

2023년 3월 주식시장 전망

# 유동성 난기류



김형렬 리서치센터장  
강민석 선임연구원

# SUMMARY

- 2023년 연초 금융시장은 뜻 밖의 순항을 이어가고 있다. 올 한해의 매크로 전망이 비관적이었던 것과 대조적으로 채권시장의 금리가 안정되고, 주요국 증시가 랠리를 이어가자 일부에서는 투자자 스스로 너무 경기침체를 경계했던 것은 아닌지 자성의 목소리까지 들렸다. 올해 첫 FOMC에서는 긴축기조가 중단될 것이란 시그널을 주었고, 고용환경은 여전히 좋아 경기침체가 연착륙에 성공할 것이라는 기대를 넘어 ‘노랜딩’ 가능성까지 고민하기 시작했다. 과연 경기침체의 우려가 지난해까지 자산시장의 가격변수에 반영되었던 것일까? 질문에 대한 논쟁은 이제 막 시작되는 듯 하다.
- FOMC에서 파월의장의 메시지를 과대해석 하는 경향이 있다. 필자는 연준의 스탠스가 여전히 매파적이라고 생각한다. 물론 연준의장이 스스로 ‘디스인플레이션’의 단어를 선택한 것은 분명하다. 그런데, 영원히 정책금리를 인상할 수 없고, 중단의 시그널을 주기 위한 의미일 뿐, 완화적인 스탠스로 전환을 뜻하는 것이 아니라는 뜻이다. 채권시장에서 시장금리 반응과 위험자산 가격 상승은 마치 가까운 시일에 금리인하가 있을 것처럼 반응을 하고 있다. 따라서, 투자자의 기대와 현실적인 정책 속도 사이에 간극을 좁히는 ‘조정작업’이 있게 될 것으로 보이며, 이는 ‘유동성 난기류’를 만들어 금융시장의 변동성을 확대시키게 될 것으로 보인다.
- 3월은 1분기를 정리하는 시간이다. 거시경제에 대한 진단도 중요하고, 경기둔화를 반영한 기업실적에 대한 평가도 뒤따를 것이다. 중국의 양화와 경제정책, 부활할 수 있는 지정학적 위험, 3월 FOMC 이후 정책 스탠스의 진단 등도 경제심리에 상당한 영향을 줄 수 있다. 경제활동은 꽤 느려져 있다. 투자자의 시선이 동만 너무 빠른 것은 아닐까?

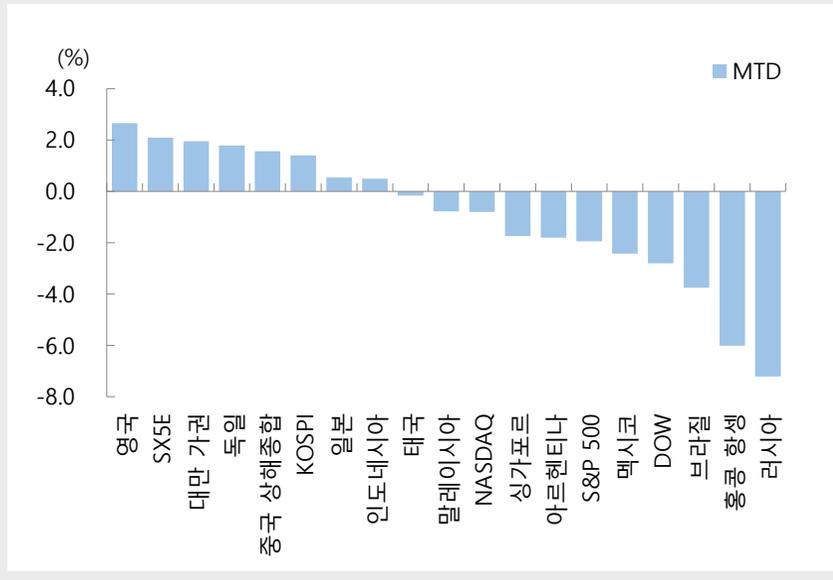


## 2월 주식시장 리뷰, 3월 주식시장 전망(요약)

3월 주식시장 전망

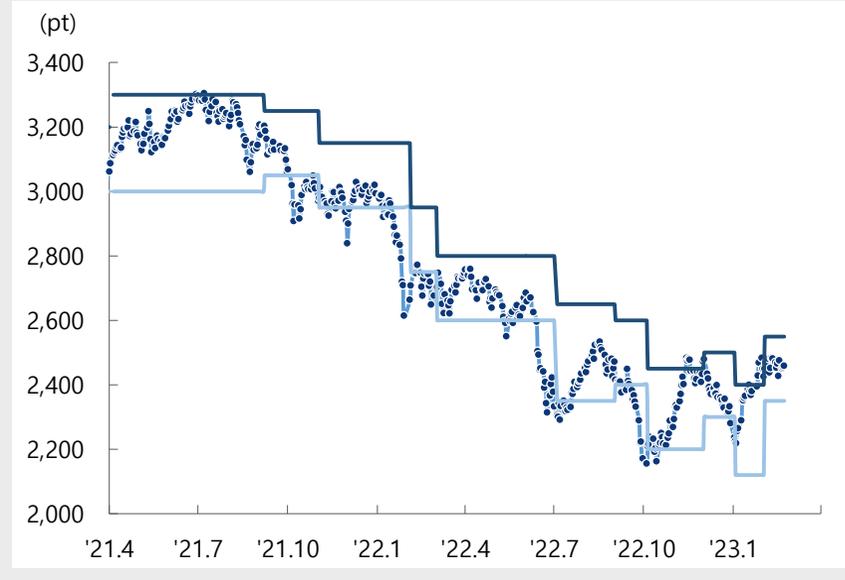
- 2023년 2월 주식시장은 올해 첫 FOMC 결과에 환호하며 기대감을 높이며 시작했다. 유동성 회수 국면이지만 마치 유동성이 풍부하다는 느낌을 받는 상황이 만들어 졌다. 그런데, 예상을 상회하는 물가지표 및 양호한 고용보고서 등은 중앙은행이 주장했던 긴축기조가 쉽게 바뀌지 않을 것이란 재해석이 연초밸리의 제동을 걸었다.
- 3월 주식시장은 난기류를 만나는 비행기의 모습이 예상된다. 양호한 거시지표는 3월 FOMC의 부담을 높여갈 것으로 보인다. 중국 양회와 리오프닝에 대한 기대는 금융시장에 새로운 동력이 될 수도 있지만, 지정학적 위험의 재발 가능성도 무시할 수는 없다. 예상보다 부진한 1분기 실적전망은 연초밸리로 인한 고평가 부담을 키울 수도 있다.

