



# 3월 중시: 파이팅 해야지

현대차증권 리서치센터 투자전략/시황 이재선

02-3787-2317

cindy0216@hmsec.com

투자전략/시황 RA 장치영

02-3787-2372

chiyoung.jang@hmsec.com

내일의 차이  
현대차증권

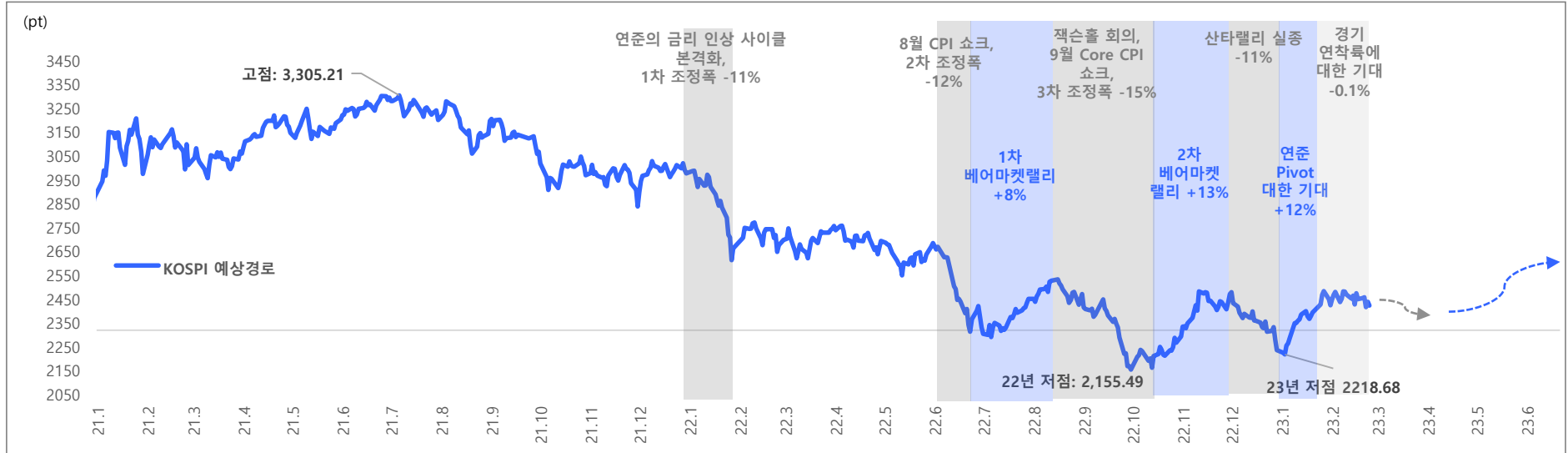


# 3월 KOSPI Band: 2,320~2,540pt

## 3월, 밀리언 사자

|              |                                                                                                                                                                                         |
|--------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 기회 요인        | → 1) 보험성 금리 인하에 대한 기대감은 열어졌으나, 여전히 3월 50bp보다는 25bp 인상을 지지하는 대다수의 연준위원들<br>→ 2) 중국 양회(3/4) 기점으로 높아지는 우리나라와 중국 상관계수: 2월 말 기점으로 EM 이익 추정치 반등, 이에 Trailing PBR 1배 지지력(2,400pt대) 확인하려는 KOSPI |
| 리스크 요인       | → 3월 FOMC회의(3/22)를 통해 직전 FOMC 회의 중앙값인 5.1% 터미널레이트 이상을 반영하는 연준의 긴축 경로 확인<br>→ 4월 이전 글로벌 증시 유동성을 지지하고 있는 BOJ의 YCC 폐기 가능성                                                                  |
| 스타일/<br>유망업종 | → 22년과 반대로 가는 증시: 국가별 수익률을 살펴보면, 글로벌 수출>내수>고성장>방어(원자재) 순<br>→ 업종 Idea: 1) 선진국 서비스업이 제조업 보다 좋다면(IT 가전), 2) 양회와 맞물린 중국 PPI 개선 가능성(디스플레이, 화학, 철강) 3) 2차전지의 대안(미디어, 게임)                     |

## 2월 KOSPI, 높아진 물가 경계감에도 하단 지지되는 흐름 전개



주: 2월 24일 기준  
자료: Bloomberg, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

# Summary

## ★ 3월 KOSPI Band: 2,320~2,540pt

> (Upside) 2,540pt은 2024년 순이익 컨센서스 (183조원, 23년 대비 +45%YoY) 기준 밸류에이션 11배 수준을 반영한 상단

> (Downside) 연준의 피봇 기대감은 열어졌으나, 글로벌 경제 연착륙 기대감은 주가의 하단 지지. 이익 추정치 상승이 미미하였던 유사 구간인 2019년 평균 Trailing PBR 0.93배 적용, 하단은 2,320pt에서 형성. 이익 추정치 하향조정 마무리 된다면 Trailing PBR 1배 수준인 2,400pt대 지지 가능

## ★ 정확성 & 신뢰성이 결여된 통계지표들

> 물가: 1월 PPI는 헬스케어 서비스 항목이 크게 상승하며(전월 비 +0.6%) 지난해 1월 이후 가파른 상승세를 기록 vs 1월 CPI의 헬스케어 서비스 항목은 전월비 -0.7% 하락 폭을 시현하며 가장 큰 폭으로 하락

> 고용: 공공부문을 포함하는 비농업 고용 지수와 민간 시장의 ADP고용 지표의 괴리치, 21년 이후 가장 큰 폭으로 확대

> 확실한 사실에 집중: higher를 촉발할 정도의 물가압력? 1) 주거비는 집값이 본격적으로 둔화되는 시점부터 1년 뒤인 23년 6월부터 기여도 급격히 낮아질 가능성  
2) WTI는 배럴당 80달러 기준 YoY 증감률 6월까지 (-) 구간 예상

## ★ 매수하기 좋은 구간: 2023 중시, 경기 회복 국가에 관심

> 큰 흐름에서 소비(미국, 유로존) & 성장(인도, 베트남, 중국) & 방어(브라질, 인니, 호주), 회복(대만, 홍콩, 한국)으로 나라를 테마별로 분류

> 지난해는 원자재 수출, 즉 방어를 제외한 국가 수익률 대부분 저조. 그러나 이번 년도는 반대로 갈 가능성이 높은 이익과 추가

> 23년 국가별 중시 수익률: 경기회복 > 소비 > 성장 > 방어 순으로 수익률 양호

> 또한 연초 이후 하향조정을 지속하였던 MSCI EM과 EM ASIA 이익 추정치 반등이 2월말 기점으로 처음으로 관찰. 중화권 중시의 영향력이 일부 반영된 것으로 판단. 중국과 홍콩도 추세적인 이익 하방압력이 점차 일단락되는 양상.

## ★ Idea: 투트랙- 미국과 유로존은 소비, 중국은 인프라

> Idea 1: 선진국 서비스업, 제조업보다 체감경기 양호. 특히 Global luxury 기업과 미국 고가형 소비 기업들의 선전은 (IT가전) 수급 환경 개선을 도모

> Idea 2: 양회와 맞물린 중국 PPI 개선 가능성, 역사적으로 PPI가 (-)에서 (+)국면으로 상승 전환할 때 주가와 EPS 상대강도 개선이 관찰된 (디스플레이, 화학, 철강)

> Idea 3: 2월 +13% 상승. 숨고르기가 필요한 2차전지, 2차전지와 반대로 갔던 성장테마 중 이익 영향력 확대되는 (미디어, 게임)



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

# 범위가 좁혀지지 않는 연준과 시장: 25bp의 괴리

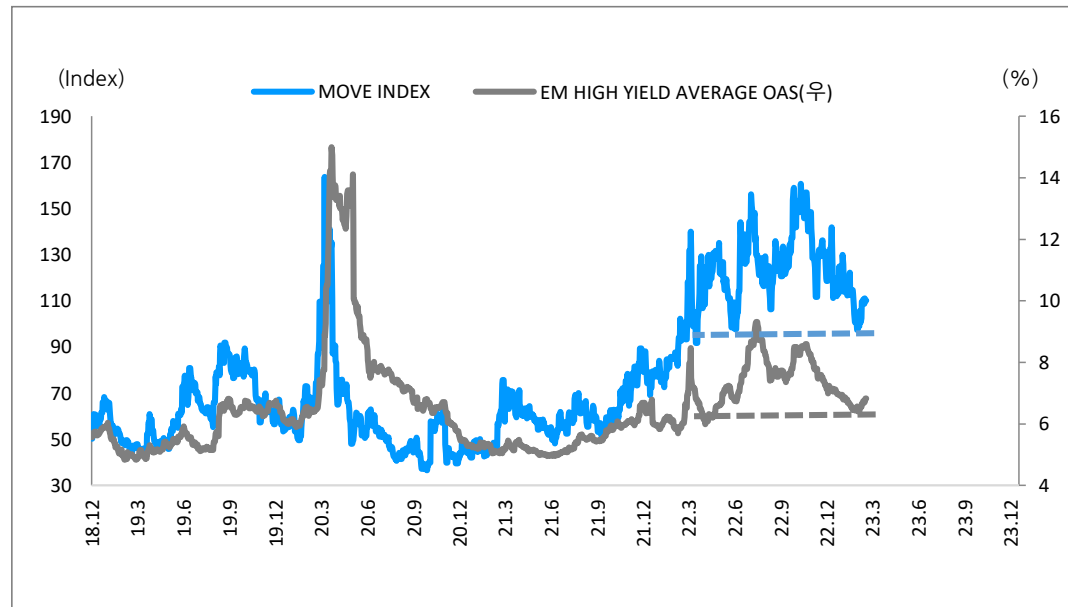
2월, PCE 지표 발표 이후 시장에서 반영하는 최종 금리 수준은 7월 FOMC회의에서 5.25~5.5%로 마무리 될 가능성. vs 12월 FOMC회의 점도 표 기준 연준은 5.00~5.25%에서 최종적으로 (23년 중앙값: 5.1%) 마무리 전망

예상 외로 물가 둔화 속도가 더딘 점이 시장의 우려를 자극하며 연준 금리 인상 “Higher for longer” 시나리오를 재점화

현재까지 발표된 지표들은 고금리 기조가 한동안 지속될 가능성(Longer)을 높여주는 요인인 것은 사실. 2년물과 10년물은 작년도 고점 수준에 근접 (24일 기준 각각 4.7%, 3.9%)

그러나 이미 인지하고 있는 사실에 채권 시장의 변동성은 작년 9월 대비 여전히 낮은 수준

채권 변동성지수와 EM 하이일드 시장은 장단기물 상승에도 작년 9월 대비 상승폭이 크지 않은 모습



자료: Bloomberg 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

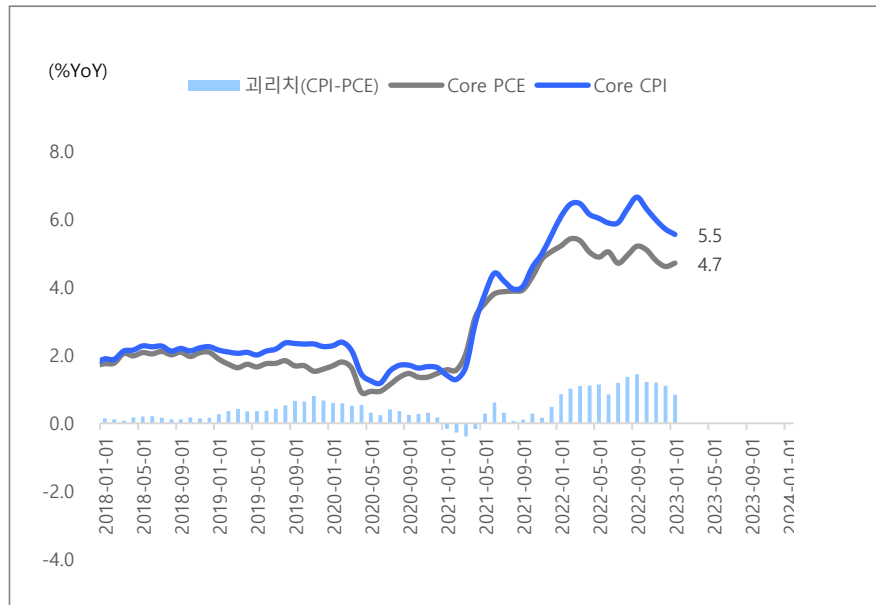
# 지표 점검: 1) 1월 PCE 쇼크, CPI와 큰 차이점은?

장단기 금리의 추세적인 고점 돌파를 가능하게 할 터미널레이트의 Higher의 가능성 점검

금번 금리 상방압력을 높였던 요인 중 하나는 PCE. 1월 근원 PCE는 전월 대비 0.6%, 전년비 4.7% 상승하며 시장예상치를 상회CPI의 경우 가계 생활에 직접 영향을 미치는 장바구니 물가 변화를 파악. 주요 소매점에서 판매되는 재화와 서비스 품목 대부분의 가격을 측정하는 점에서 기인. 즉, 소비자들이 밀접하게 사용하는 재화 및 서비스에는 더 많은 가중치가 부여

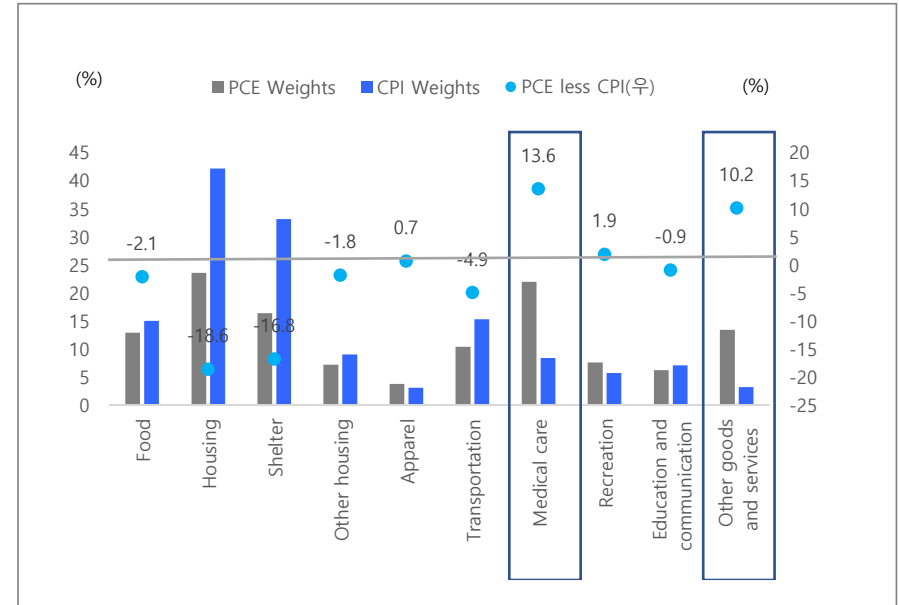
반면 PCE는 개인 소비자뿐 아니라 민간 비영리단체가 소비하는 물품 가격도 포함해 범위가 포괄적. CPI와 달리 소비자가 지출하지 않는 부분에 대해서도 가치를 평가

1월 Core CPI는 하락 vs 1월 Core PCE는 반등



자료: Bloomberg, 현대차증권

PCE와 CPI의 구성 비중은 상이: 소비자가 지출하지 않는 부분에 대해서 가중치가 높은 PCE



자료: Bloomberg, 현대차증권



# PCE, CPI가 아닌 PPI의 헬스케어 항목을 반영

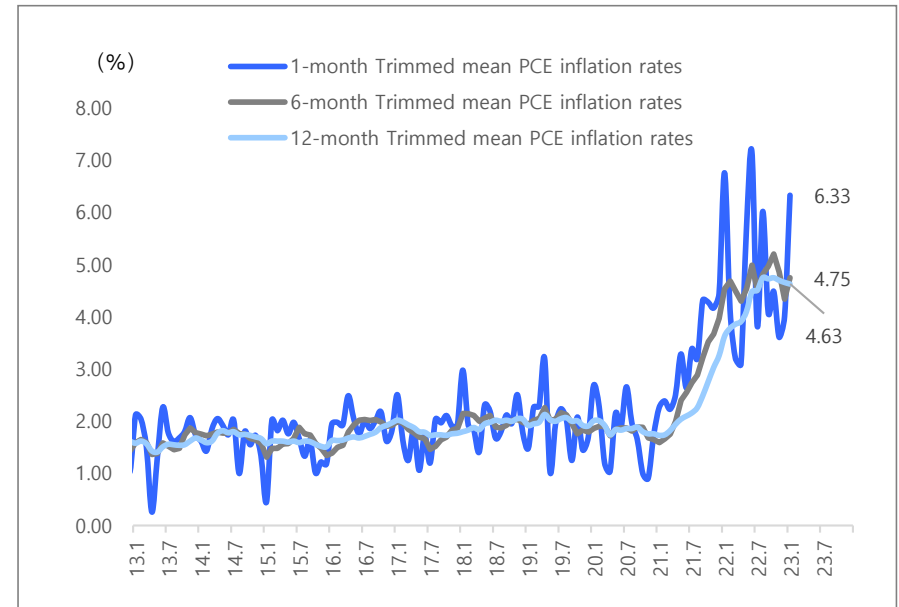
PCE 구성요소 세부 항목: Trimmed PCE 포함된 부분 중 집값, 음식값 제외 메디케어 부분이 영향력 행사

|    | 품목                                                                          | Annualized 1-month % change | Weight |
|----|-----------------------------------------------------------------------------|-----------------------------|--------|
| 1  | Owner-occupied stationary homes                                             | 8.4                         | 10.78  |
| 2  | Other purchased meals                                                       | 8.0                         | 5.38   |
| 3  | Nonprofit hospitals' services to households                                 | 5.6                         | 5.11   |
| 4  | Physician services                                                          | 0.0                         | 3.63   |
| 5  | Tenant-occupied stationary homes and landlord durables                      | 9.2                         | 3.53   |
| 6  | Final consumption expenditures of nonprofit institutions serving households | 12.8                        | 3.07   |
| 7  | Prescription drugs                                                          | 28.2                        | 3.06   |
| 8  | Paramedical services                                                        | 0.2                         | 2.67   |
| 9  | Financial service charges, fees                                             | 14.6                        | 2.52   |
| 10 | Gasoline and other motor fuel                                               | 31.0                        | 2.22   |
| 11 | New light trucks                                                            | 3.0                         | 1.93   |
| 12 | Communication                                                               | 4.5                         | 1.59   |

주: 파란 부분이 Trimmed mean CPI에 포함된 부분  
자료: Bloomberg, 현대차증권

시장이 부정적으로 반응한 이유 중 하나는 Trimmed PCE 반등폭이 상당했다는 점. 다만 PCE의 Sticky 가격 구성요소를 살펴보면, 기업 및 정부가 지출하는 의료보험 (Medicare)나 의료보조 (Medicaid) 비중이 높았던 것을 확인. 또한 CPI가 아닌 PPI의 헬스케어 항목을 반영해 지표의 시각차를 반영. 1월 PPI는 헬스케어 서비스 항목이 크게 상승 (전월 비 +0.6%) vs 1월 CPI의 헬스케어 서비스 항목은 전월비 -0.7% 하락 폭을 시현하며 가장 큰 폭으로 하락

