

3월 증시 전망 및 투자전략 | 2023. 3. 2

조정시! 매수전략으로 전환

Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Quant Strategist 조재운

02) 769-2694 / jaeun.jo@daishin.com

Strategist, JR 김정윤

02) 769-3496 / jungyoon.kim@daishin.com



Contents

3월 증시 전망 및 투자전략

Summary	3
주식시장 전망	6
2월 Review : 추가 긴축 우려 Vs 노랜딩 기대	6
3월 KOSPI Band : 2,200 ~ 2,500p	11
노랜딩 기대로 버텼던 2월	16
노랜딩 기대의 효과 : 경기 - 물가 - 통화정책 악순환 고리	22
채권금리, 달러 반등 = 외국인 차익매물 출회	35
단기 투자심리 위축, 변동성 확대 경계. KOSPI PER 13배의 한계	45
중요 변곡점 3월 FOMC. 핵심 포인트와 시나리오 분석	53
3월 조정은 매수기회. 뜨거운 여름을 기대하며...	59
투자전략	73
Main 전략 : 조정시 반도체, 인터넷, 2차전지 비중확대 권고	73
투자 아이디어 : EU CRMA 분석 결과. 배터리와 재활용의 만남	80
단기 순환매 대응 : 내수주, 방어주	88
퀀트전략	93
4팩터 스코어 상위 업종: 통신, 소매/유통, 디스플레이, 조선, 호텔/레저. 관심 종목 20개 기업 제시	93

Summary. 경기 - 물가 - 통화정책 악순환 고리로 인한 단기 조정 불가피. 비중확대 기회로 판단. 추세반전에 대비

- 3월 KOSPI Band : 2,200 ~ 2,500p
하단 KOSPI 2,200p : 12개월 선행 PBR 0.81배, 확정실적 기준 PBR 0.83배 수준(23년 저점). 23년 1월 저점권
상단 KOSPI 2,500p : 12개월 선행 PER 13배(역사적 밸류에이션 저항선), 21년 하반기 이후 고점권이자 저항대
- 2월초 견조한 경제지표 결과로 추가 금리인상 우려 확대, 금리인하 기대 후퇴 전개. 하지만, 노랜딩 기대에 KOSPI 박스권(2,420 ~ 2,480p) 등락 이어감
1월 미국 금리인하, 중국 경기회복, 반도체 업황 개선 기대에 이어 2월에도 우호적인 변수에만 반응해 온 주식시장이 불안하다는 판단
노랜딩은 경기 악화/침체 시기 지연으로 판단(미국, 유럽 하반기 연착륙 예상). 견조한 경기흐름 - 물가 상승압력 확대 - 추가 긴축 부담 가중의 악순환 고리 전개 예상
달러, 채권금리 추가 반등시 KOSPI 밸류에이션(PER 13배) 부담 가중, 외국인 차익매물 출회 압력을 높일 것
- 3월 FOMC 중요 변곡점. 1) 경제전망, 물가전망과 2) 23년, 24년 점도표 상향조정 여부가 관건
특히, 점도표 변화에 주목. 최근 Bloomberg WRP 기준 기준금리 컨센서스 상단 5.4%까지 상향조정
23년 점도표 5.5% 상회, 23년 / 24년 점도표 Gap 축소(12월 FOMC 당시 100bp)시 단기 변동성 확대는 불가피. 그러나 추가 금리인상, 긴축 우려는 정점통과 예상
채권금리, 달러 강세 진정되면서 KOSPI를 비롯한 글로벌 증시 변동성 진정, 저점통과의 중요 트리거가 될 전망
- 3월 후반부 조정은 비중확대 기회가 될 것. 1) 2분기, 3분기 중국 경기모멘텀 강화로 인한 한국 수출, 경기 저점통과 예상, 2) 반도체 1분기 실적 저점 통과 가능성, 3) 채권금리, 달러 상승세 진정시 외국인 수급 개선 기대. 단기 급반등이 전개되고, 2월까지 견조한 흐름으로 버텼는데 따른 단기 되돌림 강도는 체크
채권금리, 달러, 실적 변화에 따라 단기 UnderShooting 가능성 존재. 하지만, 23년 상반기 중국을 중심으로 한 신흥국에 이어 하반기 유럽, 미국도 경기 저점 통과 예상, 24년에는 글로벌 주요국 동반 경기회복, 모멘텀 강화 국면으로 진입함에 따라 추세반전 예상. 3월 조정시 비중확대 전략은 추세반전에 대비한 것

투자전략

KOSPI 2,400p 이상에서는 매수타이밍 늦추고, 리스크 관리

단기적으로 안전자산(채권, 달러) 강세, 위험자산(주식, 원자재 등) 약세 예상
KOSPI 2,400p 이상에서는 매수타이밍을 늦추고, 현금비중 유지/확대 권고.
포트폴리오 전략 차원에서는 **통신, 음식료** 등 비중확대 유지/강화

KOSPI 2,300선 이하에서 변동성을 활용한 분할매수 권고

장기 하락추세의 정점 통과 과정, 험난(언더슈팅 가능성 존재)할 것
KOSPI 2,300선 이하에서는 변동성을 활용한 분할매수 전략 유효
글로벌 주요국들의 재정, 법안, 부양 정책이 집중되고, 24년 실적 레벨업이 기대되는 **반도체, 2차전지, 자동차, 신재생에너지 업종과 방산, 인터넷 주목**

퀀트 전략

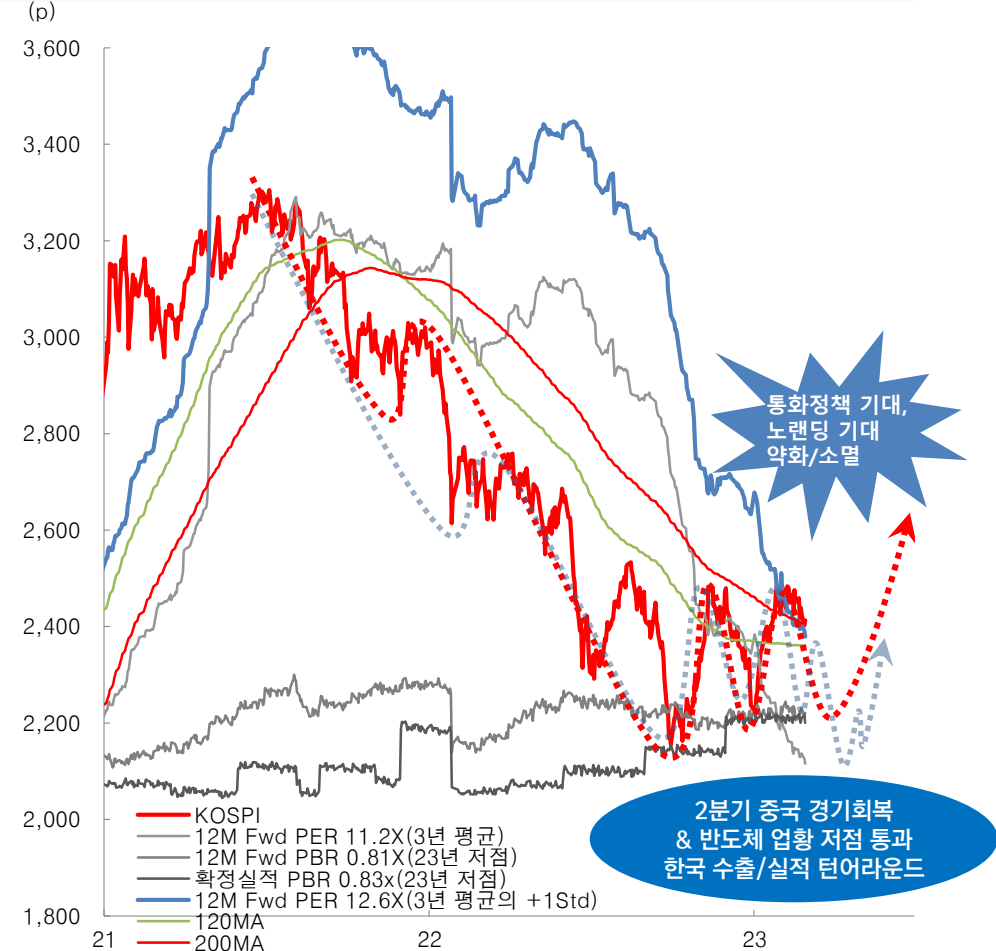
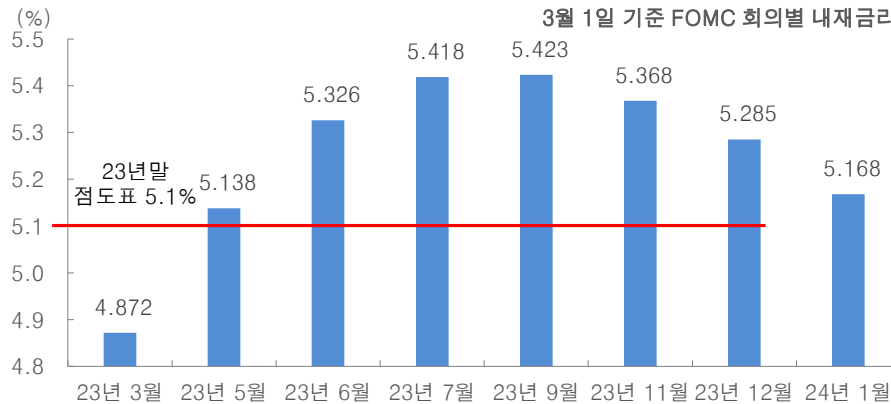
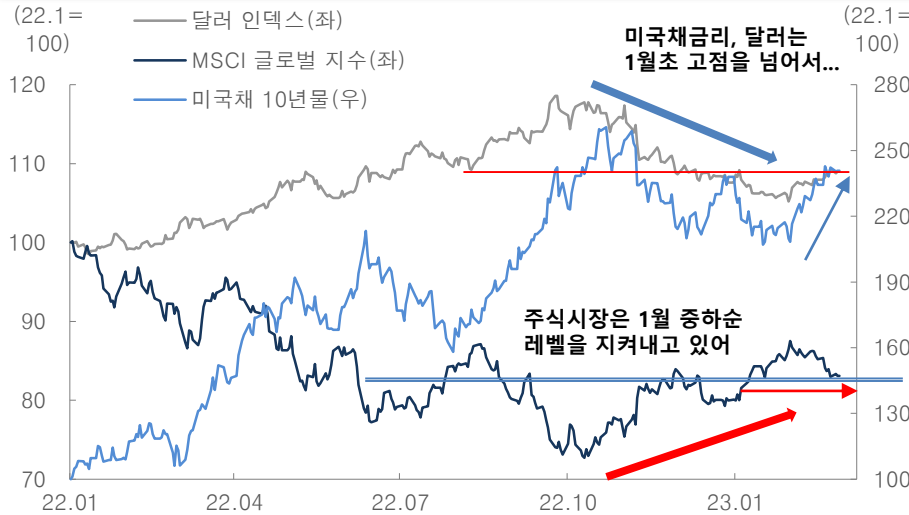
4Q22 실적시즌 동안 23년 KOSPI 실적 전망 -9.7% 하향(09년 -11.4% 제외 20년내 최대), 유틸리티, 조선, 보험, 은행, 자동차는 상향, IT(IT하드웨어, 반도체, 디스플레이), 운송, IT가전 등이 연초 이후 KOSPI 실적 전망치 하향 견인. 4Q22 실적은 영업이익 기준으로(금융은 순이익 사용) 컨센서스를 -47.4% 하회. 자동차(7.7%)와 유틸리티(0.5%)만 컨센서스 상회.

4Q22 실적 시즌이 막바지로 다가오면서 KOSPI 실적 전망치는 하향을 지속 중이지만 모멘텀 완화 중. 반도체 전망치 하향이 끝나면 KOSPI 실적 전망치 상향 전환 가능성 확대

멀티 팩터 스코어 모델에서 지난 한달 간 순위 변동에 크게 영향을 미친 요소는 가격, 밸류 팩터. 2월 가격 조정으로 P/B 밸류에이션 매력이 높아진 업종이 상위 업종 차지. 상위 업종은 통신, 은행, 소매/유통, 상사/자본재, 보험이며 상위 종목은 KT, 롯데지주, SK, LG유플러스, DL 등

[KOSPI 3월 Band 2,200 ~ 2,500p] 과도한 기대심리의 정상화 과정에서 단기 조정은 비중확대 기회

과도했던 금리인하 기대 빠르게 정상화 과정 진행 중. 노랜딩 기대마저 약화되면서 KOSPI 전저점 지지력 테스트 불가피
KOSPI 밸류에이션 부담 완화 & 중국 경기회복 + 반도체 업황 저점통과 = 한국 수출, 기업 이익 턴어라운드 가시화



[3월 투자전략] 조정시 비중확대 전략으로 전환. KOSPI 2,300선 이하에서 변동성을 활용한 분할매수 권고

KOSPI 2,400p 이상에서는 포트폴리오 방어력 강화 유지. 2,300선 이하부터는 반도체, 인터넷을 중심으로 분할매수 가능

투자환경

MACRO & 통화정책

23년 추가 금리인상 우려 확대,
하반기 금리인하 기대 후퇴
예상보다 양호한 글로벌 경기,
경기 둔화/악화국면은 유호
채권금리 반등 & 달러 강세 지속

실적 전망

4분기 실적시즌 종료
23년 1분기, 연간 실적전망
레벨다운, 추가 하향조정은 제한적
시클리컬 본격적인 실적 하향조정
반도체, IT 실적 전망 저점권 진입

수급

외국인 차익실현 심리 강화
펀더멘털 둔화/악화, KOSPI
밸류 부담 가중 & 달러 강세
KOSPI 2,200선에서 저점매수
시작할 가능성

Stocks

+α 단기 트레이딩 : 단기 소외 + 퀄리티 업종/종목

통신 : KT, LG유플러스, SK텔레콤 / 소매(유통) : 이마트

필수소비재 : 롯데지주 / 유틸리티 : 한국전력, 한국가스공사

상사/자본재 : 에스원, CJ, LX인터내셔널 / 의료 : 영원무역

조정시 비중확대, 추세반전에 대비한 업종/종목

반도체 : 삼성전자, SK하이닉스 / 인터넷 : NAVER, 카카오

2차전지 : 엘앤에프, SKC / 자동차 : 현대차, 기아차, HL만도

신재생에너지 : OCI

KOSPI200 4팩터 스코어 상위 기업

DL, 하나금융지주, JB금융지주, 현대글로비스, S-Oil,

더블유게임즈, DL이앤씨, 에스디바이오센서

주: 위 종목군은 이익전망, 밸류에이션, 주가 수익률 등 쿼터 측면에서 추출한 것으로 추천 종목 아님을 말씀드립니다.

추가 금리인상 우려 확대,
금리인하 기대 후퇴
+ 경기 기대감 약화
= 증시 변동성 확대

3월 FOMC(한국시간
23일 새벽) 중요 변곡점
통화정책 불확실성
정점 통과 & 경기불안
심리 진정

단기 Trading : 변동성
대비 + 순환매 대응
= 내수주, 방어주

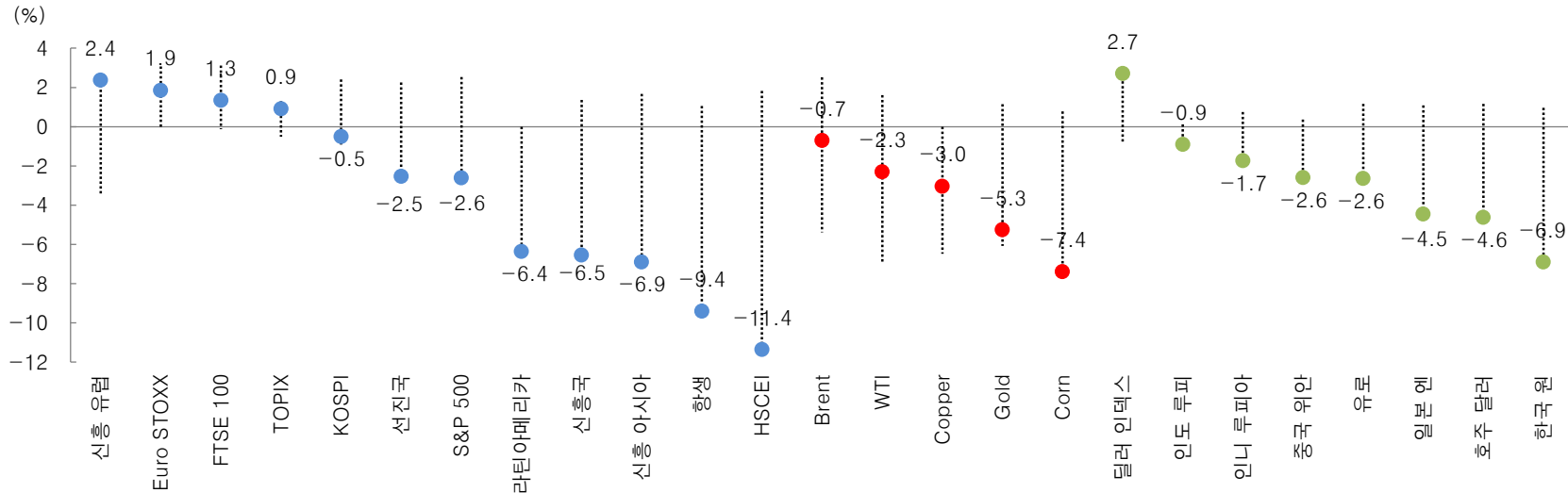
KOSPI 2,300선 이하부터
반도체, 인터넷, 2차전지,
자동차 업종 중심으로
변동성을 활용한
분할매수 권고