주요국 2월 주식시장 수익률 현황



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

3월 코스피 예상밴드 : 2,350p~2,550p



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

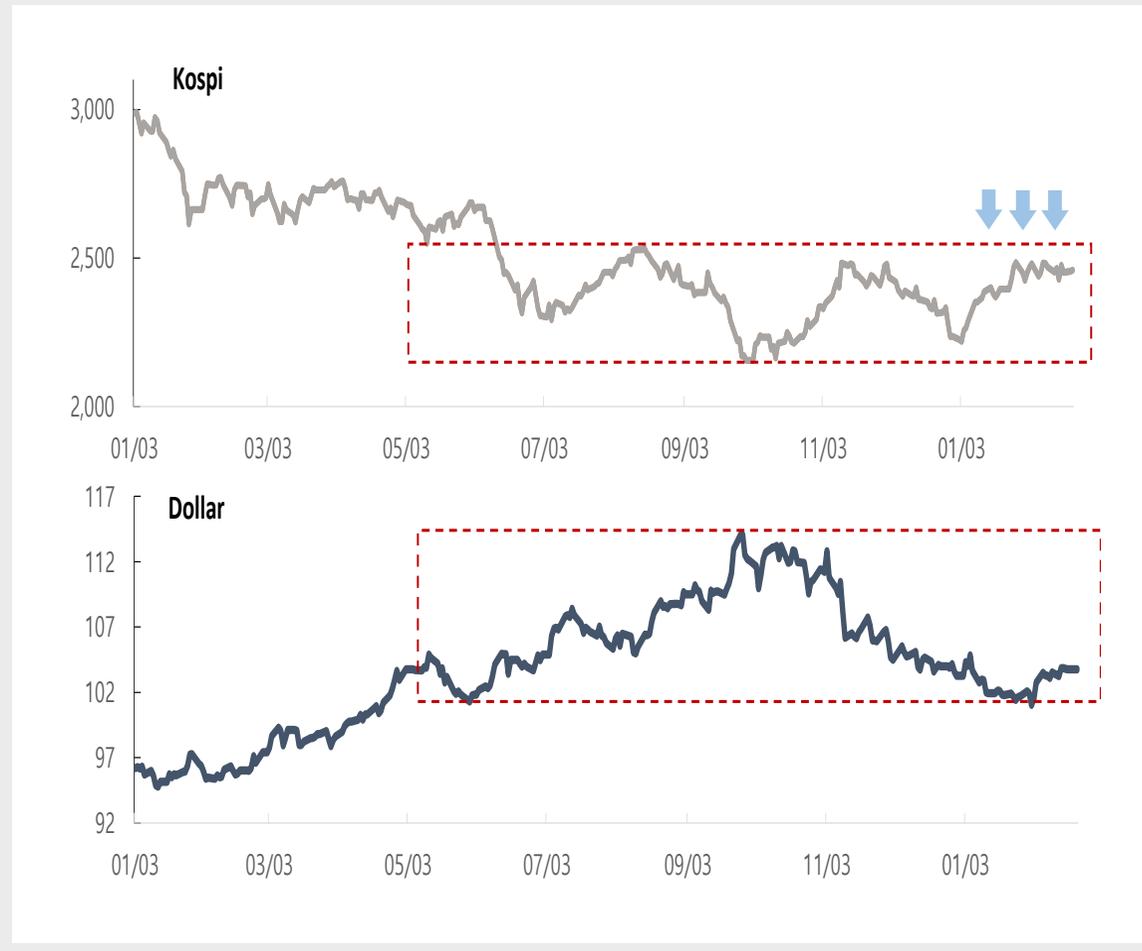
## 유동성 난기류, 벨트를 매야 할 때..

- 난기류는 불규칙한 대기운동이다. 지표면 근처에서 발생하기도 하고, 높은 고도에서도 발생한다. 항공기 날개를 기준으로 윗면과 아랫 쪽의 대기활동이 불안정해지며, 순간적으로 기체가 급하강하는 일이 발생하기도 한다. 3월 주식시장을 포함한 금융 시장은 조금 전 설명과 같은 난기류 지역을 통과할 가능성이 있다고 생각된다.
- 연초밸리를 이어 상승 기대감을 높이는 요소는 있다. 경기침체의 공포가 완화되어 가고 있다는 점이다. 노랜딩 시나리오가 등장할 만큼 미국을 중심으로 경기 상황이 괜찮다. 소비 및 투자활동이 위축되지 않는다면, 기업의 영업활동도 개선될 가능성이 작지 않다. 여기에 중국도 소비 재개 움직임을 보이고 있어 경기하강 위험이 한층 감소할 것으로 기대된다.
- 투자환경을 불안정하게 만들 수 있는 요소는 역시 통화정책기조이다. 제롬 파월 연준의장의 디스인플레이션 발언은 긴축기조 종단을 넘어 확장국면으로 전환으로 해석되었다. 그런데 이는 분명히 앞서간 것이며, 물가안정에 꽤 시간이 소요될 수 있음을 생각하면, 매파적 발언은 언제 등장해도 이상하지 않다. 또한 금리인상 중단 시점이 연장될 수 있다는 시나리오 등장은 기술주 랠리에 대한 강력한 저항과 직면하게 될 수 있다. 또한, 미국 경제의 안정과 대조적으로 교역활동에 비중이 큰 한국은 경기하방 압력이 더욱 큰 것으로 확인되고 있어, 주가상승의 설명력이 약해지고 있는 상황이다.
- 기대요인과 저항요인이 충돌해서 발생하는 난기류는 우선 안전하게 통과하는 것이 우선이다. 약간의 방심으로 다치는 일이 발생하면 경유지 또는 도착지 이후 활동에 부정적 영향을 줄 것이 분명하다.
- 주식시장의 방향성 논쟁에 휘말리는 일이 없도록 하는 것이 더욱 중요해 보인다. 현재 경제와 소비는 상당히 느린 속도로 변화를 보이고 있다. 침체다 호황이다 단편적으로 정의할 수 있는 기간이 아니다. 변동성 국면에 지나치게 추세에 집착한다면, 투자환경에 대한 객관적 평가가 어려울 것으로 생각된다. 자산에 대한 기대수익률이 무엇으로 결정되는지 다시 한번 생각해 보기를 바란다.

# Dollar, 밴드 하단이라면?

- 지난해 달러의 폭주를 보면서, 많은 경제학자들은 중립금리와 균형환율의 수준(level)이 과거와 같지 않을 것이라는 것을 주장했다. 쉽게 말해, 중장기 관점에서 고환율과 강달러가 기본가정이 될 것이라는 주장이다.
- 연초부터 달러화 약세가 진행되고 있지만, 지난해 하반기 달러화 가치 상승이 레벨업의 과정이었다면, 현재 달러화 가치는 밴드 하단이라는 설정이 가능하고, 이는 곧 달러의 반등 가능성을 예고한다. 만약 안전자산인 달러가치가 반등할 경우 반대급부인 위험자산의 기피현상은 다시 재현될 가능성이 없지 않다. 만약 펀더멘탈 약재, 또는 달러화 가치 안정을 지지했던 변수의 변화는 금융시장은 단기 혼란에 빠뜨릴 수도 있다.

