2023년 3월 20일 I Global Asset Research

화수분전략

위기에 주도주는 변한다

미국과 유럽 은행들의 연이은 유동성 위기가 부각됐지만, 중앙은행들의 빠른 대응으로 다소나마 진정되는 모습을 보였다. 우선 연준(Fed)은 대출인 재할인창구(90일 만기 초단기 대출과 신용 연장은 전주 대비 총 2,910억 달러 증가)와 BTFP(은행 보유 채권 담보로 최대 1년 대출은 전주 대비 119억 달러 증가)를 통한 유동성 지원을, 스위스 중앙은행은 CS에 대출보증 및 단기유동성 지원 프로그램(540억 달러)을 가동했다.

그렇다고 3/23일(한국시간) FOMC회의에서 기준금리를 동결한다는 의미는 아니다. 현 상황에서 금리를 동결할 경우 자칫하면 '은행 유동성 위기'를 '시스템 위기로 인한 경기침체'로 시장은 해석할 수 있기에 25bp 인상 선에서 타협할 가능성이 높다. 이러한 시나리오대로 간다면, 기준금리 인상의 조기 종료(2월 말 예상 시기 9월→ 3월 현재 예상 시기는 5월로 앞당겨짐) 또는 점진적 인상(2015년~18년 225bp 인상, 2022~23년 450bp 인상) 방향으로 통화정책 경로 변화를 기대할 수 있다.

주식시장은 두개의 선택지가 있다. 우선 ① 미국 시중은행의 기업 대출이 증가하기는 어려울 것이고, 보수적인 대출 태도를 유지할 가능성도 높다. 이자보상배율(영업이익/금융비용), 잉여현금비율(잉여현금/부채) 등과 같은 재무건전성 지표를 보다 엄격히 적용할 것이다. 주식시장도 대형주와 하이퀄러티 기업에 대한 선호도가 높아지게 된다. 3월 들어 미국 대형주와 하이퀄러티 ETF로 자금이 유입되는 배경이다.

한편 ② S&P500성장주와 ARK ETF로도 자금이 유입되고 있는 상황이다. 이는 연준이 '기준금리 인상 이후 동결'한다면 이라는 시나리오를 반영한 결과다. 2000년 이후 연준 기준금리 인상 후 동결 국면(3개월 평가)에서 주가수익률은 나스닥이 상대적으로 가장 높았다. 기준금리 인상이 마무리되면, 시중금리는 결국 성장률을 반영해 하락할 것이라는 생각, 그래서 성장률이 높은 기업의 주가 프리미엄은 높아질 것이라는 결론으로 이어진다. 2014~18년 연준의 점진적인 긴축통화 정책 진행 국면 중에서 2014~15년과 같이 기업 이익증가율이 낮았던 시기에 나스닥과 같이 상대적으로 이익 증가율이 높은 지수의 주가수익률이 가장 높았다.

▶ S&P500 성장주지수 내 Tech와 헬스케어 섹터의 시총 비중이 가장 크다. 한편 Tech와 헬스케어 섹터의 부채비율은 꾸준히 낮아졌고, Tech와 헬스케어의 이자보상배율과 잉여현금비율은 여타 섹터들과 비교 시 월등히 높은 수준이다. 성장주에 편입된 하이퀄러티 기업들이기도 하다.

▶ 국내 Tech H/W(반도체와 하드웨어)와 헬스케어는 미국 Tech와 헬스케어 주가와 여전히 높은 수준의 상관계수를 유지하고 있다. 그러나 이건 어디까지나 (단기) 주가 측면이다.

▶ 본질적으로 국내 증시에서도 부채를 조정하고, 이자보상배율과 잉여현금비율이 높아지고, 영업이익률과 같은 마진을 유지(또는 상승)할 수 있는가의 여부는 (중기) 주도 업종을 결정할 수 있는 중요한 변수다(본문 그림 28 참고).

Investment Idea

Equity

주식전략 이재만
02-3771-7547
duke7594@hanafn.com

RA 박지원
02-3771-7676
jiwon.park@hanafn.com

Compliance Notice

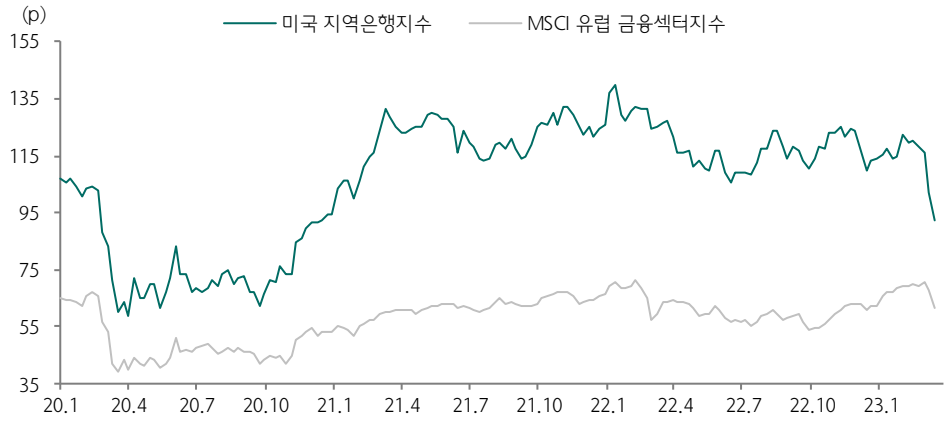
본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Strategist 이재만 02-3771-7547

