LEADING

추가 금리인하 환경하의 주식 투자전략



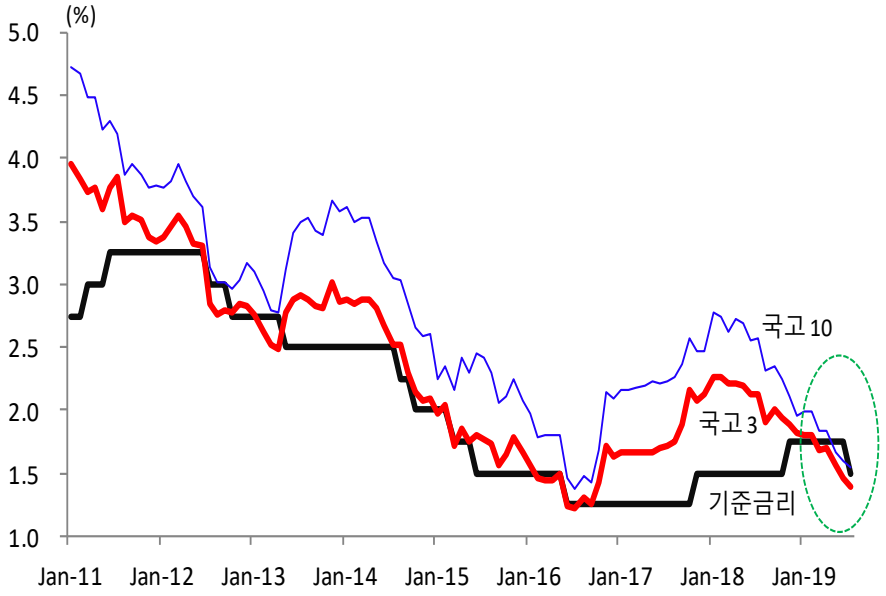
2019년 7월

리딩투자증권 리서치센터 이 동 호
02) 2009 7062
dhlee@leading.co.kr

■ **시장 컨센서스보다 빠른 시점에서 기준 금리 인하(25bp)**

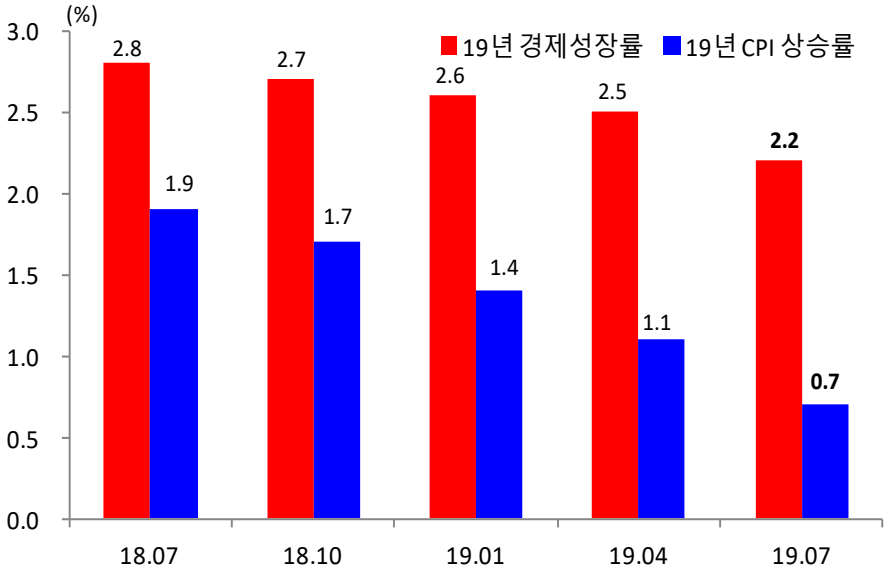
- 시장 컨센서스인 8월 인하보다 앞서 7월에 인하
- 대외 교역환경 악화, 미 연준의 통화정책 스탠스(다시 완화적) 변화 등을 고려
- 한은은 2019년 경제성장률, 물가 상승률 전망치를 추가 하향 조정
  - ㅇ 경제성장률 기존 2.5% → 2.2%로 0.3%p 하향 조정(하향 조정폭 확대)
  - ㅇ 소비자물가 상승률 기존 1.1% → 0.7%로 0.4%p 하향 조정(하향 조정폭 확대)
- 최근 시장은 기준 금리 인하를 선반영하면서 추가 인하도 일부 반영중

