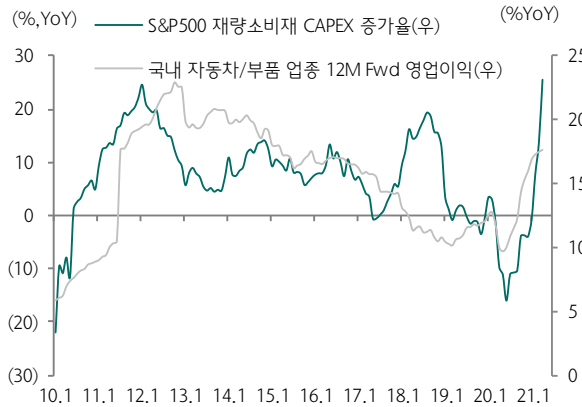
코로나19 백신 접종률 상위권 국가인 점을 감안하였을 때 소비 모멘텀 또한 여타 국가 대비 가장 먼저 부각 될 것

재량소비재 업종 중 미국 소비와 관련 높은 자동차 & 의류 관심



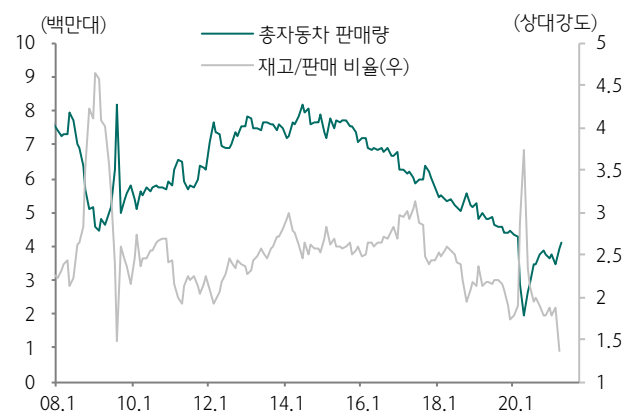
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 19. 그간 자동차 업종은 이익 모멘텀이 여타 업종 대비 부족: 역사적으로 자동차 CAPEX와 자동차 업종 수익률의 상관관계 높아



자료: Bloomberg, Quantwise, 하나금융투자

그림 20. 미국 자동차 판매량, 코로나19 이전 수준 근접 & 재고/판매 비율 금융위기 이후 최저치

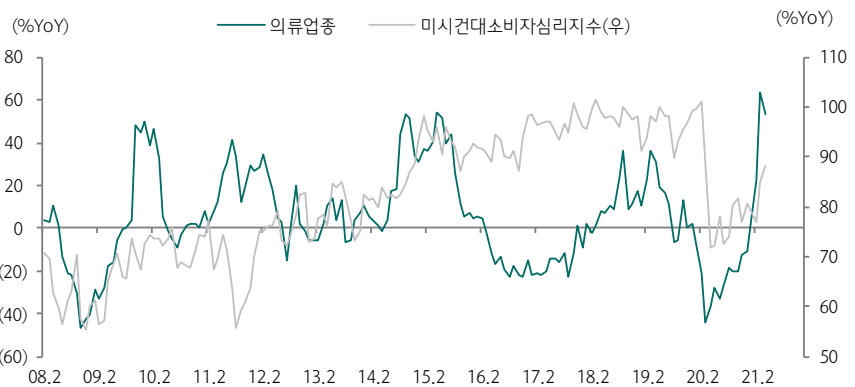


자료: Fred, 하나금융투자

그림 21. 미국 소비심리지수와 유사한 궤적을 시현하는 의류 업종 수익률

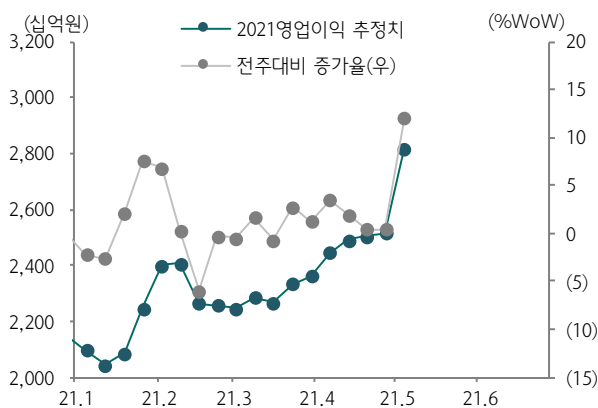
미국은 세계에서 가장 큰 의류 및 신발 수입국

우리나라는 주로 OEM 방식으로 미국에 수출



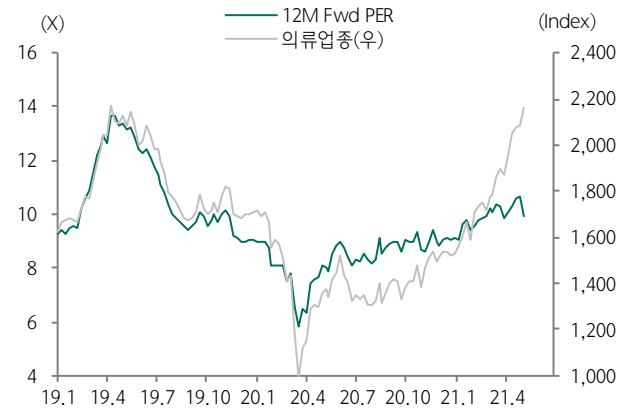
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 22. 의류 업종 21년 영업이익 추정치, 지난주 상향조정 폭 연초 이후 가장 높아



자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 23. 밸류에이션 부담은 연초 이후 낮아져, 9배 수준까지 하락



자료: Quantwise, 하나금융투자