변동치 제거한 Trimmed PCE 추이: 1월 Trimmed mean PCE 반등



자료: Bloomberg, 현대차증권

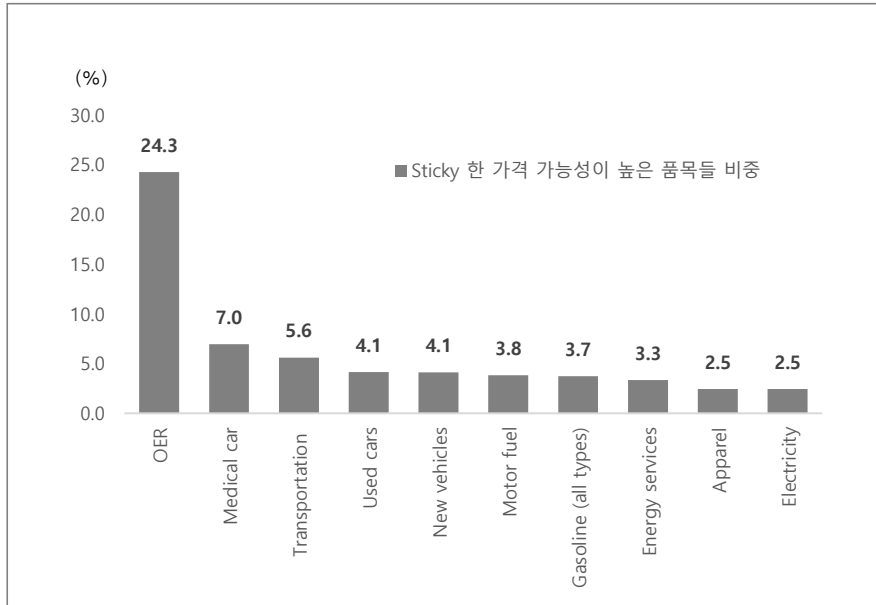


# For longer는 알겠는데, higher를 촉발할 정도의 물가압력?

물론 PCE는 연준이 눈여겨보는 지표. 그러나 시장은 향후 실생활에 있어 소득과 지출에 좀 더 밀접하게 영향력을 행사하는(aka 기대인플레이션 상관성이 높은) CPI지표에 대한 민감도를 더 높게 가져갈 가능성이 높다는 판단

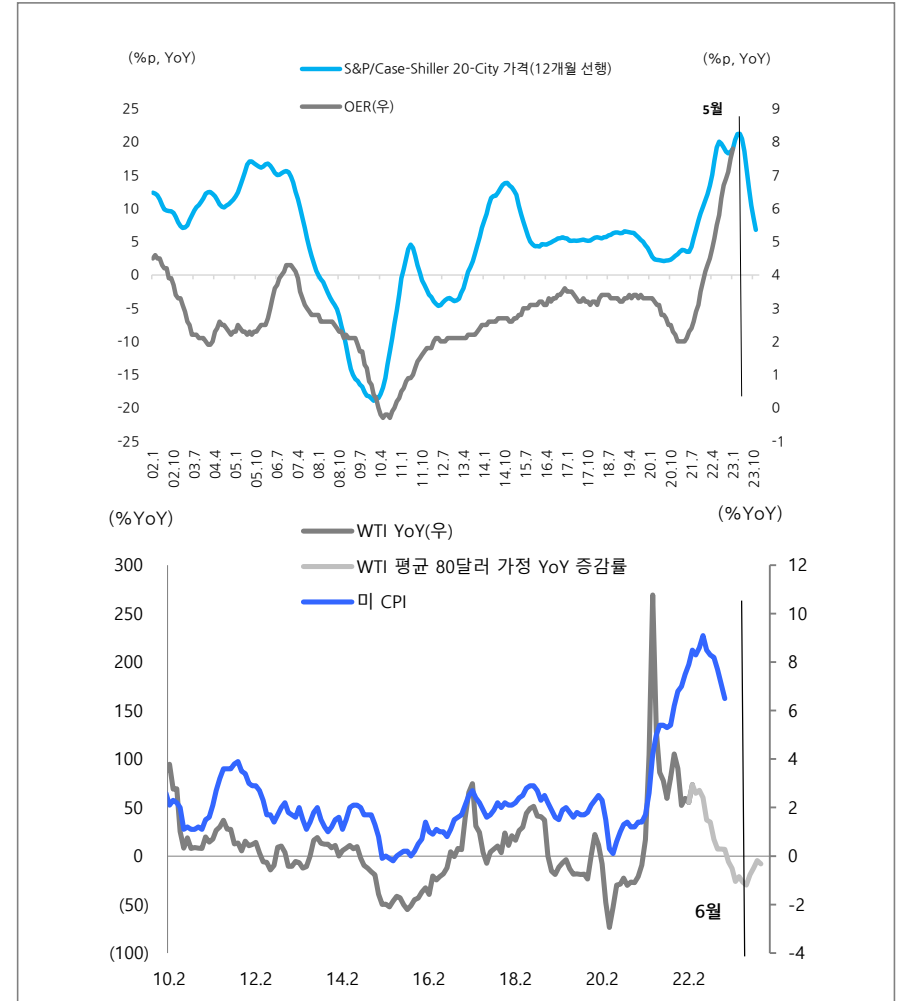
확실한 사실은 CPI를 Sticky하게 만드는 가격 중 1) 주거비는 집값이 둔화되는 본격적으로 둔화되는 시점부터 1년 뒤인 23년 6월부터 기여도 급격히 낮아질 가능성 2) WTI는 배럴당 80달러 기준 시 YoY 증감율은 6월까지 (-) 증가 예상

CPI Sticky price 구성 비중: OER > 차량 및 운송 > 원유가격 순



자료: bloomberg, 현대차증권

5~6월 중 수요 & 공급 인플레이의 주된 원인인 집값 & 유가 부문 기여도는 추세적으로 낮아질 것으로 예상



자료: bloomberg, 현대차증권

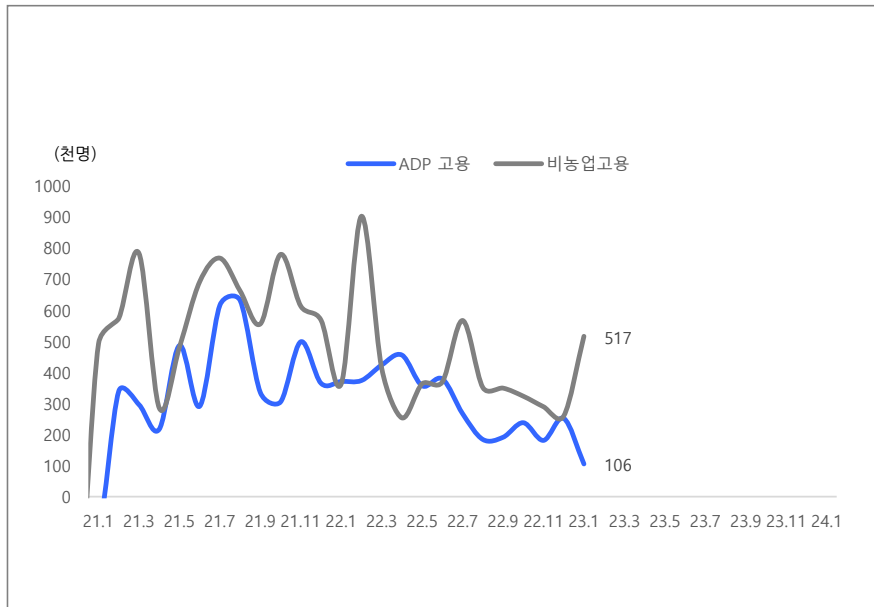


## 2) 너무 좋은 고용시장? 낮아진 기업들의 서베이 응답률

연준이 참고하는 노동부의 고용 데이터와 달리, 보조 지표들은 고용시장이 생각 외로 뜨겁지 않을 가능성을 내포

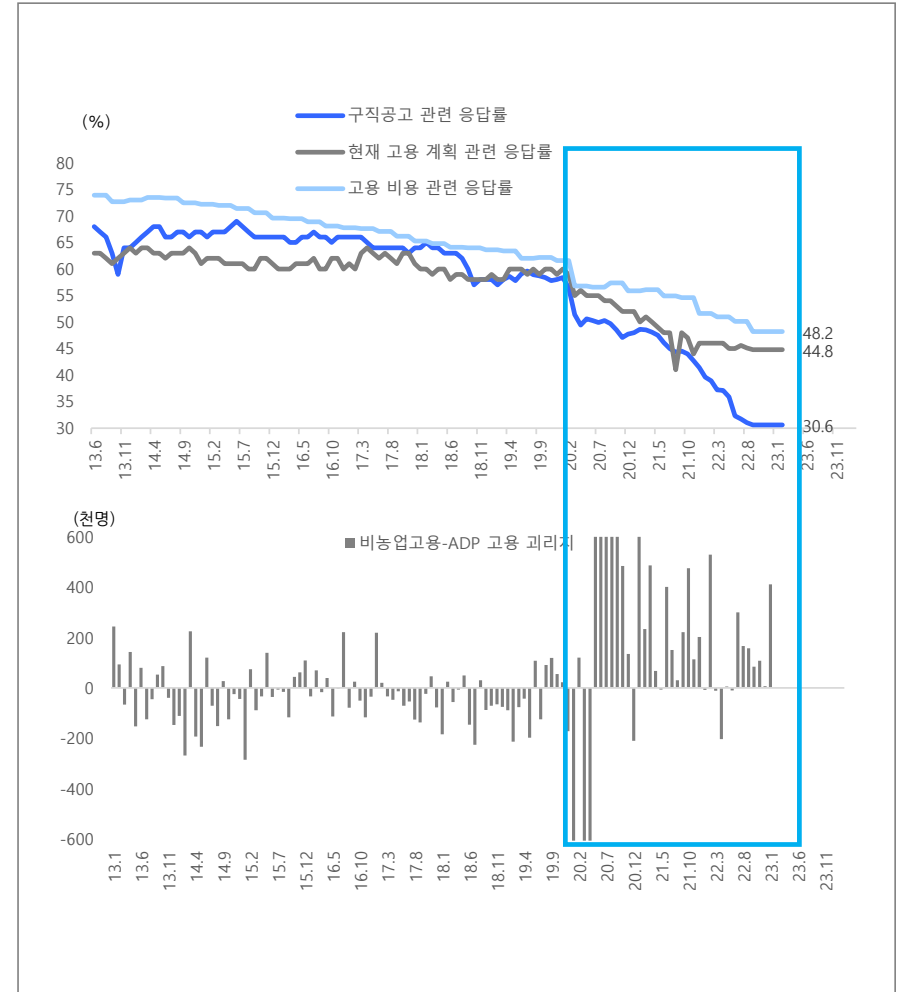
팬데믹 이후의 고용 관련 기업 응답률이 현저히 낮아진 것을 확인. 2,1000개 기업을 대상으로 서베이하는 Jolt(구인공고수) 여부 응답률은 31%까지 하락. 시장이 높아진 취업자수에도 크게 반응하지 않은 점도 낮은 응답률에 따라 신뢰성이 일부 결여된 점을 반영

공공부문을 포함하는 비농업 고용 지수와 민간 시장의 ADP고용 지표의 괴리치, 21년 이후 가장 큰 폭으로 확대



자료: Bloomberg, 현대차증권

민간 기업들의 구인 관련 응답률, 팬데믹을 기점으로 급격하게 낮아져 : 노동부고용지표 신뢰성을 저하시키는 요인



자료: Bloomberg, 현대차증권





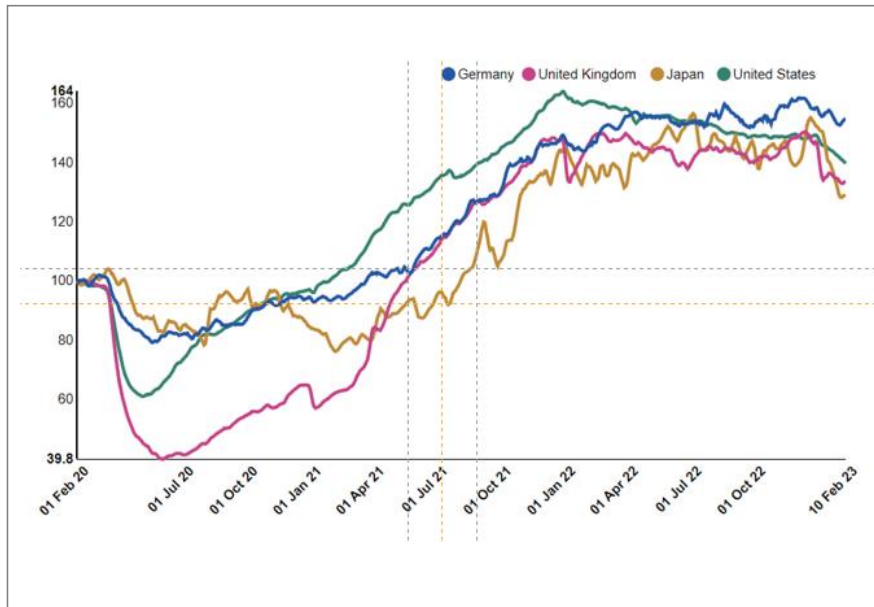
# 오히려 그간 영향력이 적었던 민간 지표들이 더 유용하다면

민간기업들이 산출하는 데이터들은 경기 상황을 시시각각 반영. 연준이 보는 데이터들과 실물경기에 대한 시차가 존재한다면, 향후 선행성을 띄는 민간기업들의 소비 및 고용 소프트웨어들을 주목할 필요. 글로벌 구인구직 사이트 인디드에 따르면, 속도는 완만하나 기업들은 구인공고수 줄여 나가는 중

독일을 제외한 여타 주요국 기업들은 더 이상 사람을 늘리지 않는 추세. 미국의 경우 2월 기준 전월 대비 약 -6% 구인공고수가 감소. 업종별로 보면 개인 컨설턴트 일부 산업을 제외한 전 산업에서 하락세가 두드러지는 가운데, 고임금으로 분류되는 IT 기업들의 구인공고가 급감하는 모습. 마찬가지로 서비스 산업 또한 채용공고를 점진적으로 줄여나가고 있는 중

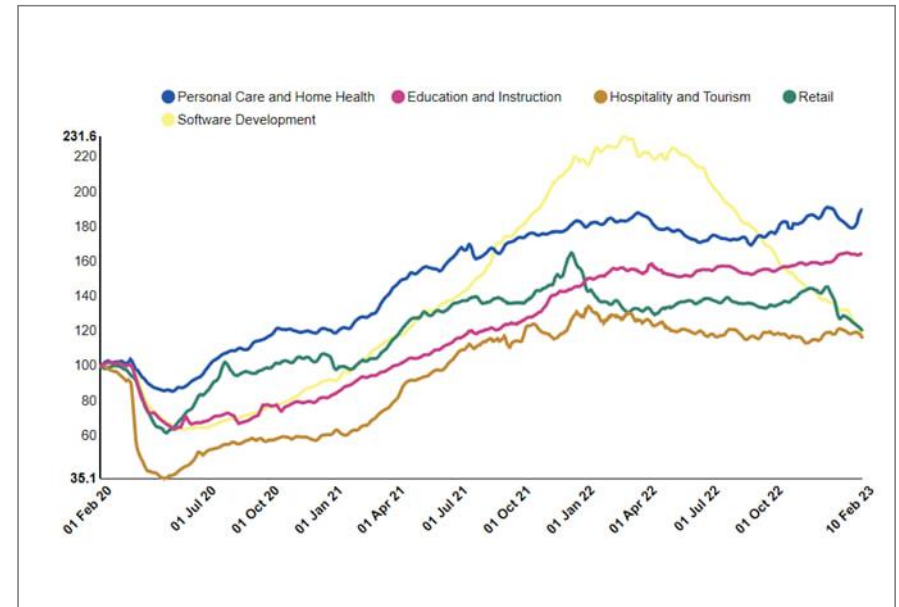
서서히 선택지가 줄어드는 소비자 입장에서 몸값을 올릴 수 없는 현 상황은 단기 기대인플레이션의 추세적 상승을 제한하는 요인 중 하나

주요국들의 구인 공고 수 추이: 독일 제외 주요국 감소 중



자료: Indeed, 현대차증권

미국, 교육과 개인 컨설턴트 분야 등을 제외한 전 분야 채용 공고 감소 중, 특히 IT 분야에서 두드러지는 양상

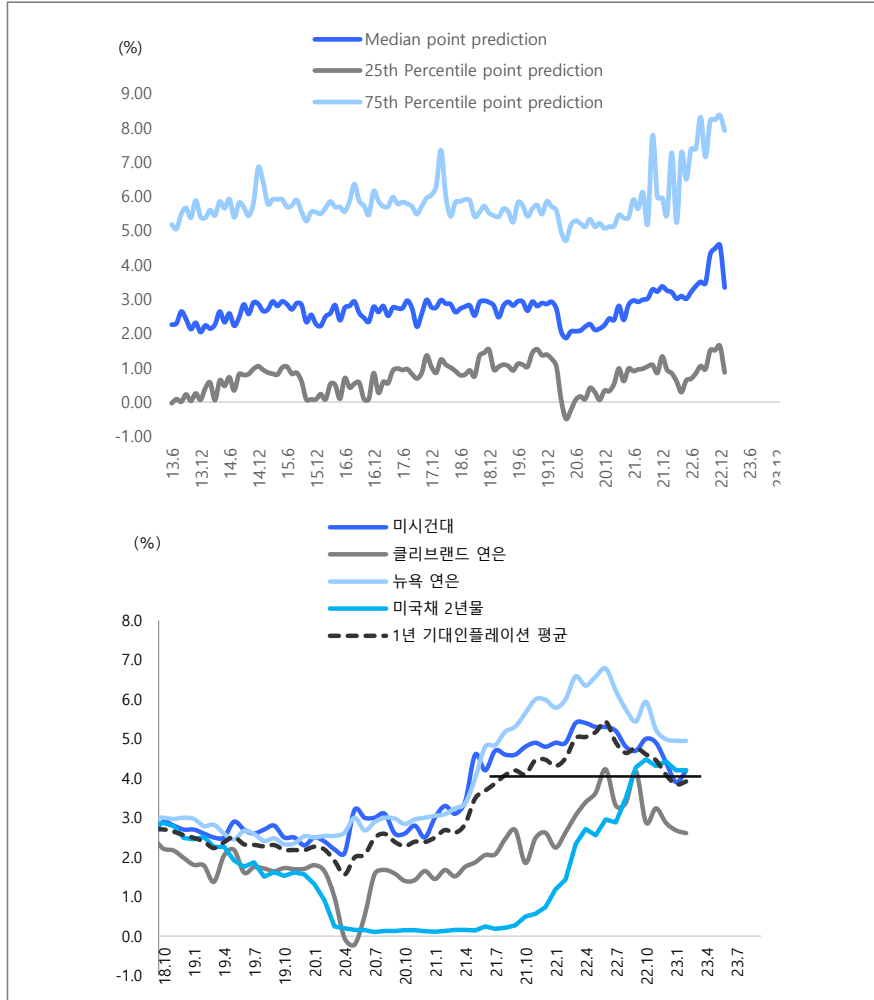


자료: Indeed, 현대차증권



# 경기가 안 좋은데 월급이 오르겠어요

소비자들의 소득 증가율 전망은 3.3%를 기록, 금감폭은 10년래 최고 수준 & 1년 단기 기대인플레이션 4.0% 수준

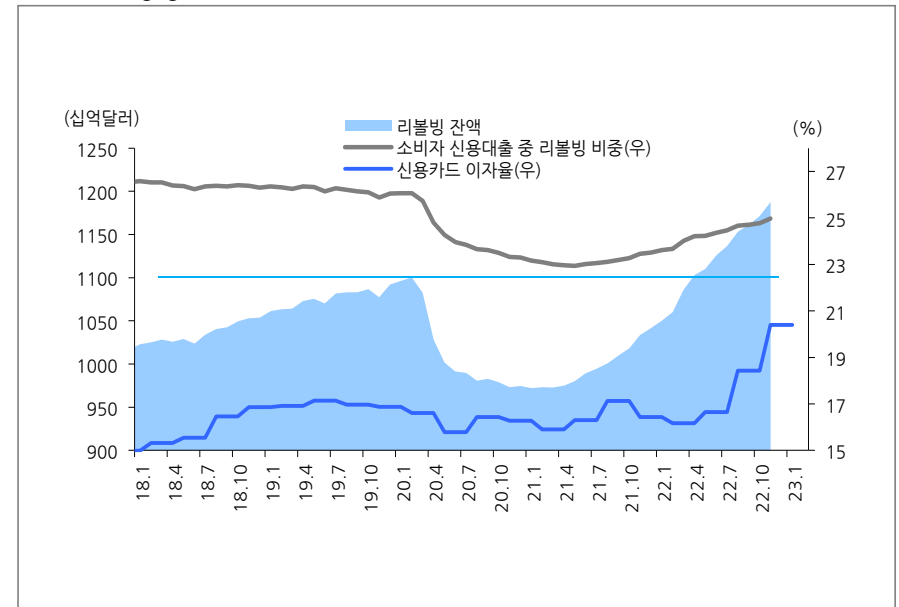


자료: bloomberg, 현대차증권

소비자들은 소득 부분에 대해서 낮은 기대감을 가지고 있는 것으로 파악

지역 연인들이 조사하는 단기(12개월)인플레이션 평균 기대치는 4.0% 전후 수준으로, 21년 하반기 수준으로 되돌림 & 연준의 기준금리 수준을 하회하기 시작. 리볼빙 비중은 아직 과거 대비 낮은 수준이나, 점차 높아지고 있는 점을 주목. 이는 서비스업 및 중산층 등 유희 노동력의 노동시장 복귀를 앞당기는 요인으로 작용할 가능성