2월 Review : 추가 긴축 우려 Vs 노랜딩 기대

Strategist, JR 김정윤

02) 769-3496 / jungyoon.kim@daishin.com

2월 글로벌 금융시장 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

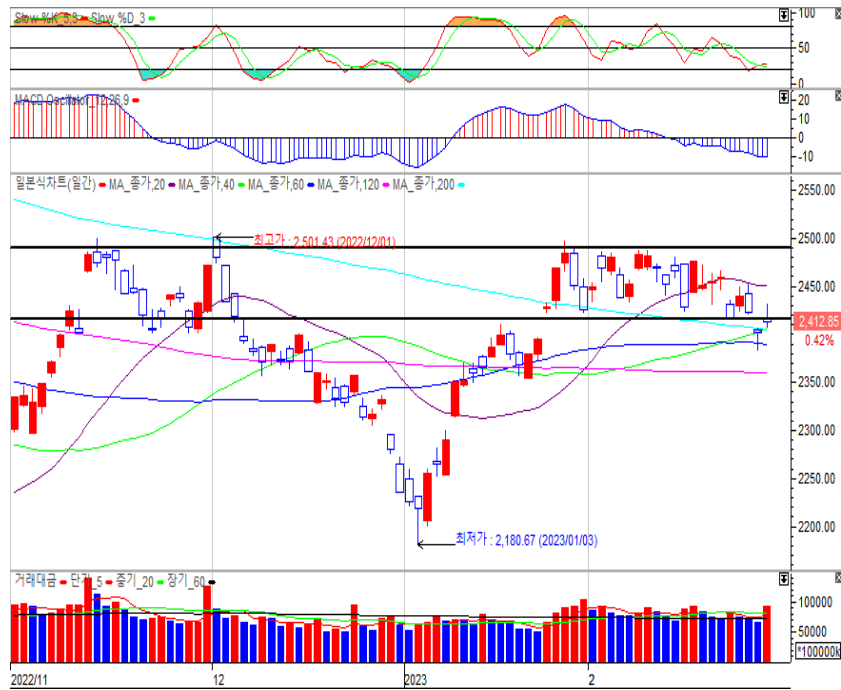
주: 2월 28일 종가 기준

2월 글로벌 증시는 전반적으로 혼조세. 예상보다 온화한 기온 속에 천연가스 가격 하락 등으로 침체 우려 후퇴한 유럽 증시가 수익률 상위권 기록. 반면, 홍콩 증시가 가장 큰 폭 하락. 지난 10월부터 급등세 기록함에 따른 부담과 더불어 중화권 경제지표 및 정책 공백기에 차익실현 매물 출회되어 부진. 미국을 포함한 선진국의 경우 연준 추가 금리 인상 우려 유입되어 미국채 금리, 달러 반등이 투자심리 위축 요인으로 작용

원자재 시장에서 국제유가는 월간 기준으로 하락세 기록. 러시아발 공급 축소 이슈가 상승 압력으로 작용하기도 했으나 미국 원유 재고 증가, 연준 추가 금리 인상 우려에 따른 향후 수요 둔화 가능성이 가격 하방압력을 높임. 금의 경우 2월 초 장 중 1,975달러까지 상승세를 기록했으나 이후 가격조정 받으며 2월에 5.3% 하락

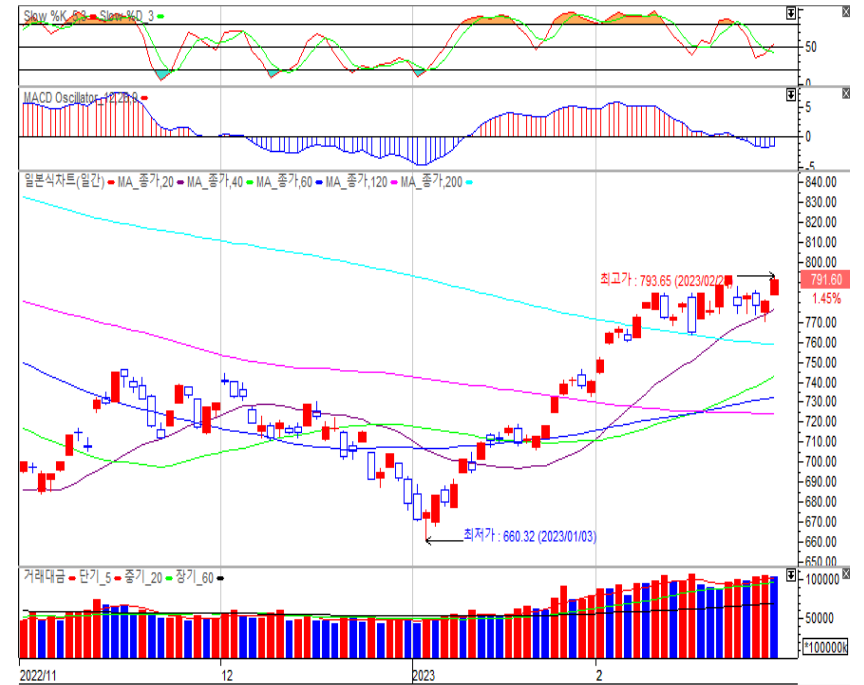
외환시장에서는 연준 추가 금리 인상 우려 유입에 따른 미국채 금리 반등세 영향에 달러 강세 기록. 한국의 경우 달러 강세 압력 확대와 더불어 수출경기 부진 지속이 원화 약세압력을 높임에 따라 원화는 6.9% 절하. 달러 강세 여파로 중국 위안화, 일본 엔화 모두 상대적으로 약세 기록

KOSPI는 200일 이평선 하향이탈 시도



자료: 대신증권 Research Center

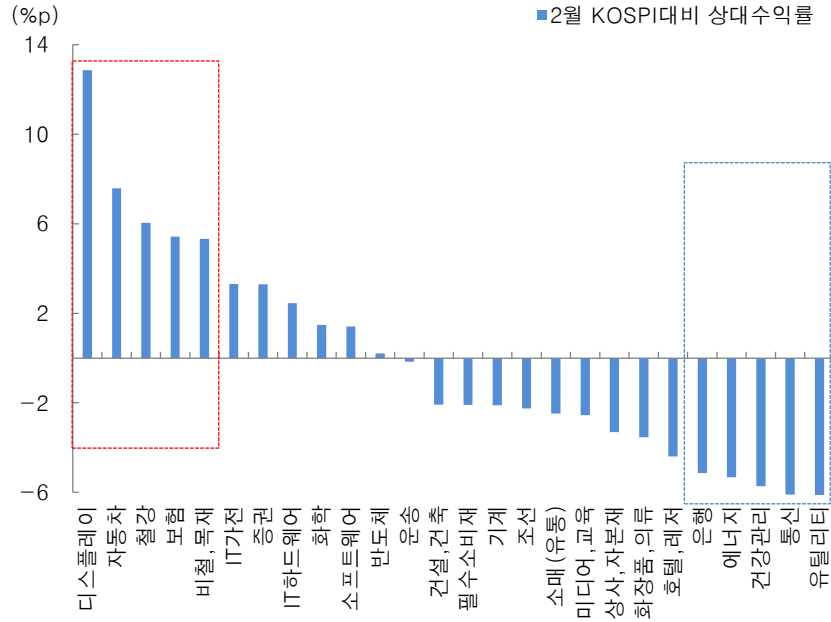
KOSDAQ도 상승세 지속에 800선 근접



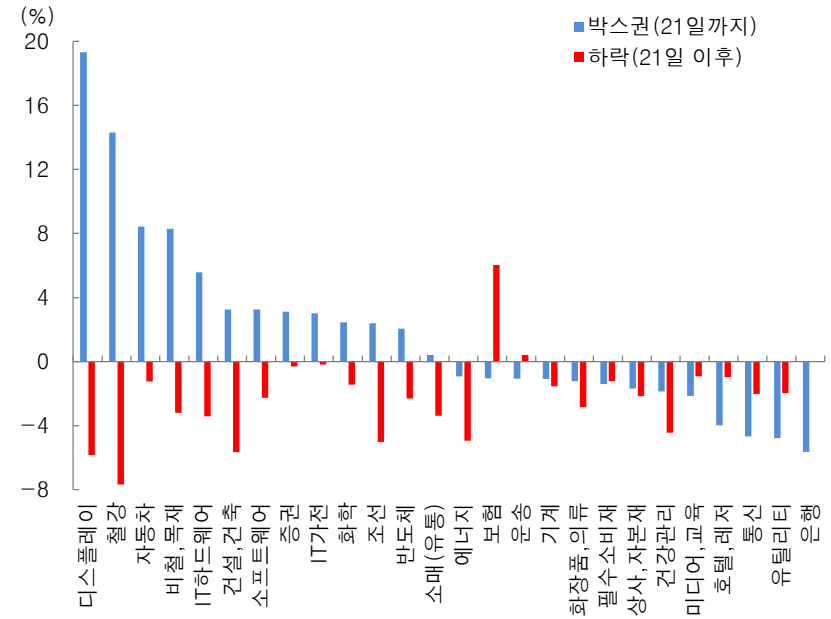
자료: 대신증권 Research Center

2월 KOSPI는 -0.5% 하락한 반면, KOSDAQ은 6.9% 상승. KOSPI는 12개월 선행 PER이 12배 후반대까지 상승하며 밸류에이션 부담 가중. 연준 추가 금리 인상 우려 확대에 달러 강세, 미국채 금리 상승 부담이 위험선호 후퇴 요인으로 작용. 그럼에도 월 중 예상보다 양호했던 미국 경제지표로 오히려 무착륙 기대, 경기에 대한 자신감 유입되어 증시 상방압력으로 작용하기도 함. KOSDAQ의 경우 2차전지 소재주와 더불어 AI, 로봇 등 테마주 상승세 뚜렷하게 나타나며 KOSPI 대비 상대적 강세 기록

KOSPI Outperform 업종 : 디스플레이, 자동차, 철강, 보험



2월 하락국면에서 눈에 띈 보험업 강세



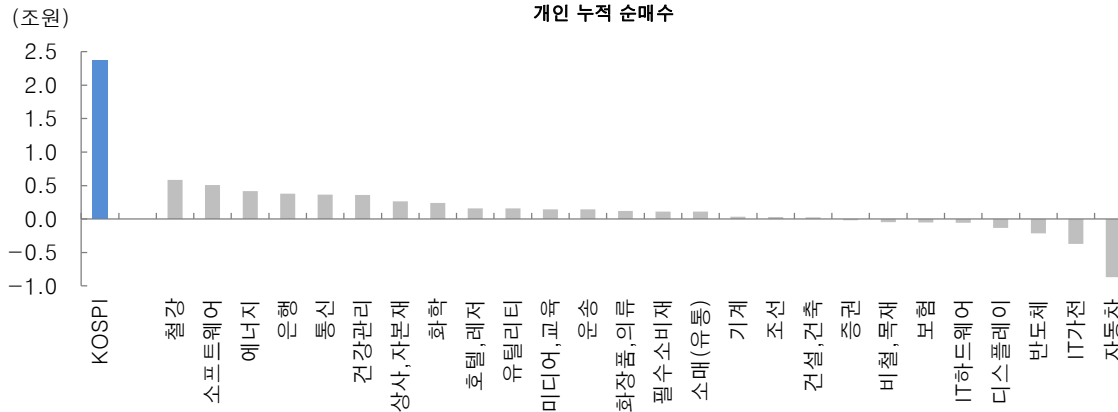
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: 2월 28일 종가 기준

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: 2월 28일 종가 기준

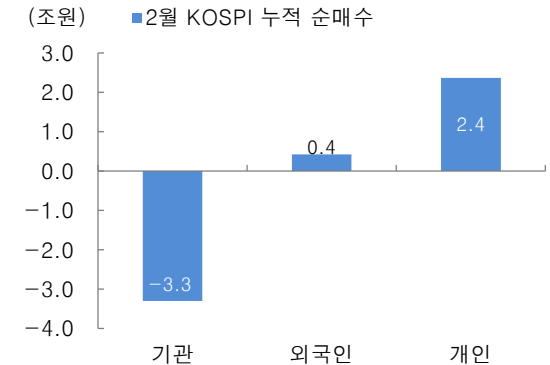
2월 KOSPI 대비 가장 큰 폭 Outperform한 업종은 디스플레이. 특히, 실적개선 기대감에 LG디스플레이 급등세가 업종 강세 주도. 뒤이어 POSCO 홀딩스 중심으로 철강 업종도 KOSPI Outperform. 다만, 단기 상승이 컸던 만큼 2월 하락국면에서 차익실현 매물 출회로 수익률 최하위권 기록. KOSPI대비 가장 큰 폭 Underperform한 유틸리티는 한국전력 급락 영향이 큰 모습. 1월에 급등세 기록한 은행업은 2월 들어서 크게 부진. 한편, 2월 하락국면에서는 보험업이 IFRS 변경에 따른 증익 기대감과 4분기 호실적 속에 강세 뚜렷

원/달러 환율 급반등 부담에 축소된 외국인 순매수세

개인투자자들은 철강, 소프트웨어, 에너지 중심으로 순매수에 유입



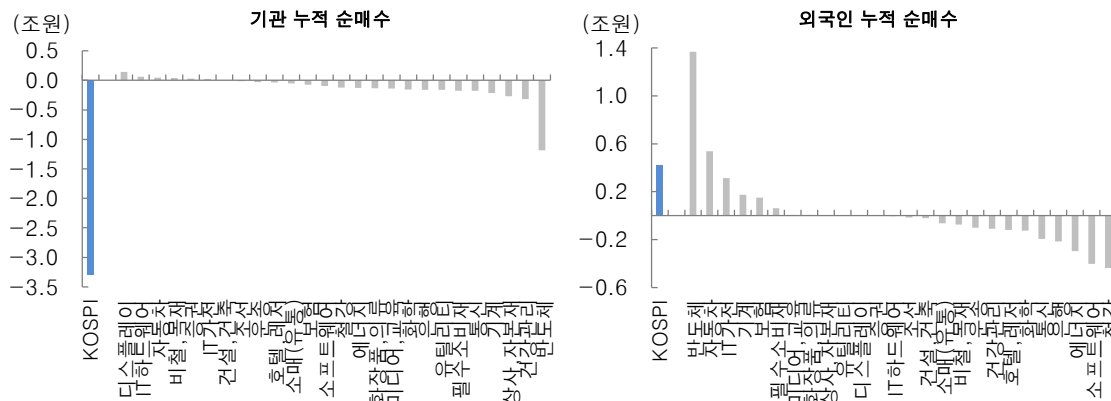
외국인의 순매수세 축소



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 최선호 업종은 여전히 반도체



- 연초 이후 2월 중순까지 외국인 약 8.3조 원 순매수. 그러나 원/달러 환율 급반등으로 외국인 차익실현 매물 출회되어 월간 매수 규모 축소
- 업종별로는 외국인들은 여전히 반도체를 순매수. 반면, 철강, 소프트웨어 중심으로 순매도
- 기관의 경우 업종별로 순매수 규모는 다소 작은 가운데 반도체 중심으로 매물 출회

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

3월 KOSPI Band : 2,200 ~ 2,500p

Strategist 이경민

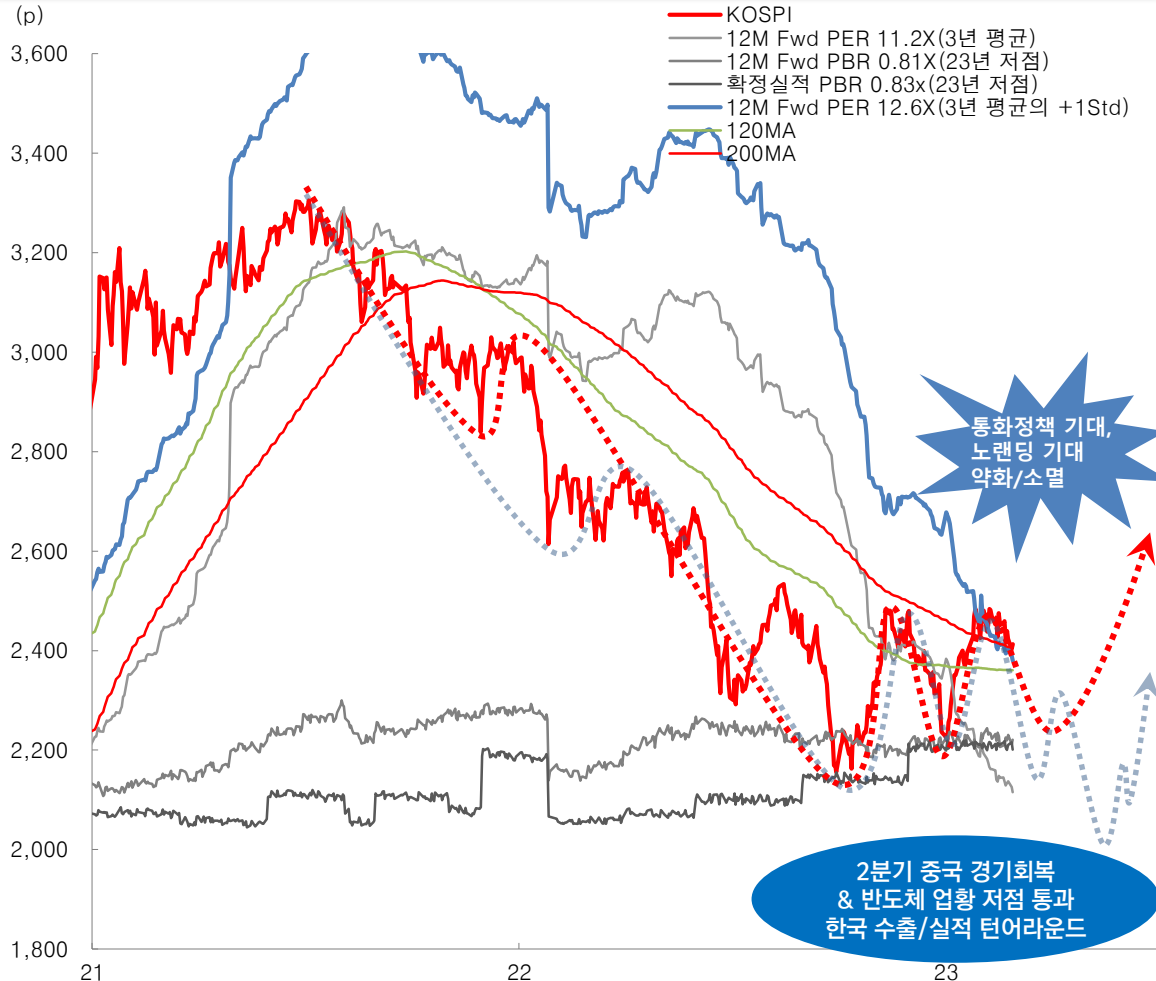
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, JR 김정윤