달러화 밴드 하단에서 반등한다면? = 위험자산 기피심리 부활

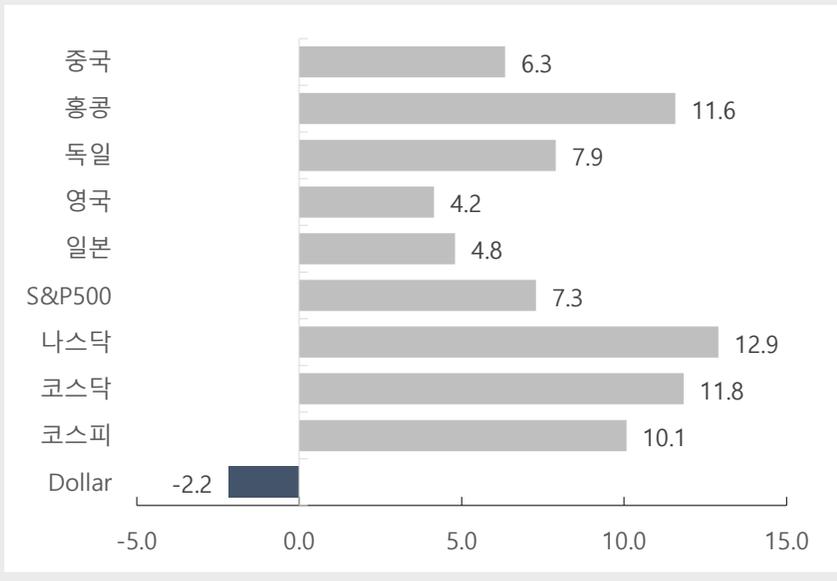


자료: 교보증권 리서치센터

## 달러화 가치 변동에 반응하는 위험자산 가격

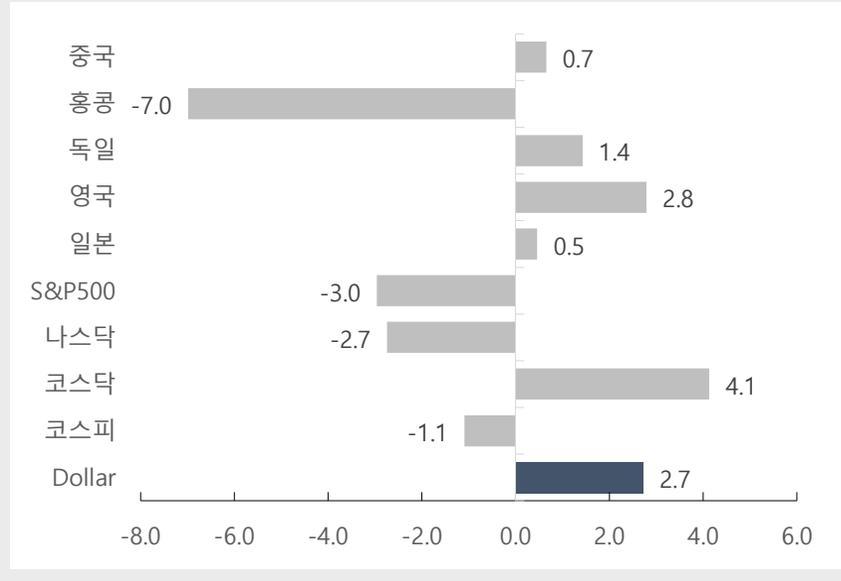
- 글로벌 주식시장은 지난해 연말 비관적 전망이 압도했었다. 그런데 새해가 시작된 직후 시작된 달러화 약세 전환이 위험자산의 선호현상을 자극하고, 하락폭이 컸던 기술주를 중심으로 랠리가 진행된 것이 최근까지 현상이다. 연초 이후 달러화가 단기 고점을 형성했던 2월 1일까지 주요국 증시는 10%에 육박하는 주가 상승을 기록했다.
- 2월 1일 이후 달러화는 소폭 반등에 성공했다. 미국 1월 소비자물가지수와 양호한 소매판매를 확인한 후 긴축 스탠스가 유지될 것이란 분위기가 번지며 달러화 반등과 위험자산 기피현상이 확산되었다. 투자자는 달러화 가치에 대한 단기, 중장기 시나리오를 설정하고, 맞춤형 투자전략을 설정하는 것이 필요한 때이다.

달러화 가치 하락 기간(2023.1.1~2.1) 동안 주가수익률



자료: 교보증권 리서치센터

달러화 가치 반등(2023.2.1~22)과 주가수익률



자료: 교보증권 리서치센터

# 미국 기준금리와 동행해야 할 달러화 가치

- 연초부터 확인된 달러화 약세는 분명히 긍정적 변화이다. 한 때 1,500원에 근접했던 원달러 환율도 어느새 1200원 초반까지 안정되었고, 동시에 외국인 주식 순매수가 코스피 회복에 도움을 준 것은 분명하다. 그렇다면 달러화 약세 전환은 무엇에 반응하는 것일까? 바로 미국 기준금리 인상의 종료시점이 가까워졌다는 것을 반영하는 것이다.
- 달러화 가치가 미국 통화정책에 무조건 반응하는 것은 아니다. 하지만 인상기조가 임계치를 통과하고, 인하 가능성이 논의되기 시작할 때 부터 현저히 강세기조가 둔화되었던 것은 분명하다. 연초 달러화 약세는 정책금리의 인상속도가 빨랐던 것 만큼 지난해 하반기 급등했던 달러화가 적정 수준으로 수렴하는 되돌림의 과정에 있다고 보여진다.