미국 지역은행과 유럽 크레딧스위스 유동성 위기 지속적으로 제기

미국 지역은행지수와 MSCI 유럽 금융섹터지수 연중 고점 대비 -24%와 -13% 급락

그림 1. 미국 지역은행지수와 유럽 금융섹터지수 연중 고점 대비 -24%와 -13% 급락

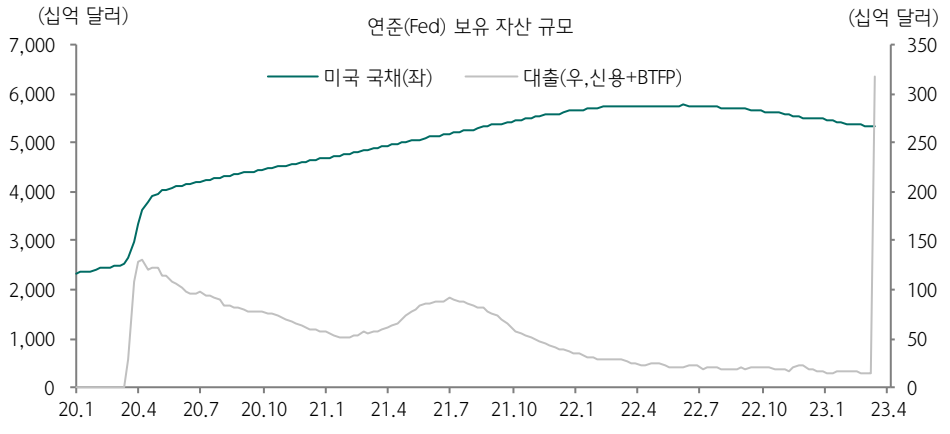


자료: Bloomberg, 하나증권

연준(Fed)은 대출인 재할인창구(90일 만기 초단기 대출과 신용 연장, 전주 대비 총 2,910억 달러 증가)와

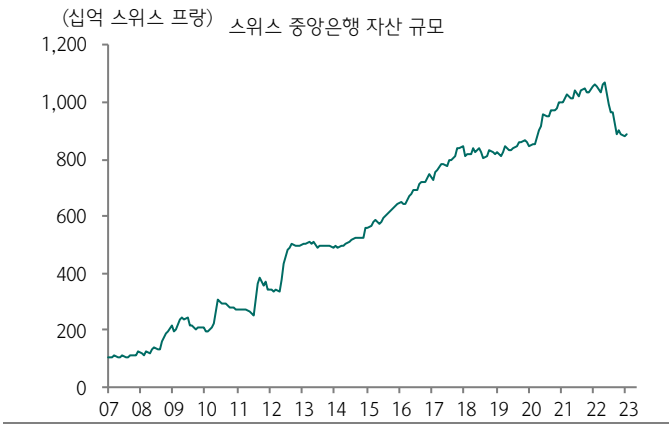
BTFP(은행 보유 채권 담보로 최대 1년 대출, 전주 대비 119억 달러 증가) 등을 통한 유동성 지원

그림 2. 중앙은행 빠른 대응책 발표(1): 연준(Fed)은 재할인창구(초단기 대출)와 BTFP(보유 채권 담보)를 통한 시중은행 유동성 지원 정책 실행



자료: Fed, 하나증권

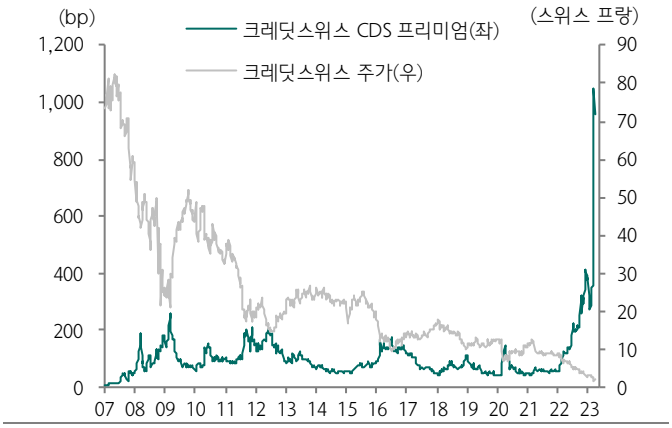
그림 3. 중앙은행 빠른 대응책 발표(2): 스위스 중앙은행은 CS(크레딧스위스)에 540억 달러 유동성 지원. 자산 규모 재차 증가로 전환 예상



주) 2023년 1월 기준

자료: Bloomberg, 하나증권

그림 4. CS(크레딧스위스) 주가와 CDS 프리미엄: 이미 글로벌 금융위기 수준을 넘어서 버린 상황: 지원책 등과 같은 뉴스 변화에 가격 변화 민감