02) 769-3496 / jungyoon.kim@daishin.com

추가 금리인상 우려가 클수록 3월 FOMC 이후 분위기 반전 가능성 높아져... 조정이 깊어져도 추세반전 예상

과도했던 통화정책 기대와 노랜딩 기대가 후퇴하면서 단기 조정 불가피. 채권금리, 달러 반등으로 외국인 매물출회 경계. 3월 FOMC 이후 분위기 반전 가능성 높아



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 2월초 건조한 경제지표 결과로 추가 금리인상 우려 확대, 금리인하 기대 후퇴 전개. 하지만, 노랜딩 기대에 KOSPI 박스권(2,420 ~ 2,480p) 등락 이어감
- 1월에 이어 2월에도 우호적인 변수에만 반응해 온 주식시장이 오히려 불안하다는 판단. 노랜딩은 경기 악화/침체 시기 지연으로 이어질 것
- 단기적으로는 건조한 경기흐름 - 물가 상승압력 확대 - 추가 긴축 부담 가중의 악순환 고리 전개, 이로 인한 달러, 채권금리 추가 반등, KOSPI 밸류에이션(PER 13배) 부담 가중, 외국인 차익매물 출회 압력 확대가 KOSPI 변동성 자극
- 3월 FOMC 중요 변곡점. 특히, 점도표 변화 주목. 최근 Bloomberg WIRP 기준 기준금리 컨센서스 상단 5.4%까지 상향조정. 결과에 따른 단기 변동성 확대는 감안해야겠지만, 추가 금리인상, 긴축 우려는 정점통과 예상
- 채권금리, 달러 강세 진정되면서 KOSPI를 비롯한 글로벌 증시 변동성 진정, 저점통과의 중요 트리거가 될 전망. 3월 후반부 조정은 비중확대 기회가 될 것

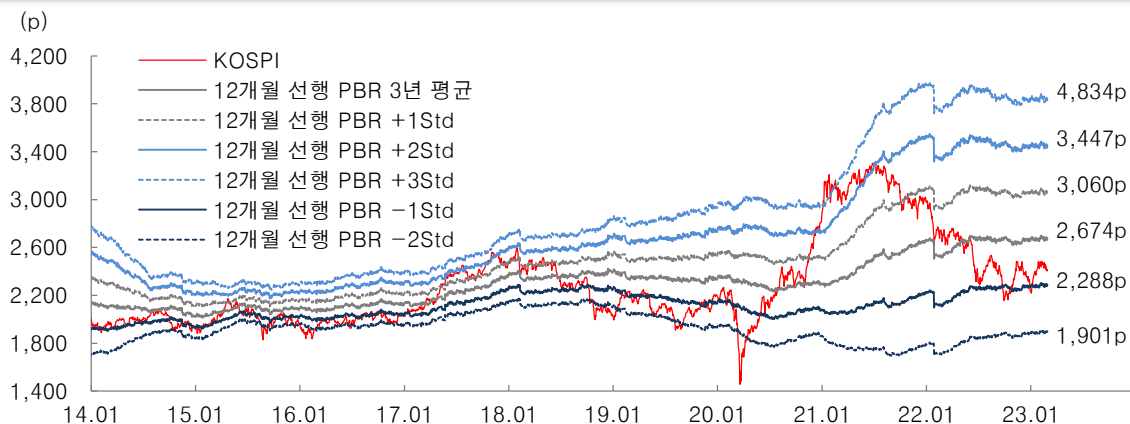
3월 KOSPI Band 2,200 ~ 2,500p

12개월 선행 PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

12개월 선행 PBR Band

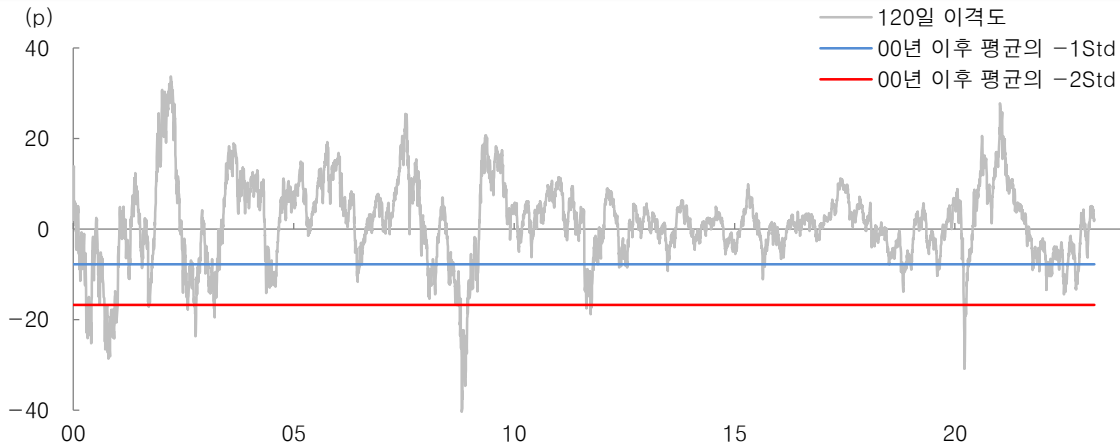


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 하단 KOSPI 2,200p : 12개월 선행 PBR 0.81배, 확정실적 기준 PBR 0.83배 수준 (23년 저점). 23년 1월 저점권
- 상단 KOSPI 2,500p : 12개월 선행 PER 13배(역사적 밸류에이션 저항선), 21년 하반기 이후 고점권이자 저항대
- 실질적으로 **KOSPI 2,480선은 밸류에이션 측면에서 강력한 저항대**. 12개월 선행 PER 12.54배로 3년 평균의 +1표준편차, 확정실적 PBR 0.88배, 12개월 선행 PBR 0.831배로 3년평균의 -1표준편차 수준
- 실적 전망 하향조정이 제어된다 하더라도 2월 중순 이후 레벨업된 채권금리, 달러 강세 여파로 밸류에이션 부담 완화, 외국인 차익매물 소화과정 불가피
- 이익전망 하향조정 여파로 PER 측면에서 지지선을 낮아지고 있음. 1차적으로 PBR 기준 전 저점수준인 2,200 ~ 2,220선 지지력 확보 체크
- 하향이탈시 추가 하락, UnderShooting 국면이 전개될 수 있지만, 이 또한 장기 하락추세의 마지막 진통과정이 될 것

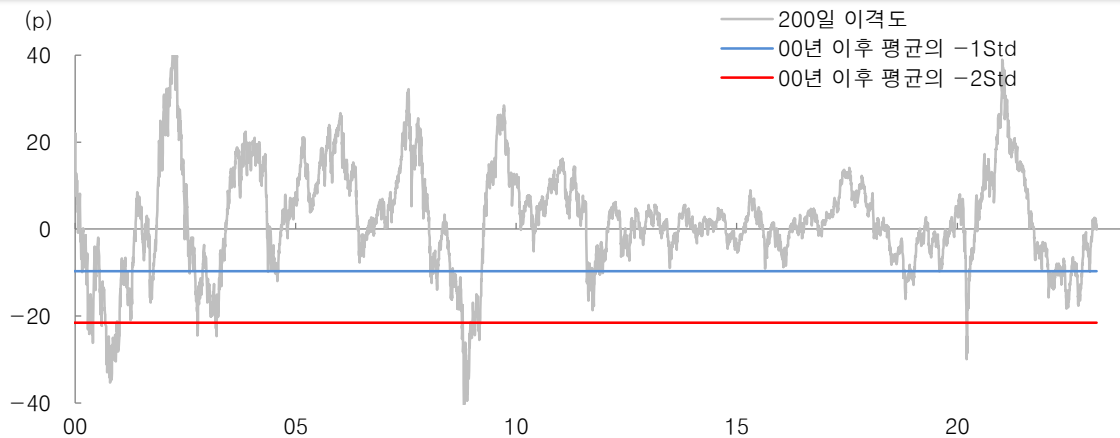
KOSPI 경기선(120일), 추세선(200일) 이격도 플러스 반전. 추세전환까지는 시간이 필요

KOSPI 120일 이동평균선 이격도. 플러스권에서 등락 반복



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 200일 이동평균선 이격도. 플러스 반전 이후 정체국면



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI 120일, 200일 이격도 모두 상승 반전 이후 플러스 권에서 등락 중
- 120일, 200일 이동평균선 하락세가 이어지고 있어 상승추세 반전을 자신하기 어렵고, 추세 반전까지 시간이 필요하다는 판단
- 아직 Rock Bottom 통과 과정이 남아있음을 시사
- 120일, 200일 이격도와 00년 이후 평균의 -1표준편차 수준까지 10%p 괴리율 존재. KOSPI 기준 2,170선
- 120일, 200일 이동평균선의 하락 속도를 감안할 KOSPI 2,200선과 2,100선 중후반대에서 1차 지지력 확보 여부가 관건

3월 주요 경제지표 및 이슈/이벤트 일정 : 중요 변곡점은 3월 FOMC

	3월 2일 ~ 10일	3월 11일 ~ 20일	3월 21일 ~ 28일
통화정책	7일 RBA 통화정책회의 10일 BOJ 금정위	16일 ECB 통화정책회의 20일 중국 인민은행 LPR금리 결정	23일 연준 FOMC
경제지표	2일 미국 2월 ISM 제조업지수 2일 유로존 2월 소비자물가, 1월 실업률 2일 미국 주간 신규 실업수당청구건수 3일 중국 2월 차이신 서비스업, 종합 PMI 3일 미국 2월 S&P 글로벌 서비스업, 종합 PMI 4일 미국 2월 ISM 서비스업지수 6일 한국 2월 소비자물가 6일 유로존 3월 섹터 투자자기대지수, 1월 소매판매 7일 미국 1월 제조업수주, 내구재 주문 7일 한국 4분기 GDP 성장률(잠정치) 7일 중국 2월 수출입, 무역수지 8일 유로존 4분기 GDP 성장률(잠정치) 9일 중국 2월 소비자물가, 생산자물가 10일 미국 2월 비농업부문 고용, 실업률	14일 한국 2월 수출입 물가지수 14일 미국 2월 소비자물가, NFIB 소기업낙관지수 15일 중국 1~2월 광공업생산, 소매판매, 고정자산투자 15일 유로존 1월 산업생산 15일 미국 3월 뉴욕 제조업지수, 2월 생산자물가, 3월 NAHB 주택시장지수, 2월 소매판매 16일 일본 2월 수출입, 무역수지, 1월 핵심기계수주 16일 미국 2월 건축허가, 주택착공건수 17일 미국 2월 광공업생산, 3월 미시간대학교 소비자신뢰지수	21일 한국 3월 1~20일 수출입, 2월 생산자물가 21일 독일 3월 ZEW 서베이 21일 미국 2월 기존주택매매 23일 미국 2월 시카고 연방 국가활동 지수, 주간 신규 실업수당청구건수, 2월 신규 주택매매 24일 미국 3월 캔자스시티 제조업지수 24일 일본 2월 소비자물가 24일 유로존 3월 S&P 글로벌 제조업, 서비스업, 종합 PMI 24일 미국 3월 S&P 글로벌 제조업, 서비스업, 종합 PMI 27일 중국 2월 공업이익 27일 독일 3월 IFO 서베이 28일 미국 1월 FHFA 주택가격지수, S&P 코어로직 CS 20개 도시 가격, 3월 리치몬드 연은 제조업지수, 3월 컨퍼런스보드 소비자자기대지수 29일 한국 3월 소비자심리지수 29일 독일 4월 GfK 소비자자기대지수 30일 한국 4월 제조업, 비제조업 BSI 31일 중국 3월 국가통계국 제조업, 비제조업, 종합 PMI 31일 유로존 3월 소비자물가 31일 미국 2월 개인소득, 개인소비, PCE물가
기타 일정	4일 중국 양회 개막 9일 선물옵션 동시만기일	14일 EU CRMA 발표	24~25 EU 정상회의 25~27일 중국 개발포럼

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

3월 경제지표 확인 과정에서 건조한 경기흐름 - 물가 상승압력 확대 - 추가 긴축 부담 가중의 악순환 고리 전개 예상. 통화정책 이벤트의 경우 10일 BOJ 금정위 예정되어 있으며 이는 구로다 총재의 마지막 회의로 YCC 정책 관련해서 서프라이즈 움직임 여부 주목. 23일에는 연준 FOMC 예정. 경제 및 물가전망 뿐만 아니라 23년, 24년 점도표 상향조정 여부가 관건. 정부 정책은 4일 중국 양회 개막 이후 부양책 구체화 여부, 14일에는 EU CRMA(핵심원자재 법안) 내용, 24일 EU 정상회담 이후에는 EU의 그린 딜 산업 계획 추가 논의로 보조금에 대한 가이드라인 제시 여부 주목

노랜딩의 기대로 버텼던 2월

Strategist 이경민

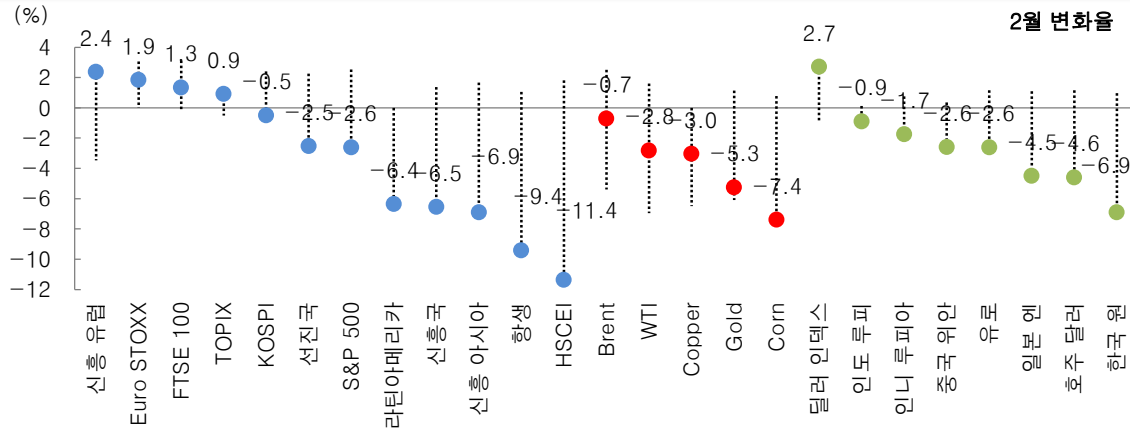
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, JR 김정윤

02) 769-3496 / jungyoon.kim@daishin.com

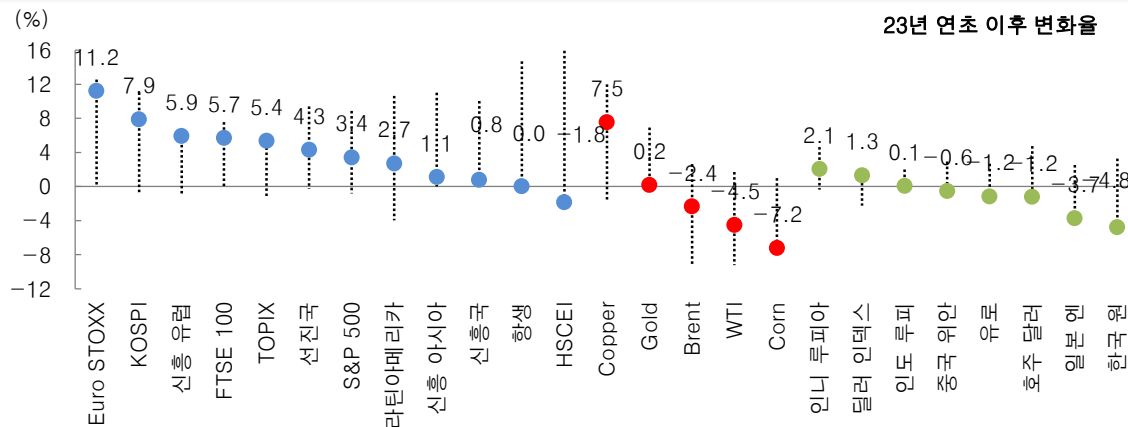
[2월 글로벌 금융시장] 미국 금리인하, 중국 경기회복 기대 후퇴했지만... 노랜딩 기대로 견조한 흐름 전개

달러 강세 반전, 채권금리 레벨업 여파로 위험자산 하락반전.
원화는 글로벌 주요국 중 제일 약한데, KOSPI 하락폭은 제한적



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국 1월 상승분 대부분 반납. KOSPI와 유럽의 차별적인 강세 뚜렷