소비를 무차별적으로 할 수 있을까? 리볼빙 잔액 증가와 신용카드 이자율 상승



자료: bloomberg, 현대차증권



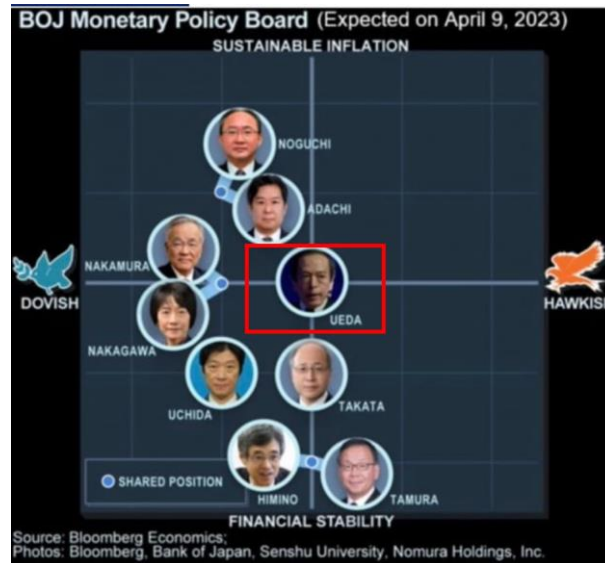
# 아직 YCC 철회 할 생각이 없는 우에다

한편 글로벌 유동성을 지지해주고 있는 BOJ의 출구전략이 급하게 진행될 가능성은 여전히 낮다고 생각

BOJ 신임 총재로 내정된 우에다 가즈오 전 일본은행 심의위원은 내정 직후 바로 “현 상황에선 금융완화를 계속하는 것이 필요하다”며 경제 데이터에 따른 다소 유연한 태도를 피력. 이후 청문회를 통해서도 현재 물가 레벨은 수요 견인이 아닌 비용에 의한 것이기에, 24년 중간 시점에 다다를 경우 2% 아래로 둔화할 것이라고 언급

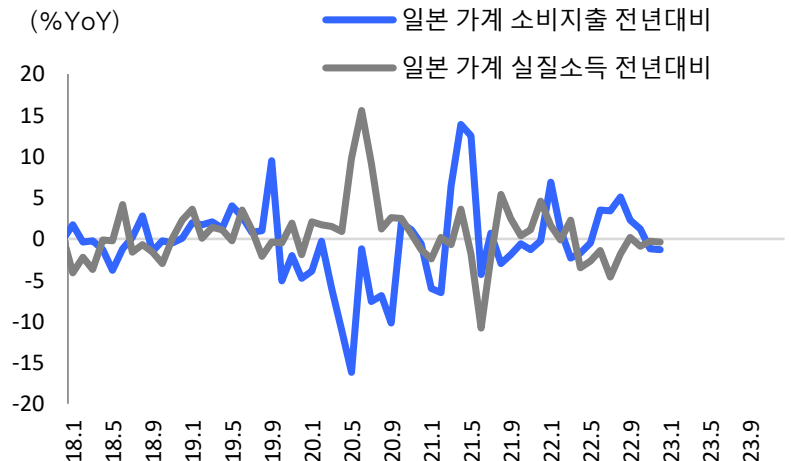
실제로 아직 일본의 관련 경제지표들은 구조적 인플레 가능성이 그리 크지 않음을 보여주고 있음. 일본의 실질소비지출은 12월 기준 전년비 -1.3% 감소, 미국과 다르게 수요 측면의 물가 압력이 제한되고 있음을 증명

Dovish vs hawkish? 중도성향으로 예상되는 우에다 BOJ 차기 총재



자료: Bloomberg, 현대차증권

일본의 실질소비지출은 12월 기준 전년비 -1.3% 감소, 미국과 다르게 수요 측면의 물가 압력이 제한되고 있음을 증명



자료: Bloomberg, 현대차증권

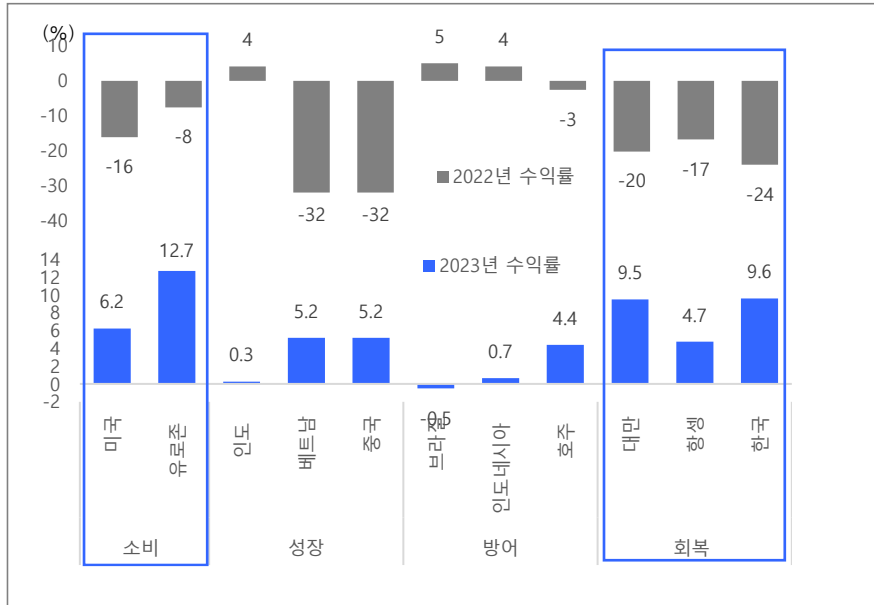


# 매수하기 좋은 구간: 2023 중시, 경기 회복 국가에 관심

큰 흐름에서 소비(미국, 유로존) & 성장(인도, 베트남, 중국) & 방어(호주, 인니, 브라질), 회복(대만, 홍콩, 한국)으로 나라를 테마별로 분류. 지난해는 원자재수출(방어) 국가를 제외한 대부분 국가 수익률 저조

그러나 이번 년도는 반대로 갈 가능성이 높은 이익과 주가. 23년 국가별 중시 수익률: 경기회복 > 소비 > 성장 > 방어 순으로 수익률 양호

22년 국가별 수익률과 반대로 가고 있는 23년 국가별 수익률 동향



자료: Bloomberg, 현대차증권

22년 원자재 보유국만이 유일하게 살아남았다면(위)  
23년을 기점으로 소비와 경기 회복 국가들의 선전 관찰(아래)



자료: Bloomberg, 현대차증권



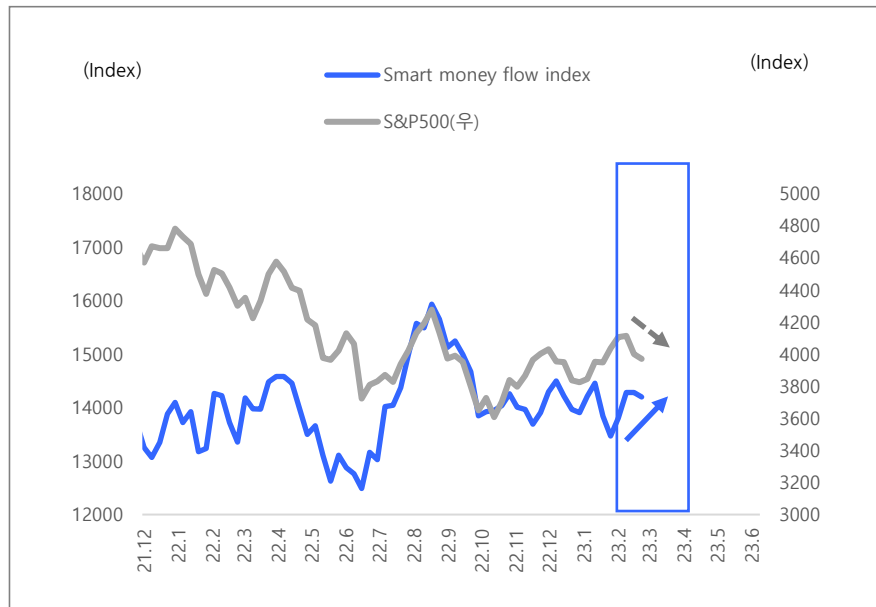
# 스마트머니는 위험자산 선호 심리 유지에 베팅

스마트머니의 매수&매도 활동에 따라 지표를 추출한 Wallstreetcourier의 Smart money Flow Index와 S&P500지수의 방향성의 상관계수를 살펴본 결과, 현재 Smart money Flow Index는 12월 대비 하락하였지만 1월말 이후 저점을 형성하고 반등 중.

반면 S&P500은 스마트머니 자금 유입 대비 반등 폭이 상대적으로 낮음.

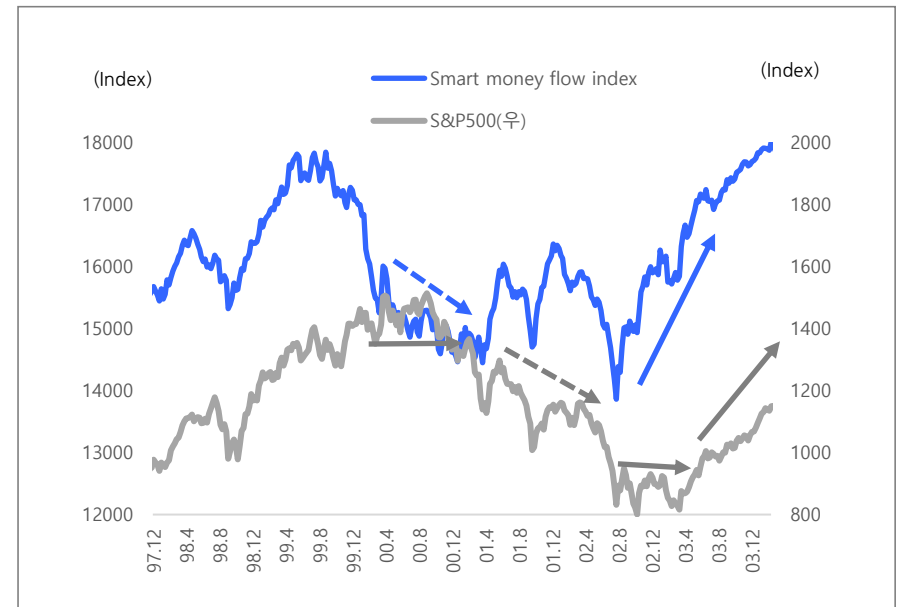
과거 경험상, 해당 지표와 주가의 상승 다이버전스가 발생(지표 상승 vs 주가 횡보) 하였을 때는, 중장기적인 주가 방향성은 상승하는 경향

1월말 이후 스마트머니와 주가의 상승 다이버전스 발생(지표 상승 vs 주가 횡보)



자료: bloomberg, 현대차증권

과거 경험: 다이버전스 발생 시 중장기적인 주가 방향성은 상승하는 경향: 01년도 버블



자료: bloomberg, 현대차증권

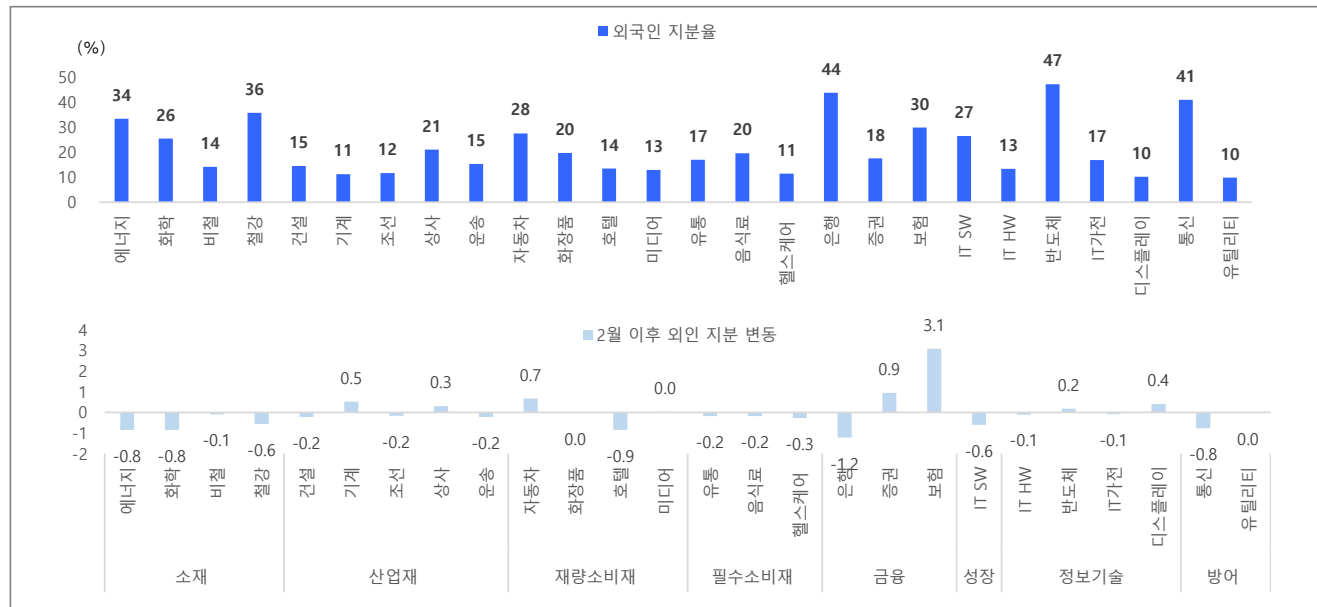


# 높아진 금리 레벨에도.. 경기 회복에 대한 낮은 매도 압력

우리나라는 글로벌 경기에 선행성을 띄키에, 경기 연착륙에 대한 Proxy 지표로 활용되는 국가

높아진 금리 레벨에도 2월 이후 외국인 지분율이 상승한 업종들을 보면 반도체/기계/자동차 등 시클리컬 업종 중심 외국인 지분 상승 관찰 지속

여전히 글로벌 경기 연착륙에 대한 기대감이 높은 중시: 환차익 매력 감소되었으나 2월 이후 경기민감주 중심 외국인 지분 상승 관찰



자료: Quantiwise, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



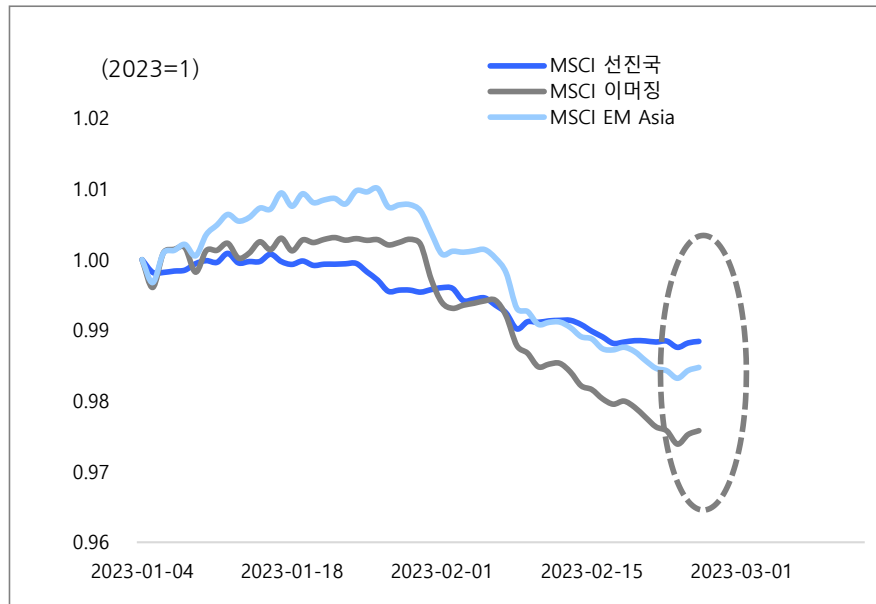
GLOBALITY

# 이익의 변곡점

연초 이후 하향조정을 지속하였던 MSCI EM과 EM ASIA 이익 추정치 반등이 2월말 기점으로 처음으로 관찰되고 있는 점 또한 긍정적인 요인. 중화권 증시의 영향력이 일부 반영된 것으로 판단. 중국과 홍콩도 추세적인 이익 하방압력이 점차 일단락되는 양상

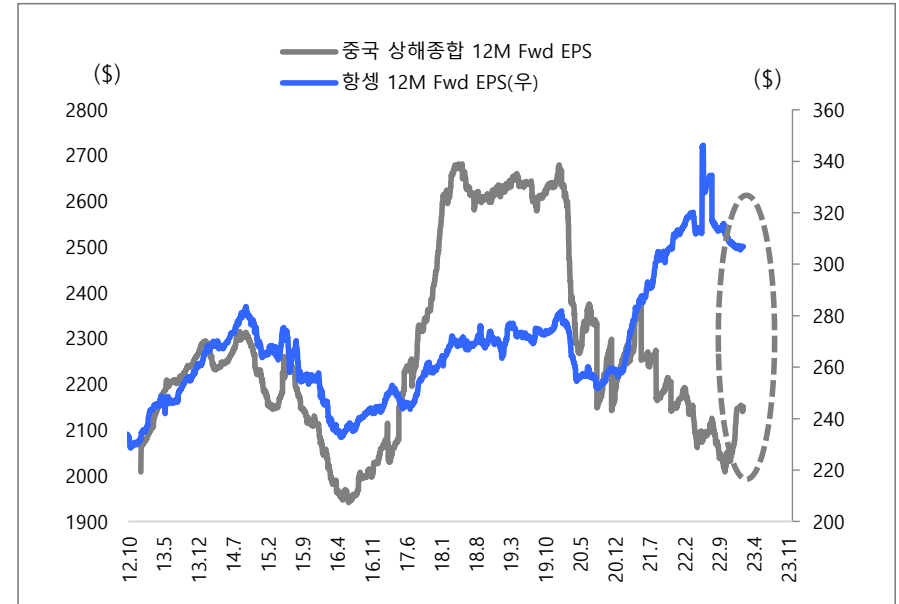
4일 개최되는 양회를 통해 작년 말 중앙경제공작회의에서 공개한 소비 및 내수의 진작과 관련 좀 더 구체적인 정책이 나올 것이라는 기대감을 반영 시장은 중국의 올해 경제성장률을 2022년 3.0% 대비 평균 2.1%p 높은 5.1%로 전망. 분기별로 보자면, 2분기(6.9%) > 3분기(4.8%) > 4분기(5.9%) 순으로 실질 GDP 전망을 예상

EM ASIA와 이머징 이익 추정치 상향조정이 23년 이후 처음으로 관찰



자료: Bloomberg, 현대차증권

중국과 홍콩도 추세적인 이익 하방압력이 점차 일단락되는 양상



자료: Bloomberg, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

# KOSPI, 3월 FOMC 회의를 앞두고 숨고르기 할 가능성이 높지만

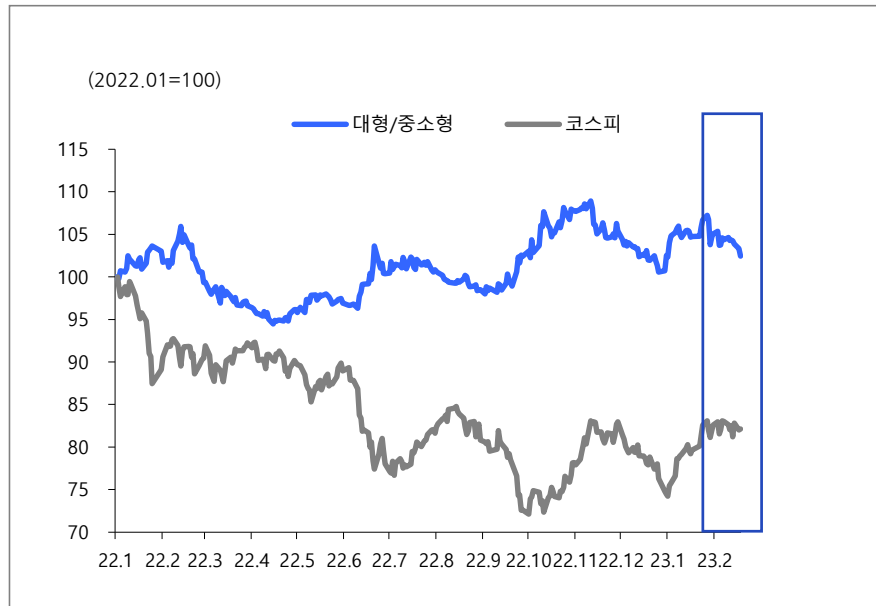
한편 KOSPI는 2월 금리 상방 압력이 높아지는 가운데, 달러 반등이 관찰되며 대형주 중심 자금 강도 약화되는 양상.