<7월 기준금리 인하를 선반영해 온 최근 시장 금리>



자료 : Bloomberg

<한국은행 경제전망 스탠스의 변화 추이>



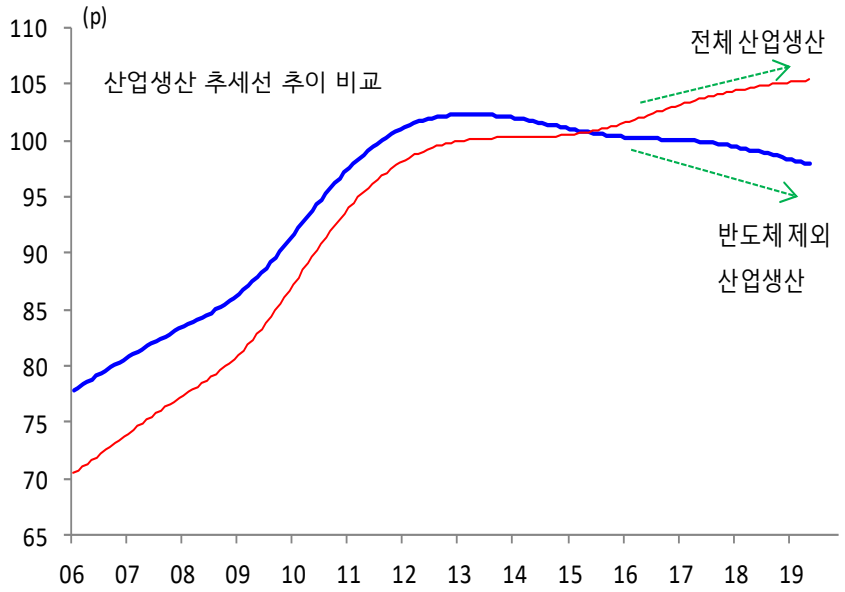
자료 : 한국은행

기준 금리 인하 가능성을 높여 온 경제 환경

■ **이번 기준 금리 인하는 '17년말, '18년말 인상한 금리를 '16~'17년 수준으로 되돌리는 과정으로 판단**

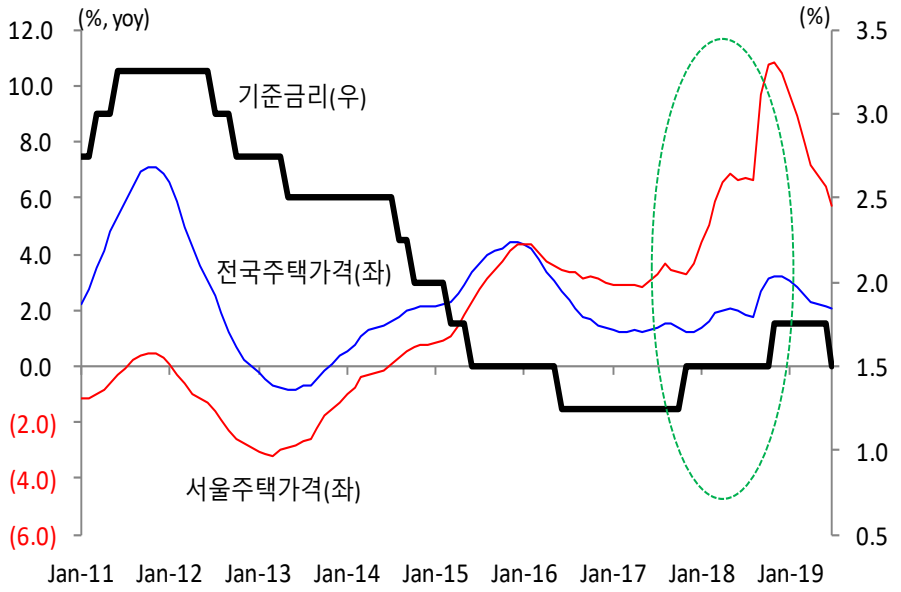
- 직전 2번의 기준 금리 인상은 경기 요인 보다는 부동산 가격 급상승에 주로 기인한 것으로 판단
- 경기 측면에서는 순환적 성격이 아닌 구조적인 면에서 계속 부진해 온 상황이라는데 주목할 필요
  - ㅇ 반도체 제외한 산업생산은 '13년 이후 추세적인 부진을 지속중
- 지난 해 9/13 대책 이후 부동산 가격 상승률 둔화되면서 기준 금리 정상화(2016~17 수준) 필요성이 높았던 상황