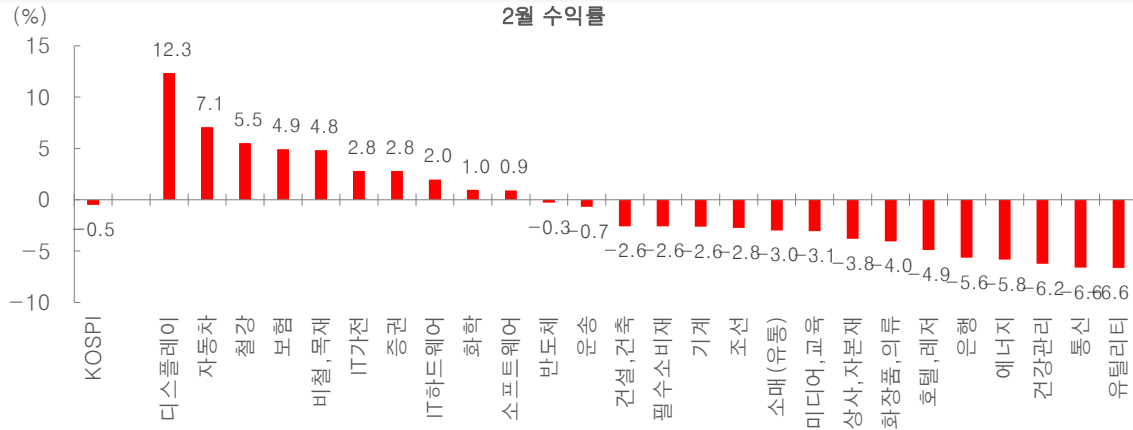


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 2월초 고용지표 서프라이즈를 시작으로 견조한 경제지표가 추가적인 금리인상 우려를 자극하면서 달러와 채권 상승 반전
- 여기에 중국 경기회복 기대가 후퇴하면서 중화권, 신흥아시아 증시 급락 반전
- 위험자산 전반적인 약세 흐름 뚜렷
- 하지만, 노랜딩 기대 속에 차별적인 통화정책을 이어가며 일본, KOSPI는 상대적으로 선방. 환율 약세에도 불구하고 중국 소비 모멘텀과 정책 기대감, 외국인 수급에 의한 순환매가 전개된 영향
- 원화는 글로벌 주요국 중 가장 약한데, KOSPI는 박스권 등락을 이어가며 보험권으로 마감한 아이러니한 상황 전개
- 중화권 증시와 원자재 가격은 1월 상승분을 대부분 반납하고, 마이너스 반전
- 유럽, KOSPI의 상대적 강세가 눈에 띄는 부분
- KOSPI의 상대적 강세가 지속될 수 있을지가 중요한 3월. 단기적으로는 글로벌 증시, 특히, 중국, 미국 증시와의 Gap 축소가 전개될 가능성 높아 보임

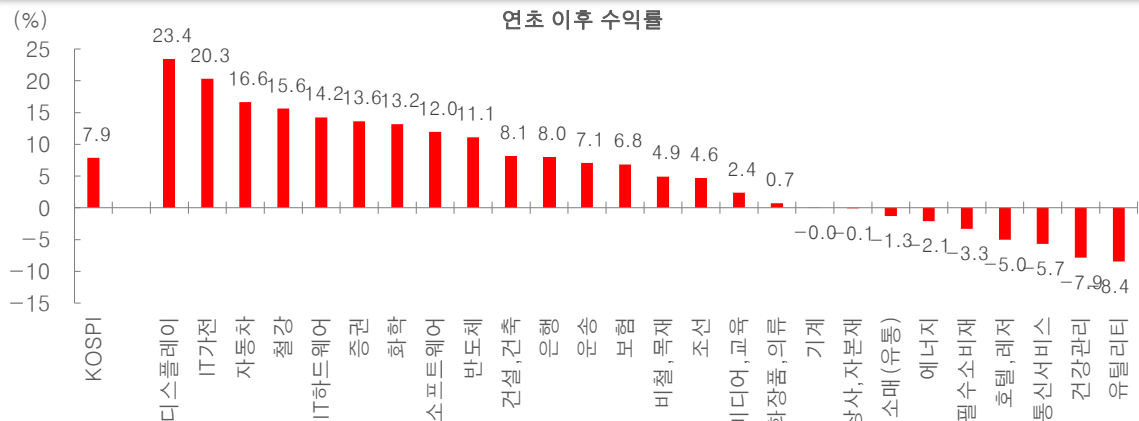
[2월 KOSPI] 노랜딩 기대와 외국인 순매수에 힘입어 순환매 장세 전개. 박스권 등락 지속

중국 경기회복 기대 속에 미국 노랜딩 이슈 유입. 외국인 순매수 기조 지속
경기민감주와 2차전지, 소재/산업재가 강세를 보이며 2월 증시 박스권 등락 지속



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

2차 전지, 디스플레이 중심의 IT 강세. 자동차, 철강, 화학, 건설 등 순환매

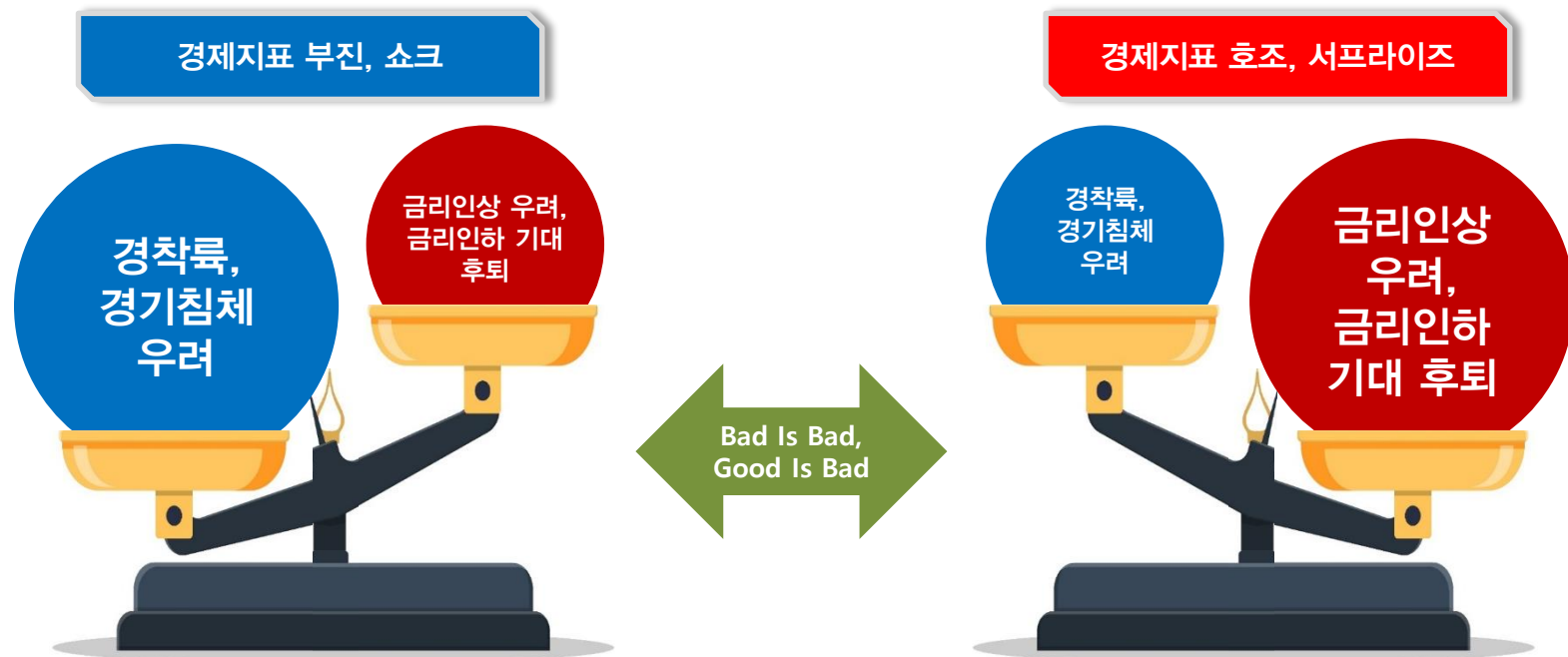


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 1월에 이어 2월에도 강세를 이어간 업종은 디스플레이와 2차전지, 자동차. 중국 경기회복과 미국 정책 모멘텀 기대 유입
- 다만, 2월에는 KOSPI가 보합권에서 등락을 이어가는 가운데 소수 업종만이 강세를 보임. 1월 지수 레벨업과 함께 업종 전반에 상승 분위기가 확산되었던 흐름과는 상반된 결과로 생각
- 연초 이후 업종별 등락을 보면 2차전지와 디스플레이 중심의 IT와 중국 경기, 특히 제조업 경기 회복에 대한 기대감이 반영된 철강, 화학 등이 강세를 보임
- 반도체, 은행이 2월에는 쉬어가는 동안 여타 IT와 경기민감주가 KOSPI 하방경직성을 높이고, 2,480p 회복시도에 힘을 실어주었다고 판단
- 문제는 노랜딩 기대가 언제까지 지속될 것인가, 중국 경기 회복이 원자재 수요로 이어질 수 있을 것인가...
- 노랜딩 기대의 후폭풍과 원자재 가격 하락을 감안할 때 2월 KOSPI의 견조한 흐름은 다소 무리가 있었다고 볼 수 있음

[경기 Vs. 통화정책] 경제지표 호조로 추가 금리인상 우려 커졌지만...

균형점을 잘 맞춰진 상황이라도 과도한 기대가 반영된 상황이라면,
작은 변화에도 균형점이 깨질 가능성이 높음. 실제로 2월초 고용 지표 서프라이즈를 시작으로 통화정책 기대 빠르게 후퇴
Bad Is Good, Good Is Good 국면에서 Bad Is Bad, Good Is Bad 국면으로 전환 가시화. 하지만...



2월 첫째주 기대감 검증국면을 거치며 연착륙 기대와 금리인하 기대 간의 균형점이 깨졌음. 연착륙에 대한 기대가 지속되거나 강화될 경우 금리인하 기대는 후퇴할 수 밖에 없었던 상황. 만약, 추가적인 금리인하를 기대하기 위해서는 빠른 물가안정이 선행되어야 했음. 그 기저에는 가파른 경기 악화, 경기 침체 가시화가 불가피함에 따라 이 또한 악재로서 영향력을 보였을 것. 2월 초부터 양호한 경제지표 결과가 추가적인 금리인상 우려, 하반기 금리인하 기대 후퇴로 이어짐. 이 과정에서 Bad Is Bad, Good Is Bad 국면이 전개되는 듯 했음. 하지만, 1월 증시 상승동력이 아닌 다른 측면에서의 기대감이 유입되면서 변동성 확대 제한적

[경기 Vs. 통화정책] 추가 금리인상 우려, 금리인하 기대 후퇴. No-Landing 기대가 증시 변동성을 제어

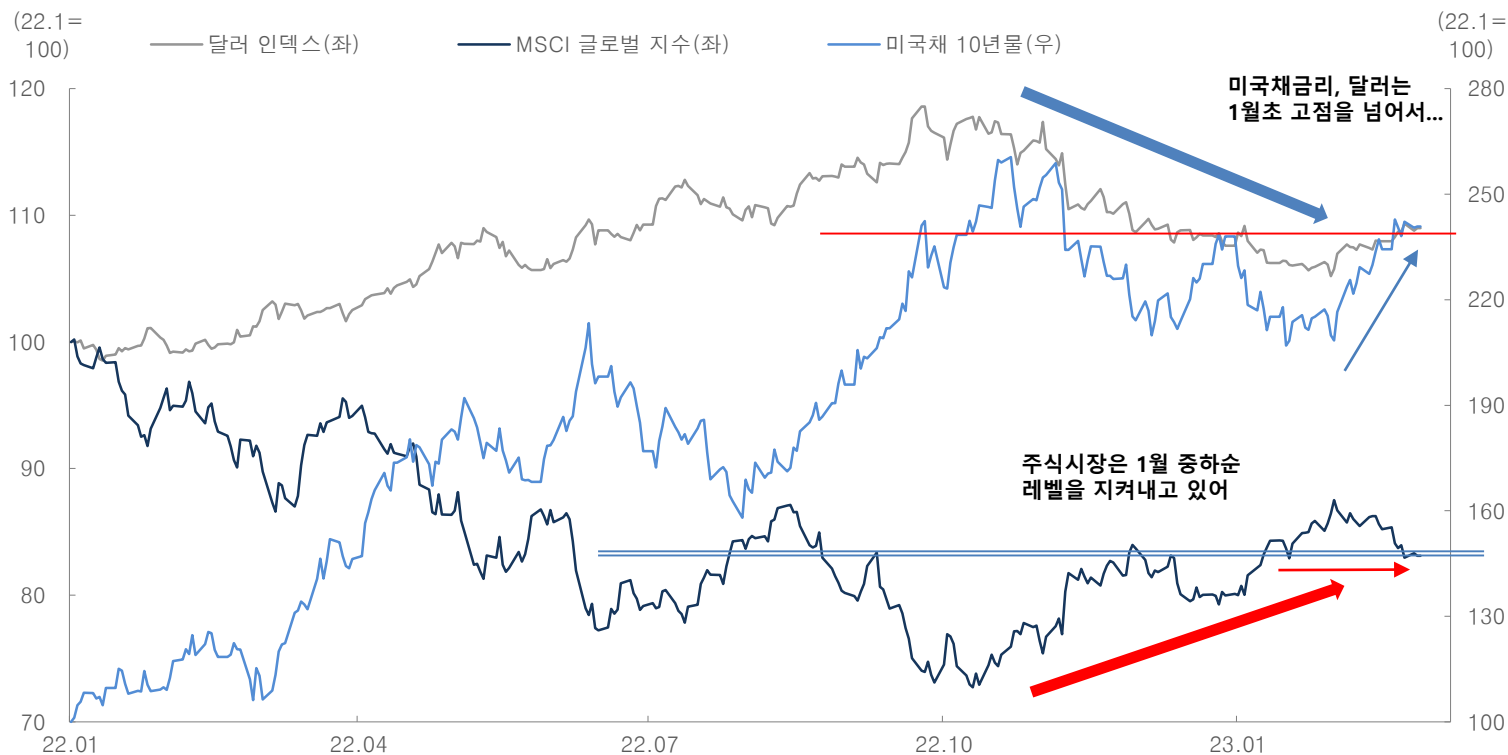
조기 금리인상 사이클 종료, 23년 하반기 큰 폭의 금리인하 기대가 후퇴하며 흔들릴 수 있었던 글로벌 금융시장...

그러나 연착륙 기대를 넘어선 노랜딩(No-Landing) 기대가 유입되면서 주식시장은 견조한 흐름을 이어가



월스트리트 저널의 보도를 계기로 노랜딩(No Landing)이라는 단어가 주목을 받음. 미국 경제가 충격 없이 인플레이션을 잡을 수 있다는 주장에서 시작된 말. 성장과 물가 안정이라는 두 마리 토끼를 잡을 수 있다는 낙관론. 이러한 주장은 2월 3일 공개된 고용 서프라이즈를 계기로 주목받기 시작. 1월 비농업 취업자수는 시장 컨센서스를 3배 상회한 51.7만명으로 집계, 실업률은 3.4%로 1969년 5월 이후 54년 만에 최저치를 기록. 임금 상승률 둔화가 지속되면서 고용호조 속에서도 물가가 진정될 수 있다는 기대를 자극. 게다가 지난주 공개된 미국 소매판매도 큰 폭의 서프라이즈를 기록하며 본격적인 노랜딩 기대 증폭. 1월 미국 소매판매는 전월대비 3% 상승하면서 시장 예상치 2%를 크게 상회했다. 전년대비 변화율 또한 6.4%를 기록하면서 미국 경제의 70%를 차지하는 소비가 견조함을 보여줌

1월 상승동력이 흔들리고 있음에도 불구하고 또다른 기대감에 견조한 흐름을 보이고 있는 증시
시장에 우호적인 변수들에만 민감한 것 아닐까?



1월 글로벌 증시는 조기 금리동결, 금리인하 기대를 키워가며 강한 상승세를 보였음. 채권금리와 달러 레벨다운이 위험자산 선호심리를 자극
2월들어 통화정책 기대가 빠르게 후퇴하며 채권금리, 달러가 급반등. 그러나 주식시장 변동성은 제한적. 노랜딩의 기대가 절묘하게 맞물렸기 때문
우호적인 변수에만 반응해 온 주식시장, 이대로 상승세를 이어갈 수 있을까?

노랜딩(No Landing)기대의 효과 : 경기 - 물가 - 통화정책 악순환 고리

Strategist 이경민

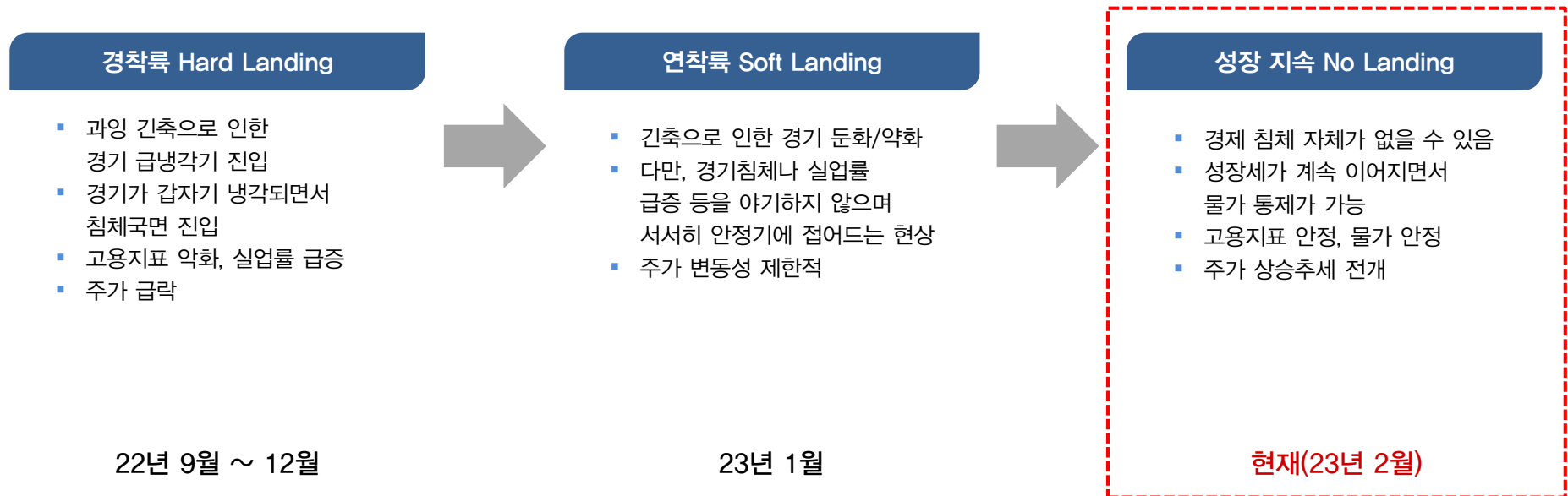
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, JR 김정윤

02) 769-3496 / jungyeon.kim@daishin.com

경기성장과 물가 두마리 토끼를 잡을 수 있을까?