중시 상단을 높일 반도체의 이익 바닥이 완전히 확인되지 않은 점도 추세적 상승을 제한하는 요인

그러나 KOSPI는 글로벌 연착륙 기대감이 높아지고 있는 점을 주목

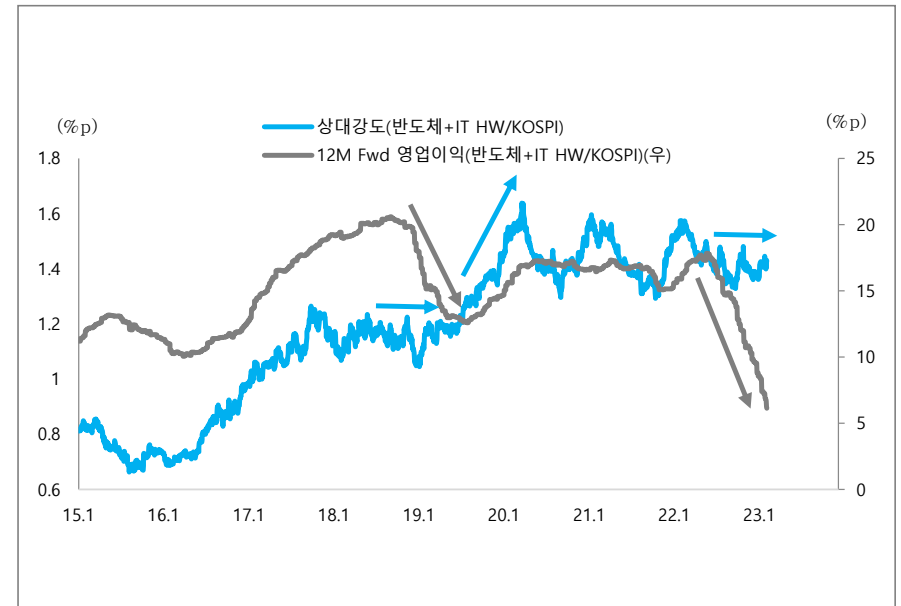
자산가격에 대한 신뢰 회복이 점차 가시화되는 가운데, 약세장을 경험했던 지난 22년 하반기와 다른 점들을 생각해 볼 시점.

달러 반등에 대형주 중심 자금 강도 약화되는 국면 진입한 KOSPI



자료: Quantiwise, 현대차증권

중시 상단을 높일 반도체의 이익 바닥이 완전히 확인되지 않은 구간



자료: Quantiwise, 현대차증권



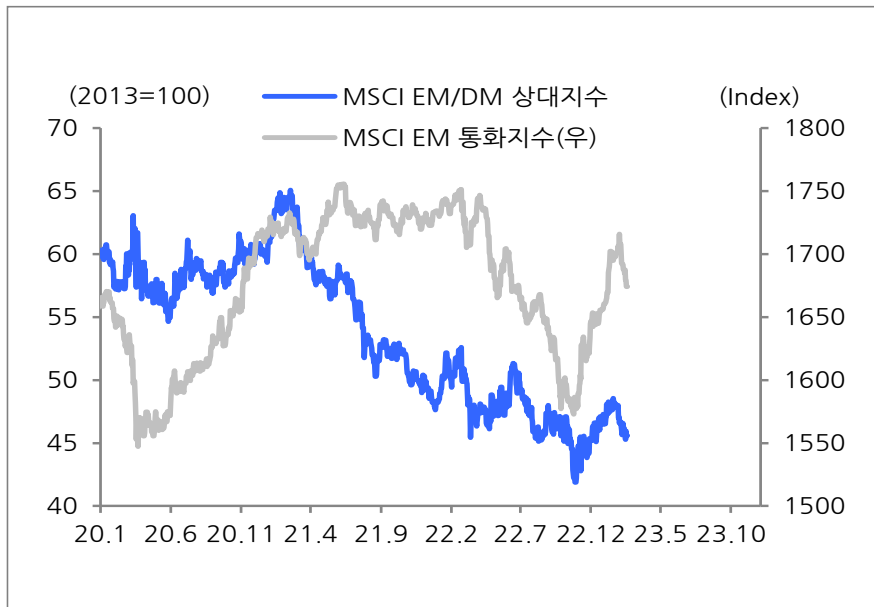


# 관망? 파이팅 해야지

글로벌 경기 연착륙이 가능하다면 EM 중시 내 중간재 수출 비중이 높은 국가에 우호적

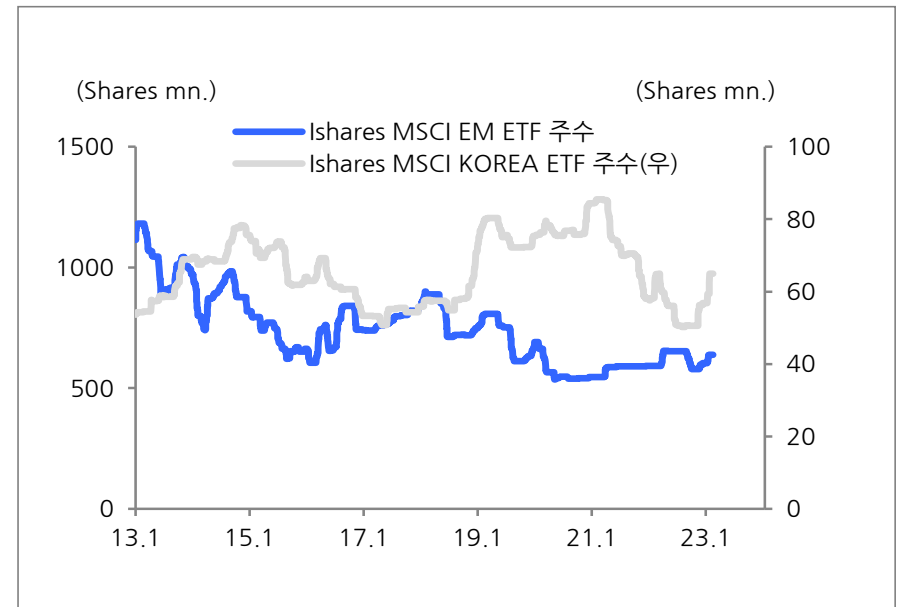
달러 약세 일단락되며 1월말 이후 EM 상대성과 DM 대비 부진하나, 외국인들의 패시브 자금을 살펴보면 EM 내 전반적인 자금 유출 압력은 제한적  
마찬가지로 CDS 프리미엄, Macro RISK index 등 EM 여타 자산군의 리스크 프리미엄을 확대하였던 주요 지표도 변동성 확대는 제한적인 흐름 전개

달러 약세 일단락되며 1월말 이후 EM 대비 DM 양호한 상대성과 관찰되었으나



자료: bloomberg, 현대차증권

EM 내 전반적인 자금 유출 압력은 제한적



자료: bloomberg, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



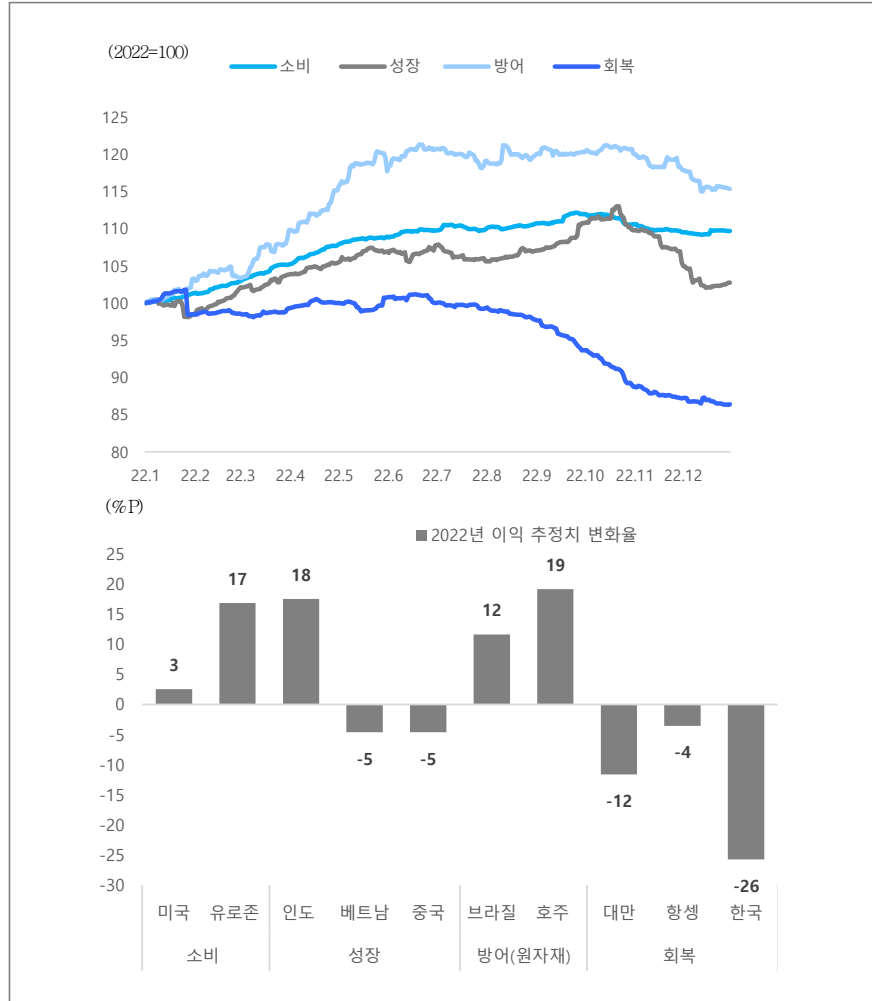
PEOPLE



GLOBALITY

# 우리나라, 중국이라는 거대한 고객

22년도 국가별 이익 추정치: 대만, 한국 등 중간재 수출 비중 높은 국가들 중심 하향조정 발생



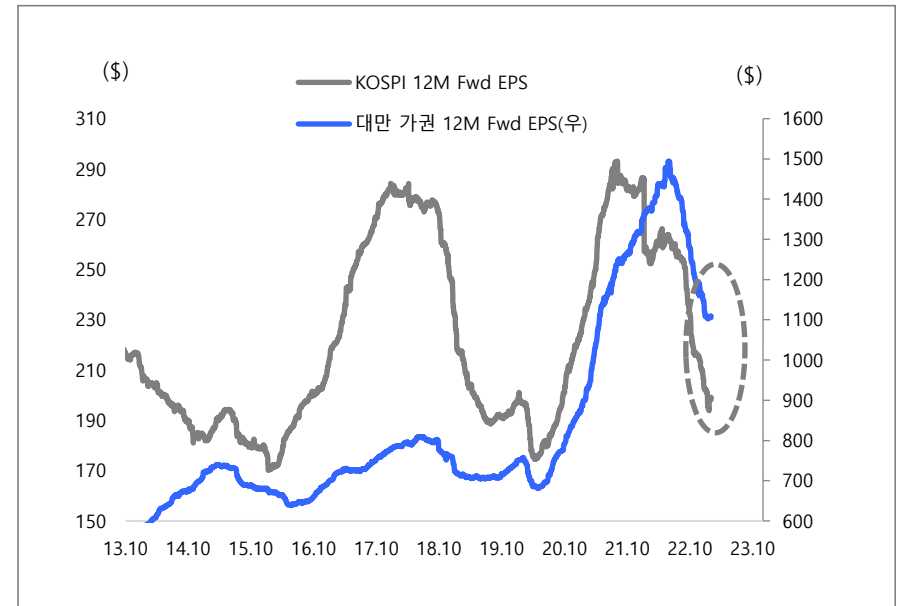
자료: bloomberg, 현대차증권

22년 국가별 이익 추정치도 보자면, 중간재 수출 국가 중심으로 큰 폭의 하향조정 발생

그러나 중간재 수출 국가들의 회복을 견인 할 가장 큰 고객인 중국의 경제활동 재개 기대감이 3월 양회 전후를 기점으로 본격적으로 발생할 가능성이 높다는 판단

해당 기대감에 우리나라와 대만 증시의 이익 하향조정폭은 2월 말 기점으로 점진적으로 축소되는 흐름

움직이는 중국 : 뒤따라 갈 가능성이 높은 KOSPI EPS 추정치



자료: bloomberg, 현대차증권

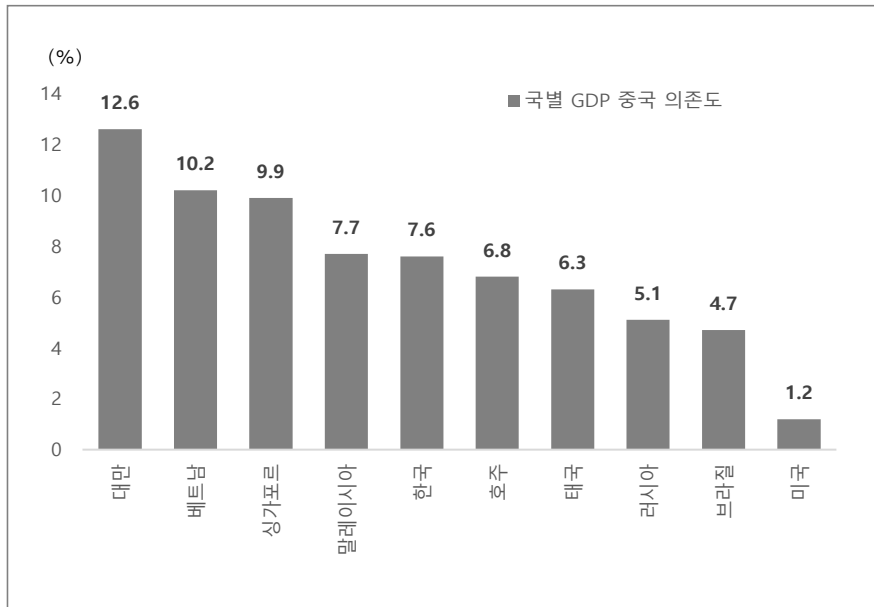


# 중국 의존도 여전히 높은 한국

무역협회에 따르면, 한국은 중국의 위드코로나 효과로 GDP의 0.16% 기여도 효과를 누릴 것으로 전망. 이는 대만(0.26%p), 베트남(0.21%p), 싱가포르(0.21%p) 다음으로 높은 순

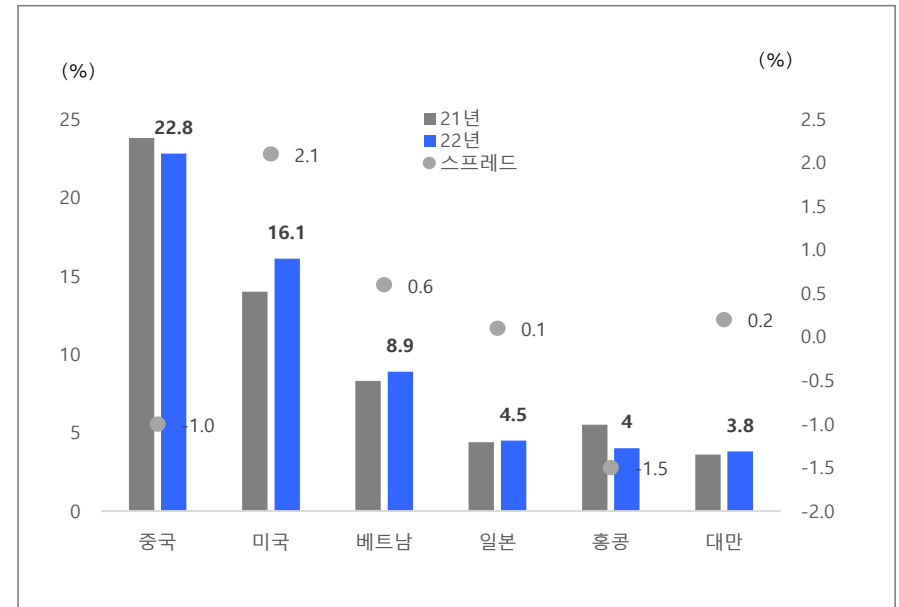
한국의 대중국 수출 비중은 21년 대비 비중은 감소하였으나 절대적으로는 1위(22.8%), 여전히 중국 의존도가 높은 것을 확인

국가별 GDP 중국 의존도, 한국은 주요 아시아 국가 중 중위권



자료: 한국무역협회 현대차증권

한국의 對국별 수출 비중 비교: 대중국 수출 비중은 21년 대비 비중은 감소하였으나 절대적으로는 1위(22.8%)



자료: 한국무역협회 현대차증권



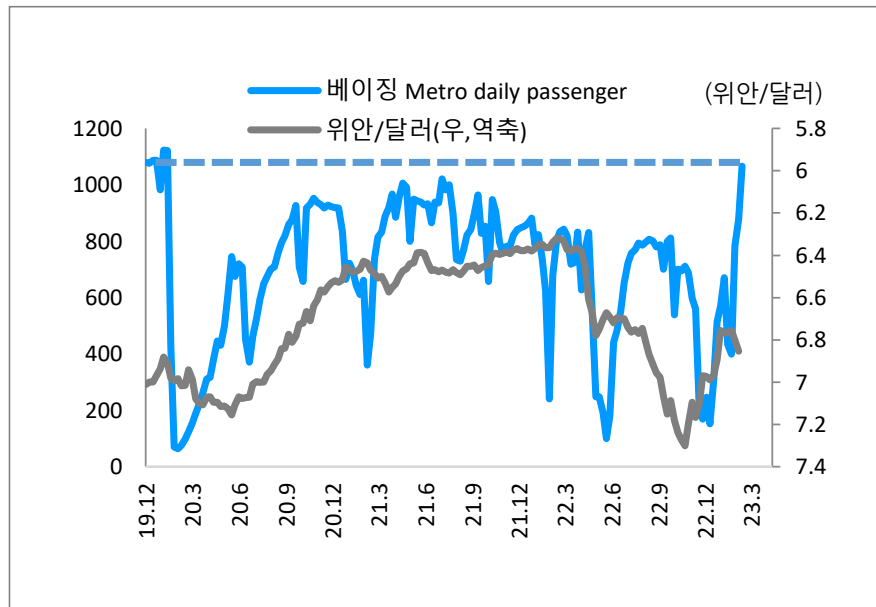
# 수출과 외환은 중국 경제상황과 밀접한 관계

국내 수출과 외환은 중국 경제상황과 밀접한 관계 형성

베이징 대중교통 이용 인원은 코로나 이전 수준까지 대부분 회복. 리오프닝과 맞물린 투자&생산 활동 재개 기대감은 대만, 한국 등 수출 선항국가들의 외국인 자금 유입을 지속시켜주는 모멘텀으로 작용할 것으로 판단.