미국 기준금리와 달러화 인덱스 추이

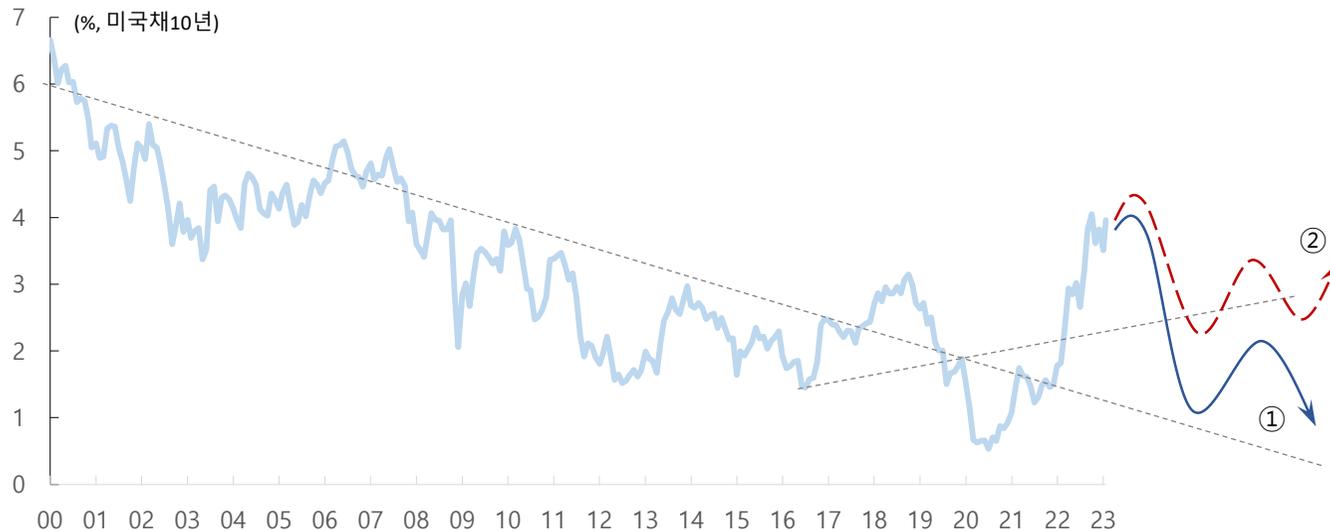


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

# 고금리 시대가 시작된 것은 아닐까?

- 금리란 무엇인가? 단적으로 표현하자면 돈의 가치를 측정할 수 있는 지표이다. 필자가 사회진입세대로 경제활동을 시작한 시점부터 금리는 꾸준히 하락했다. 일본과 유럽에 이어 미국조차 선진국 함정에 빠지려는 조짐을 보이자 유동성을 극단적으로 늘려 구조적 침체에서 탈출하려는 노력을 했다. 이 과정에 신흥국 경제성장이 추가되며 우리는 전 세계를 여행하고, 세상 여러 곳의 재화와 서비스를 손쉽게 만나는 풍요의 시대를 살게 된 것이다.
- 미중 무역전쟁과 팬데믹 3년은 풍요의 시대와 단절을 선언했다. 높은 기준금리와 시장금리는 중립금리로 되돌아 올 것이다. 그런데 다시 저금리 시대로 회귀(①)하는 것일까? 고금리 시대로의 전환(②)은 투자 생태계의 큰 변화를 일으킬 수 있다.

미국 국채 10년 수익률의 중장기 추세에 대한 고민

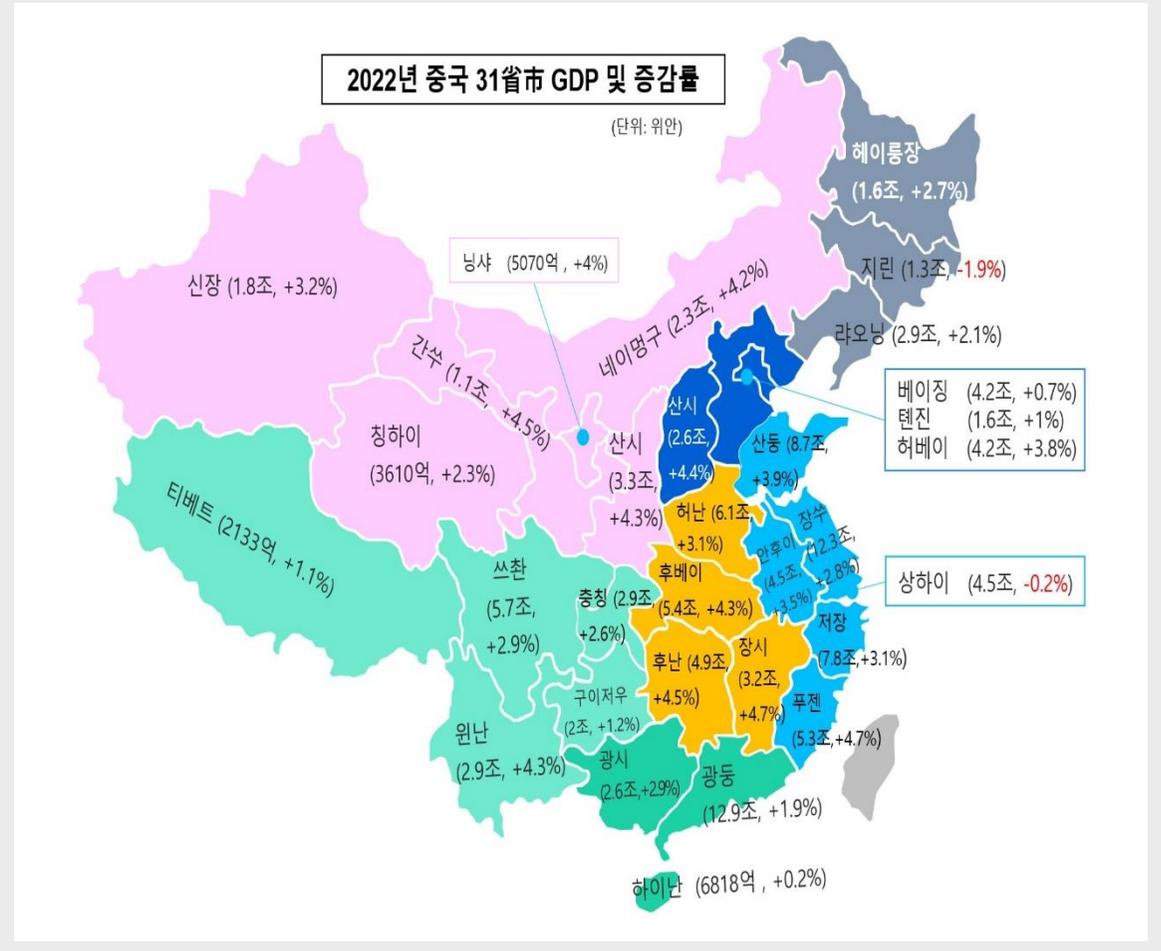


자료: 교보증권 리서치센터

# 3월 양회, 봄비가 될 까? 꽃샘추위가 될까?

- 3월에 개최되는 양회는 지난해 20차 당대회에서 선임된 신임 중앙위원들이 새롭게 등장하고, 리커창 경제부총리의 퇴임을 확인하는 자리가 될 것이다. 지난 연말 제로코로나 정책을 포기하고, 코로나 대유행을 경험했던 중국은 위드 코로나로 전환됨과 동시에 경제활력을 되찾기 위한 정책지원이 기대된다.
- 2022년 중국 경제가 이례적인 침체를 경험한 것은 코로나 정책과 체제 안정의 목적이 더욱 컸기 때문으로 해석된다. 따라서 경기회복에 목표를 두는 경기부양정책은 큰 호응을 얻게 될 것이다. 다만, 양안관계에 대한 이슈는 휴전상태로 평가되는 미국과의 마찰을 다시 수면위로 떠오르게 만들 수 있다.