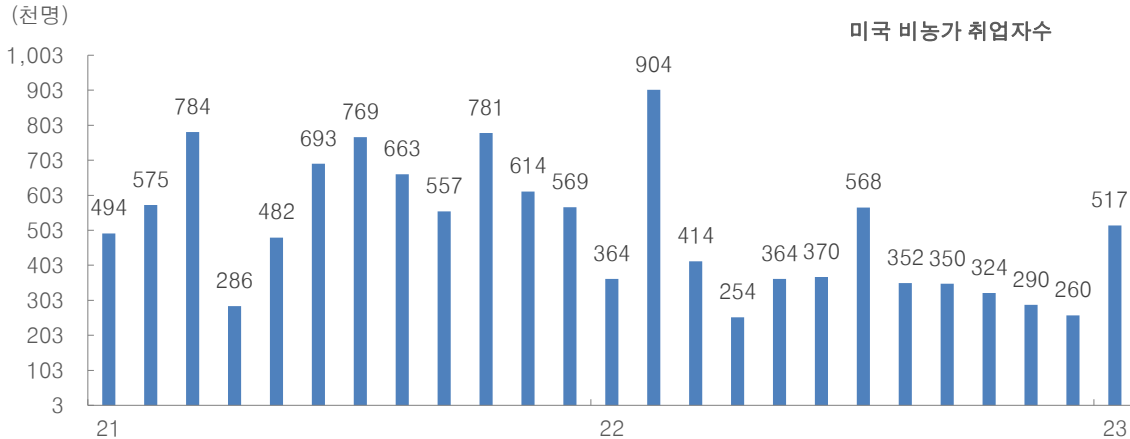
오히려 경기 - 물가 - 통화정책 간의 악순환의 고리가 장기화되는 것은 아닐까?



그렇다면 이제 미국 경제가 안정세를 보이고, 시간이 걸리겠지만 회복국면으로 진입할 수 있을까? 과거 볼 수 없었던 급격하고 과격했던 금리인상과 그로 인해 레벨업된 금리의 경기충격은 이제 없는 것일까? 아직 자신하기 어려움. 노랜딩의 가능성이 존재한다고 하더라도 제조업 경기 악화를 무시할 수 없음. 최근 제조업 경기 악화와 견고한 서비스업 경기 간 이질적인 흐름은 코로나19 영향으로 볼 수 있음. 재화, 서비스 수요 회복의 시차로 과거 볼 수 없었던 경기국면이 진행 중이라는 판단. 경기 경착륙 가능성은 낮아졌지만, 경기 둔화/약화가 소멸된 것이 아닌 시점이 지연되고 있다는 판단. 미국 GDP 성장률(Bloomberg 기준) 전망도 상반기가 상향조정 되었지만, 하반기는 정체, 역성장을 전망 중. 노랜딩은 말 그대로 착륙이 없다는 말이다. 비행기가 착륙하지 않는다면 어떻게 될까? 영원히 비행을 이어갈 수 있을까? 오히려 연료가 소진되지는 않을까 걱정

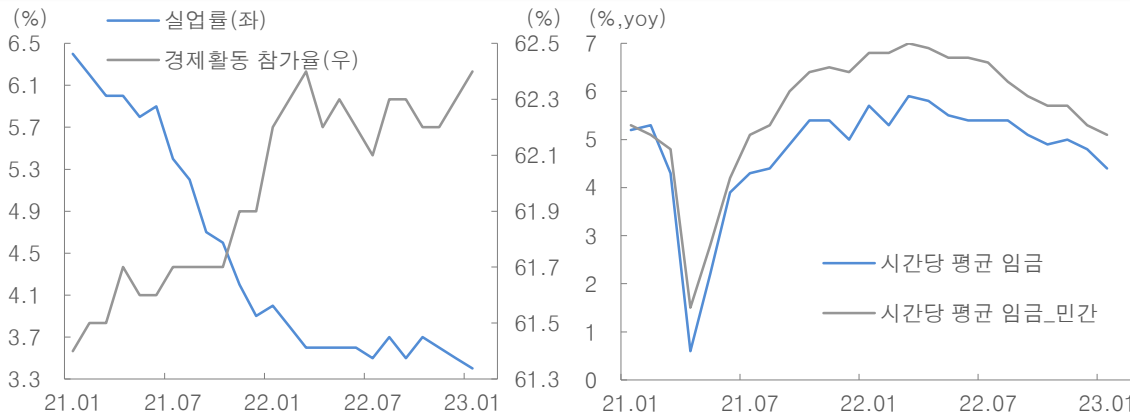
[미국 고용지표] 예상을 크게 뛰어넘은 서프라이즈. 고용은 견고하지만, 임금상승을 둔화하는 지속

미국 1월 취업자수 51.7만명(예상 18.7만)



자료: 미국 노동부, CEIC, 대신증권 Research Center

실업률 54년내 최저. 임금 상승 둔화 지속

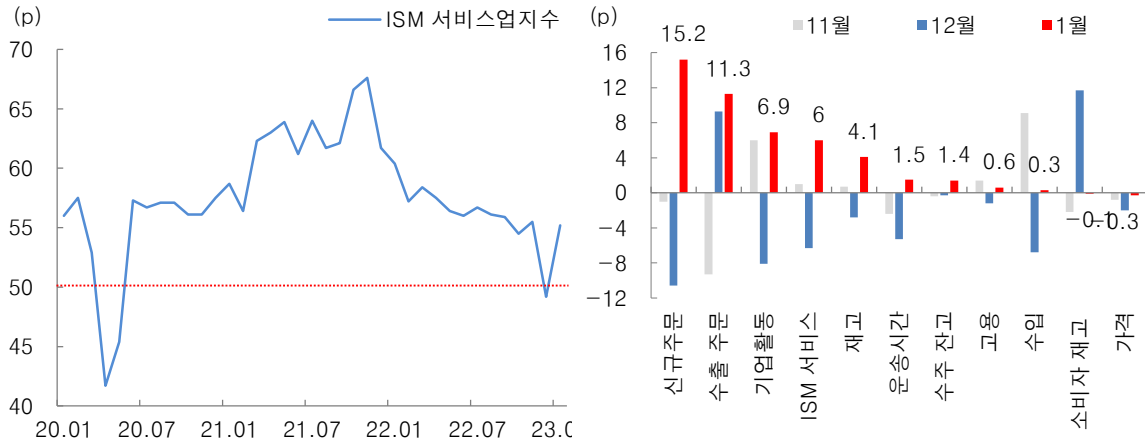


자료: 미국 노동부, CEIC, 대신증권 Research Center

- 미국 고용지표는 예상 외의 서프라이즈를 기록. 미국 노동부가 집계, 발표한 1월 비농업부문 일자리는 51.7만건 증가해 월가의 예상치 18.7만건을 세배 가까이 상회
- 실업률은 3.4%로 전월의 3.5%보다 0.1%p 낮아지며 54년내 최저치를 기록했고, 노동시장 참가율은 62.3%에서 62.4%으로 상승
- 시간당 임금상승률은 전년동월대비 4.4% 상승에 그치며 12월 4.8%보다 낮아짐
- 임금 상승압력에 의한 물가부담은 낮아졌고, 고용은 여전히 강하다는 점을 확인할 수 있었음
- 그 동안 선순환 고리 상으로는 견고한 고용 = 연착륙 기대, 임금상승률 둔화 = 물가 안정/통화정책 완화 기대로 이어질 수 있었음
- 하지만, 고용지표 확인 직후 금융시장의 반응은 정반대. 추가 금리인상 우려가 커졌고, 금리인하 기대가 후퇴한데 따른 결과

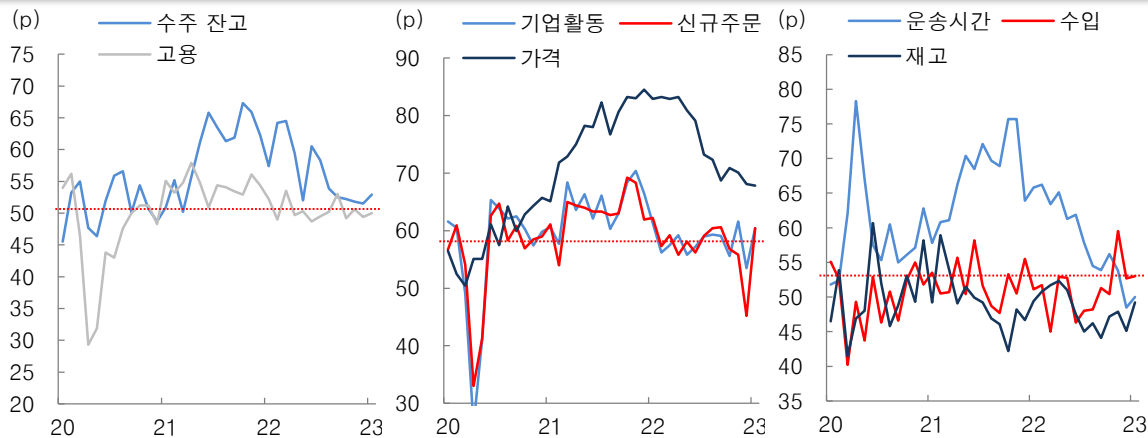
[ISM 서비스업지수] 12월 쇼크를 모두 극복한 1월 서프라이즈. 바로 확장국면 재진입

미국 1월 ISM 서비스 급반등, 서프라이즈



자료: ISM, CEIC, 대신증권 Research Center

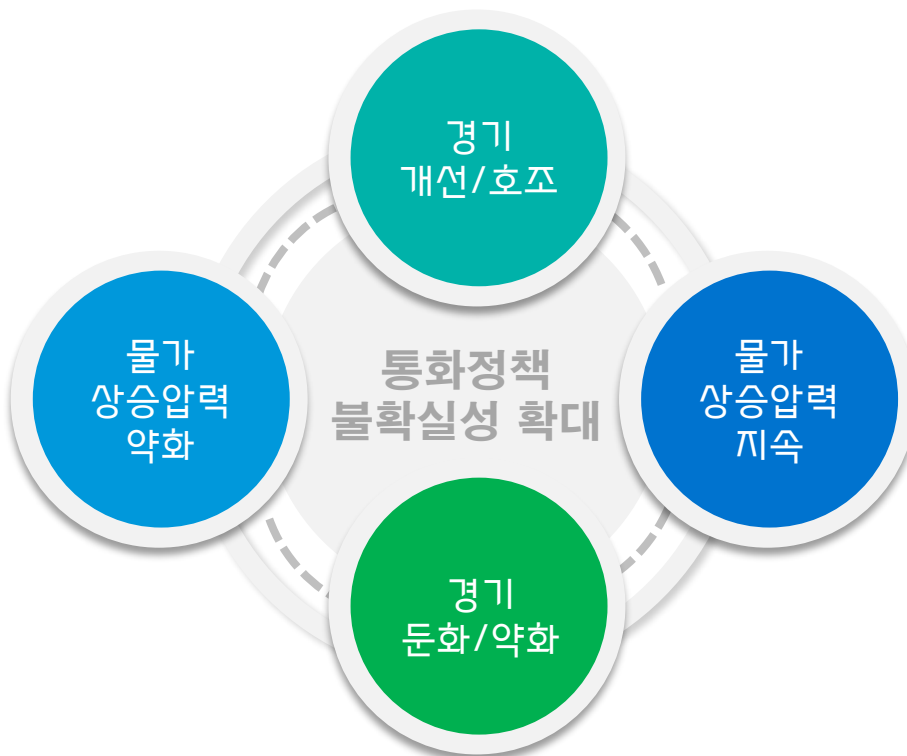
신규주문, 수출주문, 기업활동 급등



자료: ISM, CEIC, 대신증권 Research Center

- 미국 1월 ISM 서비스업 지수도 55.2를 기록, 예상치 50.5를 큰 폭으로 상회
- 전월(49.2)대비 큰 폭의 개선세를 보인 것으로 한달 만에 확장국면으로 재진입했고, 11월 수치에 다시 근접
- 신규 주문지수는 60.4로 전월의 53.5에서 크게 개선되었고, 기업 활동지수도 60.4로 12월 53.5대비 큰 폭 상승
- 12월 ISM서비스업 지수 쇼크는 날씨, 계절성 등에 의한 일시적이었던 것으로 미국 서비스업 경기는 여전히 견고함을 시사
- 경기측면에서 여전히 양호한 서비스업 경기, 여전히 견고한 고용상황을 감안할 때 경기악화 시점이 지연될 가능성은 높다고 생각
- 연착륙 확률도 다소 높아졌지만, 제조업 경기 악화로 인해 아직 연착륙을 자신하기 어려움. 경기 둔화/악화 시점이 지연되고 있다고 보는 것이 현실적인 판단이라고 볼 수 있음

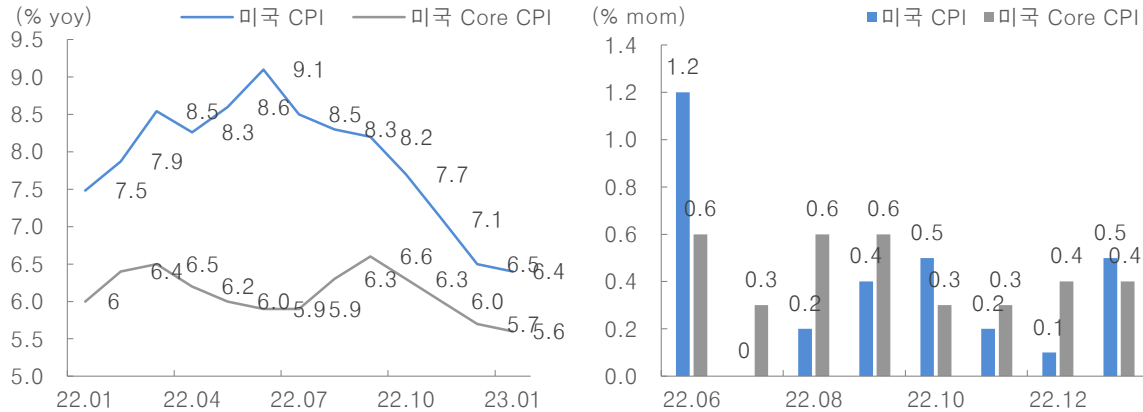
경기충격이 없다면 경기와 물가 간 형성된 순환고리와 통화정책 논란은 지속될 것



- 미국 고용과 소비가 견고한 상황에서 물가 제어는 불가능에 가까움
- 디스인플레이션 국면이라고 볼 수 있지만, 1월 CPI와 PPI는 예상치를 상회했고, 물가 하락속도가 크게 둔화. PCE 물가는 오히려 상승반전. 1월 고용, 소비지표가 양호했던데 따른 결과
- 특히, 서비스 물가 상승세가 여전한 상황임을 감안할 때 서비스 수요가 살아있는 동안 물가 레벨다운을 기대하기는 어려울 것
- 오히려 원자재 가격, 재화 수요 등락에 따라 물가 반등을 경계해야 함
- 연준이 기준금리 인상으로 물가를 제어는 과정에서 수요, 경기약화는 필연적. 만약 기준금리 인상에도 불구하고 수요, 경기가 견조하다면 물가는 고공행진을 할 것
- 이 경우 연준의 선택은 정해져 있음. 더 길고, 강한 긴축으로 수요를 억제하고, 물가를 잡으려 할 것
- 노랜딩이라는 말이 당장은 좋아 보이지만, 하지만, 좀 더 깊이 생각해 보면 연준의 통화정책 - 경기 - 물가 간의 악순환의 고리가 장기화될 수 있다는 또다른 표현

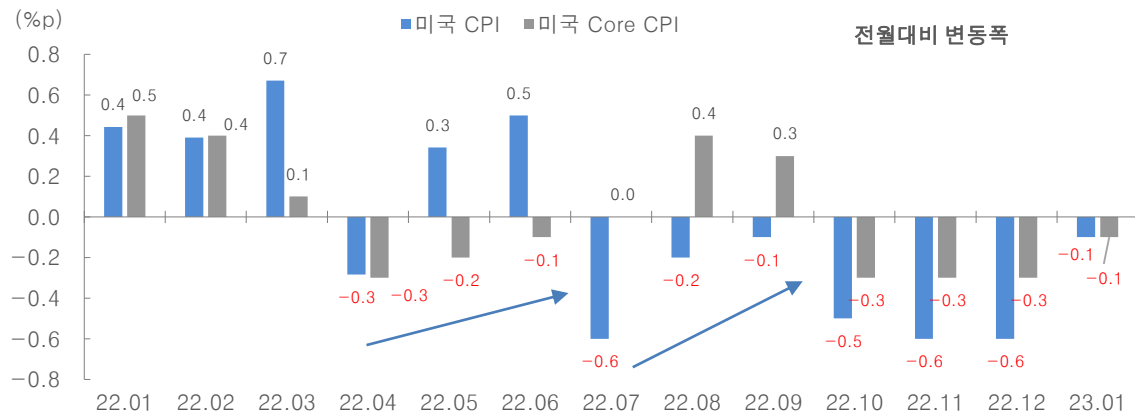
[1월 CPI] 물가 하락 속도 둔화. 레벨에 대한 고민도 커질 수 밖에 없어...