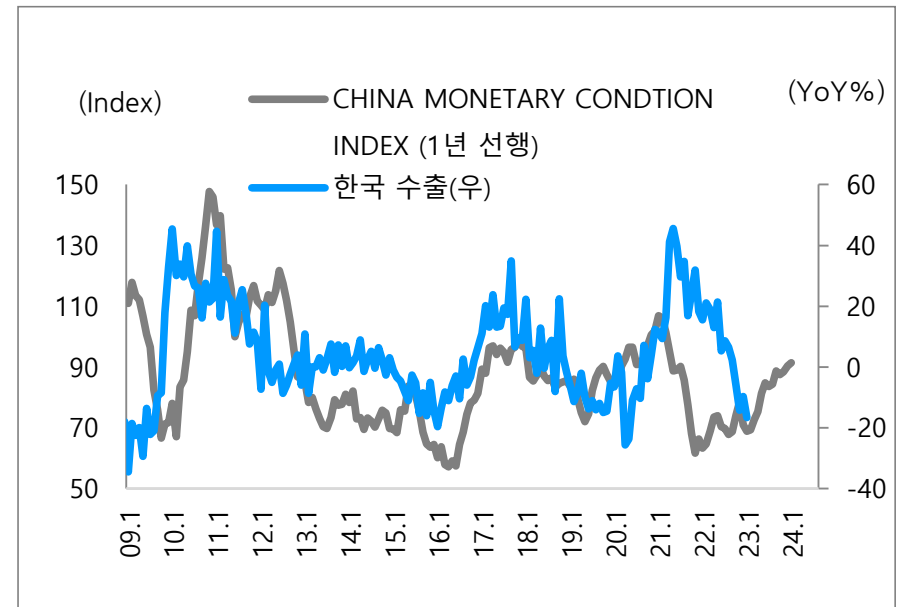
또한 국내 수출은 중국의 재정 부양 정책 강도 여부에 후행. 우리나라 수출 모멘텀이 강화된다면 중시 하단이 견고해지는 또 다른 재료

베이징 대중교통 이용 인원은 코로나 이전 수준까지 대부분 복귀:  
위안화의 점진적 강세 예상



자료: Quantiwise, 현대차증권

중국의 재정 부양 정책 강도 여부에 후행하는 국내 수출



자료: Quantiwise, 현대차증권

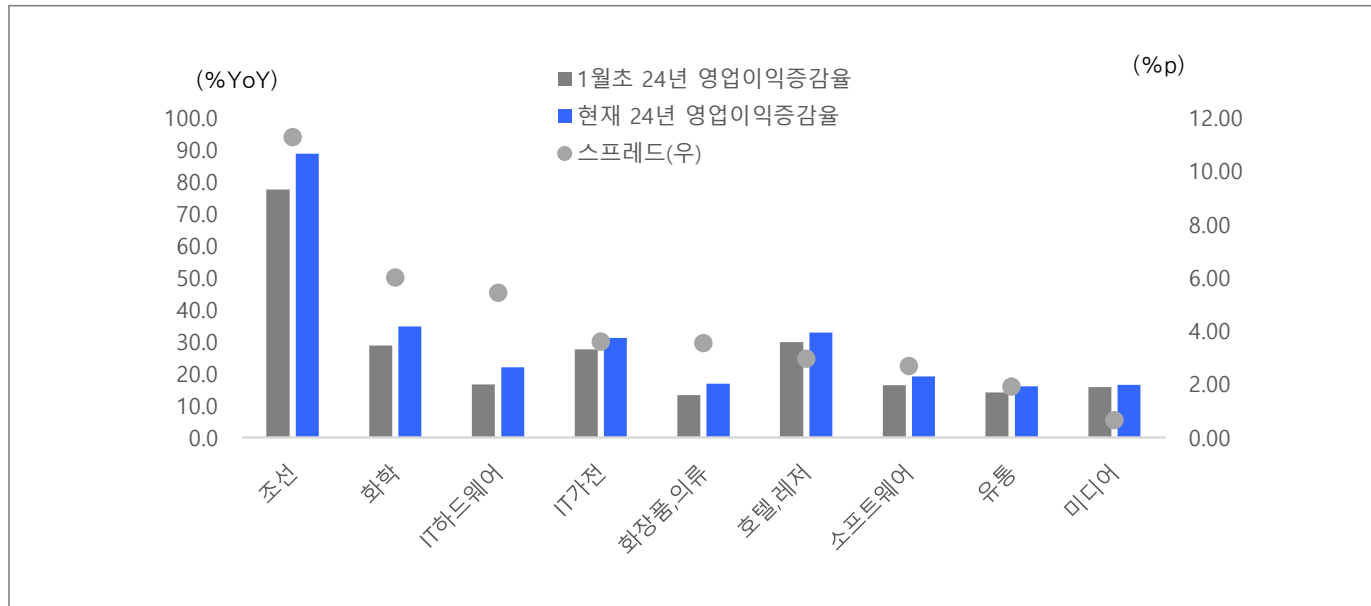


# 차년도 기저효과 높은 업종, 중국 & 경기회복 관련 업종

역실적장세 후반부의 투자포인트 중 하나인 이익 증감의 기저효과를 주목해야 한다면, 23년 대비 차년 이익 기대감이 높아지는 업종을 찾아볼 필요

24년 영업이익(YoY) 두 자릿수 증가 & 연초 이후 증가율이 상향조정되고 있는 업종은 중국 리오프닝 및 & 글로벌 경기회복 관련 업종. (조선, 화학, IT HW, IT 가전, 화장품, 호텔, 소프트웨어, 유통, 미디어)

24년 영업이익 증감률 두 자릿수 증가 & 연초 대비 상향조정 되고 있는 업종은 중국 & 경기회복 관련 업종



자료 : Quantlwise 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

# Idea 1: 주요국 내수에 주목하는 이유

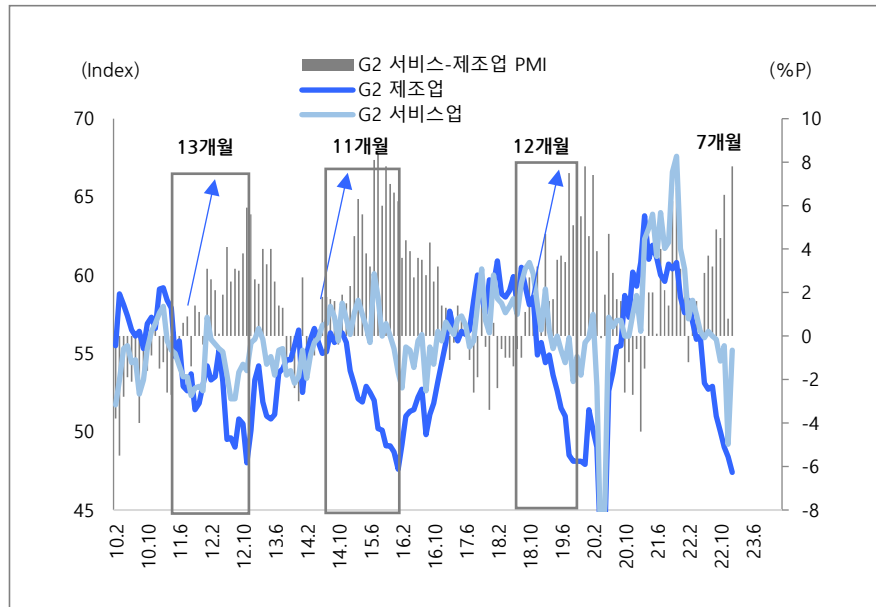
긴축 이후 관찰되는 주요 특징 중 하나는 제조업 PMI와 서비스업 PMI의 괴리치가 두드러지고 있다는 점. 제조업 기업들과 달리, 주요국들의 내수 경기가 생각 외로 견조해지며 서비스 기업들의 심리는 상대적으로 낙관적

시계열로 보면, 지표 둔화 국면에서 서비스>제조업 PMI 지수가 선방하였던 평균 지속 기간은 대략 1년 정도

역사적으로 PMI가 위축으로 진입하는 국면 초입 국면에서는 서비스업이 PMI가 상대적으로 견조. 이후 회복 국면에서 제조업 기업들의 심리 개선 속도가 빠르게 진행되며 낙폭을 축소.

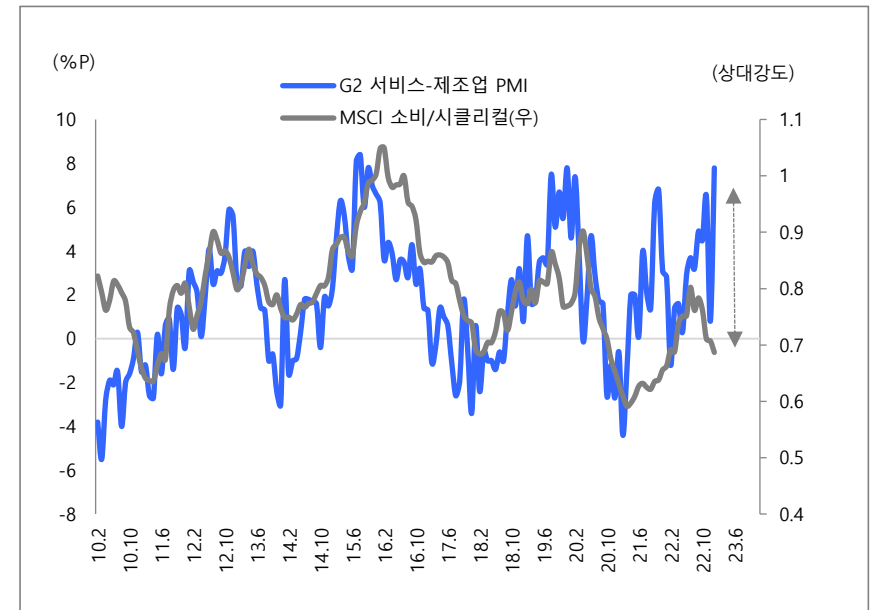
중시 측면에서도 재량, 필수 소비재들이 시클리컬 대비 해서 아웃퍼폼하는 경향

소프트지표 둔화 국면에서 서비스>제조업 PMI 지수가 선방하였던 구간 내 평균 지속기간은 대략 1년



자료: Bloomberg, 현대차증권

심리 지표가 좋은 섹터 따라가기: G2 서비스-제조업 PMI 괴리치와 동행하는 MSCI 선진국 소비/시클리컬 상대강도



자료: Bloomberg, 현대차증권



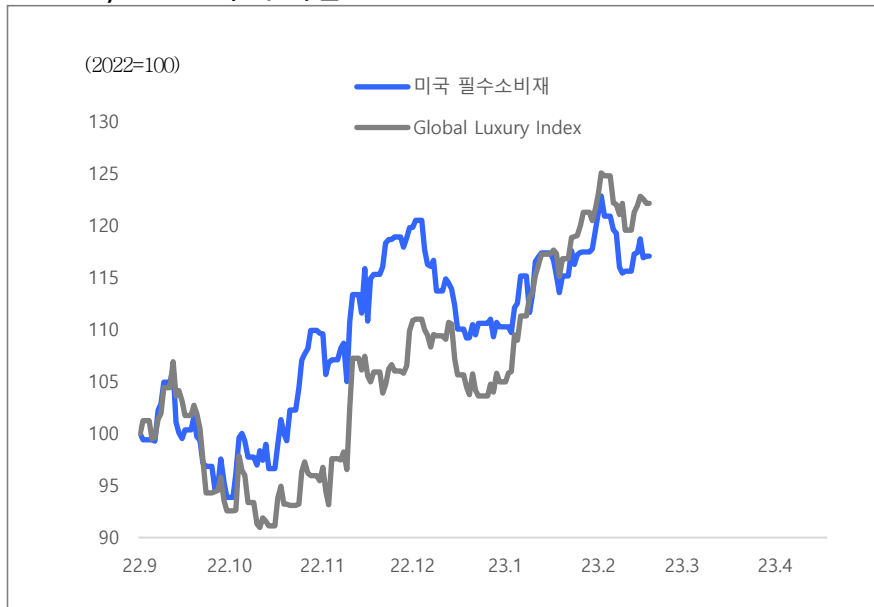
## 1-1) 유로존과 미국, 소비가 좋다면...

내수 소비가 중심인 유로존과 미국을 살펴보면, 내구성이 강한 품목에 대한 소비가 상대적으로 견조한 것을 확인

유로존의 시총 상위 명품 브랜드 기업들이 유럽 증시의 상승을 견인하는 점도 이 같은 환경이 뒷받침 되고 있기 때문

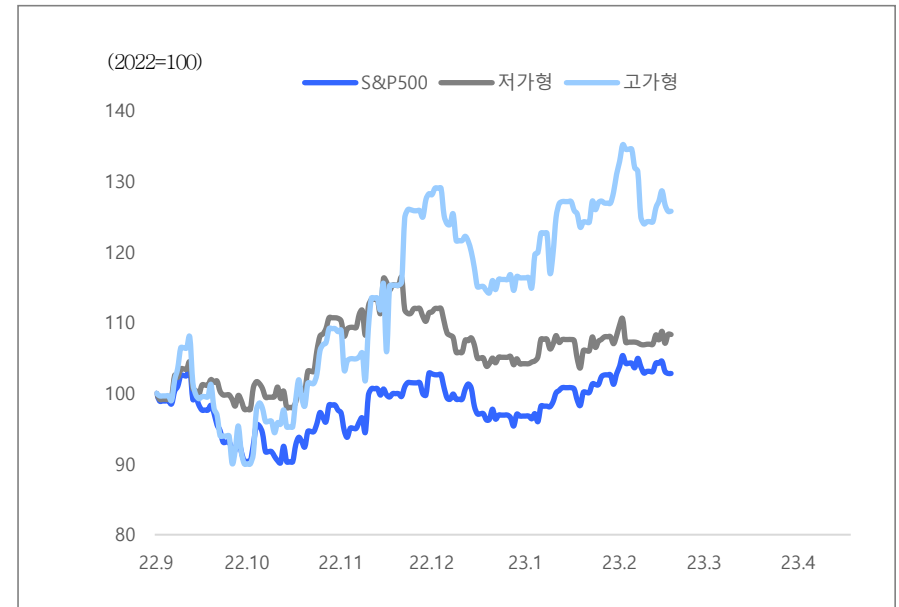
미국도 마찬가지. 건축 국면에 본격적으로 돌입한 작년 8월 이후 S&P500 대비 소비재가 전반적으로 아웃퍼폼하고 있는 가운데, 달러트리 & 월마트 대비 MACY & BEST BUY 등 고가형 소비재 품목들이 주를 이루는 기업들의 주가가 상대적으로 선방하고 있는 중

생각 외로 나쁘지 않은 유로존 소비: 미국 필수소비재 대비 Global luxury index 주가 약진



자료: Bloomberg, 현대차증권

미국도 마찬가지: BM 대비 소비재 업종 전반적으로 아웃퍼폼하지만 그 중 고가형 소비재 기업들이 상대적 강세



주: 저가형(월마트, 달러트리), 고가형(메이시, 베스트바이)  
자료: Bloomberg, 현대차증권



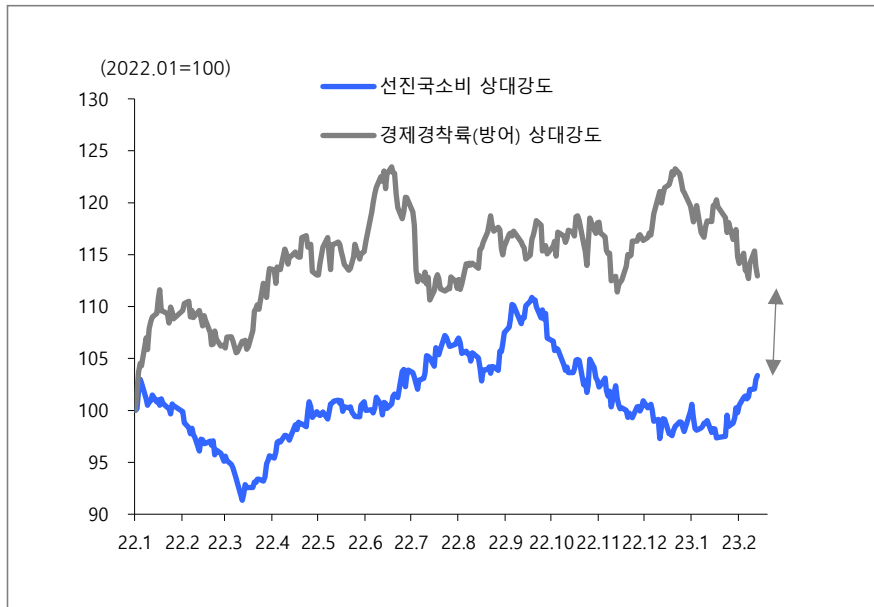
# 선진국 소비에 초점을 둔 순환매

국내 업종 스타일도 방어형 포트폴리오 보다는, 경기 회복 관련 업종으로 대응하는 것이 유효한 구간

경기 회복 관련 업종 중 선진국 소비+내구재에 대한 수요와 상관관계수가 높은 업종은 IT 가전

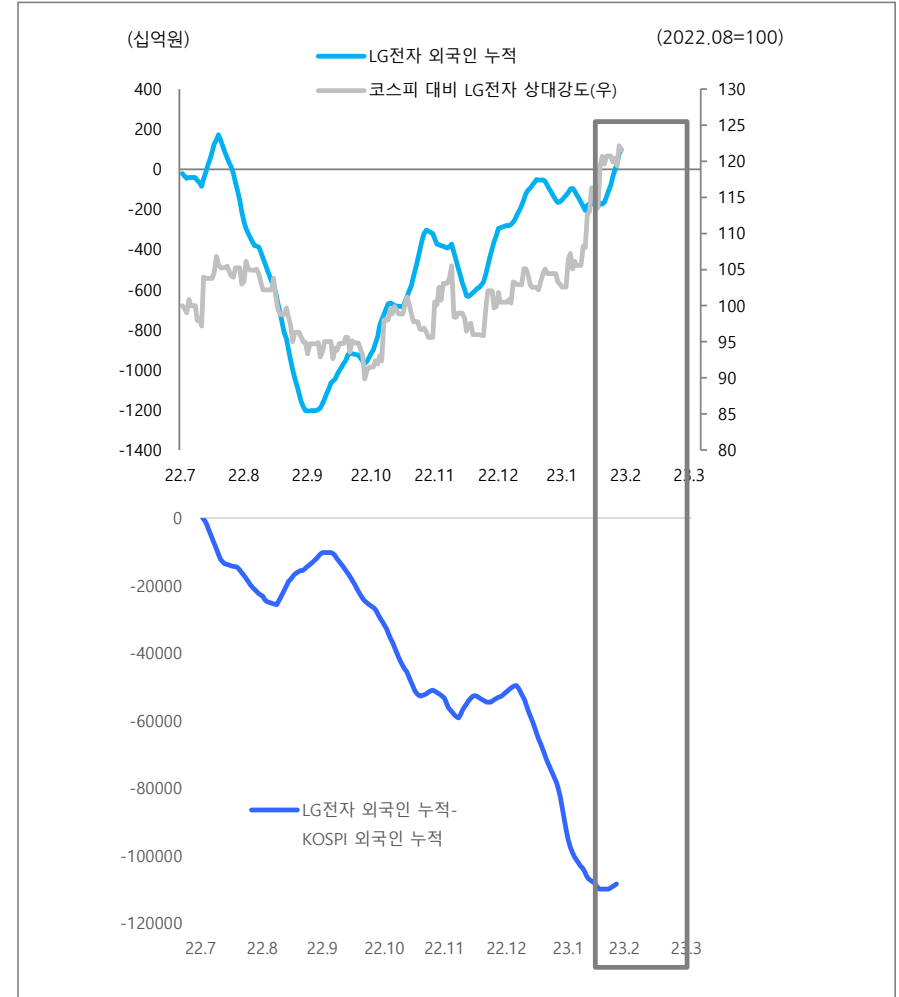
IT가전 대표적 업종인 LG 전자의 외국인 누적 순매수 강도는 2월 중순 기점으로 BM 대비 개선