<반도체 제외시 산업생산은 추세적으로 감소세>



주 : 산업생산 추세선은 계절조정 산업생산 지수에서 HP-filter를 적용하여 추출
자료 : Bloomberg, 리딩투자증권 리서치센터

<최근 부동산 가격 상승률 둔화>

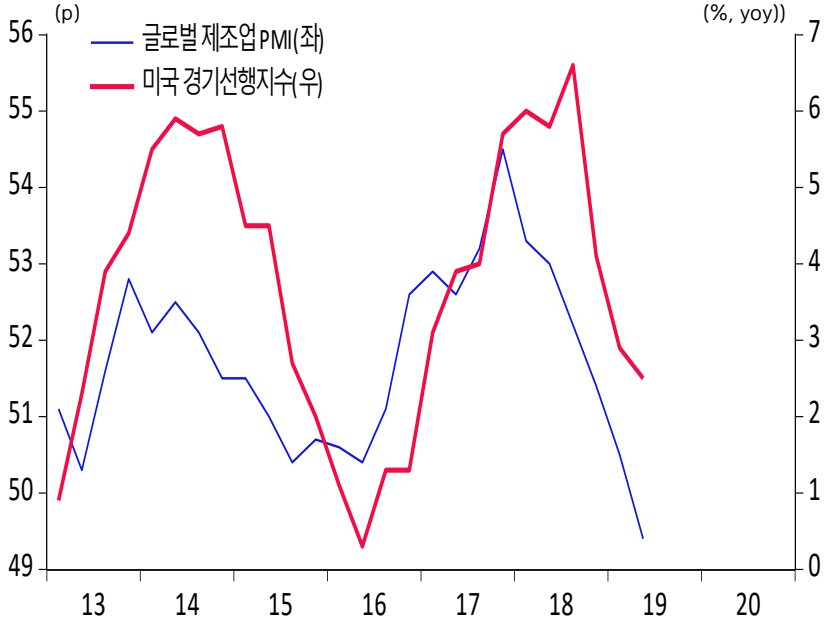


자료 : Dataguide

■ **① 글로벌 경기 하강, ② 물가 상승률에 선행하는 GDP 갭의 하락세도 기준 금리 인하의 근거**

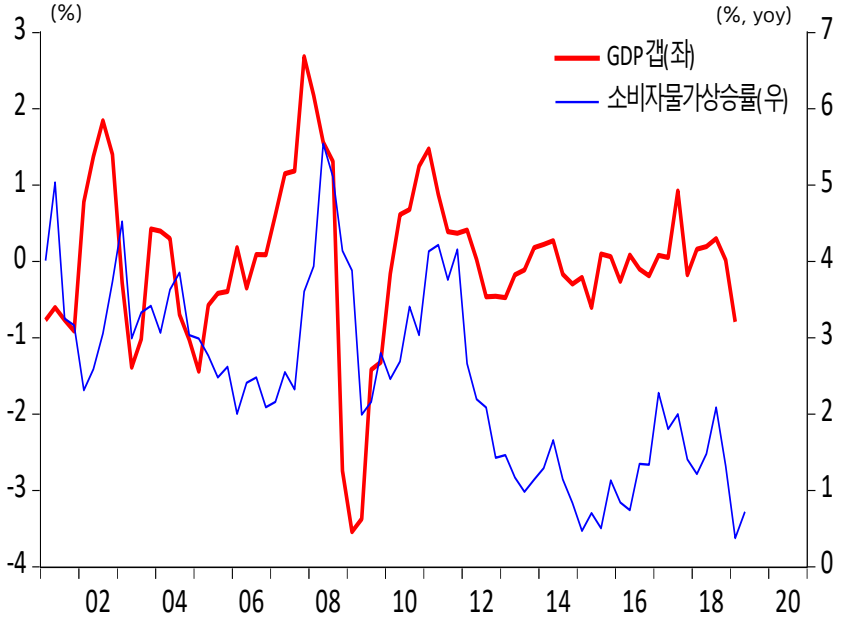
- 하반기에도 이어질 가능성 높은 글로벌 경기 하강 국면.. 뒤늦게 약화되기 시작한 미국 경기 모멘텀이 부담
- GDP 갭의 추가 하락세 예상. GDP 갭은 물가 상승률에 평균 2분기 선행하는 경향 → 하반기 물가 상승 압력은 여전히 미미할 전망