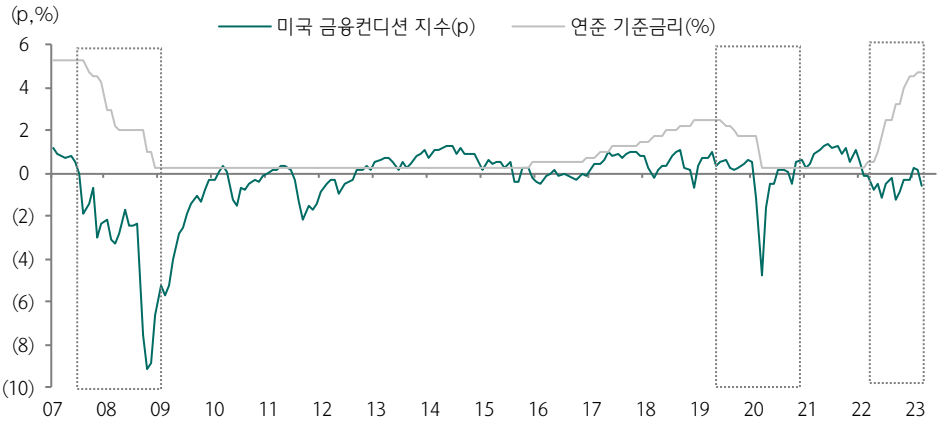
자료: Bloomberg, 하나증권

Strategist 이재만 02-3771-7547

그렇다고 3월 FOMC회의에서 기준금리를 동결한다는 의미는 아님

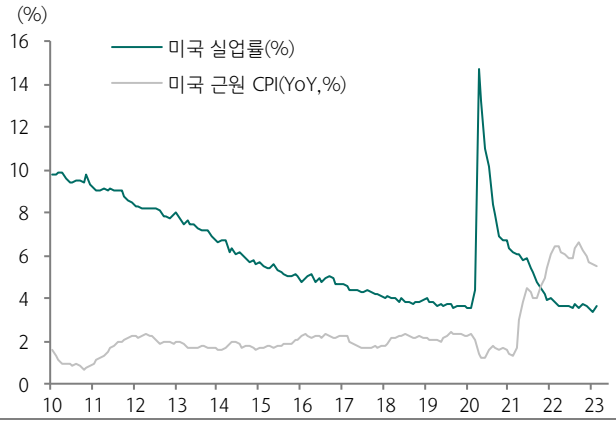
현 상황에서 금리를 동결할 경우 자칫하면 '은행 유동성 위기'를 '시스템 위기로 인한 경기침체'로 시장은 해석할 수 있기 때문

그림 5. 미국 금융컨디션지수는 재차 마이너스로 진입. 현재와 같은 상황에서 연준이 기준금리를 인하할 경우 자칫하면 시장에 오해를 불러올 수 있음