선진국 소비(IT 가전, 의류, 자동차) 상대강도 vs 경제 경착륙(통신, 유틸리티, 은행) 상대강도



자료: Bloomberg, 현대차증권

IT가전 대표적 업종인 LG 전자의 외국인 누적 순매수 강도 2월 중순 기점으로 BM 대비 개선



자료: Bloomberg, 현대차증권

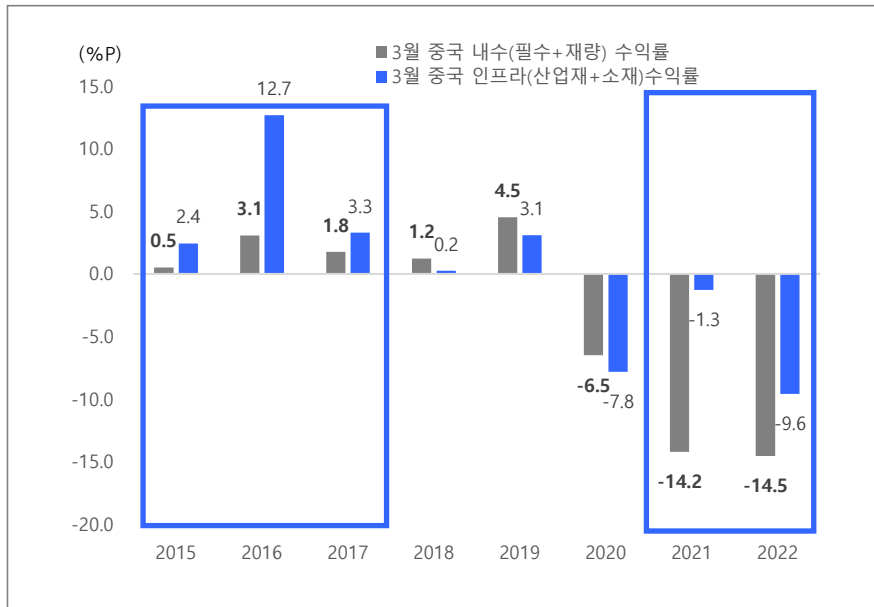




## 1-2) 3월 양회를 앞둔 중국: 과거 주가 흐름을 보면

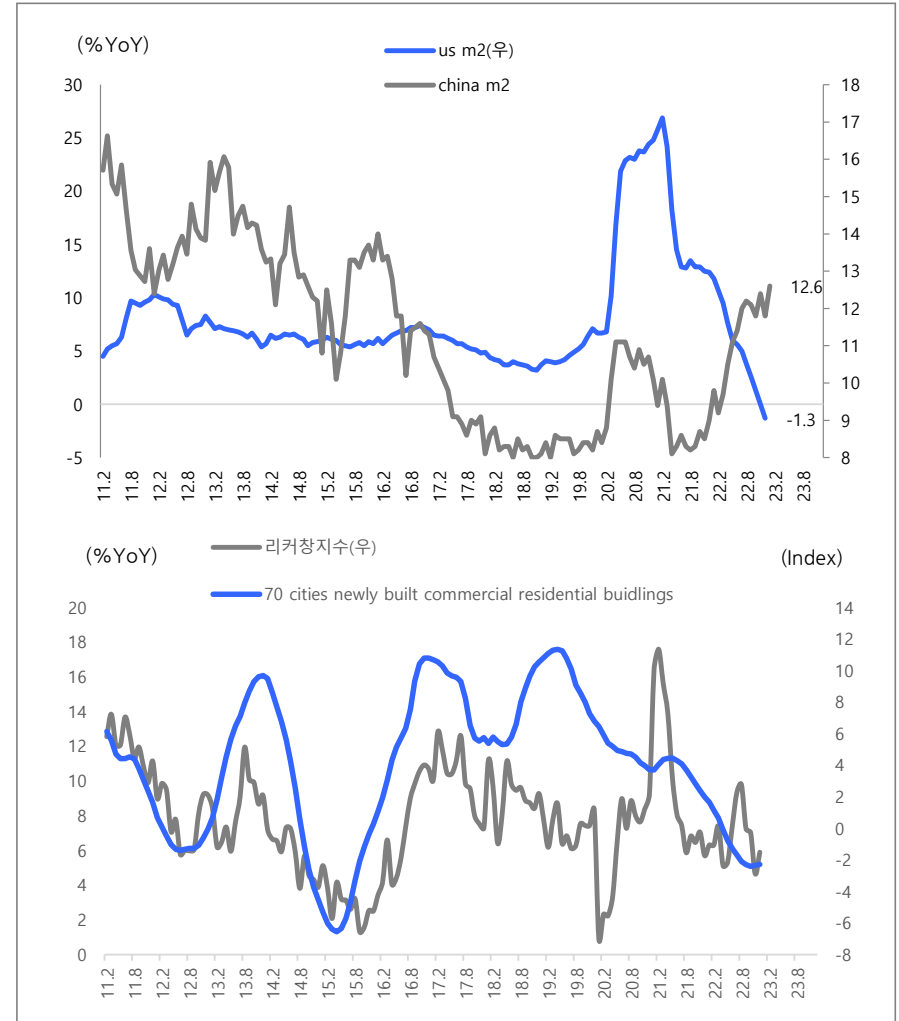
3월 양회 시즌 월별 수익률: 중국 내수 섹터 대비 시클리컬 섹터 수익률이 반등 국면에서 높은 경향. 인프라 시장 회복이 소비심리 개선에 중요하게 작용하기 때문. 중국 리오프닝이 아직 경제지표로 확인되지 않은 상황에서, 지표가 저조할 경우 오히려 시장은 중국의 부양책에 대한 기대감을 높일 가능성. 중국의 M2증가율은 지난해 1월보다 12.6% 증가, 2016년 4월 뒤 가장 높은 상승률 기록. 그러나 인프라 및 부동산 시장의 뚜렷한 개선세는 미미

3월 양회 시즌 월별 수익률: 중국 내수 섹터 대비 인프라 섹터 수익률이 반등 국면에서 높은 경향



자료: Bloomberg, Quantiwise, 현대차증권

M2는 증가하고 있는데...인프라 및 부동산 시장의 뚜렷한 개선세는 미미



자료: Bloomberg, Quantiwise, 현대차증권



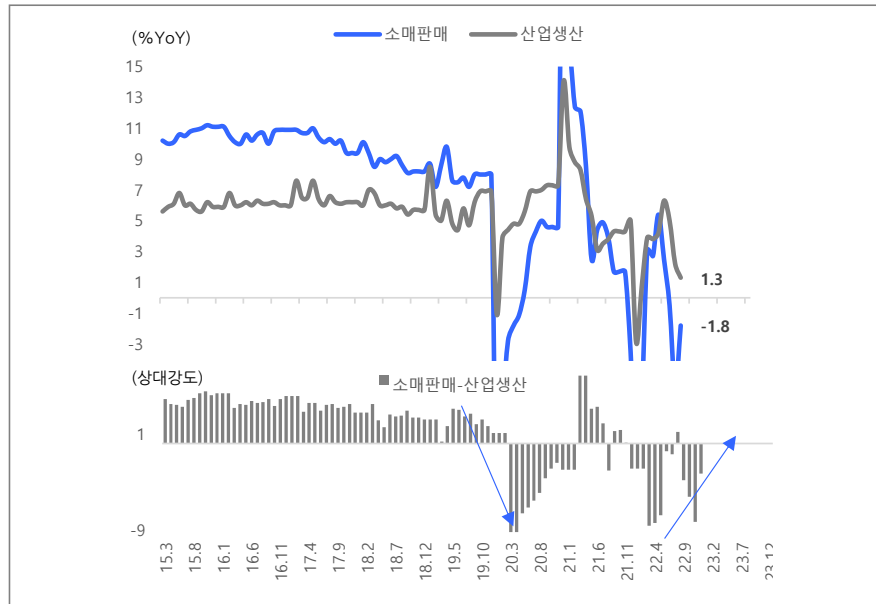
# 부동산 가격이 상승하면 돈을 쓴다

부동산 시장 회복에 따라 소비는 후행적으로 개선될 가능성이 큰 중국. 소비진작을 위해 자산가격 부양이 1차적으로 필요

미국과 달리 1월 가계저축 역대 최고치이지만, 소비로 연결되지 않고 있는 상황

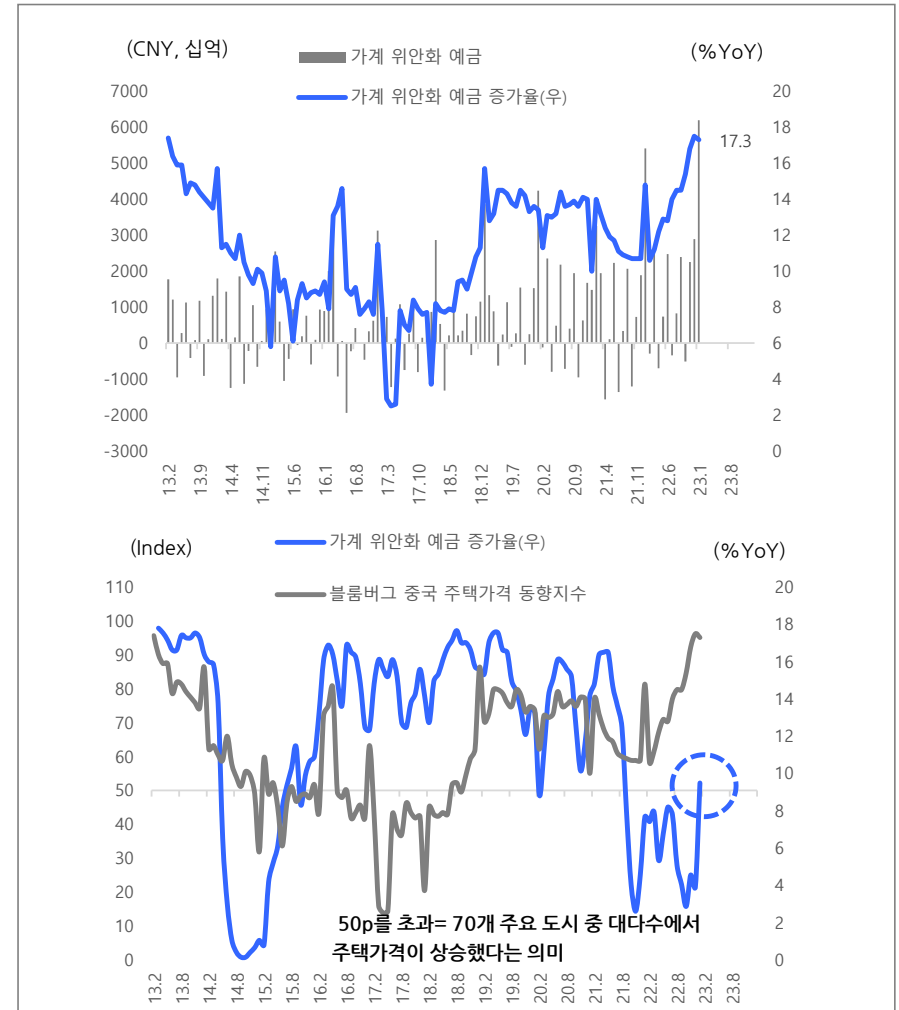
초과저축 증가의 가장 큰 원인은 부동산 시장 침체. 소비자들은 자산가격 하락에 따른 보수적인 자산 관리를 강화

소매판매 증가율이 산업생산 대비 부진 & 전년비 마이너스인 구간인 점은 이례적인 상황



자료: Bloomberg, Quantiwise, 현대차증권

중국 1월 가계저축 역대 최고치 & 소비진작을 위해 자산가격 증진 시도



자료: Bloomberg, Quantiwise, 현대차증권



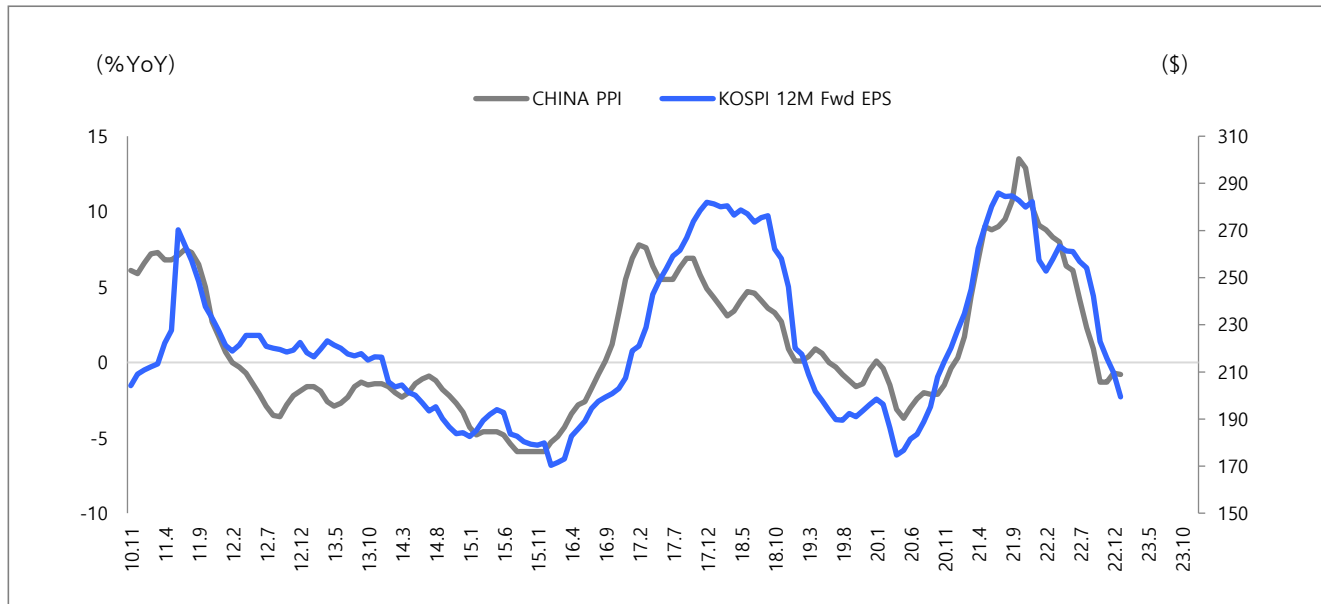
# 양회와 맞물린 중국 PPI 개선 가능성

지난주 발표된 1월 중국 PPI는 전년동기대비 -0.8%를 기록. 전년동기대비 아직까지 마이너스 감소세지만, 작년 말 기점으로 플러스 전환 가능성이 높아질 가능성에 주목

중국 PPI는 중국 내 제조업 기업들의 마진개선과 더불어 글로벌 수출입 수요를 선행하는 지표로 작용. 큰 그림에서는 국내 증시에 긍정적. 국내 증시는 높은 중국향 수출 익스포저 및 시클리컬 비중에 이익 추정치가 중국PPI 상승과 궤를 같이하는 경향

제품 가격 상승과 더불어 중국 내 수요 회복 사이클이 점차 동반되는 국면이라면, 마찬가지로 향후 이익 방어가 중국으로 가능한 국내 업종은 상대적으로 양호한 수익률을 시현할 가능성

역사적으로 국내 증시 이익 추정치는 중국 PPI와 높은 상관관계를 시현



자료: Bloomberg, Quantiwise, 현대차증권

자료: Bloomberg, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

# 중국 PPI, (-)에서 (+)로 전환했던 국면 : 소재/IT 수익률 우수

중국 PPI 회복 국면에서 상대적으로 성과가 좋았던 업종을 분류

중국 PPI가 (-)에서 (+)로 전환했던 국면은 현재를 포함해 금융위기이후 총 3차례 [1국면: 09년 07월~ 10년 05월), 2국면 (16년 02월~17년 02월), 3국면 (20년 05월~20년 11월)] 었다. 각 국면 업종별 수익률을 살펴보면, 소재 & IT 업종수익률이 상대적으로 양호

소재 업종의 경우, 원자재 가격 상승이 마진 개선에 기여 IT 업종의 경우, 중국 소비 회복에 따른 IT 기기 수요 회복 기대감이 관련 업종 주가로 연결. 좀 더 자세하게 살펴보면, 소재 업종 중에서는 화학/철강, IT업종 중에서는 디스플레이의 수익성 지표 개선이 두드러졌음. 각 구간별 화학/철강/디스플레이의 매출 총이익률과 이익 추정치 상향조정이 관찰

중국 PPI가 (-)에서 (+)로 전환했던 국면 업종별 수익률: 소재/IT 기업 우수

| PPI (-) → (+) 상승구간 | 1국면<br>(09.07~ 10.05) | 2국면<br>(16.2~17.2) | 3국면<br>(20.5~20.11) | 4국면<br>(22.11~현재) |
|--------------------|-----------------------|--------------------|---------------------|-------------------|
| 에너지                | 6.6                   | 10.0               | 46.4                | -8.8              |
| <b>소재</b>          | <b>27.4</b>           | <b>21.2</b>        | <b>78.1</b>         | <b>7.2</b>        |
| 산업재                | 7.3                   | -4.8               | 30.2                | 2.6               |
| 경기소비재              | 39.0                  | -12.0              | 41.7                | 10.1              |
| 필수소비재              | -0.1                  | -19.4              | 7.7                 | 1.1               |
| 건강관리               | -5.8                  | -31.5              | 68.5                | -5.3              |
| 금융                 | 17.6                  | 15.0               | 26.2                | 12.5              |
| <b>IT</b>          | <b>39.0</b>           | <b>46.7</b>        | <b>46.2</b>         | <b>3.4</b>        |
| 커뮤니케이션             | 8.1                   | 4.7                | 38.7                | 14.1              |
| 유틸리티               | 7.0                   | -17.9              | 2.7                 | 5.0               |
| <b>KOSPI</b>       | <b>23.4</b>           | <b>8.1</b>         | <b>42.2</b>         | <b>3.8</b>        |