<하반기 글로벌 경기 하강 국면 지속 예상>



자료 : Bloomberg

<GDP 갭 하락세>

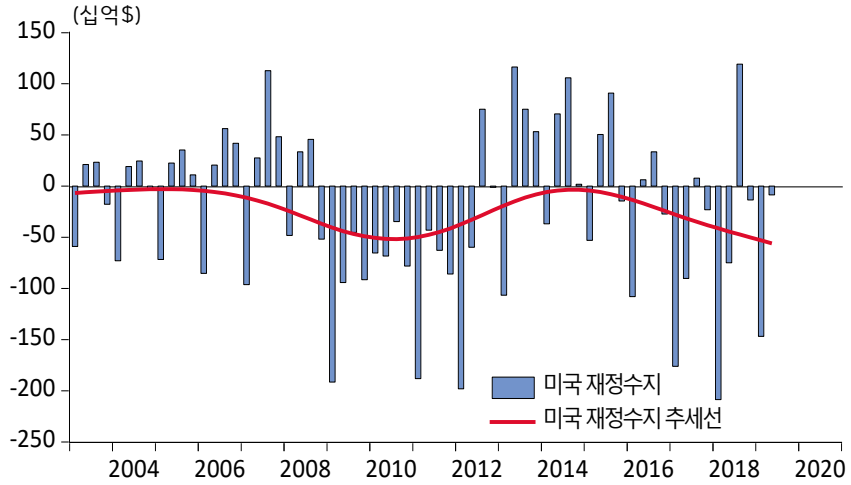


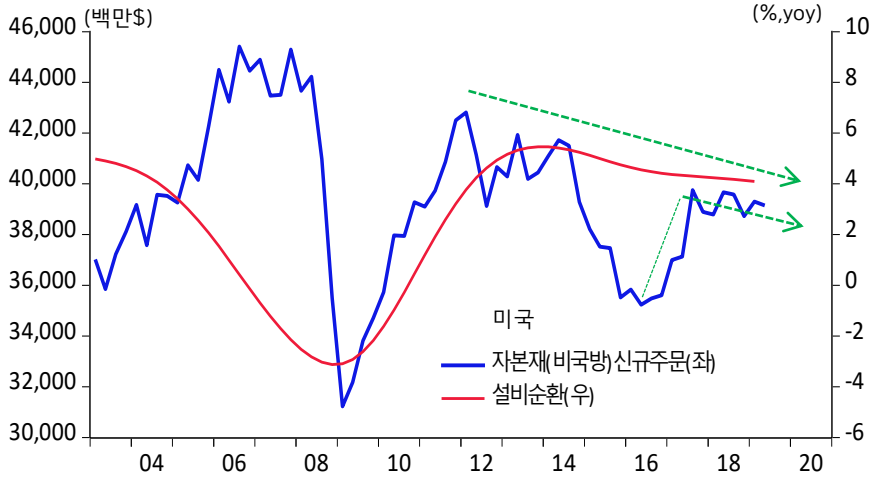
자료 : Bloomberg, 리딩투자증권 리서치센터

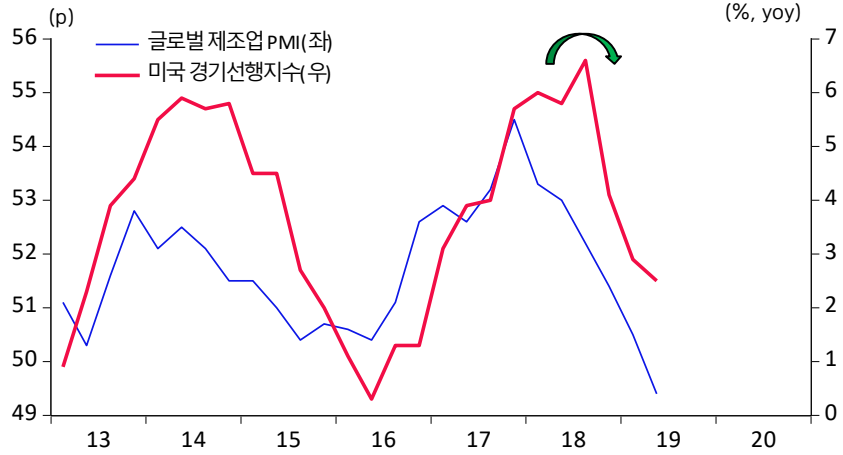
추가 금리 인하 가능성 존재

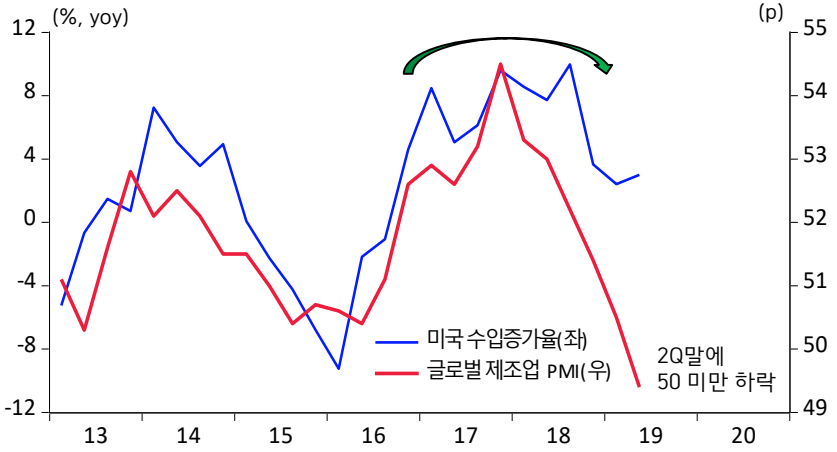
■ **경기 하강의 '마무리 국면'으로 보기엔 아직 때 이른 상황**

- 미국 경기는 트럼프 집권 초기(2017)의 고강도 재정정책이 계속 유지될 수는 없는 가운데 '18년 3/4분기 이후 모멘텀 약화세로 전환
- 글로벌 전체 대비 뒤늦게 약화되고 있는 미국 경기(현재 1년 경과) → 향후 글로벌/한국 경기에 미치는 부정적 영향 감안할 필요
  - ㅇ 미국 이외 지역의 독자적이고 의미있는 경기 회복 확률은 낮음(대내적으로 디레버리징 문제, 대외적으로 보호무역주의 강화가 부담)









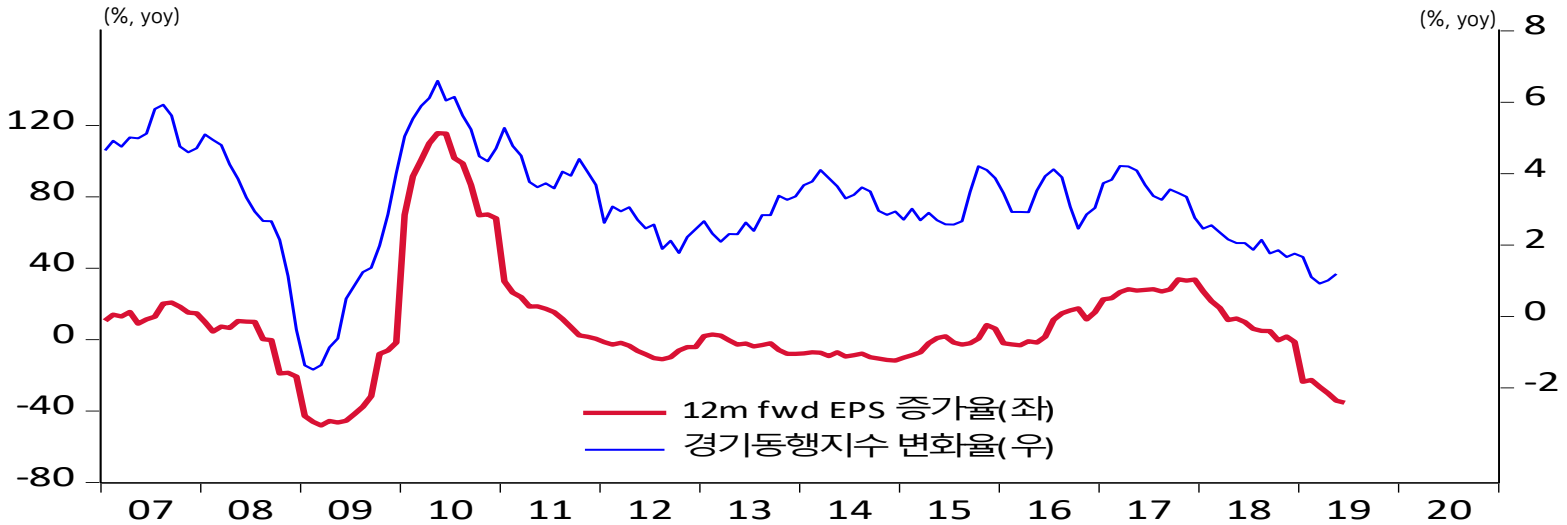
자료 : Bloomberg, 리딩투자증권 리서치센터

■ **risk free rate의 하락은 긍정적이나 이익 예상치 추가 하향 조정 가능성과 경기 하강에 따른 risk premium 확대는 부정적**

■ **추가 금리 인하 환경 = 'Quality 요인'의 중요성이 더 큰 시기**

- 추가 금리 인하 예상 → 경기의 상승 전환이 임박한 시기가 아니라는 의미 → 이익 예상치(컨센서스) 추가 하향 조정 가능성 존재함을 의미(경험적으로 기업이익 전망 기조는 경기동행지수와 궤를 같이 하는 양상 뚜렷) → 예상 멀티플의 신뢰도 약함을 의미
  - ㅇ 따라서 기업이익의 '턴 어라운드' 예상에는 주의가 필요
- 경기 하강이 한창 진행되는 국면에서는 예상 멀티플의 높낮이보다는 기업이익 기존 흐름의 우월성(Quality 요인)이 더 중요한 경향
- 의사 결정 과정의 단계
  - ㅇ ① 단계 : 기존의 이익 흐름은 부진한 경기 상황 고려해도 꾸준하게 좋았나?, ② 단계 : 이익 예상치는 그 동안의 이익 방향성과 큰 차이가 없나?, ③ 단계 : 밸류에이션 멀티플은 1, 2단계를 만족하는 범위 내에서 고려