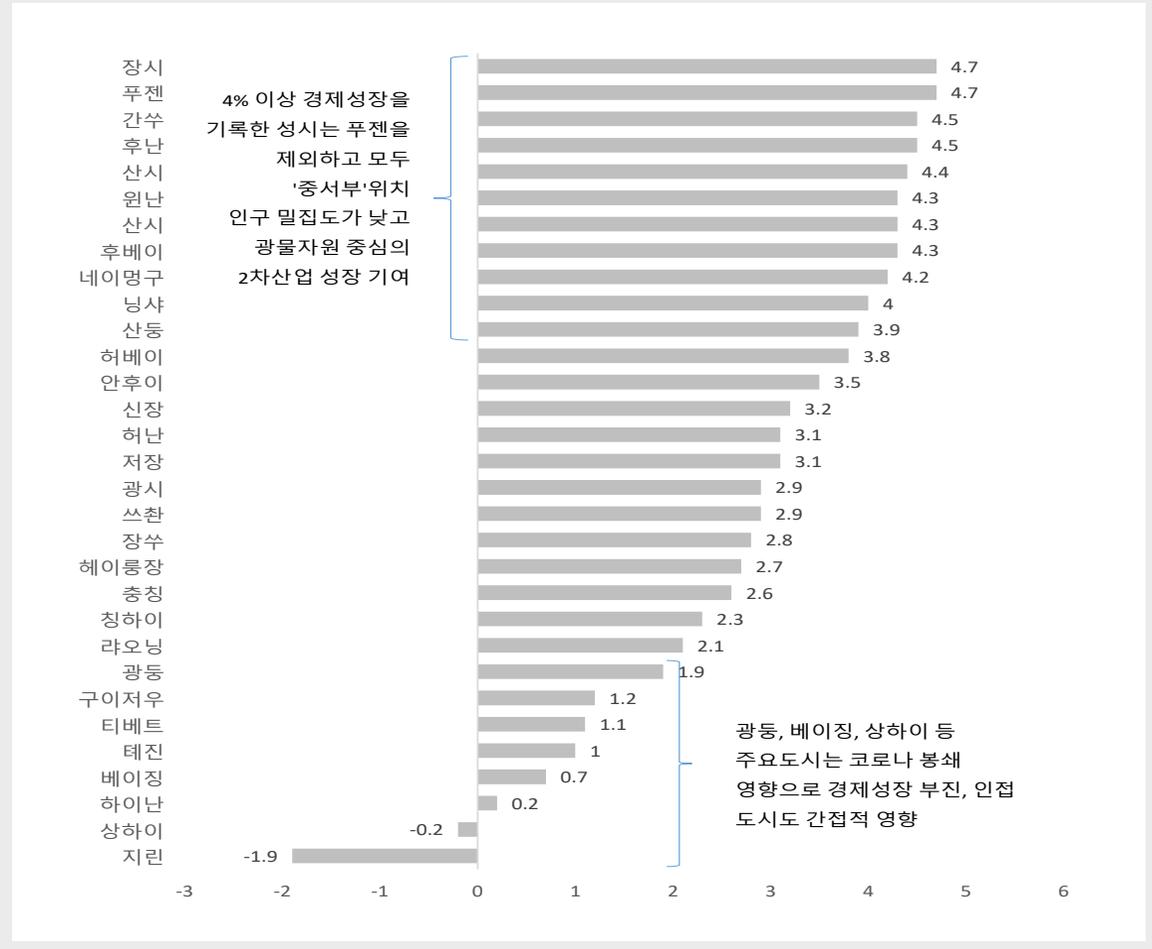
2022년 중국 31개 성시 GDP 및 증감율



자료: KOTRA, 교보증권 리서치센터

- 2022년 31개 성시별 경제성장률을 점검하면 현재 중국경제의 특징을 재정립해 볼 수 있다. 국가 경제성장률을 밀도는 부진한 성장에 그친 도시는 코로나 봉쇄 영향을 받는 대도시였다. 또한 그 주변 도시도 간접적인 영향을 받았다.
- 2022년 4% 이상 성장한 도시는 푸젠을 제외하고 모두 중서부 지역에 위치했고, 이 곳은 인구 밀집도가 높지 않아 코로나 영향이 제한적이었으며, 특히 철강, 리튬 등 채광산업을 중심으로 2차 산업 등의 산업투자가 경제성장에 기여한 것으로 확인된다. 핵심자원 확보 노력이 글로벌 트렌드라는 점에서 중국의 성장엔진이 내수소비에서 다시 투자로 전환될 가능성도 없지 않다.

중국 31개 성시별 2022년 경제성장률(%)