자료: Bloomberg, Quantiwise, 현대차증권

소재 업종 중에서는 화학/철강 & IT 업종 중에서는 디스플레이 이익 추정치 상향조정이 두드러졌던 경향

| PPI (-) →<br>(+) 상승구간 |         | 1국면<br>(09.07~ 10.05) | 2국면<br>(16.2~17.2) | 3국면<br>(20.5~20.11) | 4국면<br>(22.11~현재) |
|-----------------------|---------|-----------------------|--------------------|---------------------|-------------------|
| 소재                    | 에너지     | -13.3                 | 38.4               | -2.5                | -11.1             |
|                       | 화학      | 37.7                  | 39.8               | 26.8                | -22.2             |
|                       | 비철,목재 등 | 67.3                  | 16.1               | 8.8                 | -9.8              |
|                       | 철강      | 50.3                  | 39.0               | 30.6                | -14.4             |
| IT                    | IT하드웨어  | 50.4                  | -10.8              | 44.9                | -30.0             |
|                       | 반도체     | 170.1                 | 67.6               | 9.7                 | -57.2             |
|                       | IT가전    | 43.0                  | 2.9                | 44.5                | -2.0              |
|                       | 디스플레이   | 184.6                 | 790.8              | 흑자전환                | -10.2             |
| KOSPI                 |         | 57.3                  | 25.1               | 14.3                | -13.4             |

주: 12M Fwd 순이익 기준

자료: Bloomberg, Quantiwise, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



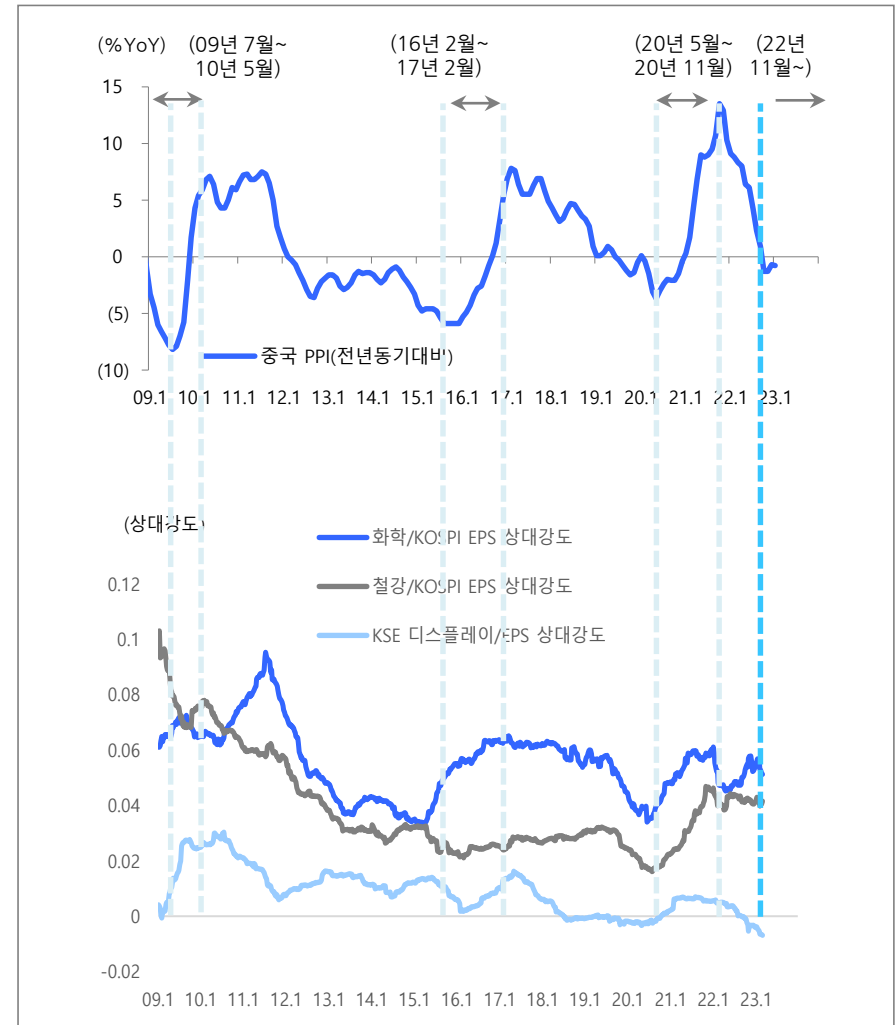
GLOBALITY

# PPI (+) 전환 국면에서 EPS 상대강도 개선 관찰되는 업종

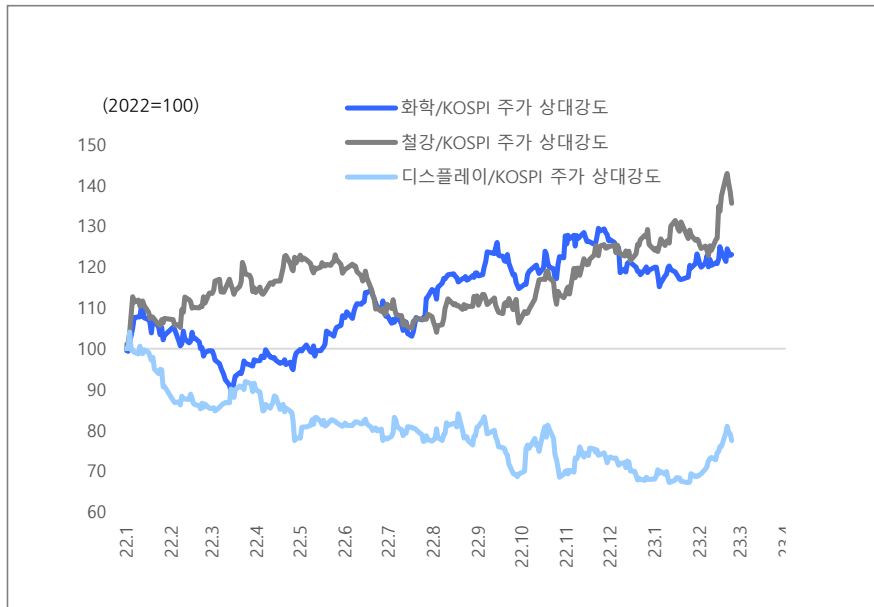
화학/철강/디스플레이의 이익 모멘텀은 중국 PPI가 마이너스에서 플러스로 전환되는 국면에서 대부분 관찰

전자제품, 식료품 등 대부분의 소비재에 화학 원료나 포장이 들어가기 때문에 중국 소비가 살아날 경우 화학 수요 상승 & 중국 부동산은 철강 수요(70%)의 대부분을 차지

PPI가 플러스 전환 국면에서 EPS 상대강도 개선 관찰되는 경향



업종별 KOSPI 대비 주가 상대강도: 2월 이후 반등



자료: Bloomberg, Quantiwise, 현대차증권

자료: Bloomberg, Quantiwise, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

## Idea 2: 숨도 못 쉬고 올라온 2차전지, 대안을 찾아보자면

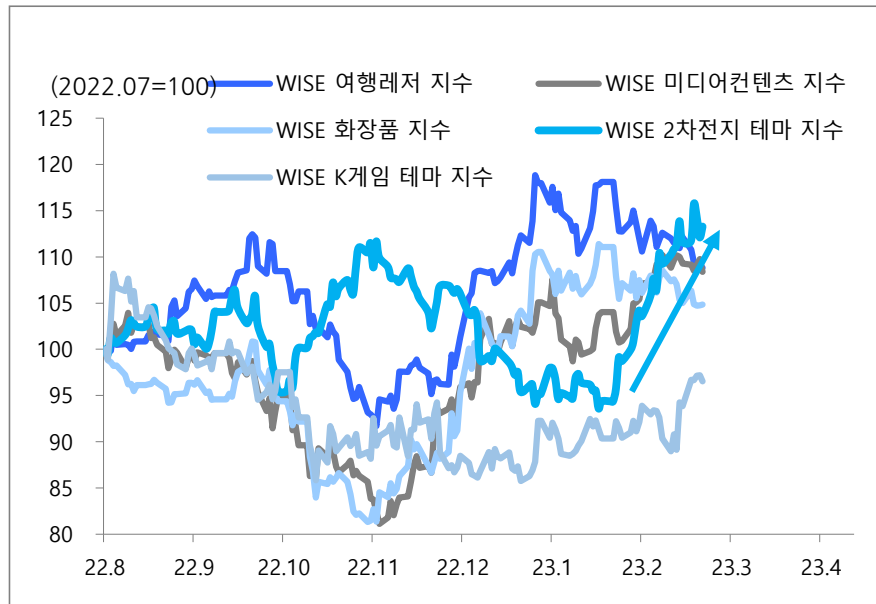
금리 상승 압력에도 성장 테마에 대한 긍정적인 시각을 여전히 유지하는 외국인

2월 BM 대비 약진한 2차전지: 약 +13% 상승. 연초 이후 에코프로 135%, 에코프로비엠 73% 등이 2차전지 업종 상승을 견인

수급 주체는 외국인. 올해 외국인의 상위권 순매수 업종 중 에코프로, 엘엔에프 등 2차전지 업종 다수 포진

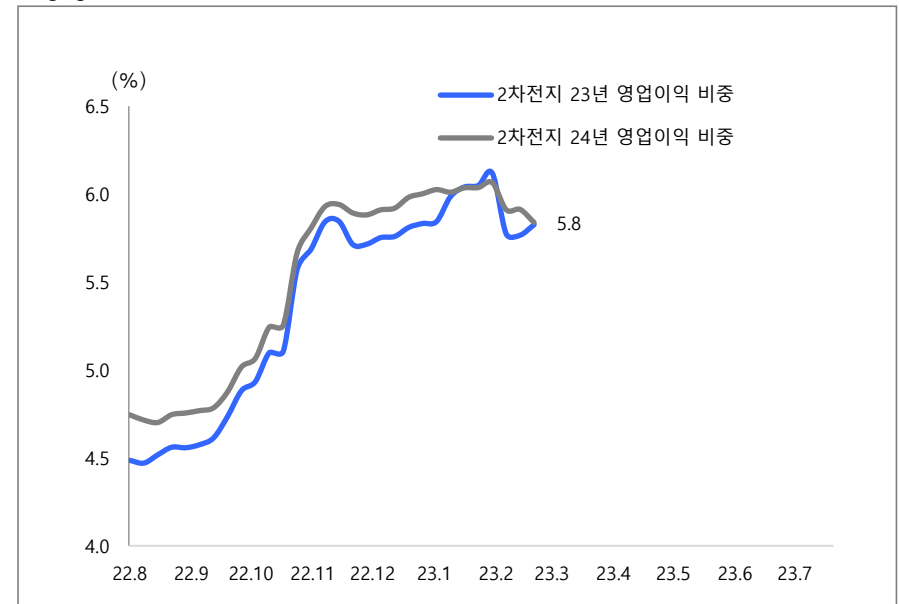
다만 3월 FOMC회의 등 중시 상방압력이 제한된 구간이라면 차익 실현 매물 압력 증가할 가능성이 높은 시점 & 2월을 기점으로 23년 및 24년 이익 영향력은 다소 약화되는 모습

테마별 업종 지수 : 2차 전지 2월 중 +13% 상승



자료: Bloomberg, Quantiwise, 현대차증권

KOSPI 내 영업이익 비중: 2월 초 대비 줄어든 23년 & 24년 이익 영향력

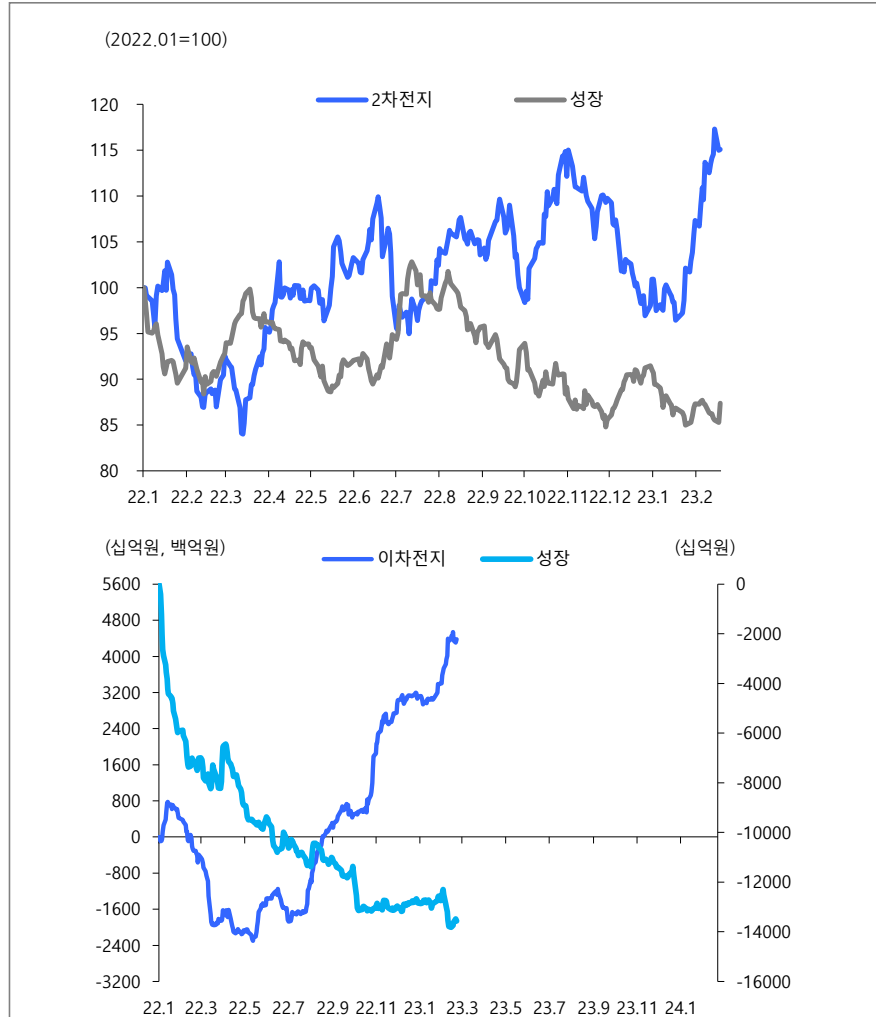


자료: Bloomberg, Quantiwise, 현대차증권



# 2차전지와 주가 & 수급 반대로 가는 성장 테마

2차전지 주가와 반대로 가는 성장(소프트웨어/미디어/게임)테마(위)  
외국인 수급도 마찬가지로(아래)



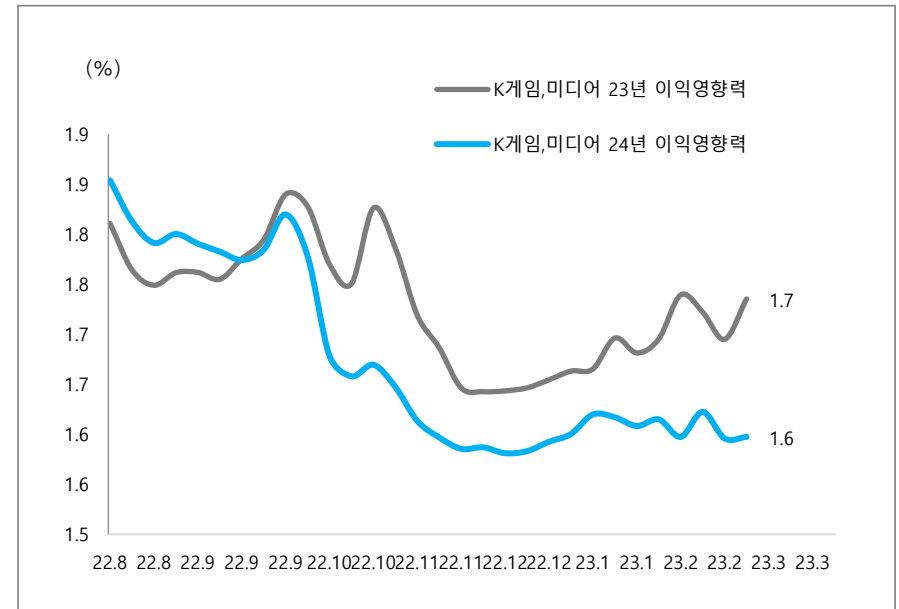
자료: Bloomberg, Quantiwise, 현대차증권

작년말 대비 금리에 대한 민감도가 낮아지는 구간이라면 성장 테마에서도 2차전지 대안이 될 수 있는 업종 중심 로테이션 강화 가능성

22년 말 이후 2차전지 주가와 반대로 가는 성장(소프트웨어/미디어/게임)테마

그 중 미디어와 게임은 23년 24년 이익 추정치 영향력이 2월 말 기점으로 확대되는 양상

미디어와 게임 23 & 24년 영향력 확대



자료: Bloomberg, Quantiwise, 현대차증권



# Appendix: Style Chartbook 1) 수익률

테마별로 살펴본 월별 중시 동향:

높아진 금리 레벨에도 글로벌 전기차 판매 호조에 2차전지 업종은  
타 성장주와 차별화된 흐름

&

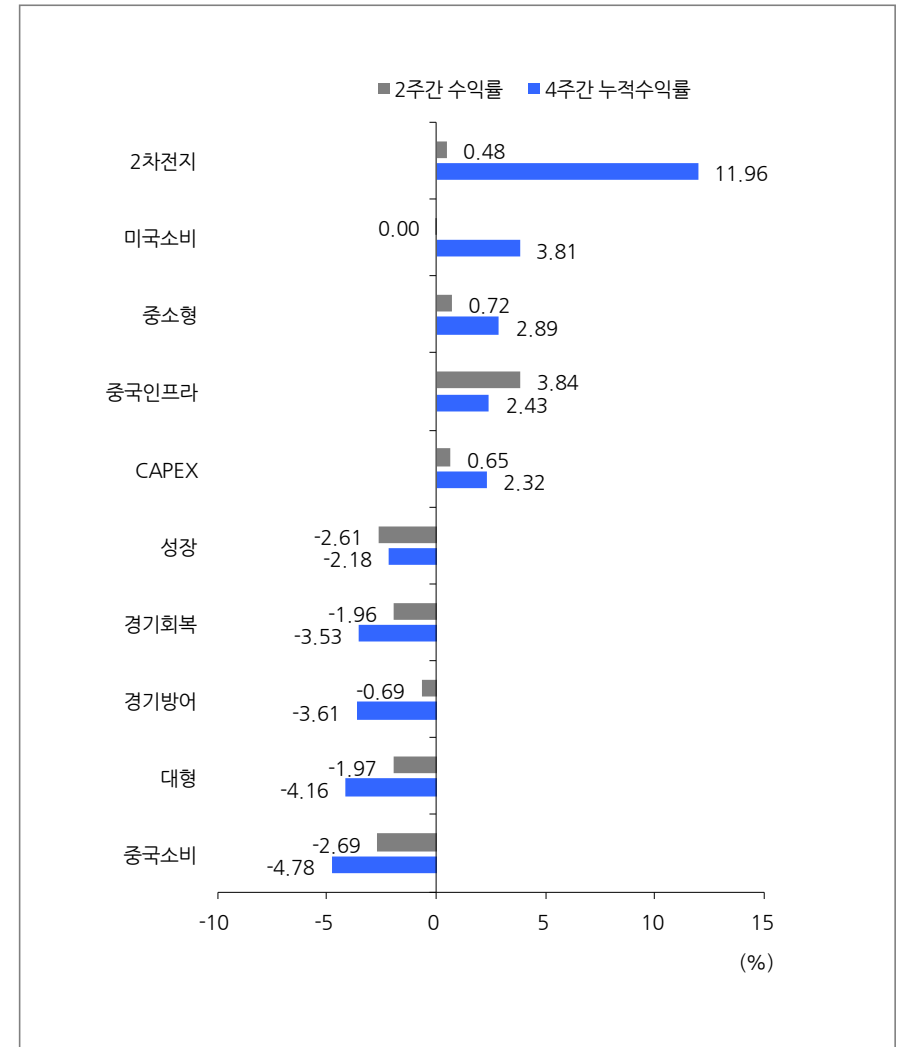
3월 중국 양회를 앞두고 중국 내수주 대비 중국 인프라, CAPEX  
테마 강세