<경기동행지수와 궤를 같이하는 기업이익 전망(컨센서스) 기조>

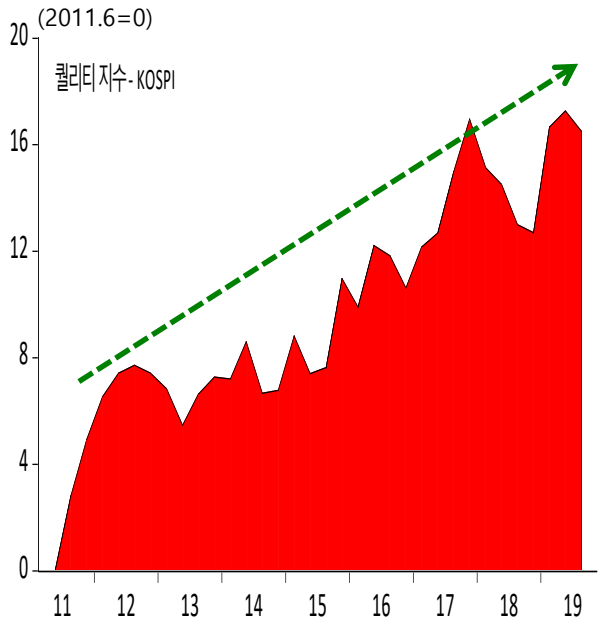


자료 : Bloomberg

■ **Quality 종목군의 특징**

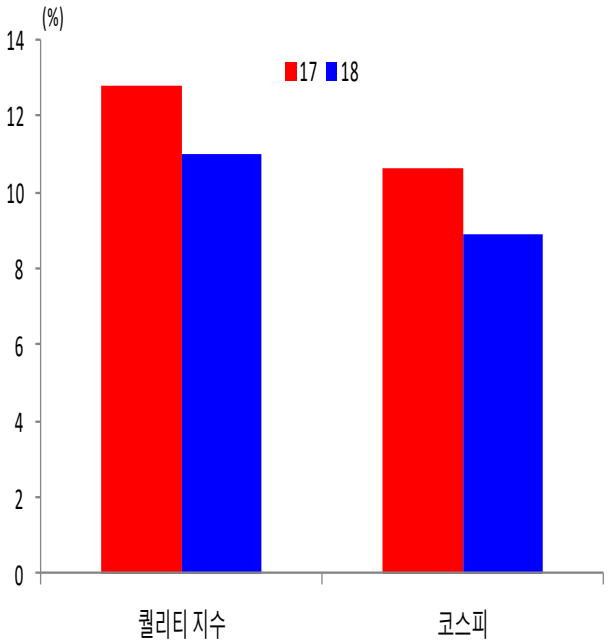
- 단기 굴곡은 있으나 중장기적으로는 시장 대비 추세적으로 선전
- 시장 대비 멀티플은 높아도 이익(률) 흐름이 우월
- 금리 하락으로 예상 이익에 대한 할인율이 감소한다는 점도 퀄리티 종목군에 긍정적

<퀄리티 지수의 시장 대비 선전>



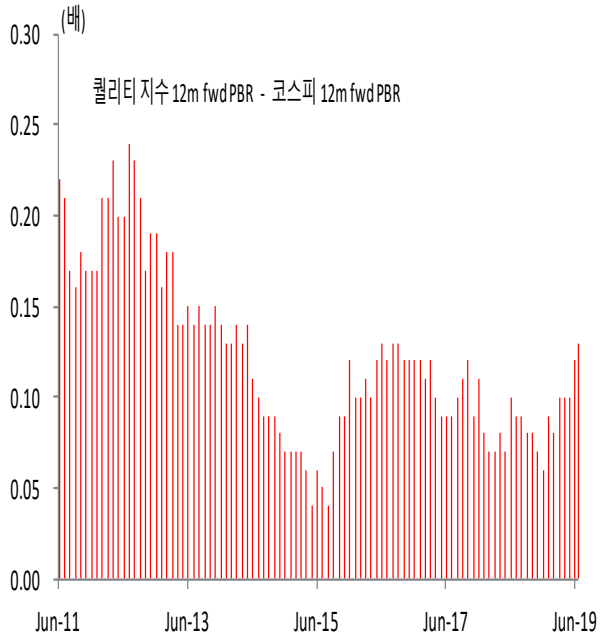
자료 : Dataguide

<퀄리티 종목군의 시장 대비 높은 ROE>



자료 : Dataguide

<시장 대비 멀티플 높은 퀄리티 종목군>



자료 : Dataguide

■ Quality 종목군 추출의 예

: 경기 상승 전환 임박기에서는 기업이익 예상치와 이에 근거한 예상 멀티플에 기초한 종목 선택이 유용하나
: 경기 하강이 추가로 더 진행될 가능성 높은 현 시점에서는 이익 예상치(컨센서스)에 대한 신뢰도가 상대적으로 낮을 수 있음을 감안하여 최근까지의 이익(률) 흐름상의 '퀄리티 요인'을 먼저 고려하고, 그 다음에 이익 예상치와 멀티플을 참고한다는 취지

① 1 단계 : '시가총액 0.3조~10조 사이(초대형주, 초소형주 제외)'를 모집단으로 설정

② 2 단계 : 기존의 이익률 흐름이 상대적으로 우수한가를 판단
- 2016~18년(경기 상승과 하강이 동시에 존재한 기간) 동안의 '평균 ROE'를 기준으로 서열화
- 그 중 상위 1/3을 추출

③ 3 단계 : 2단계에서 추출된 그룹에서 2016~18 동안의 'ROE 변화폭'을 기준으로 서열화하고, 그 중 상위 1/3을 추출

④ 4 단계 : 3단계에서 추출된 그룹(고 퀄리티 그룹)에서 금년 2/4분기 이후의 '1년 예상 EPS 조정 방향'을 조사
- 상향 조정 or 플랫 or 하향 조정 등으로 3개 그룹화

⑤ 5 단계 : 4 단계에서 결정된 '상향 조정 or 플랫 그룹'에서 종목간 예상 멀티플의 상대적 높낮이 파악

⑥ 4, 5단계의 변화를 감안하는 정기적 리밸런싱(예 : 분기별)

■ Quality 종목군 추출의 예

- 1 단계 : '시가총액 0.3조~10조 사이(초대형주, 초소형주 제외)' 의 모집단에서
- 2~3 단계 : 2016~18 평균 ROE 기준 상위 1/3 추출 → 이 중 2016~18 동안의 ROE 변화폭 기준으로 다시 상위 1/3을 추출하면,

구 분	16~18 평균 ROE(%)	16~18 ROE 변화폭(%p)
휠라코리아	10.2	32.9
금호산업	12.3	29.0
에프앤에프	16.4	22.3
삼화콘덴서	14.3	19.9
동원산업	10.4	18.0
휴켐스	12.7	13.5
대한해운	10.8	12.6
쌍용양회	11.2	10.8
메리츠화재	16.5	10.8
한국토지신탁	21.1	10.8
포스코케미칼	10.6	10.5
한화케미칼	11.3	10.4
에스케이디앤디	16.9	9.5
롯데케미칼	19.2	7.3
현대해상	13.2	6.9
한국자산신탁	23.4	6.6
더존비즈온	20.2	6.3
제일기획	12.2	6.2
현대글로비스	15.5	5.4
GS	11.0	5.3
KOSPI	9.1	1.3

자료 : Dataguide, 리딩투자증권 리서치센터

■ Quality 종목군 추출의 예

- 4~5 단계 : 3단계까지의 종목군을 기준으로 금년 2/4분기 이후의 1년 예상 EPS(컨센서스 존재)에 대한 조정 방향성을 '상향 조정세', 'FLAT', '하향 조정세' 로 그룹화하고, 1년 예상 PBR을 표기하면,

구 분	1년 예상 EPS 조정 방향성	1년 예상 PBR
휠라코리아	상향 조정	2.9
에프엔에프		2.4
휴켐스		1.2
대한해운		0.7
SK D&D		1.1
동원산업	FLAT	0.8
쌍용양회		1.6
포스코케미칼		3.4
한화케미칼		0.5
더존비즈온		7.0
제일기획		2.7
현대글로비스		1.2
금호산업	하향 조정	1.0
삼화콘덴서		2.5
메리츠화재		0.8
한국토지신탁		0.5
롯데케미칼		0.6
현대해상		0.5
한국자산신탁		0.6
GS		0.5
KOSPI	하향 조정	0.9

2016~18 평균 ROE 가 상대적으로 높으면서,
동기간동안의 ROE 변화폭도 상대적으로 우월하고,
이익 전망 기조도 상대적으로 양호한 종목군

주: FLAT은 예상이익 조정폭이 ±10% 미만인 경우
자료 : Dataguide, 리딩투자증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

■ 본 자료는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.

■ 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.