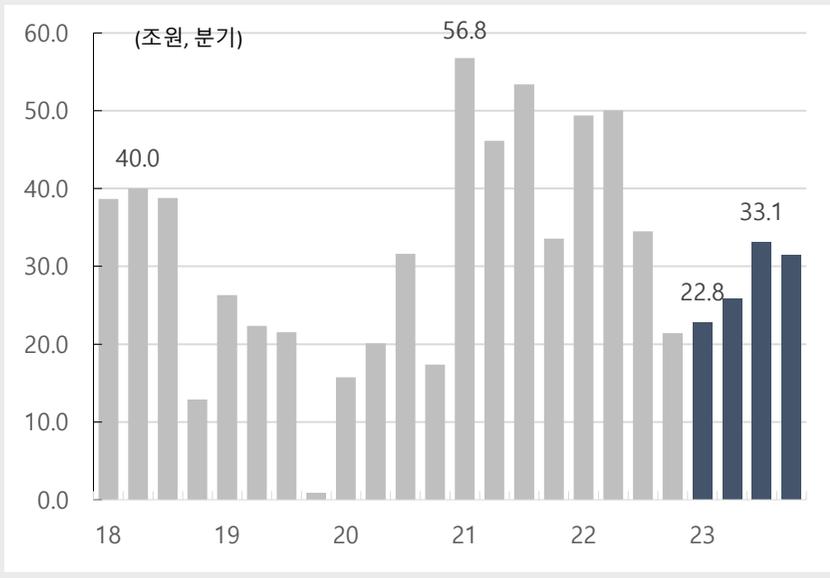


자료: KOTRA, 교보증권 리서치센터

# 상승국면 진입을 방해하는 것은 여전히 기업실적

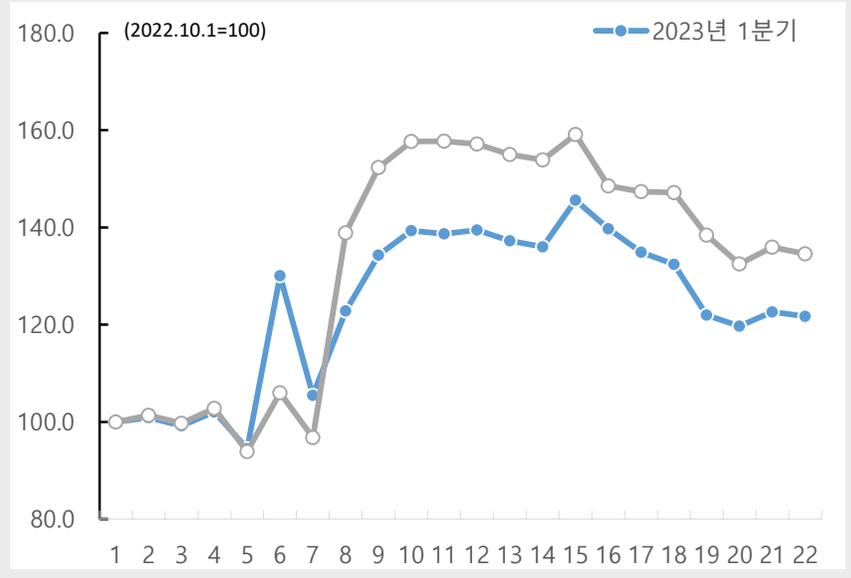
- 3월 후반부에 진입하면 프리 어닝시즌이 시작될 것이다. 가장 주목되는 것은 수출과 상장기업 전체 실적에서 영향력이 큰 반도체 산업의 실적이 주목된다. 거래소 상장기업의 23년 1분기 순이익은 약 22.8조원으로 예상된다. 직전분기 보다 소폭 개선될 것으로 보이지만 전년동기 대비 약 -53.8% 감소한 수준이다.
- 2023년 기업실적에 대한 눈높이는 분명 하향조정 되어 있다. 지난 4분기 실적이 발표되는 동안 부진한 실적공개에도 투자자 반응이 무덤덤했던 것은 이미 기대치 조정이 되어 있다는 평가이다. 현재 최악의 실적상황은 가까운 미래의 실적개선 확률을 더욱 높인다는 해석이 지배적이다. 동의하는 부분도 있다. 하지만 개선시점을 하반기로 단정짓는 것은 조금 낙관적이다.

코스피 분기별 순이익(지배기준) 추이 및 전망



자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

2023년 1분기, 2분기 영업이익 컨센서스 추이



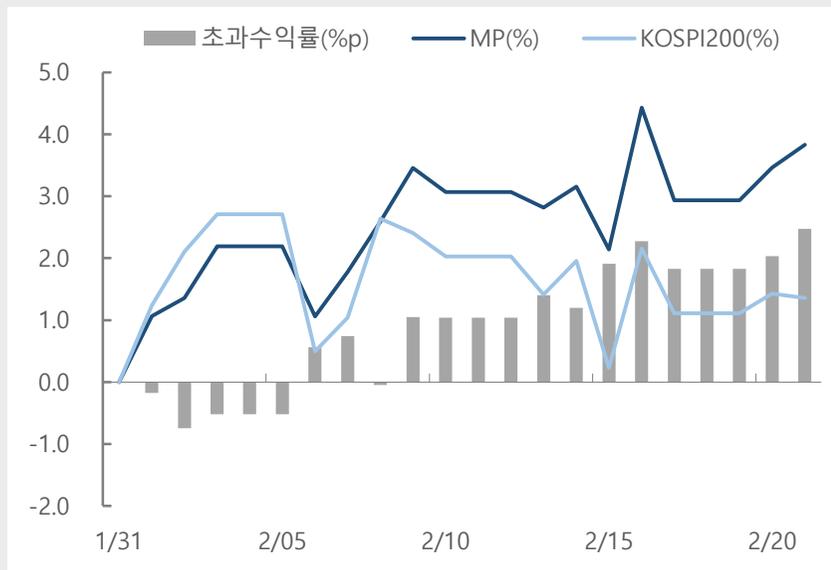
자료: 교보증권 리서치센터

## 2월 모델 포트폴리오 리뷰 및 평가

3월 주식시장 전망

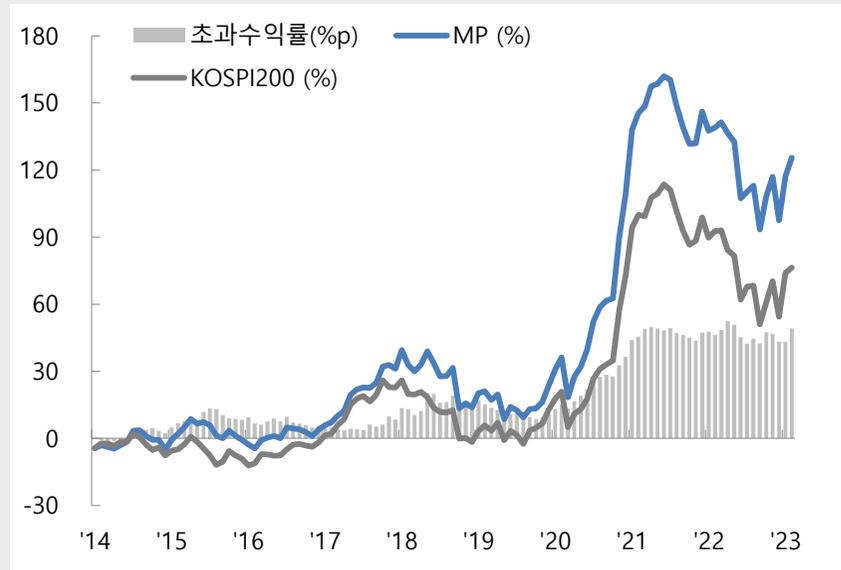
- 2월 모델 포트폴리오 수익률은 +3.83%를 기록하며, 벤치마크(KOSPI200) 대비 +2.47%p 상회한 결과를 보임
- 2014년 이후 MP의 Hit Ratio는 59.1%로 전월 대비 소폭 상승했으며, 현재까지 누적 수익률은 +125.46%를 기록. 시장대비 초과 수익을 기록하고 있음
- 미국 1월 CPI와 PPI 모두 컨센서스를 상회하며 인플레이션에 대한 우려 재점화. 견조한 고용과 소매판매로 인해 경기연착륙 기대감이 확대됨. 연준의 통화긴축정책이 지속될 것이라는 우려 확대에 따른 달러 인덱스 상승과 금리 급등이 국내 증시에 부담으로 작용되고 있음

2월 모델 포트폴리오 월간 누적 수익률



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

당사 모델 포트폴리오 누적 수익률(KOSPI200 대비)



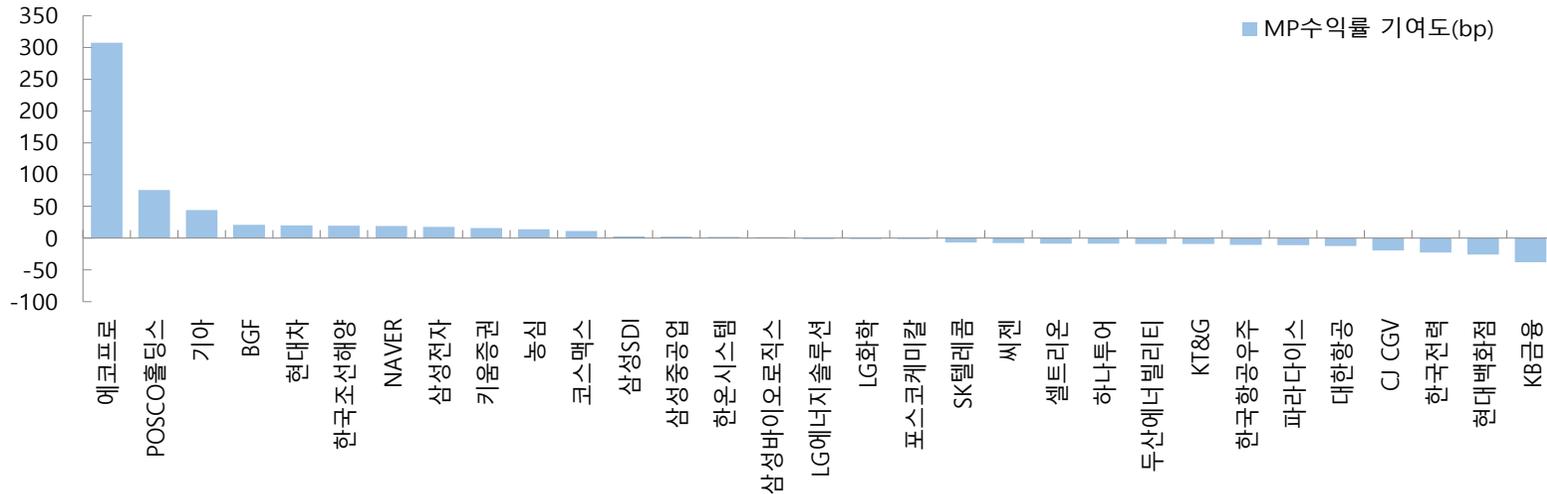
자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

## 2월 모델 포트폴리오 수익률 기여도 분석

3월 주식시장 전망

- 2월 모델 포트폴리오를 구성하는 종목의 수익률 기여도를 분석하면, 2차전지 소재 강세에 따른 에코프로(+102.4%) 상승이 포트폴리오 수익률 주요 상승 요인으로 작용. 업종배분 효과(+26.5bp)는 경기소비재와 소재 업종 비중 확대가 긍정적이었으며, IT 업종 비중 축소는 수익률에 부정적인 영향을 미침. 종목선택 효과(+202.5bp)는 소재 업종의 에코프로 영향이 컸으며, 경기소비재 업종 중 현대백화점(-8.6%)과 파라다이스(-5.5%)가 포트폴리오 수익률을 하락시키는 요인으로 작용. 중국 수요 개선 및 유럽 공급 부족 기대감으로 인한 철강 가격 상승의 수혜를 받은 POSCO홀딩스(+15.1%) 또한 포트폴리오 수익률 수익률에 좋은 영향을 끼침

2월 모델 포트폴리오 월간 누적 수익률

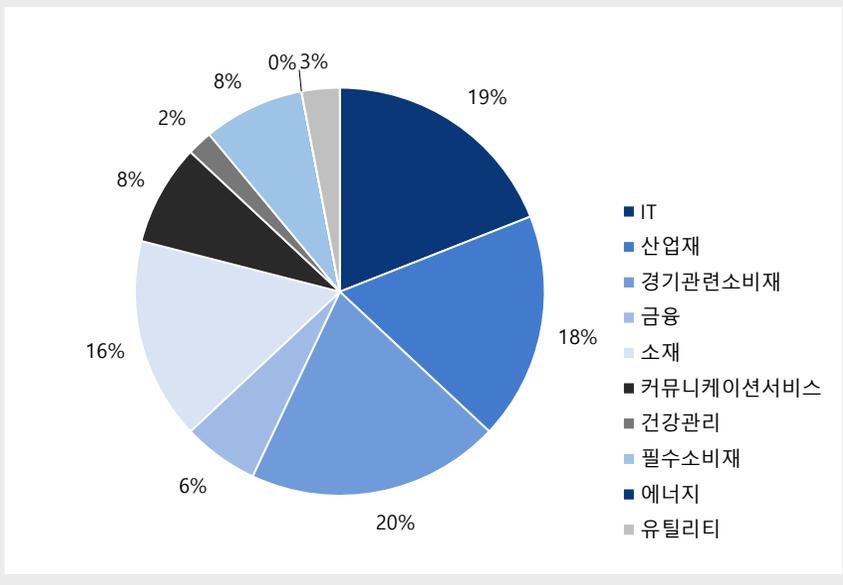


자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

# 3월 모델 포트폴리오 전략

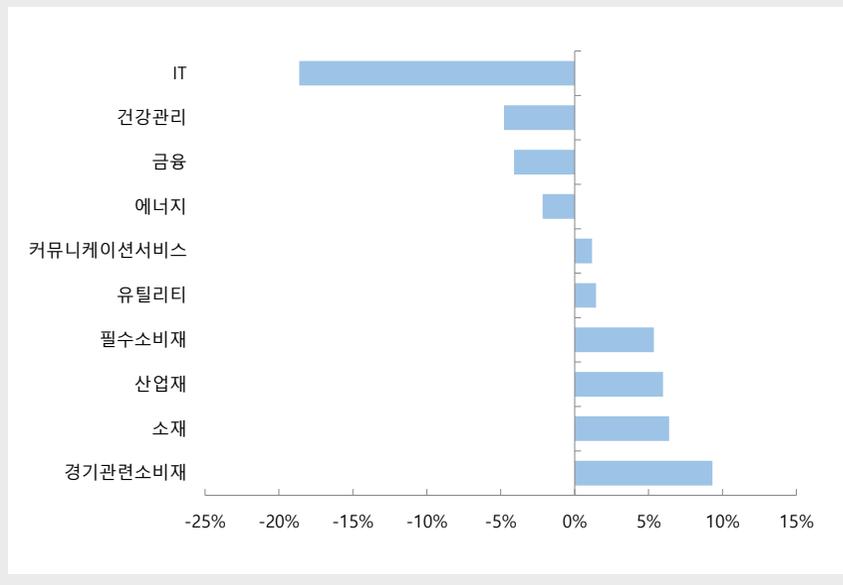
- 3월 모델 포트폴리오는 구성종목 수를 31개 유지/편입 6종목, 편출 6종목(교체율 19.4%)/비중축소 1종목, 비중확대 1종목
- 편입: 현대제철, 두산밥캣, 이마트, 아프리카TV, 동원F&B, 인선이엔티 / 비중 확대: 키움증권
- 편출: 셀트리온, 대한항공, 현대백화점, 씨젠, 하나투어, CJ CGV / 비중 축소: KB금융
- 부진한 수익률을 보이는 건강관리(셀트리온, 씨젠) 업종의 비중을 줄이고, 철강(현대제철) 및 기계(두산밥캣) 업종 비중 확대. 2월 시장을 주도한 산업재(철강, 비철/목재) 및 소재(화학) 산업이 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되기에 해당 산업 비중 확대. 비용 우려가 있는 현대백화점을 수익성이 개선될 것으로 예상되는 이마트로 변경

3월 모델포트폴리오 업종별 비중



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

업종별 벤치마크 대비 초과 비중(Active Risk)



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

# 3월 교보 모델 포트폴리오

3월 주식시장 전망

3월 모델 포트폴리오(1)

(단위: %, X)

섹터	코드	Name	시장 비중	MP 비중	MP -시장	베타	EPS증가율(%)		ROE(%)		PER(X)		PBR(X)	
							2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
IT	A005930	삼성전자	20.5	10.0	-10.5	1.1	(7.6)	(57.5)	11.6	4.4	11.6	27.4	1.3	1.2
	A373220	LG에너지솔루션	6.3	6.0	-0.3	1.6	(8.6)	84.2	6.5	8.4	143.6	77.9	6.8	6.3
경기관련소비재	A006400	삼성SDI	2.5	3.0	0.5	1.0	60.3	12.5	11.9	11.8	26.0	23.1	2.8	2.4
	A005380	현대차	2.0	3.0	1.0	1.0	62.8	3.5	10.2	9.5	6.1	5.9	0.6	0.5
	A000270	기아	1.5	3.0	1.5	1.2	14.0	20.3	14.5	15.3	5.7	4.8	0.8	0.7
	A018880	한온시스템	0.3	3.0	2.7	1.2	(56.9)	121.3	5.7	12.5	36.9	16.7	2.1	2.1
	A139480	이마트	0.2	3.0	2.8	0.6	(44.3)	(63.6)	8.2	2.8	3.8	10.4	0.3	0.3
	A034230	파라다이스	0.1	2.0	1.9	0.6	흑전	54.1	2.1	3.1	57.8	37.5	1.1	1.1
	A192820	코스맥스	0.0	3.0	3.0	0.9	(54.0)	110.6	6.2	11.8	25.7	12.2	1.5	1.4
	A027410	BGF	0.0	3.0	3.0	1.3	(26.9)	35.5	-	-	9.1	6.7	-	-
산업재	A034020	두산에너지빌리티	0.6	3.0	2.4	1.8	(36.2)	9.9	6.5	6.7	24.7	22.5	1.6	1.4
	A009540	한국조선해양	0.3	3.0	2.7	1.1	흑전	749.5	0.6	4.7	110.3	13.0	0.6	0.6
	A010140	삼성중공업	0.2	3.0	2.8	1.1	적축	흑전	(12.8)	3.3	(10.4)	41.2	1.4	1.3
	A047810	한국항공우주	0.2	3.0	2.8	0.7	140.9	52.3	11.6	15.8	29.4	19.3	3.2	2.9
	A241560	두산밥캣	0.2	4.0	3.8	1.1	39.6	8.4	11.8	11.4	7.1	6.6	0.8	0.7
	A060150	인선이엔티	0.0	2.0	2.0	0.9	-	-	-	-	-	-	-	-

# 3월 교보 모델 포트폴리오

3월 주식시장 전망

3월 모델 포트폴리오(2)

(단위: %, X)

섹터	코드	Name	시장 비중	MP 비중	MP -시장	베타	EPS증가율(%)		ROE(%)		PER(X)		PBR(X)	
							2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
커뮤니케이션 서비스	A035420	NAVER	1.8	3.0	1.2	0.9	(94.4)	24.9	3.9	4.7	38.6	30.9	1.4	1.3
	A017670	SK텔레콤	0.6	2.0	1.4	0.6	(41.1)	21.1	7.6	9.1	11.2	9.2	0.9	0.8
	A067160	아프리카TV	0.0	3.0	3.0	0.9	(2.5)	5.6	29.6	25.5	15.0	14.2	3.8	3.1
소재	A051910	LG화학	2.6	3.0	0.4	1.1	(33.7)	(6.8)	9.3	7.2	22.1	23.7	1.8	1.7
	A005490	POSCO홀딩스	1.4	5.0	3.6	1.2	(36.4)	(16.9)	8.0	6.2	7.2	8.6	0.5	0.5
	A003670	포스코케미칼	0.9	3.0	2.1	1.3	48.3	38.1	8.2	10.3	85.3	61.7	6.7	6.0
	A086520	에코프로	0.2	3.0	2.8	1.3	15.5	70.7	24.2	32.1	19.6	11.5	4.2	3.2
금융	A004020	현대제철	0.3	2.0	1.7	1.5	(10.4)	(34.6)	7.1	4.5	3.9	6.0	0.3	0.3
	A105560	KB금융	1.3	3.0	1.7	0.8	9.0	3.1	9.9	9.7	4.4	4.2	0.4	0.4
	A039490	키움증권	0.1	3.0	2.9	1.2	(48.4)	12.4	11.1	11.4	6.3	5.6	0.6	0.6
건강관리	A207940	삼성바이오로직스	3.1	2.0	-1.1	0.9	49.6	27.7	10.4	10.3	91.0	71.2	8.3	6.6
필수소비재	A033780	KT&G	0.7	3.0	2.3	0.2	27.4	(17.6)	13.1	10.5	9.9	12.0	1.1	1.1
	A004370	농심	0.1	3.0	2.9	0.2	19.2	19.7	5.3	6.0	18.4	15.3	0.9	0.9
	A049770	동원F&B	0.0	2.0	2.0	0.5	13.2	14.0	9.5	10.0	8.1	7.1	0.7	0.7
유틸리티	A015760	한국전력	0.7	3.0	2.3	0.6	적합	적축	(46.1)	(23.6)	(0.5)	(1.4)	0.3	0.4

자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터