테마별 분류 섹터 정리

|   | THEME    | 하위 섹터                  |
|---|----------|------------------------|
| 1 | 중국소비     | 화장품, 음식료, 호텔·레저서비스, 항공 |
| 2 | CAPEX    | 화학, 조선, 유틸리티, 기계       |
| 3 | 중국인프라    | 화학, 철강, 기계, 비철금속       |
| 4 | 경기회복     | IT하드웨어, 반도체, 운송        |
| 5 | 성장       | 소프트웨어, 미디어, 건강관리       |
| 6 | 미국소비     | 자동차, 의류, IT가전          |
| 7 | 경기경착륙    | 통신서비스, 은행, 보험, 에너지     |
| 8 | 기타 THEME | 2차전지, 미디어, 게임          |

자료 : Quantwise, 현대차증권

2월 수익률 추이



주: 2023.02.24 기준  
자료 : Quantwise, 현대차증권



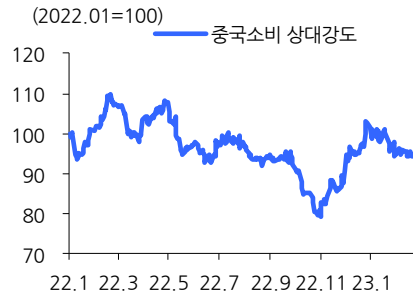


# Appendix: Style Chartbook 1-1) KOPSI 대비 상대강도

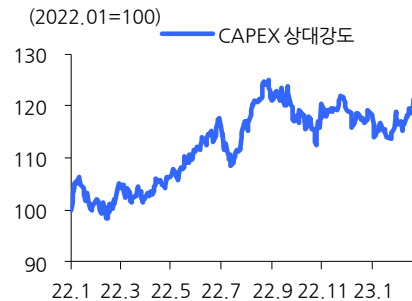
(+) theme: 공급망 CAPEX와 중국 인프라 약진

(-) theme: 쉬어가는 중국 소비, 경기회복 테마

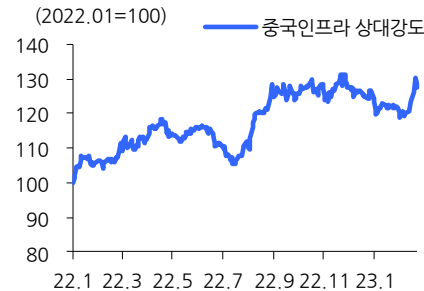
## 1. 중국소비



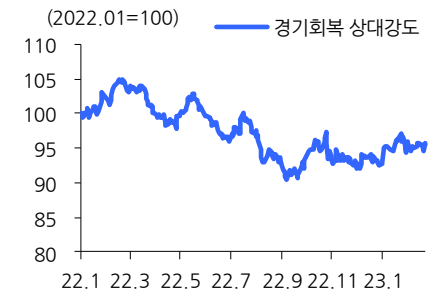
## 2. 공급망 CAPEX



## 3. 중국인프라



## 4. 경기회복



## 5. 성장



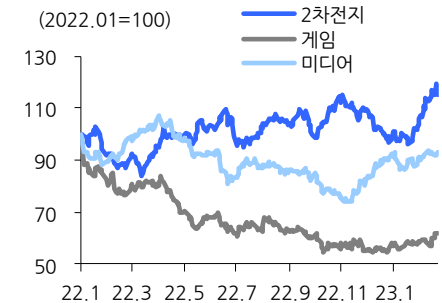
## 6. 미국소비



## 7. 경기방어



## 8. 기타 Theme



주: 중국소비(화장품, 음식료, 호텔레저서비스, 항공), CAPEX(화학, 조선, 유틸리티, 기계), 중국인프라(화학, 철강, 기계, 비철금속), 경기회복(IT하드웨어, 반도체, 운송), 성장(소프트웨어, 미디어, 건강관리), 미국소비(자동차, 의료, IT가전)  
경기경착륙(통신서비스, 은행, 보험, 에너지)  
자료: Quantwise, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



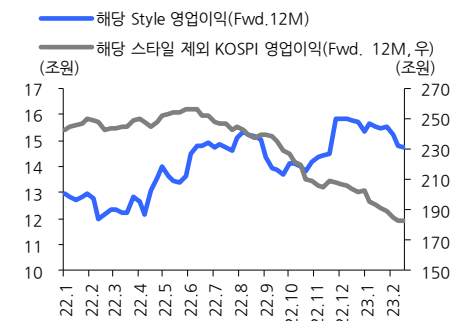
GLOBALITY

# Appendix: Style Chartbook 2) 12M Fwd 영업이익

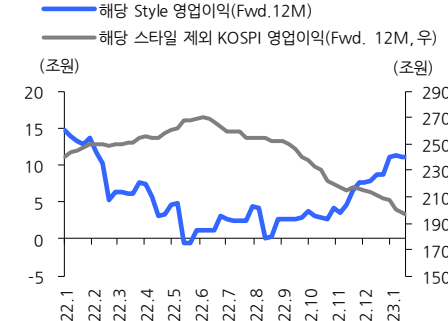
(+) theme: 공급망 CAPEX, 경기방어

(-) theme: 중국소비, 성장 업종 이익 추정치 하향 조정

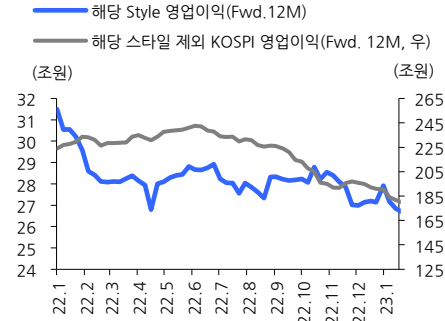
## 1. 중국소비



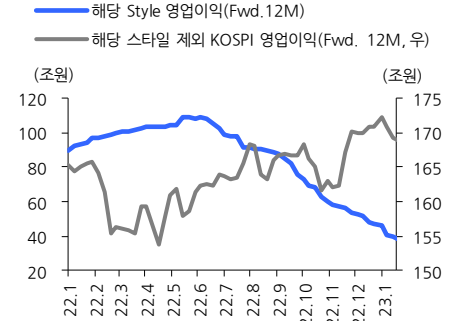
## 2. 공급망 CAPEX



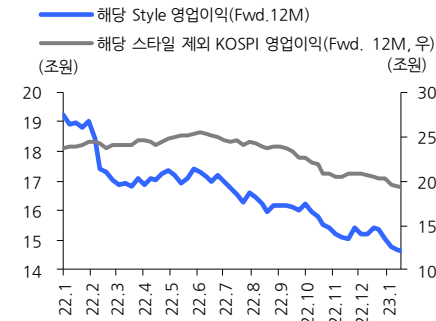
## 3. 중국인프라



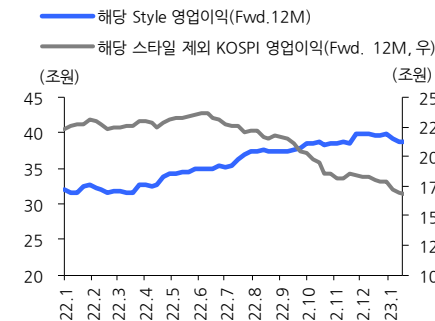
## 4. 경기회복



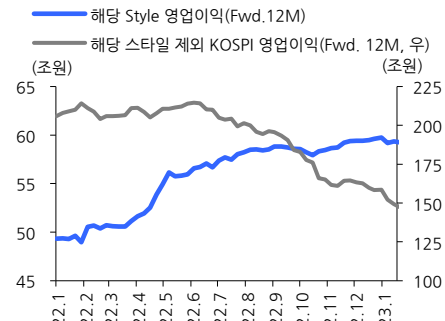
## 5. 성장



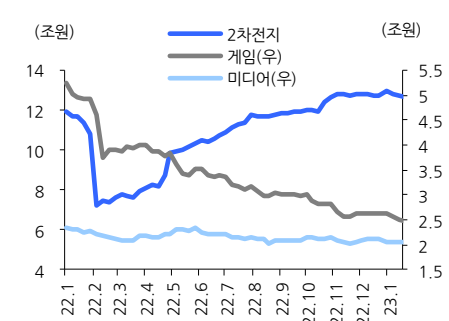
## 6. 미국소비



## 7. 경기방어



## 8. 기타 Theme



주: 중국소비(화장품, 음식료, 호텔레저서비스, 항공), CAPEX(화학, 조선, 유틸리티, 기계), 중국인프라(화학, 철강, 기계, 비철금속), 경기회복(IT하드웨어, 반도체, 운송), 성장(소프트웨어, 미디어, 건강관리), 미국소비(자동차, 의료, IT가전)  
경기경착륙(통신서비스, 은행, 보험, 에너지)  
자료: Quantwise, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



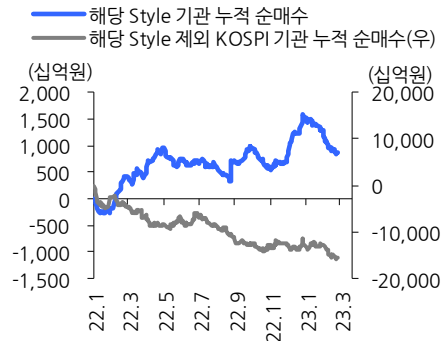
GLOBALITY

# Appendix: Style Chartbook 3) 기관 수급

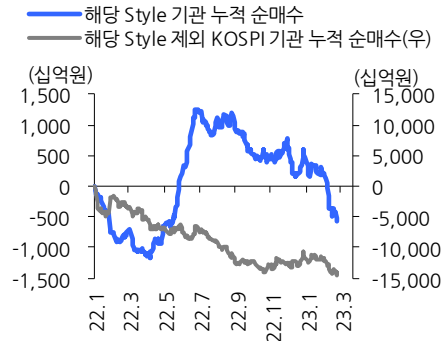
기관들의 관심은? 성장주 중 게임, 미디어 테마에 상대적으로 관심

반면 중국 소비, 미국소비, 공급망 CAPEX에 낮은 관심

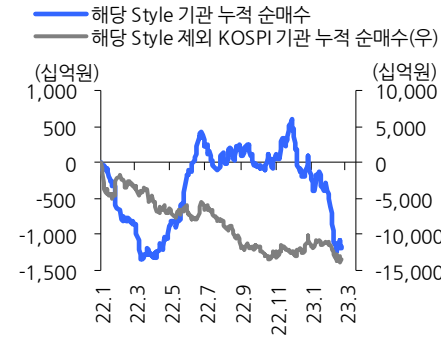
## 1. 중국소비



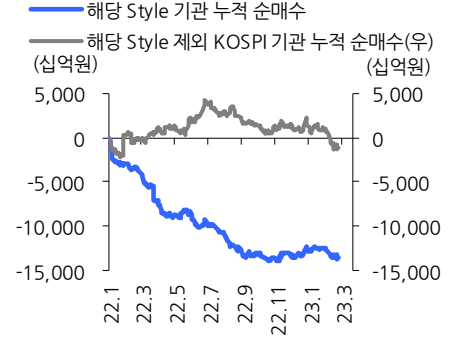
## 2. 공급망 CAPEX



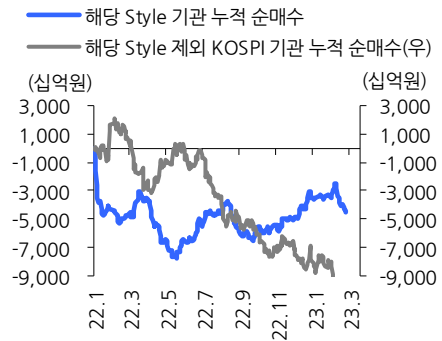
## 3. 중국인프라



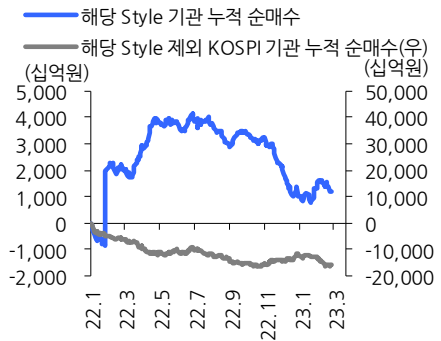
## 4. 경기회복



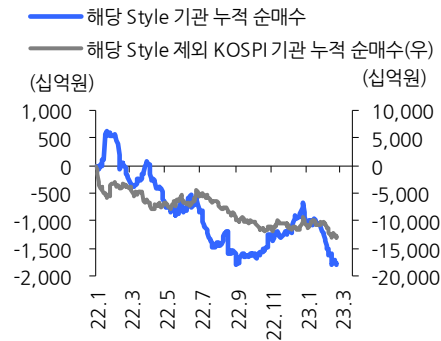
## 5. 성장



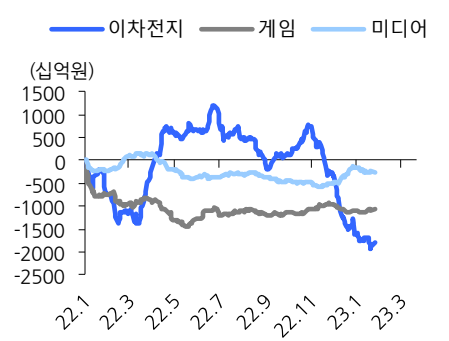
## 6. 미국소비



## 7. 경기방어



## 8. 기타 Theme



주: 중국소비(화장품, 음식료, 호텔레저서비스, 항공), CAPEX(화학, 조선, 유틸리티, 기계), 중국인프라(화학, 철강, 기계, 비철금속), 경기회복(IT하드웨어, 반도체, 운송), 성장(소프트웨어, 미디어, 건강관리), 미국소비(자동차, 의료, IT가전)  
경기방어(통신서비스, 은행, 보험, 에너지)  
자료: Quantwise, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



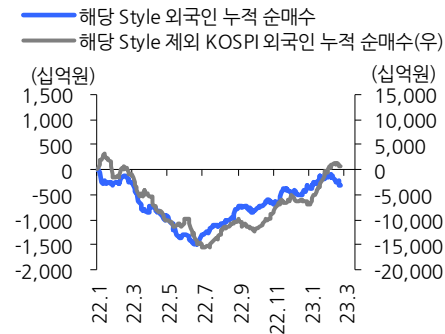
GLOBALITY

# Appendix: Style Chartbook 4) 외국인 수급

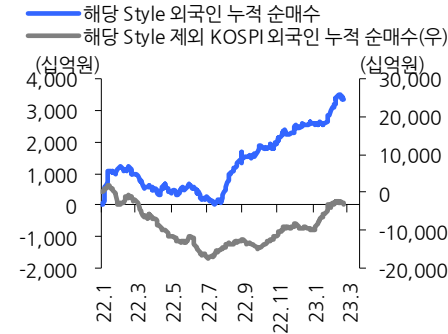
외국인들의 관심은? 공급망 CAPEX, 경기 회복에 상대적으로 관심

반면 중국인프라, 경기방어 낮은 관심

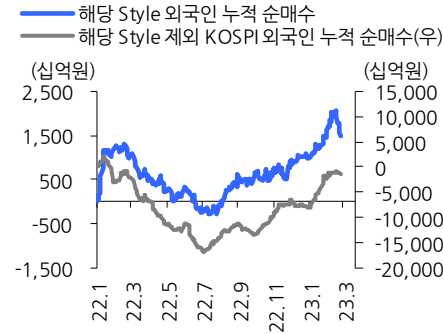
## 1. 중국소비



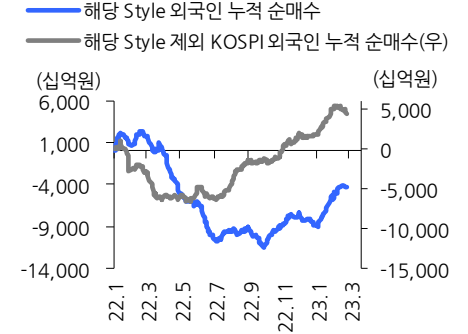
## 2. 공급망 CAPEX



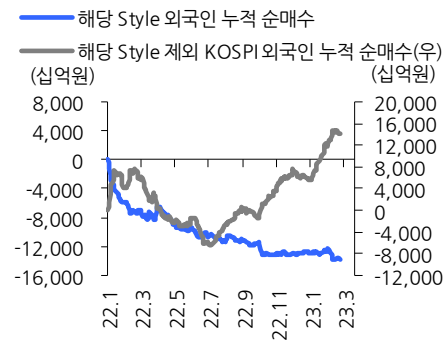
## 3. 중국인프라



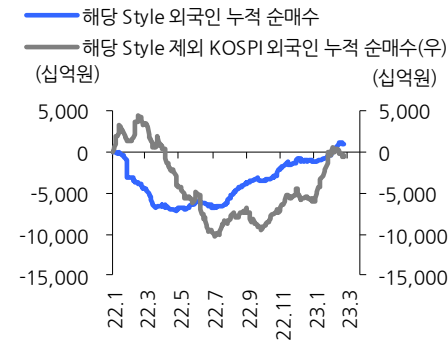
## 4. 경기회복



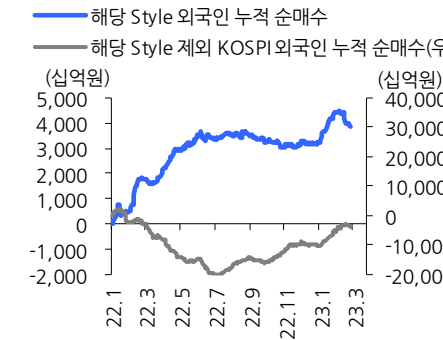
## 5. 성장



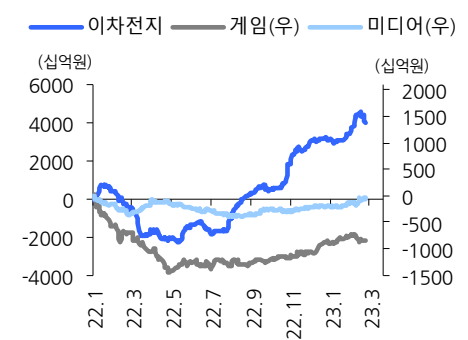
## 6. 미국소비



## 7. 경기방어



## 8. 기타 Theme



주: 중국소비(화장품, 음식료, 호텔레저서비스, 항공), CAPEX(화학, 조선, 유틸리티, 기계), 중국인프라(화학, 철강, 기계, 비철금속), 경기회복(IT하드웨어, 반도체, 운송), 성장(소프트웨어, 미디어, 건강관리), 미국소비(자동차, 의료, IT가전)  
경기방어(통신서비스, 은행, 보험, 에너지)  
자료: Quantwise, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

# Compliance Note

---

## ▶ Compliance Note

- 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료 작성자 이재선의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY