

## [코스피, 급락] 긴급 진단

미 증시 급락 여파로 코스피는 4% 이상 하락. 레벨은 2,130p를 소폭 하회  
중요한 건 조정의 지속 여부와 저점 판단. 각종 이벤트로 조정 압력은 잔존  
12MF PER, 12MT PBR 멀티플을 고려하면 코스피 저점은 2,040p로 예상

### 코스피 최저점은 2,040p로 예상

전일 코스피는 4% 이상 하락했다. 일간으로는 8거래일, 주간 단위로는 2주 연속 조정이다. 이번 조정을 야기한 원인은 다름아닌 금리다. 특히 미국채 10년물 금리가 3.2%대로 속등한 게 투자심리 위축에 큰 영향을 미쳤다. 그도 그럴 것이 코스피는 IT, 바이오 등 성장주 비중이 높는데 할인율이 갑자기 올라가 버리면 주가는 하락 압력에 노출될 수밖에 없게 된다.

이제부터 중요한 건 조정의 지속 여부와 저점 판단이다. 일단 가격 조정은 당분간 이어질 수 있다. 그동안 상승세만 지속하던 미국 증시도 크게 하락해 작은 변수 하나에도 시장내 매도 압력이 커질 수 있다. 공교롭게도 다음주까지 변동성 확대와 관련된 다양한 변수가 존재한다. 미 재무부의 환율보고서, 9월 FOMC 의사록, 한국은행 금통위 등이다. 결과를 확인하기 전까지 시장 조정의 끝을 예단할 수 없다.

한편 코스피 저점을 미리 계산하면 그 레벨은 어디일까? 지금껏 지지선으로 작용했던 12개월 후행 PBR 1배가 속절없이 무너진 영향에 새로운 포인트를 찾는 게 중요하다. 이와 관련해 우리는 코스피 2,040p선을 최저점으로 보고 있다. 글로벌 금융위기 이후 10년간 코스피가 단기 급락했던 때의 멀티플을 현 시장의 멀티플 최저점으로 인식하기 때문이다.

일단 단기 급락 기준을 주간 3% 이상 하락으로 결정했다. 그중에서 2주 연속 3% 이상 하락했던 2009년 금융위기 직후, 2011년 미국 신용등급 강등, 2012년 남유럽 재정위기를 가장 주목했다. 우리는 매크로가 흔들렸던 이때를 현재와 비슷한 상황으로 판단한다.

현재 코스피의 12개월 후행 PBR은 0.94배로 세 번의 기간 중 PBR이 가장 낮은 2009년 1월의 0.95배를 소폭 하회한다. 시황이 악화되면 좀 더 빠질 여지가 있다. 만약 멀티플이 마디선인 PBR 0.9배까지 내려간다면 코스피는 2,040p로 산출된다. 다른 관점에서 12개월 선형 PER을 보면, 현재는 7.95배다. 2011년 8월의 7.62배보다 약간 높다. 만약 7.6배가 가장 낮은 수치라면 동 레벨이 저점인데, 이것을 대입할 경우, 코스피는 PBR과 마찬가지로 2,040p가 의미있는 지점으로 계산된다.

김대준

daejun.kim@truefriend.com

박소연

sypark@truefriend.com

18일(목) 발표될 FOMC  
의사록과 환율보고서가  
단기 저점 확인 계기될 것

### 투자전략: 다음 주 증반 하락세 진정 예상

11일(목) 미국시장은 채차 2% 이상 밀렸다. 9월 소비자물가(CPI)가 당초 예상치를 하회하면서 장초반 반짝 상승하기도 했으나 다음 주 환율보고서 발표를 앞두고 불안감이 지속됐다. 일부 언론에서 11월 열릴 G20 정상회담에서 트럼프 미국 대통령과 시진핑 중국 국가주석의 정상회담 가능성이 보도됐지만 투자심리 냉각을 되돌리진 못했다.

변동성 지수인 VIX로 보면 전일 장중 28.8까지 상승했는데, 2월인 50보다는 아직 크게 낮다. 한국의 변동성 지수인 VKOSPI 역시 전일 레벨이 20선이었는데 2월 고점인 28에 못미치는 상황이다. 바닥 징후는 아직 없다.

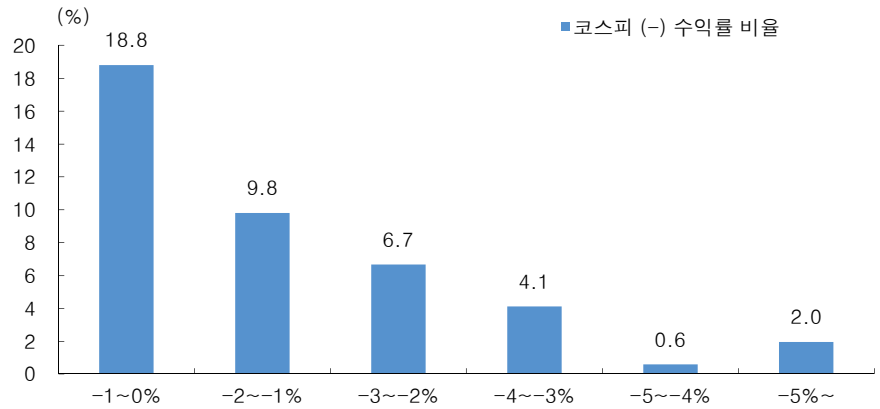
그러나 VKOSPI 20, VIX 30 이상에서는 빠르게 하락하고 빠르게 반등하는 속성이 있고, 주간단위 3% 이상의 하락세가 3주 이상 지속된 사례는 2008년 이후 없었다. 다음 주 증반부터 하락세는 진정될 것으로 예상된다.

결자해지 관점에서 1) 채권시장 안정 확인이 필요하며, 2) 15일 전후 발표될 미국 재무부 환율보고서를 주목한다. 최근 파월의 매파적 발언으로 실질금리가 급등했는데, 우리는 이것이 글로벌 주식시장 급락을 초래한 주범이라고 판단하고 있다. 아쉽게도 전일 미국 채권금리는 하락했지만 기대 인플레이션(breakeven rate)이 더 하락하면서 실질금리는 1%를 여전히 상회했다. 다음 주 18일 발표될 FOMC 의사록에서 미국 금리인상 경로에 대한 불확실성이 해소된다면 단기 저점 확인에 도움을 줄 수 있을 것이다.

다음 주 발표 예정인 미국 환율보고서도 중요하다. 중국이 이 보고서에서 환율조작국으로 지정될 것이라는 우려가 상당하나, 만약 우려와 달리 지정되지 않는다면 반등의 계기가 될 수 있다. 전일 블룸버그 뉴스는 재무부 실무진들이 스티브 므누신 재무장관에 중국이 환율조작을 하고 있지 않다는 보고서를 올렸다고 보도했다. 이것을 므누신이 채택할지 여부는 미지수이나, 11월 중간선거를 앞두고 무역분쟁이 일파만파 확산되는 것을 행정부 고위관료들도 원치 않고 있다는 증거다.

VIX 레벨 등으로 보면 아직 바닥 징후는 없으나 11월 6일 중간선거가 가까워지면 질수록 무역분쟁 이슈, 채권시장 변동성도 안정화될 것으로 예상된다.

[그림 1] 최근 10년 코스피 주간 (-) 수익률 분포



주: 2009.1.1~2018.10.11. 코스피 주간수익률 기준  
 자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 2] 코스피: 주간 3% 이상 연속 하락한 사례



자료: Quantwise, 한국투자증권

<표 1> 코스피 밸류에이션 멀티플

코스피	12개월 후행 PBR	12개월 선행 PBR	12개월 후행 PER	12개월 선행 PER
2,130p	0.94배	0.84배	9.54배	7.95배

자료: Quantwise, 한국투자증권

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에 제시된 증목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.