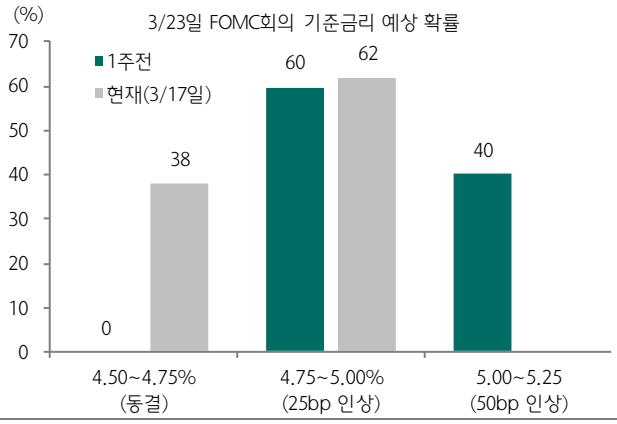
자료: Bloomberg, 하나증권

그림 6. 미국 근원소비자물가지수(YoY)는 5.5%로 목표 물가(2%) 보다 높고, 실업률은 3.6%로 자연실업률(4.0~5.0%)보다 낮음



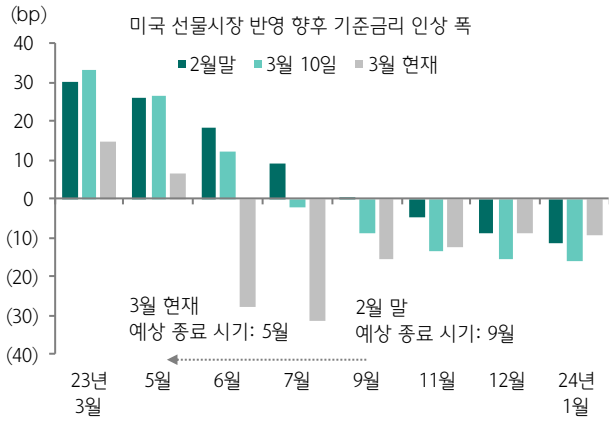
자료: Bloomberg, 하나증권

그림 7. 현재 시나리오라면 3월 FOMC회의 기준금리 인상 폭은 25bp: 4.75%~5.00%



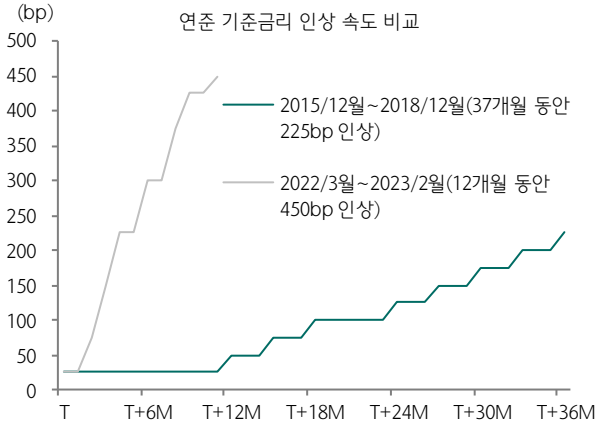
자료: CME FedWatch, 하나증권

그림 8. 기준금리 인상 조기 마무리 기대 형성 가능: 2월 말 기준 연준 기준금리 인상 종료 시기는 9월 → 3월 현재 5월로 앞당겨짐



자료: Bloomberg, 하나증권

그림 9. 또는 2015~18년과 같은 점진적인 기준금리 인상: 당시 37개월 동안 기준금리 225bp 인상



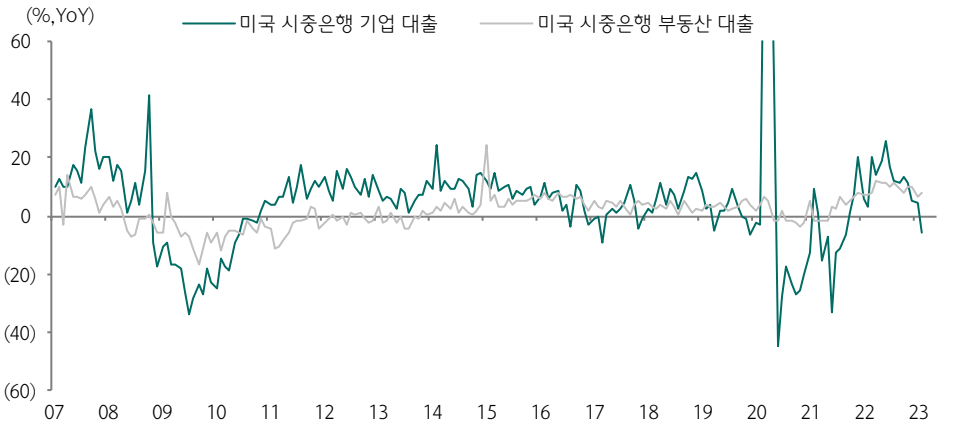
자료: Bloomberg, 하나증권

Strategist 이재만 02-3771-7547

미국 시중은행 기업 대출증가율(YoY)은 2월 -5.9%를 기록하며 2021년 10월 이후 처음으로 마이너스를 기록

한편 부동산 대출증가율(YoY)은 아직 플러스권에서 하이싱글 수준을 유지하고 있음

그림 10. 우선 미국 시중은행의 기업 대출은 보다 축소될 가능성이 있음



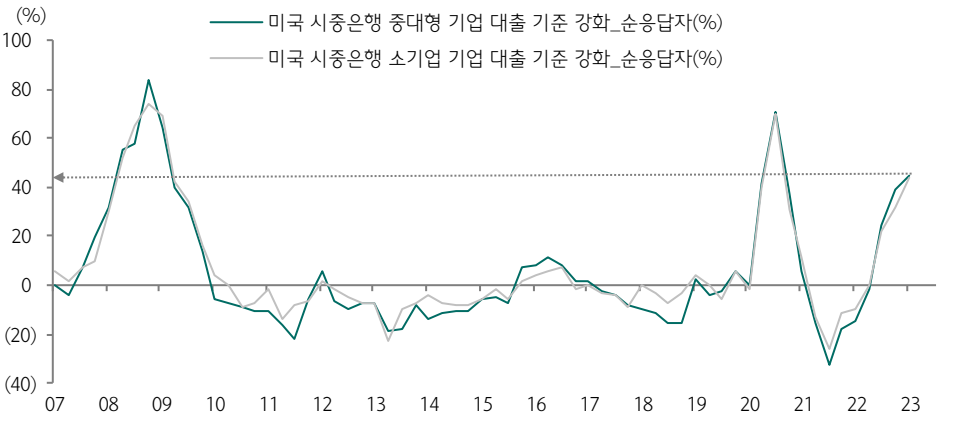
자료: Bloomberg, 하나증권

미국 시중은행의 보수적인 대출 태도 유지 가능성 높음

최근 중대형과 소형 기업에 대한 대출 기준 강화 응답자가 빠르게 증가하면서 글로벌 금융위기와 코로나19 팬데믹 제외 시 최고 수준

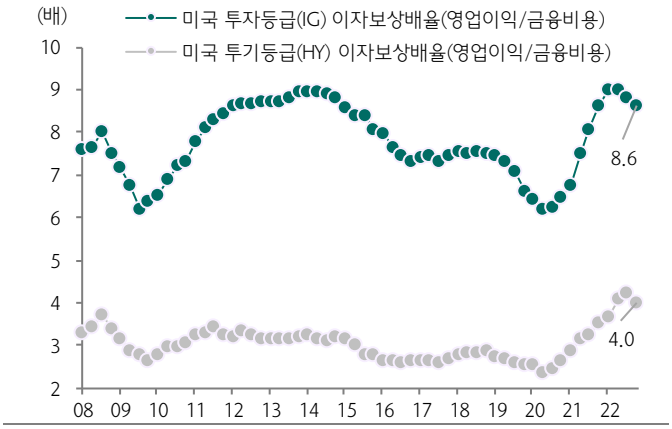
3월 은행 유동성 위기 전 조사이기 때문에 향후 대출 기준 강화 응답자는 보다 증가할 것으로 예상

그림 11. 미국 시중은행의 보수적인 대출 태도 유지 가능성 높음: 3월 은행 유동성 위기 전 조사이기 때문에 향후 대출 기준 강화 응답자는 보다 증가할 것으로 예상



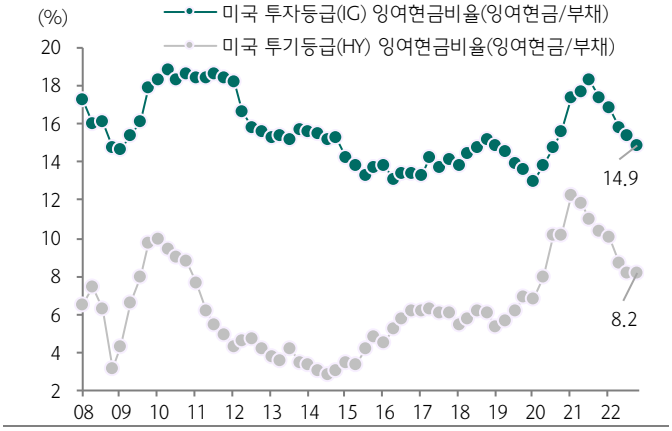
자료: Bloomberg, 하나증권

그림 12. 미국 시중은행은 이자보상배율(영업이익/금융비용), 잉여현금비율(잉여현금/부채) 등과 같은 재무건전성 지표를 보다 엄격히 적용(1)



자료: Bloomberg, 하나증권

그림 13. 미국 시중은행은 이자보상배율(영업이익/금융비용), 잉여현금비율(잉여현금/부채) 등과 같은 재무건전성 지표를 보다 엄격히 적용(2)

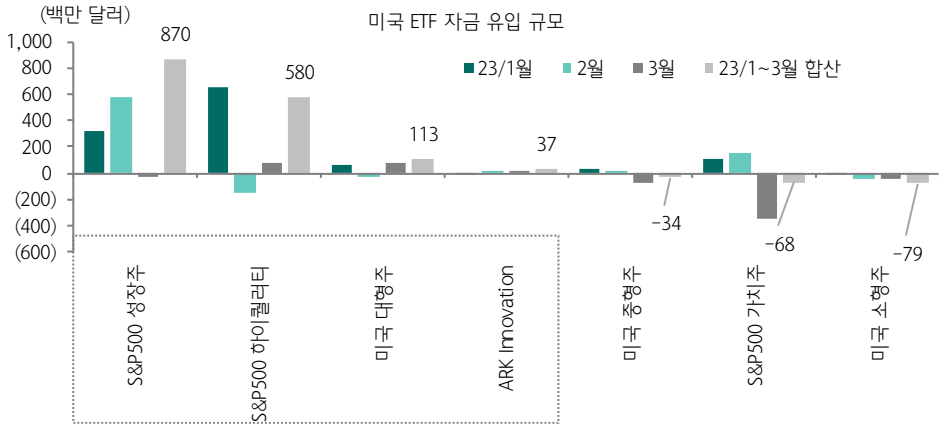


자료: Bloomberg, 하나증권

2023년 3월들어
미국 대형주와 하이퀄러티 ETF로 자금 순유입 전환

한편 S&P500 성장주 ETF로 2023년 3월까지 8.7억 달러 순유입 기록
ARK이노베이션 ETF로는 2~3월 순유입 기록

그림 14. 3월 들어 미국 대형주와 하이퀄러티 ETF로의 자금 유입. 한편 성장주 ETF로의 자금 유입도 특징적

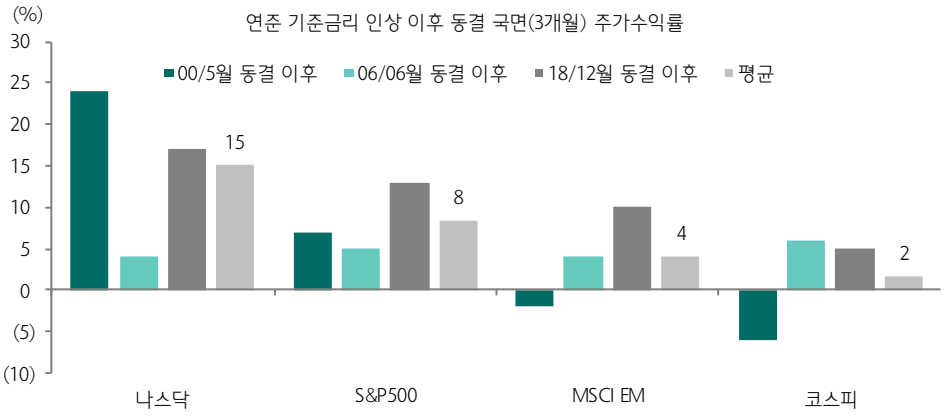


자료: Bloomberg, 하나증권

연준이 '기준금리 인상 이후 동결'한다면 이라는 시나리오를 반영

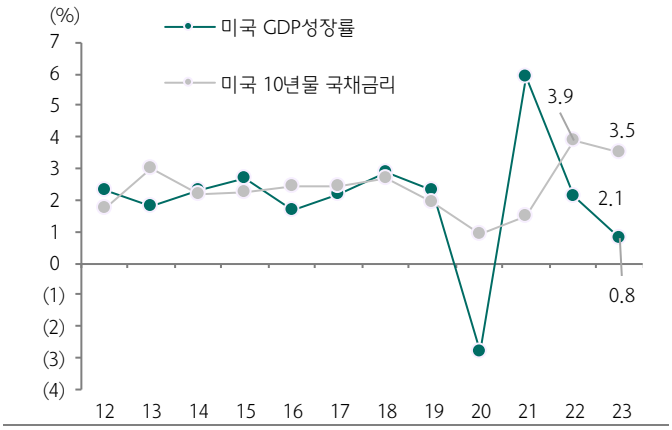
2000년 이후 연준 기준금리 인상 후 동결 국면(3개월 평가)에서 주가수익률은 나스닥이 상대적으로 가장 높았음

그림 15. 연준 기준금리 인상이 종료된 이후에 대한 생각: 2000년 이후 연준 기준금리 인상 후 동결 국면 3개월 동안의 주가수익률은 나스닥이 가장 높았음



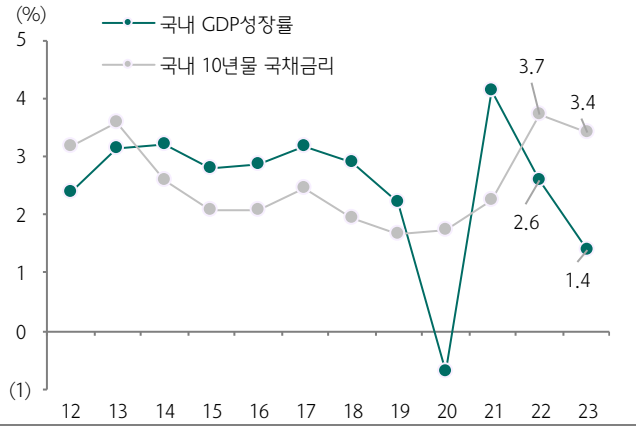
자료: Bloomberg, 하나증권

그림 16. 중앙은행이 기준금리를 동결한다면, 시중금리는 성장률을 추종
(1) 2023년 미국 GDP성장률 전망치는 0.8%로 2년 연속 하락



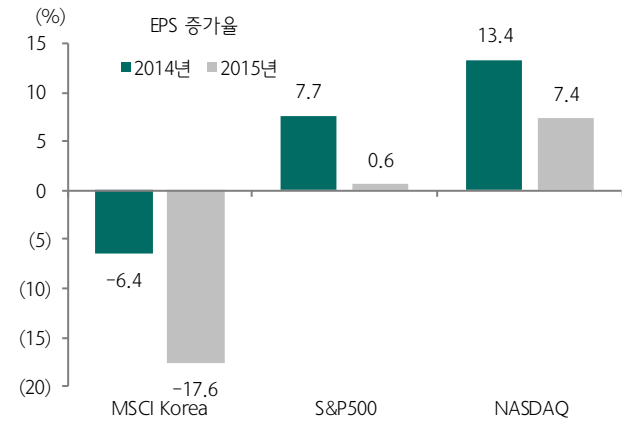
자료: Bloomberg, 하나증권

그림 17. 중앙은행이 기준금리를 동결한다면, 시중금리는 성장률을 추종
(2) 2023년 국내 GDP성장률 전망치는 1.4%로 2년 연속 하락



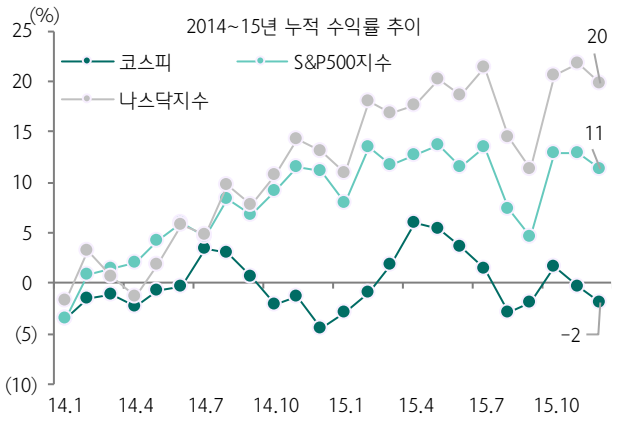
자료: Bloomberg, 하나증권

그림 18. 연준 점진적인 통화긴축 정책을 실행했던 2014~18년 중 기업 이익증가율이 낮았던 2014~15년, 나스닥 이익증가율은 높았음



자료: Bloomberg, 하나증권

그림 19. 2014~15년 기업 이익증가율 가장 높았던 나스닥, 상대적으로 주가수익률도 가장 높았음



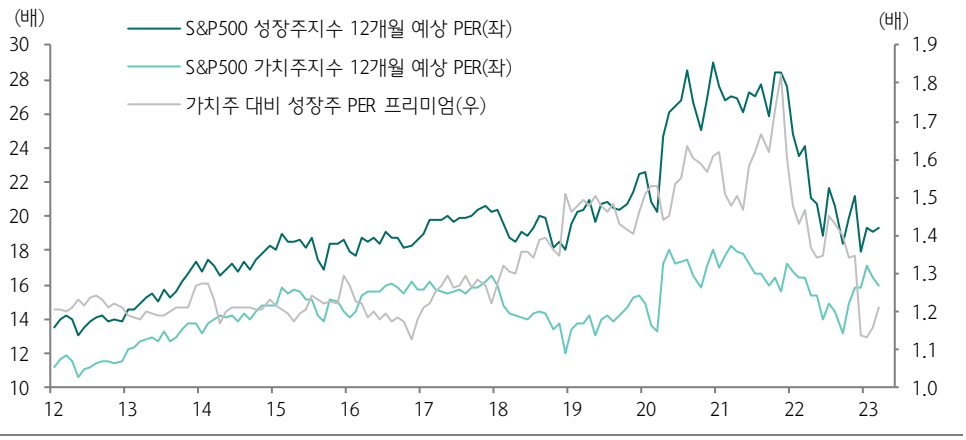
자료: Bloomberg, 하나증권

S&P500 성장주와 가치주지수 PER

S&P500 성장주지수 PER은 29배에서 현재 19배(최근 저점 18배)로 급락하면서 가치주(현재 16배/최근 고점 17배) 대비 성장주 PER 프리미엄은 저점 형성 이후 1.2배로 반등

참고로 2014년 이후 평균 1.35배

그림 20. 미국 가치주 대비 성장주 PER 프리미엄 저점 형성 이후 반등

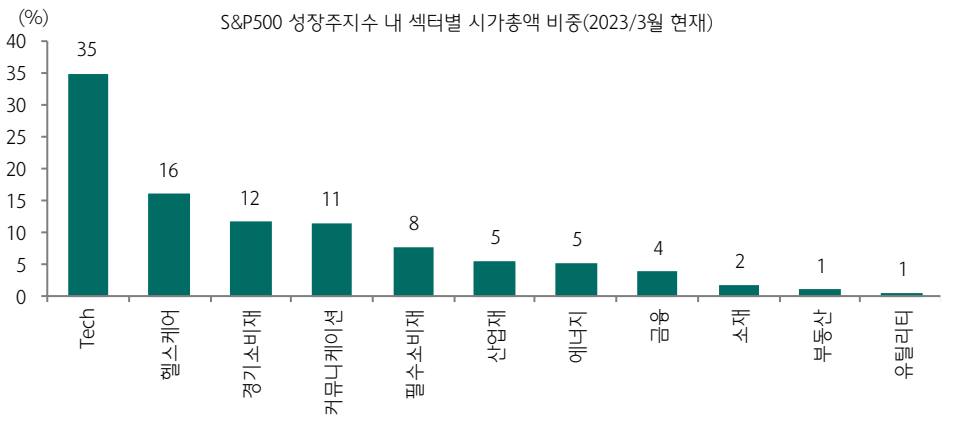


자료: Bloomberg, 하나증권

S&P500 성장주지수 내 Tech 시총비중은 35%, 헬스케어 16%로 가장 큼

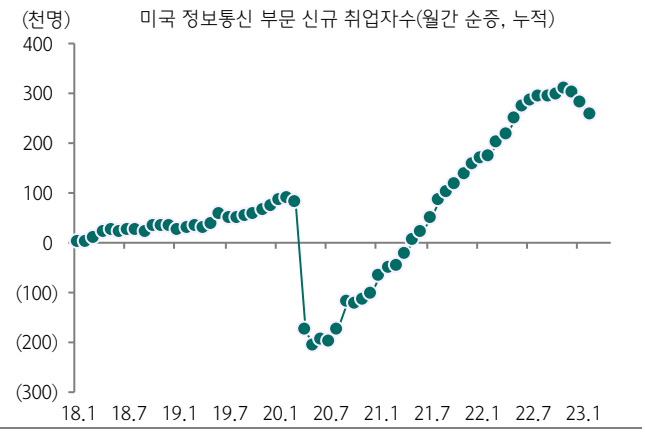
성장주로의 관심과 유동성 이전은 Tech와 헬스케어 섹터로의 관심 이전으로 이어질 수 있음

그림 21. 미국 S&P500 성장주지수 내 시가총액 비중이 가장 큰 섹터는 Tech와 헬스케어



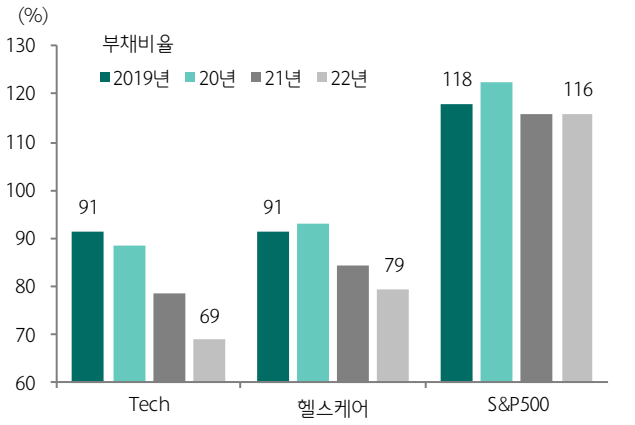
자료: Bloomberg, 하나증권

그림 22. 미국 Tech섹터는 이미 구조조정을 진행하고 있는 상황: 미국 정보통신 부문 취업자수는 최근 3개월 연속 감소



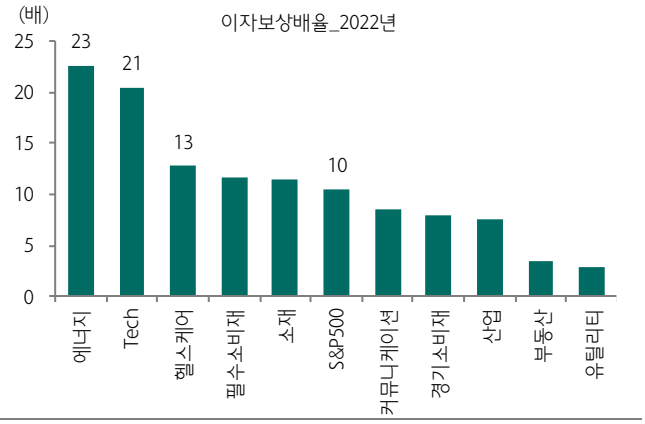
자료: Bloomberg, 하나증권

그림 23. 미국 Tech와 헬스케어의 부채비율은 꾸준히 낮아지고 있음: Tech 2019년 91%에서 22년 69%, 헬스케어 91%에서 79%로 하락



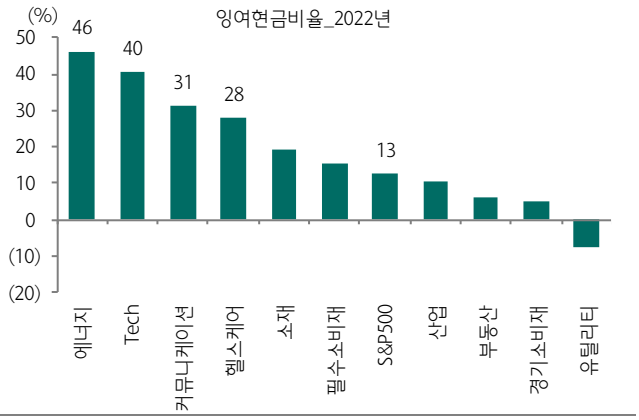
자료: Bloomberg, 하나증권

그림 24. 성장주에 편입된 하이퀄러티 섹터(1): 미국 Tech와 헬스케어는 이자보상배율(영업이익/금융비용)이 여타 섹터에 비해 높음



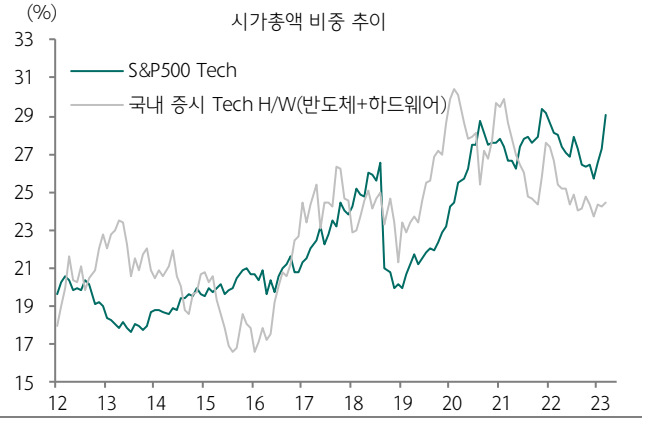
자료: S&P Capital IQ, 하나증권

그림 25. 성장주에 편입된 하이퀄러티 섹터(2): 미국 Tech와 헬스케어는 잉여현금비율(FCF/부채)이 여타 섹터에 비해 높음



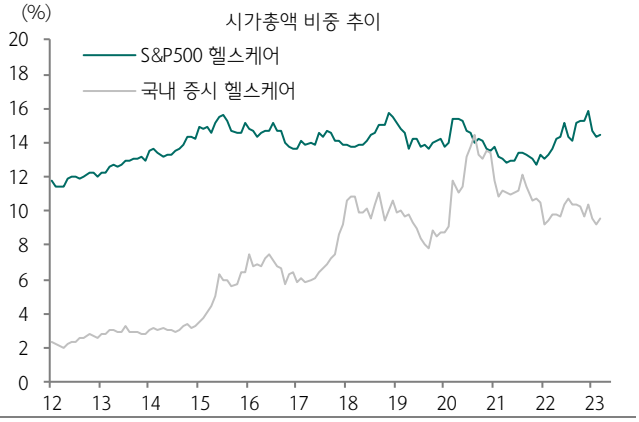
자료: S&P Capital IQ, 하나증권

그림 26. 단기 주가 측면으로만 보면, 미국 Tech 섹터의 주가 반등은 국내 Tech H/W 주가 반등에도 긍정적: 국내 IT H/W 현재 시총비중은 24.4%(2022년 고점 27.4%)



자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나증권

그림 27. 단기 주가 측면으로만 보면, 미국 헬스케어 섹터의 주가 반등은 국내 헬스케어 주가 반등에도 긍정적: 국내 헬스케어 현재 시총비중은 9.5%(2022년 고점 10.7%)



자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나증권

그림 28. 본질적으로 국내 증시에서도 부채를 조정하고, 이자보상배율과 잉여현금비율이 높아지고, 영업이익률과 같은 마진을 유지(또는 상승)할 수 있는가의 여부는 (중기)주도 업종을 결정할 수 있는 중요한 변수: 소프트웨어, 헬스케어, IT하드웨어, 철강

업종	부채비율(%)			이자보상배율(배)			잉여현금비율(%)			영업이익률(%)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2021	2022	2023.E
국내 제조업	115	112	129	4.9	9.0	5.4	4.9	5.6	5.1	7.9	5.7	5.4
반도체	39	43	40	40.8	73.7	31.3	21.9	21.1	13.1	19.4	14.4	2.4
소프트웨어	120	54	58	23.5	18.2	5.4	9.3	16.6	13.5	10.4	8.1	10.2
건강관리	59	60	59	7.1	9.6	5.9	8.7	9.9	17.6	11.2	9.8	15.5
비철,목재등	65	68	63	7.2	11.0	5.5	3.3	3.7	11.7	7.3	5.7	7.3
화장품,의류,완구	68	63	68	7.3	15.1	9.5	9.4	12.3	20.5	9.6	8.4	10.9
IT하드웨어	71	69	76	5.3	9.5	11.2	7.9	10.5	14.3	6.0	6.2	7.6
철강	77	78	81	2.7	14.9	5.4	5.1	10.7	7.8	10.6	6.3	6.2
화학	94	89	105	5.0	14.9	5.9	2.9	7.6	-0.4	10.8	5.2	6.4
운송	240	179	111	1.1	5.6	8.6	4.0	9.8	11.2	13.0	16.2	9.2
IT가전	117	113	122	13.0	12.8	9.8	5.2	6.4	-2.0	5.5	5.1	6.0
호텔,레저서비스	114	118	123	-5.3	-1.1	2.2	3.9	7.3	11.9	-3.5	3.4	11.0
미디어,교육	94	97	125	2.7	4.8	4.6	8.9	9.3	10.6	6.9	6.1	8.7
자동차	125	126	132	5.0	11.3	7.1	3.5	3.8	5.8	5.1	5.9	6.8
통신서비스	109	136	147	4.7	5.8	6.2	7.5	7.4	8.8	7.2	7.6	8.0
건설,건축관련	144	126	151	5.4	7.3	4.7	3.6	5.8	6.3	6.4	4.6	5.4
필수소비재	87	99	162	6.6	7.2	6.7	4.9	4.7	3.6	6.1	5.5	6.6
소매(유통)	126	129	165	1.9	2.1	2.2	4.9	4.0	4.3	2.6	2.6	3.5
디스플레이	135	122	177	1.5	5.3	-4.1	7.6	7.6	6.0	6.1	-2.7	-2.7
기계	141	132	180	1.9	4.1	5.0	2.8	3.0	3.5	5.1	5.5	6.4
에너지	141	154	214	-2.5	6.4	4.6	-0.4	2.5	4.2	6.0	7.2	5.9
상사,자본재	131	124	218	2.0	5.2	5.0	3.5	2.4	7.4	5.3	5.5	5.9
조선	136	161	224	-1.1	-8.7	-3.4	2.2	-0.8	1.8	-13.3	-7.2	3.4
유틸리티	196	230	424	2.0	-1.5	-7.1	-0.4	-2.6	-3.1	-3.6	-18.3	-4.7

주) 잉여현금비율: 12개월 예상 잉여현금/총부채. 2022년 이자보상배율은 3분기 기준
자료: Quantiwise, 하나증권