미국 1월 CPI 7개월 연속 하락. 하락 폭과 속도 크게 둔화 전월대비 상승폭은 22년 6월 이후 최고치



자료: 미국 노동부, CEIC, 대신증권 Research Center

물가 하락폭이 축소되면서 통화정책 기대 크게 후퇴, 증시 변동성 확대

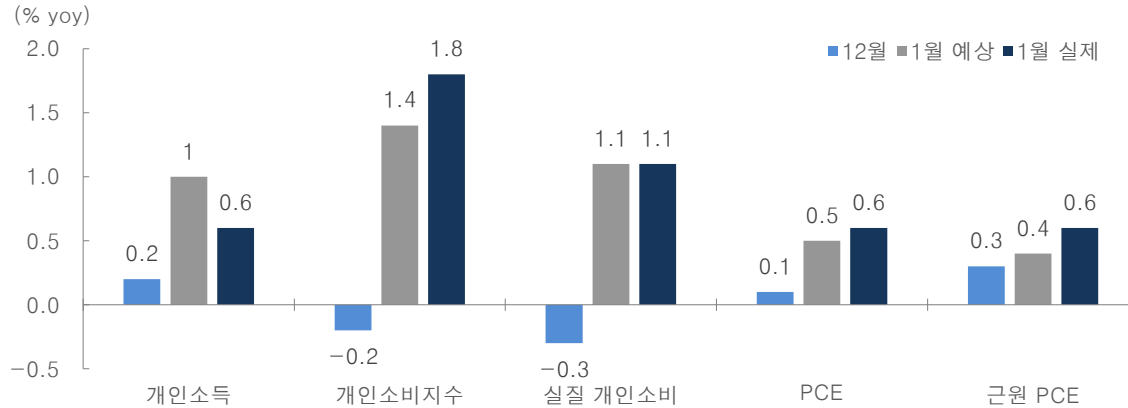


자료: 미국 노동부, CEIC, 대신증권 Research Center

- 1월 미국 CPI상승률 전년동월대비 +6.4%로 컨센서스(+6.2%)는 상회. 전월 대비로는 +0.5%로 3개월 만에 가장 큰 폭 상승. 미국 물가 상방 압력이 여전히 강함을 보여줌. 물가는 7개월 연속 상승 폭이 둔화되고 있으나, 올해 초 시장이 기대했던 것에 비해 물가는 점차 느리게 내려오는 중
- 근원 CPI상승률은 YoY +5.6%, MoM +0.4%로 예상치(+5.5%, +0.3%)를 소폭 상회. 12월 근원 CPI MoM 수치가 CPI발표 직전 +0.1%p 상향 조정된 점을 감안 하면 물가가 빠르게 목표치인 2%에 도달하기 어렵다는 뷰를 뒷받침하는 결과
- 이번 CPI에서 가장 중요한 점은 디스인플레이션을 이끌어 왔던 재화 및 에너지 가격이 상승 전환했다는 것. 의류 가격이 전월대비 0.8% 급등(12월 +0.2%)한 가운데, 의약품도 +1.1%(12월 +0.1%) 상승. 더불어 선행지수인 중고차 매매 가격이 반등한 점을 보면 2월 중 중고차 가격도 상승 전환할 가능성이 높다고 판단
- 물가 하락 속도에 대한 시장의 전망과 기대가 바뀔 수 있음. 연착륙과 통화정책 기대가 동시에 유입될 수 있었던 이유는 가파른 물가 하락 속도에 기인. 시장에서 기대했던 물가 레벨다운, 2%대 진입 시점이 지연된다면 금리인하 기대가 소멸될 가능성도 경계해야 할 것

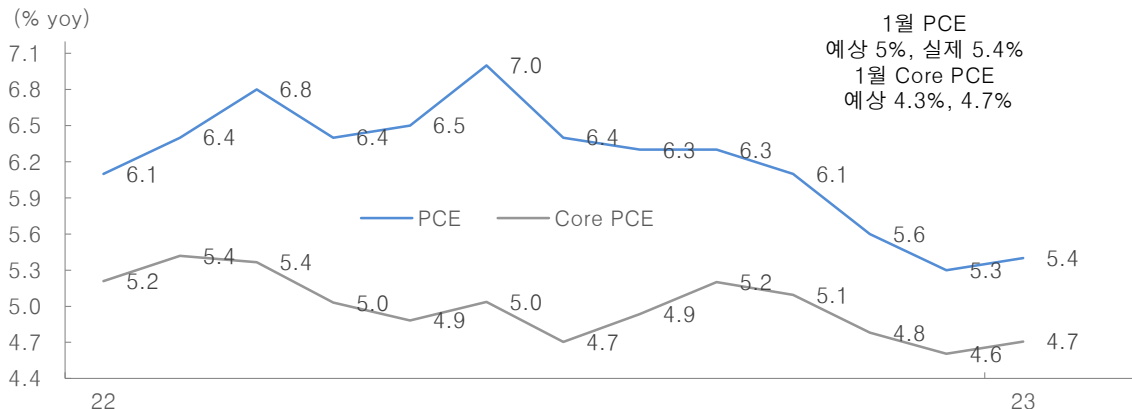
[1월 PCE] 예상치 상회 & 전년대비 변화를 4개월 만에 상승 반전

미국 1월 소득, 소비 증가율 모두 견조했지만, 소득은 예상보다 부진.
문제는 예상치를 큰 폭으로 상회한 PCE 물가지표



자료: 미국 상무부, Bloomberg, 대신증권 Research Center

PCE물가지수 전년대비 증가율, 4개월 만에 전월대비 상승 반전

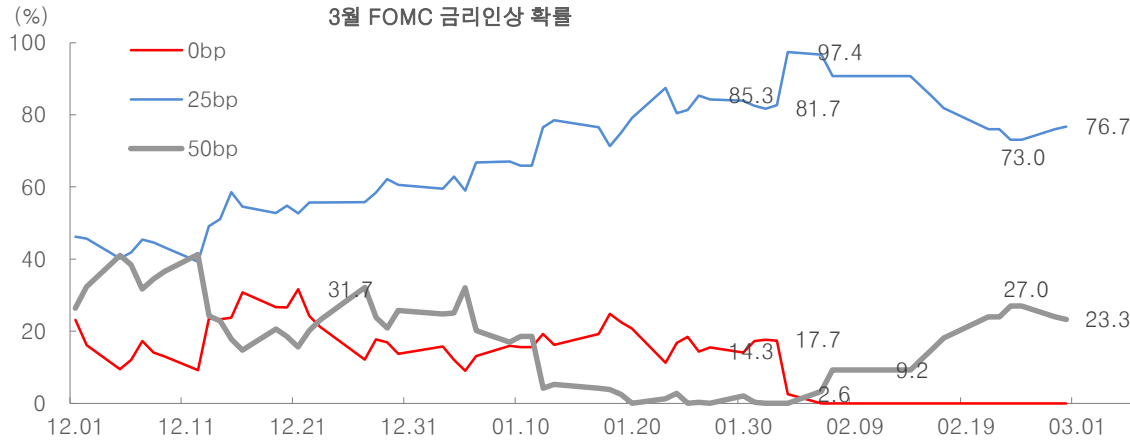


자료: 미국 상무부, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 1월 소득과 소비, 그리고 PCE 물가지표 발표. 소득과 소비는 전월대비 개선. 소득은 12월 0.2%(이하 전월대비)에서 0.6%로 반등폭을 확대했지만, 예상치(1.0%)에는 미치지 못함. 소비는 12월 -0.2%에서 1월 1.6%로 급반등했지만, 실질 소비는 1.1% 반등에 그침. 소득, 소비 개선보다 시장은 PCE 물가에 민감하게 반응
- 1월 PCE, Core PCE 물가는 전월대비 0.6% 상승하면서 12월 상승폭보다 크게 확대되었고, 컨센서스를 각각 0.1%p, 0.2%p 상회
- 문제는 전년대비 변화율. 12월 수치가 PCE는 5.0%에서 5.3%, Core PCE는 4.4%에서 4.6%로 상향조정된 것은 물론, 1월 수치는 12월 수치보다 0.1%p씩 상승폭 확대. 3개월 연속 하락세를 보여왔던 PCE 물가가 상승반전한 것
- 여전히 견고한 소비지출에 서비스 물가 상승압력 지속, 여기에 재화물가 변동성이 가세한 결과. 소비자물가지수(CPI), 생산자물가지수(PPI)에 이어 PCE 물가까지 일제히 인플레이션 재점화 시사
- 노랜딩에 대한 안도감, 기대심리가 통화 정책에 대한 불안감으로 전환. 양호한 경기상황이 물가 상승압력을 높이고 이로 인해 긴축의 강도가 강화되는 사이클이 재가동

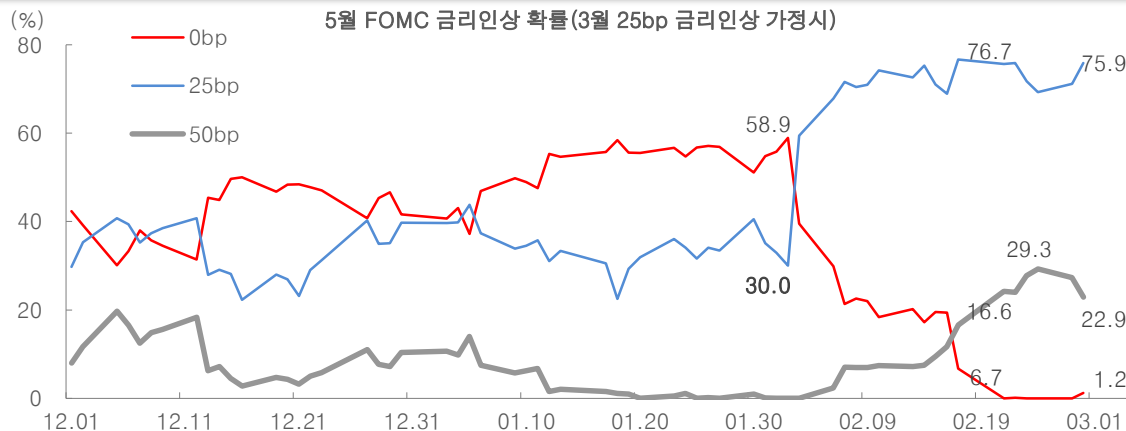
[기준금리 컨센서스] 추가 금리인상 우려 유입. 3월은 물론, 5월, 6월 FOMC에서도 추가 금리인상 가능

3월 FOMC 금리동결 기대 소멸, 25bp 금리인상이 대세로 전환. 50bp 확률도...



자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

5월 FOMC 금리동결 확률 소멸. 25bp, 50bp 금리인상 확률 70%, 30%에 근접

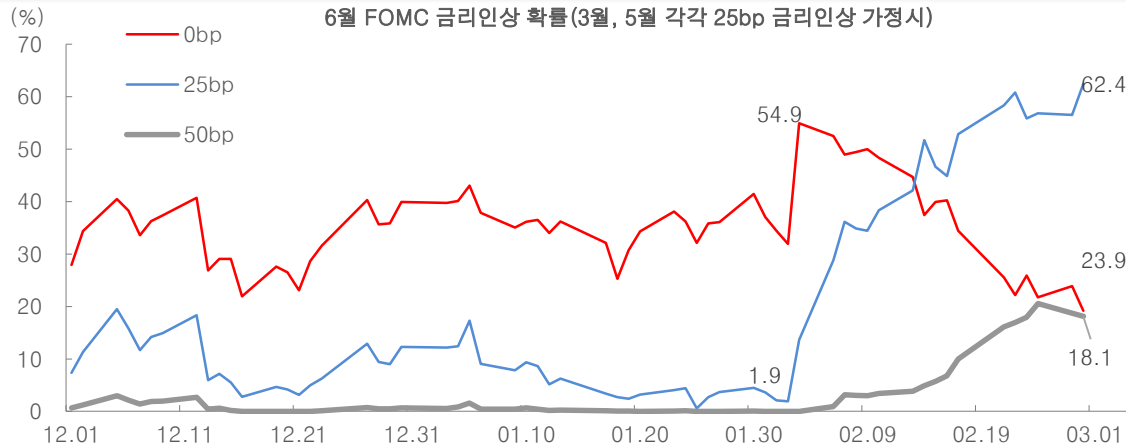


자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

- 연초 이후 글로벌 금융시장에 훈풍을 불러 일으켰던 연착륙에 대한 기대와 조기 금리인상 사이클 종료, 금리인하 기대 간의 균형 점이 깨지기 시작
- 2월 FOMC 이후 통화정책 완화, 금리인하 기대가 정점을 통과함에 따라 증시에 오히려 독이 되었다고 생각. 고용지표와 ISM 서비스업 지수 서프라이즈를 계기로 조기 금리인상 종료, 금리인하 기대가 빠르게 후퇴하기 시작
- FED Watch 기준 3월 FOMC에서 금리동결 확률은 0%로 소멸되었고, 25bp 금리인상 확률이 76.7%에 달함. 최근에는 50bp 금리인상 확률이 0%에서 23%로 레벨업되면서 25bp 금리인상 확률이 하락하는 상황
- 5월 FOMC 금리인상 확률까지 변화. 금리동결 기대는 58.9%에서 0%로 소멸된데 반해, 25bp 금리인상 기대는 30%에서 75.9%로 큰 폭 상승. 50bp 금리인상 확률도 30%에 육박하면서 오히려 25bp 금리인상 확률 하락 중
- 당초 3월 FOMC에서 25bp 금리인상 이후 금리동결 국면으로 진입할 것이라는 기대가 소멸되었고, 추가 금리인상 우려가 빠르게 확산되고 있음

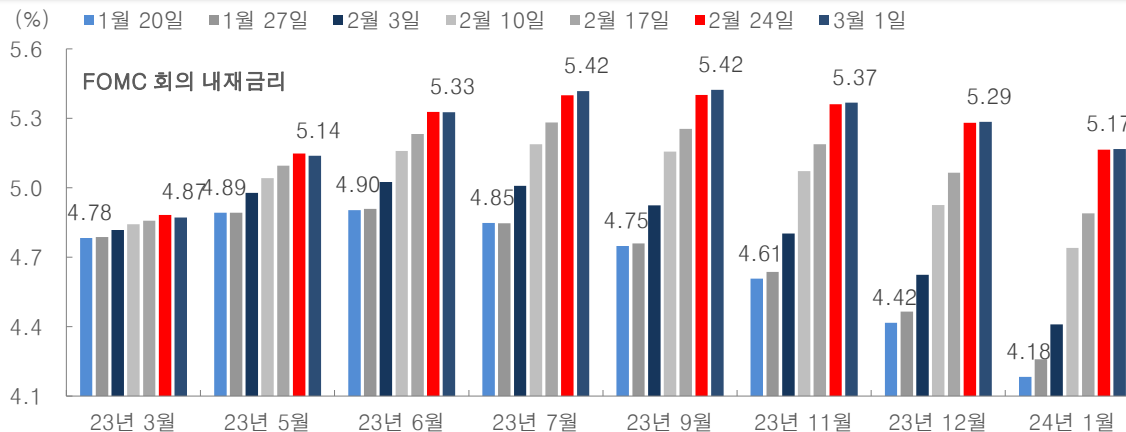
[기준금리 컨센서스] 금리인하 기대의 빠른 후퇴. 그럼에도 불구하고 한 번의 금리인하 기대는 여전

6월 FOMC까지 금리인상 확률 50%를 넘어서



자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

추가 금리인상 우려 확대, 금리인하 기대 후퇴. 23bp 금리인하는 여전

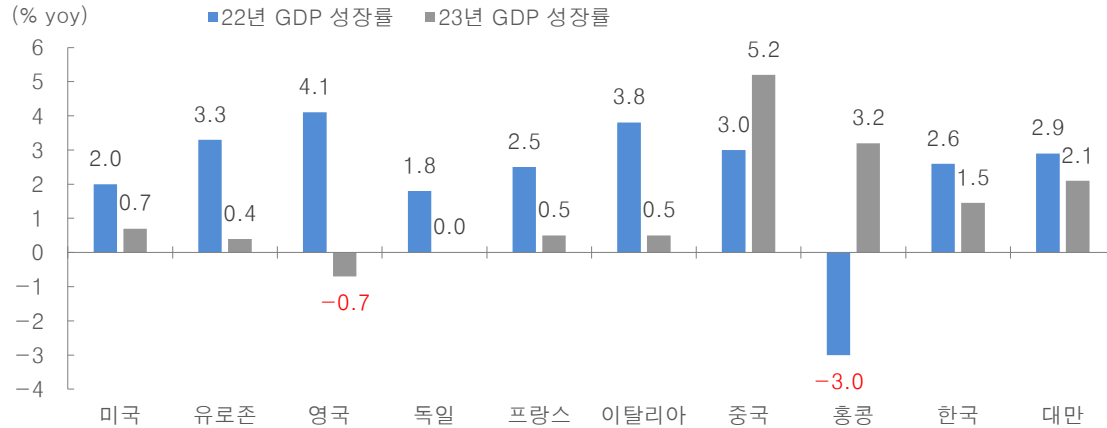


자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

- 당초 3월 FOMC에서 25bp 금리인상 이후 금리동결 국면으로 진입할 것이라는 기대가 6월까지 25bp 금리인상으로 전환되었고, 이로 인해 이번 금리인상 사이클 종료 시점과 고점 레벨에 대한 투자자들의 컨센서스가 바뀜
- 23년 연말, 24년 연초 기준금리 레벨도 큰 폭으로 상향조정되면서 그동안 과도했던 조기 금리동결 국면 진입, 강한 금리인하 사이클 진입에 대한 기대 정상화 시작
- 전반적인 기준금리에 대한 컨센서스는 상향 조정 되었지만, 시장은 여전히 금리고점대비 25bp 정도의 금리인하를 기대
- 연착륙을 넘어 노랜딩 기대가 존재하고, 미국 물가 레벨이 연준이 제시한 2%와 2배 이상의 격차를 보이고 있는 현재 상황을 감안하면 금리인하 기대는 아직 과하다고 생각
- 당분간 금리인하 기대가 추가적으로 정상화 될 가능성 높다고 판단. 3월 FOMC가 또 한 번의 변곡점, 전환점이 될 수 있을지 주목

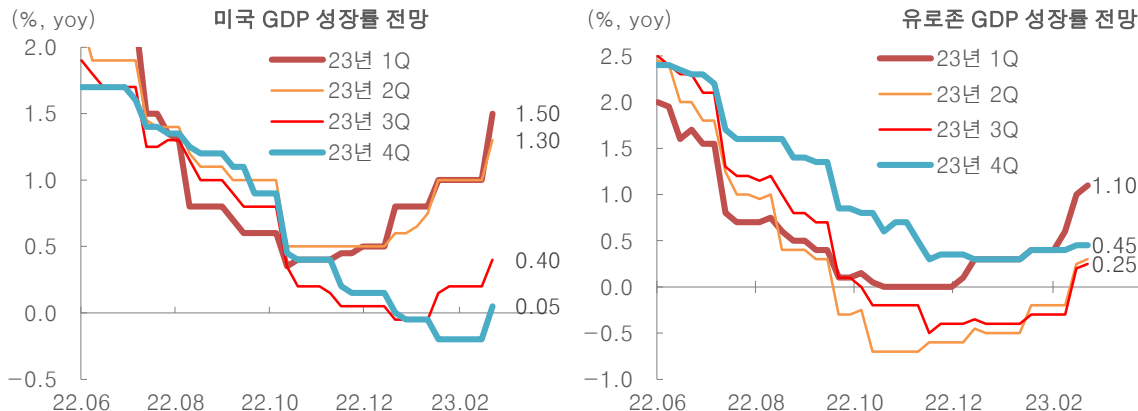
[완만한 경기 둔화/약화 흐름] 상반기 경기 불확실성은 크게 완화되었지만, 하반기 경기불안 요인은 유효

주요국 GDP 성장률. 미국, 유럽 0%대 진입. 중국은 5%대 성장률로 재진입



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

23년 상반기 플러스 성장 가능. 경기불안심리 진정. 하반기는?

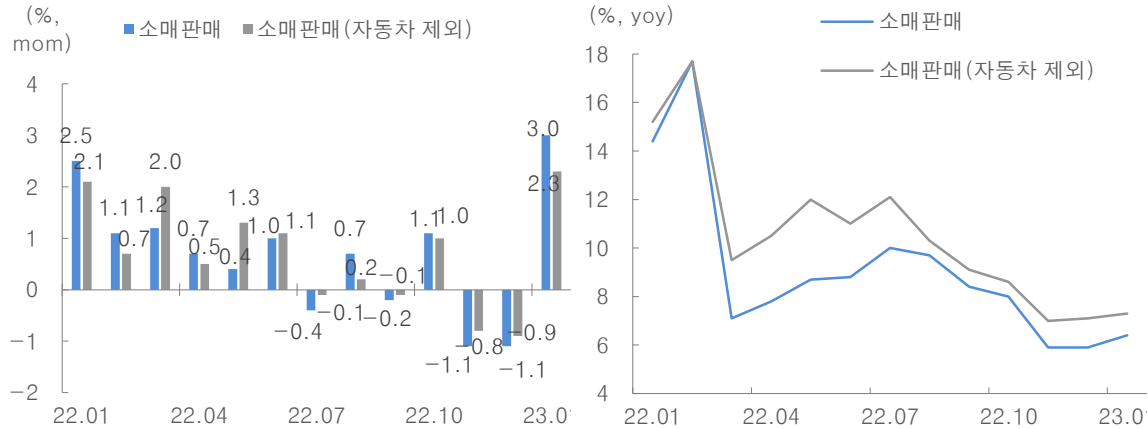


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 물가 고공행진 장기화, 고강도 금리인상 지속의 여파가 경기 하방압력을 높이고 있음
- 그러나 23년 상반기에는 미국의 고용 및 서비스업 경기 호조, 유럽 에너지 가격, 물가 부담완화로 경기불확실성 제어
- 경제성장률 전망에 있어서도 23년 상반기 전망 상향조정 중
- 반면, 하반기 경제성장률 전망은 정체, 하향조정 중. 미국은 23년 4분기, 유럽은 23년 2분기, 3분기 0% 또는 역성장 가능성 유효
- 경기 경착륙 가능성은 낮아졌지만, 경기 둔화/약화가 소멸된 것이 아닌 시점이 지연되고 있다는 판단. 글로벌 경기 둔화/약화는 시간이 갈수록 뚜렷해질 전망
- 물가와 통화정책이 경기에 미치는 영향력을 감안할 때 금리인상 이후 1년이 지나면 23년 하반기부터 경기침체가 가시화될 전망

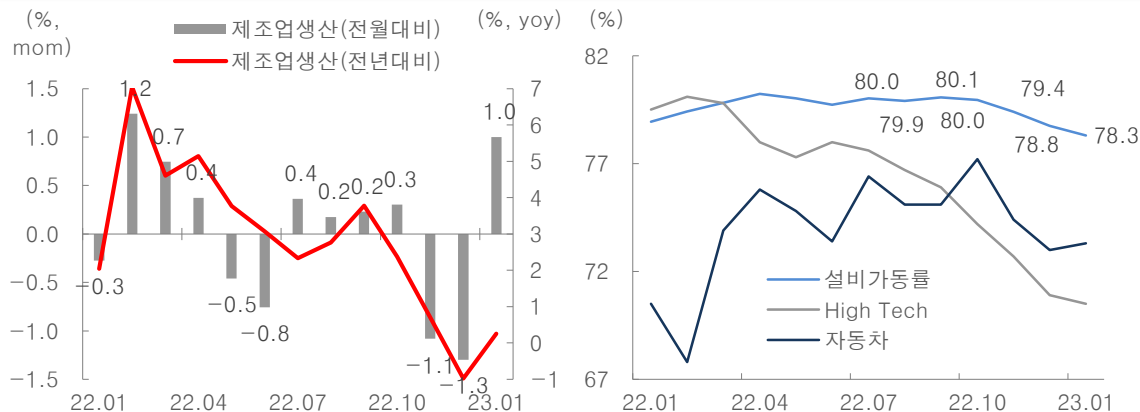
[소매판매 & 산업생산] 3개월만에 반등세를 보였지만... 선순환 고리는 보이지 않아

3개월만에 소매판매 증가 반전. 전년대비 모멘텀 둔화는 지속



자료: US Census, 대신증권 Research Center

제조업 생산 반등. 하지만 설비가동률 둔화는 지속

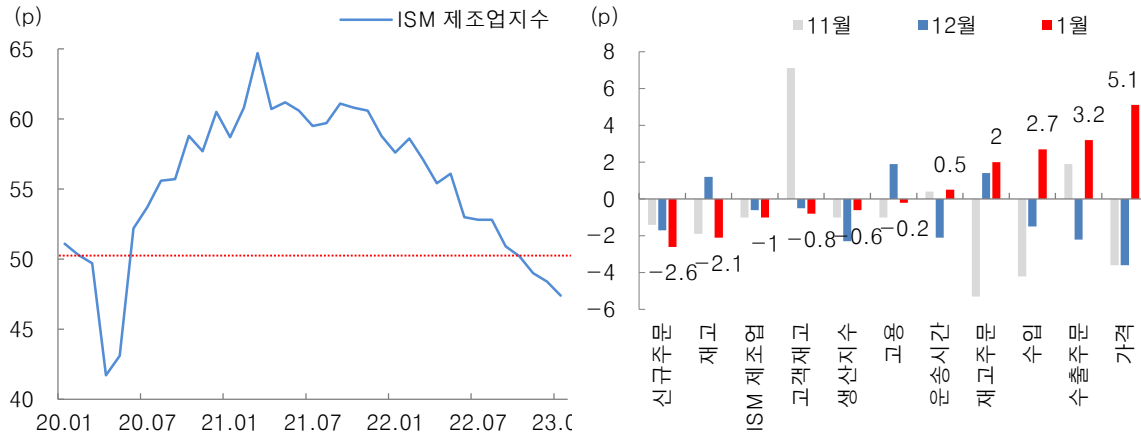


자료: Federal Reserve Board, 대신증권 Research Center

- 미국 소매판매 큰 폭의 서프라이즈를 기록하며 본격적인 노랜딩 기대 증폭
- 1월 미국 소매판매는 전월대비 3% 상승하면서 시장 예상치 2%를 크게 상회. 전년대비 변화율 또한 6.4%를 기록하면서 미국 경제의 70%를 차지하는 소비가 견조함을 보여줌
- 제조업 생산도 3개월 만에 반등. 전월대비 1% 상승하며 컨센서스 0.8%를 상회. 전년대비 변화율도 플러스 반전
- 그러나 설비가동률은 전월대비 반등을 예상(79.1%) 했지만, 78.3%로 12월 78.8%대비 둔화세를 이어감
- 재고가 여전히 부담스러운 상황에서 경기 선순환 흐름이 작동되지 않고 있음을 보여줌

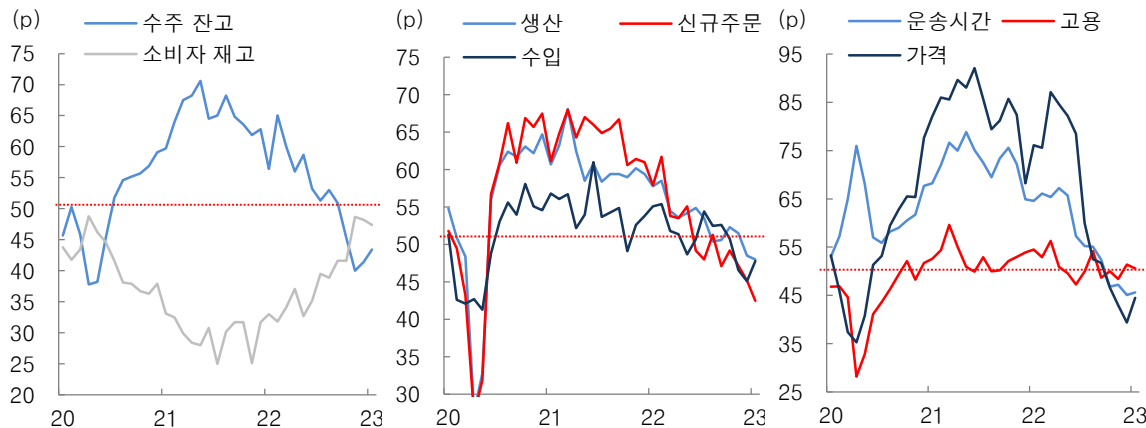
[ISM 제조업지수] 생산, 신규주문 하락 지속. 제조업 경기 추가적으로 악화 전망

1월 ISM 제조업지수 하락세 지속. 수축국면 3개월째...



자료: ISM, CEIC, 대신증권 Research Center

신규주문 급락세 지속. 제조업 경기 악화 중

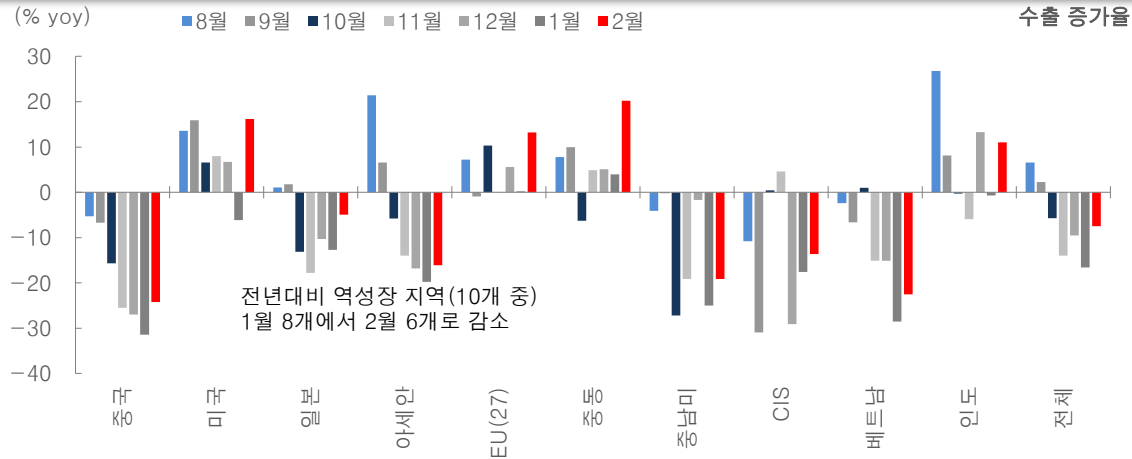


자료: ISM, CEIC, 대신증권 Research Center

- 1월 제조업 ISM 지수 47.4 기록. 2020년 5월 이후 최저치이자 경기 전반의 침체 여부를 판단하는 기준선인 50과 컨센서스 48.7 하회
- 전반적인 수요가 부진하고, 악화되고 있음을 보여줌. 이제 3개월째 수축국면으로 진입. 당분간 반전을 기대하기보다는 추가적인 악화, 제조업 경기 하강속도 가속화 가능성에 대비해야 할 시점
- 운송시간과 가격 지수 하락은 물가 안정에 힘을 실어주는 부분
- 하지만, 생산, 주문, 수입 등 제조업 관련 지표들 또한 50을 하회하고 있다는 점은 제조업 경기 악화 가능성을 시사
- 재고주문까지 급락. 재고 축적수요 - 신규주문 - 생산지수의 개선 사이클, 선순환 구도로 전환 조짐은 아직까지 부재
- 오히려 추가 하락 가능성이 높다고 판단. 저점 확인, 턴어라운드까지 시간이 필요
- 2월 ISM 제조업 지수 반등시 세부항목 체크. 신규주문 반등 여부가 관건

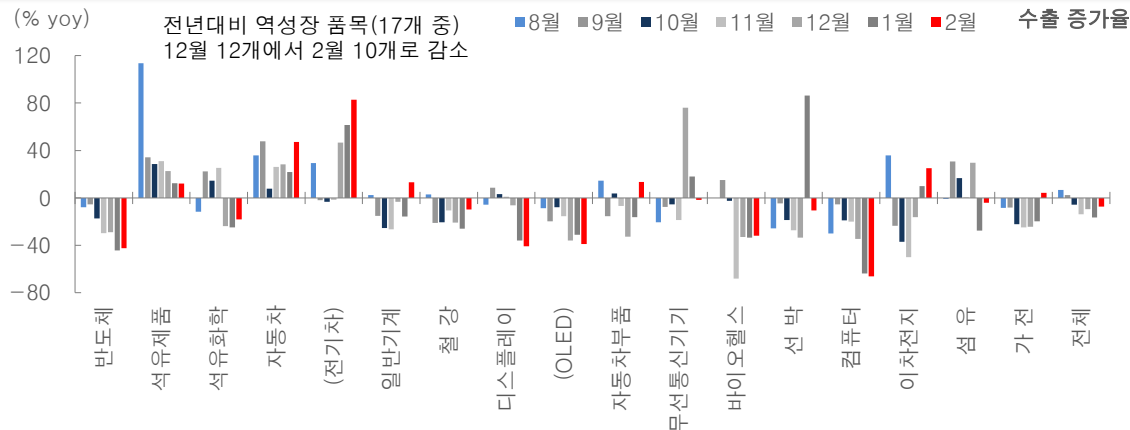
[한국 수출] 글로벌 제조업 경기를 가늠할 수 있어... 5개월 연속 역성장

한국 수출 5개월째 역성장. 대중국 수출 역성장 지속



자료: 관세청, 산업통상자원부, CEIC, 대신증권 Research Center

반도체 수출 역성장폭 확대 & 정체. 수출 증가율 마이너스 업종은 소폭 감소



자료: 관세청, 산업통상자원부, CEIC, 대신증권 Research Center

- 2월 수출은 전년 동기 대비 7.5% 감소한 501억 달러, 수입은 3.6% 증가한 554억 달러. 조업일수를 고려한 일평균 수출액은 22억8000만달러로 15.9% 감소. 1월보다 역성장폭 확대
- 무역수지는 53억달러 적자 기록. 무역수지는 지난해 3월부터 이달까지 12개월 연속 적자로 이는 1995년 1월~1997년 5월 이후 처음
- 주력 품목인 반도체의 수출 감소세 지속. 반도체 수출액은 59억6000만달러로 지난해 같은 기간 대비 42.5% 감소. 22년 8월(-7.8%) 이후 7개월째 감소
- 주요 반도체 제품가격 하락세는 당분간 지속될 것으로 예상. 한편, 투자감축, 신규 서버 CPU 등의 영향으로 하반기부터 회복 가능성 존재
- 수출 5개월째 역성장. 과거 수출 모멘텀이 플러스 반전하기까지 짧게는 10개월, 길게는 2년 가까운 시간이 소요. 저점 통과까지도 6개월 정도의 시간이 필요
- 한국 수출, 글로벌 제조업 경기는 멀지 않아 최악의 국면을 통과할 가능성 높다고 판단

채권 금리, 달러 반등 = 외국인 차익매물 출회

Strategist 이경민

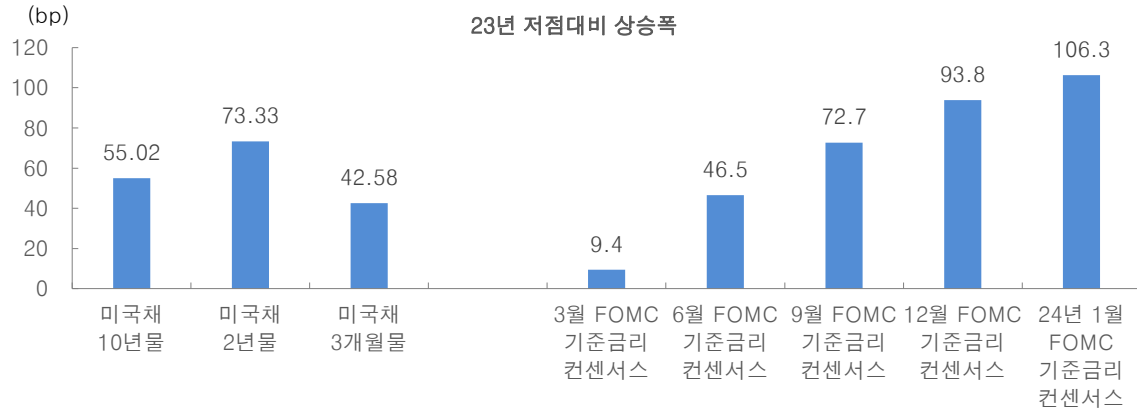
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, JR 김정윤

02) 769-3496 / jungyeon.kim@daishin.com

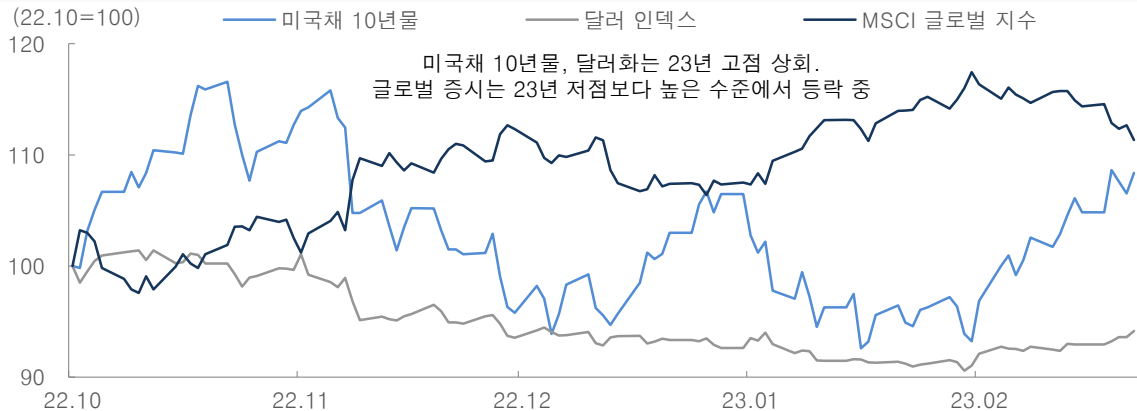
[기준금리 컨센서스 Vs. 금융시장] 아직 금리인상 컨센서스 변화에는 못미치는 흐름. 주식시장이 문제

통화정책 컨센서스 변화에 가장 민감했던 미국 채권금리. 2월초 이후 급등세를 이어가고 있지만, 기준금리 컨센서스 변동폭에는 미치지 못해...



자료: Bloomberg, Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

채권금리, 달러 인덱스 연중 고점을 상회. 미국채 10년물은 22년 11월 9일 이후, 달러화는 22년 12월 6일 이후 최고치 기록. 반면, 증시는 올해 저점 상회

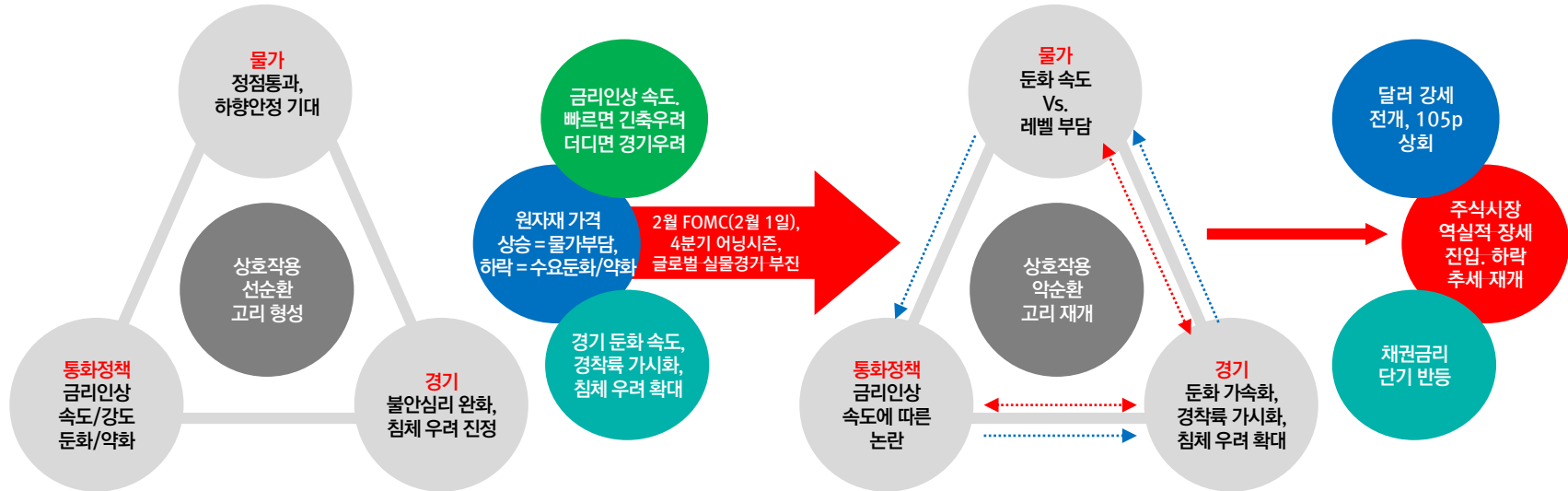


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 기준금리에 대한 컨센서스만 보면 점도표를 상회하면서 추가 금리인상 가능성을 빠르게 반영했다고 생각
- 문제는 금융시장. 통화정책 변화에 가장 민감한 채권금리 변화를 보면, 연초 저점대비 40 ~ 70bp 상승. 반면, 6월 이후 기준금리 컨센서스는 46 ~ 106bp까지 상승. 통화정책에 대한 불안감이 금융시장으로 유입되는 데 까지 시차가 존재
- 채권금리보다 통화정책 스탠스 변화에 더딘 것이 주식시장. 주식시장은 여전히 23년 연초 저점을 상회하면서 여타 금융시장보다 견조한 흐름을 이어가고 있음
- 채권, 달러 등 여타 금융시장 대비 주식시장의 충격강도는 제한적. 그 이유는 노랜딩에 대한 기대 때문
- 노랜딩 기대가 달러, 채권금리 상승에 일부 영향을 준 반면, 주식시장에는 하방경직성 강화, 견조한 등락에 힘을 실어주었음
- 만약 노랜딩에 대한 기대까지 흔들린다면? 당분간 증시는 채권, 달러 등락과 낮은 상관관계 속에서 Bad Is Bad, Good Is Bad 국면이 전개될 것

[Bad Is Bad! Good Is Bad?] 펀더멘털 부진 지속 & 통화정책 안도/금리인하 후퇴

2월 FOMC 이후, 노랜딩 기대까지 약해지면 악순환의 고리 재개. 물가 - 경기, 통화정책 - 경기 간의 상호작용 당분간 지속



자료: 대신증권 Research Center

1월 재개된 Bad Is Good 국면, 2월 FOMC 기점으로 Bad Is Bad, Good Is Bad 전환 가시화. 하지만, 노랜딩 기대가 증시 변동성을 제어. 2월 FOMC 이후 금리인하 기대는 정점에 도달하고, 경기불안심리가 유입될 시점에 노랜딩 기대가 유입되었기 때문. 이로 인해 기존의 물가 - 통화정책 - 경기 간 악순환의 고리(파란색 화살표)가 재개되면서 채권금리, 달러화는 반등, 레벨업되었지만, 물가와 경기, 통화정책과 경기 간의 상호작용(빨간색 화살표)이 작동되지 않으면서 증시는 상대적으로 견조한 흐름을 보였다고 판단. 노랜딩 기대까지 후퇴할 경우 원자재, 물가가 올라도 내려도, 금리인상 속도가 빨라져도, 더디어져도 글로벌 증시는 당분간 불안정한 흐름을 이어갈 전망

[채권금리 전망] 과도한 금리인하 기대에 의한 되돌림 국면 전개 중

미국 10년물 국채금리, 하향안정세 예상하지만, 단기 급락에 따른 되돌림 진행 중



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 2년물 국채금리는 3월 FOMC 결과에 따라 단기 오버슈팅 국면 전개 가능



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 채권금리는 단기물 중심으로 반등세 뚜렷. 1월에 과도하게 유입되었던 조기 금리인상 사이클 종료(기준금리 상단 4.9%), 23년 하반기부터 빠른 금리인하 사이클(24년 1월까지 75bp) 기대가 정상화되면서 나타난 결과
- 1월 채권금리 단기 급락에 따른 되돌림이 강하게 전개되고 있음
- 노랜딩 기대가 경기 둔화/악화 시점을 지연시킨 변수이고, 연준의 추가 금리인상 이후 물가 안정시 금리인하 사이클로 진입할 가능성이 높아 채권금리, 특히 장기물 중심의 추세적인 하락세는 유효
- 과도했던 금리인하 기대가 후퇴하면서 단기적으로 채권금리 반등세가 지속되겠지만, 이는 장기적으로 비중확대 기회가 될 것
- 3월 FOMC 결과에 따라 채권금리 추가적인 반등 폭과 고점 레벨이 결정될 전망. 현재로서는 미국채 10년물은 4.0% 돌파 이후 4.3%저항에 막힐 수 있을 것. 2년물은 5% 돌파, 추가 반등 가능성도 존재한다고 생각

달러 인덱스 110p 근접한 반등 예상. 이후에는 다시 약세국면 진입



102p 지지력 테스트 이후 단기 반등국면 전개. 107 ~ 108p 돌파 가능성



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 달러화도 강한 반등국면 진행 중
- 21년 ~ 22년 11월까지 강한 상승에 따른 되돌림 국면 빠르게 진행. 금리인상 속도조절을 넘어 금리인하 기대가 강하게 반영되며 달러는 102p 하회
- 하지만, 견조한 경제지표 결과가 오히려 연준의 강력한 인플레이션 통제 의지를 자극
- 추가적인 금리인상 압력이 커질 전망. 경기 회복보다는 다시 인플레이션이라는 이슈가 부각된데 따른 금리인상이라는 점에서 중시에는 부정적인 달러 강세가 재개될 전망
- 유로화 약세 압력 지속, 안전자산 선호심리 강화시 23년 3월 중 110p 돌파 시도 가능
- 현재 레벨에서 달러 인덱스 투자, 비중 확대는 자제 해야겠지만, 이로 인한 나비효과는 감안해야 할 것

[원/달러 환율] 단기 언더슈팅 이후 급반등. 미국 통화정책 + 중국 경기회복 기대 후퇴 영향

주간 차트 기준 중요 지지권 언더슈팅 이후 급반등 전개



자료: 대신증권 Research Center

원/달러 환율 반등국면 전개, 1,320 ~ 50원 돌파시도 가능. 이후 하락추세 재개

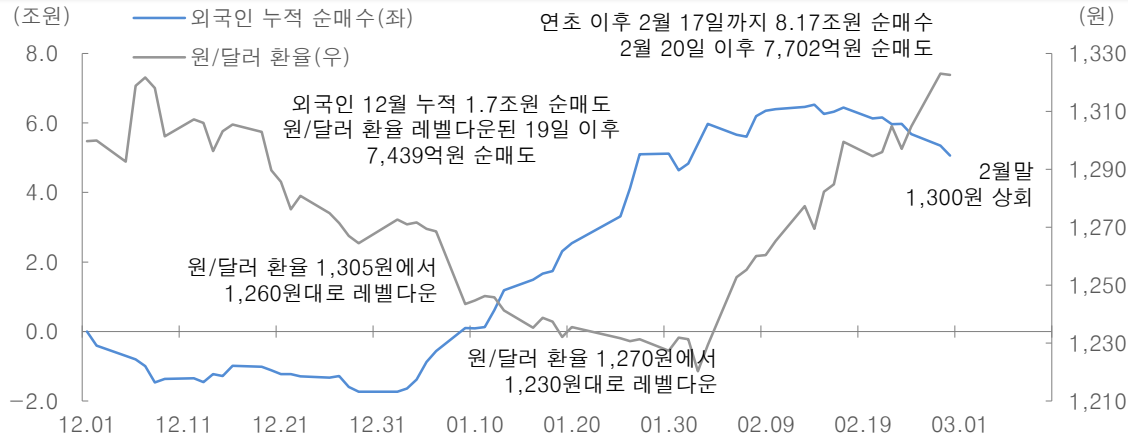


자료: 대신증권 Research Center

- 원/달러 환율도 단기 반등국면 전개 중
- 단기적으로 미국 금리인하 기대와 중국 경기회복 기대가 강하게 반영되면서 언더슈팅이 진행된 만큼 반등탄력도 강한 상황
- 2023년 1분기 중 1,300원선 후반대, 1,400원선에 근접한 반등국면 예상

[외국인 수급] 원/달러 환율 레벨업에 외국인 매도 전환

원/달러 환율 급등에도 매수를 이어가던 외국인, 1,280원 상회하며 매도 전환



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 투자자 9주만에 순매도 전환. 4주 동안 매도 우위?

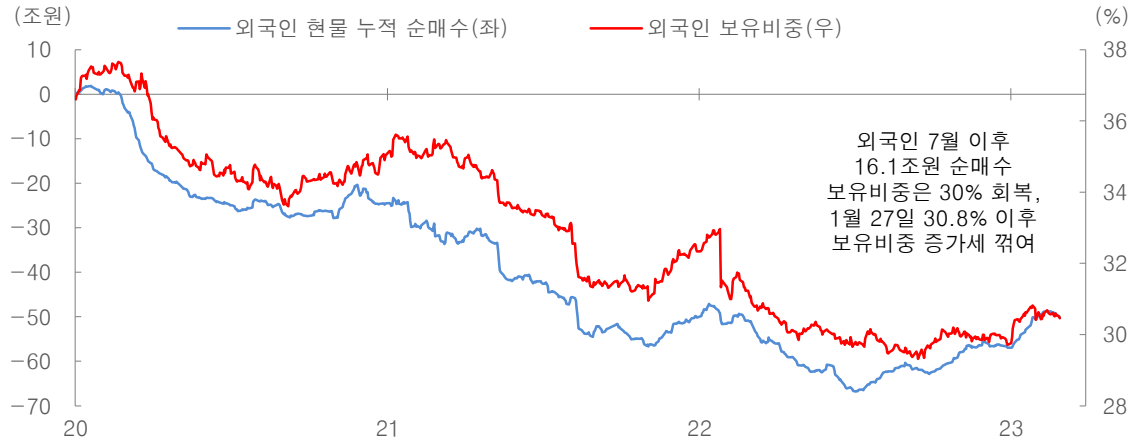


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 1월 외국인 대량 순매수에 이어 2월에도 외국인 순매수 우위. 하지만, 원/달러 환율의 급등, 채권금리의 급반등에 매수강도는 둔화되었고, 2월 20일 이후에는 7,700억원대 매도 전환
- 외국 투자자들은 9주 만에 매도전환한 것(주간 누적 순매수 기준). 밸류에이션 부담과 과열 부담이 가중되던 상황에서 원화 약세 반전이 외국인 수급 변화로 이어졌다는 판단
- 23년 하반기부터 외국인 투자자들의 매매패턴은 2개월 대량 순매수, 1개월 차익 실현을 반복
- 외국인 매매패턴과 3월 FOMC 시점(3월 22일), 그 동안의 추가적인 달러, 채권금리 반등 등을 감안할 때 이번에도 3월 중 후반까지 외국인 차익매물 출회 가능성 높다고 판단

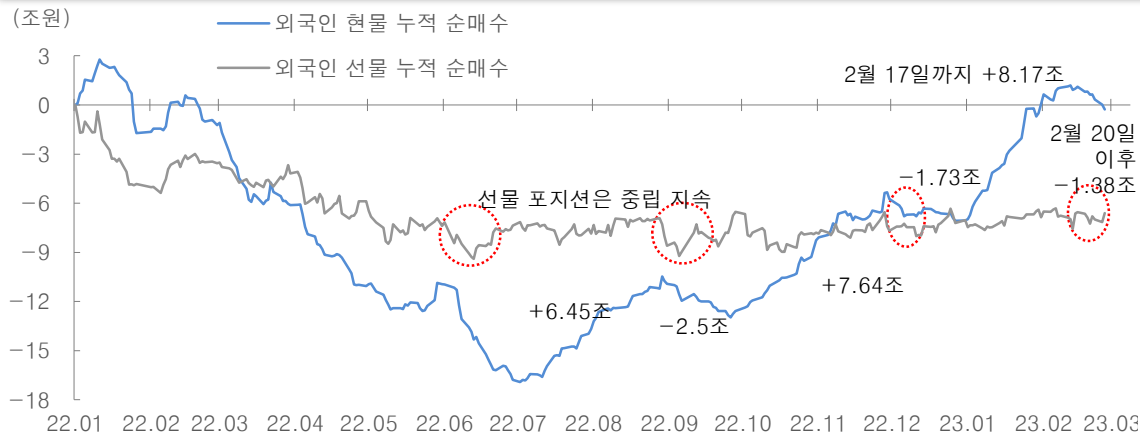
[외국인 수급] 22년 7월 이후 등락을 활용한 매집국면. 단기 차익실현 심리 강화 가능성

외국인 7월 이후 16.1조원 순매수. 보유비중은 31% 수준에 근접 이후 정체



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 선물 포지션은 여전히 중립적. 단기 차익실현 심리가 커질 가능성



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 22년 7월 이후 외국인 투자자들은 외환 시장 방향성과 상관없이 순매수 기조를 이어가고 있음. 누적 순매수 16조원 이상 유입 중. 외국인 보유비중은 31%에 근접
- 외국인 투자자들은 한국 증시의 장기 하락세, 충분한 조정 이후 저평가 매력과 외환시장에서 정점통과 기대로 매집하고 있다는 판단
- 매집 구간에서도 단기 차익실현 심리 강화 가능성 경계
- 현물 수급의 변화를 선행하는 외국인 선물 매매패턴에서는 7월, 8월대비 소폭 매도 우위
- 한편, 외국인은 7월 이후 매수 우위를 이어가고 있음. 이 과정에서 순매수로 인한 반등 탄력은 제한적인데 반해 순매도로 인한 증시 충격은 큰 패턴 전개
- KOSPI 수급의 매수주체 부재가 외국인 매매의 영향력을 키우는 한편, 매수 규모 대비 작은 차익매물 출회만으로도 KOSPI 하방압력 확대로 이어지는 양상
- 단기 선물 매도 강화는 현물 매물출회의 선행성을 보여왔던 점에 주목

[외국인 수급] 밸류에이션 부담은 더 가중되고... 원화는 상대적 약세국면 진행 중

한국 증시 선진국대비 밸류에이션 부담은 금융위기 이후 최고치 경신



자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

23년 2월 이후 달러대비 원화 상대적 약세 반전, 21년 이후 고점권 돌파 가능성

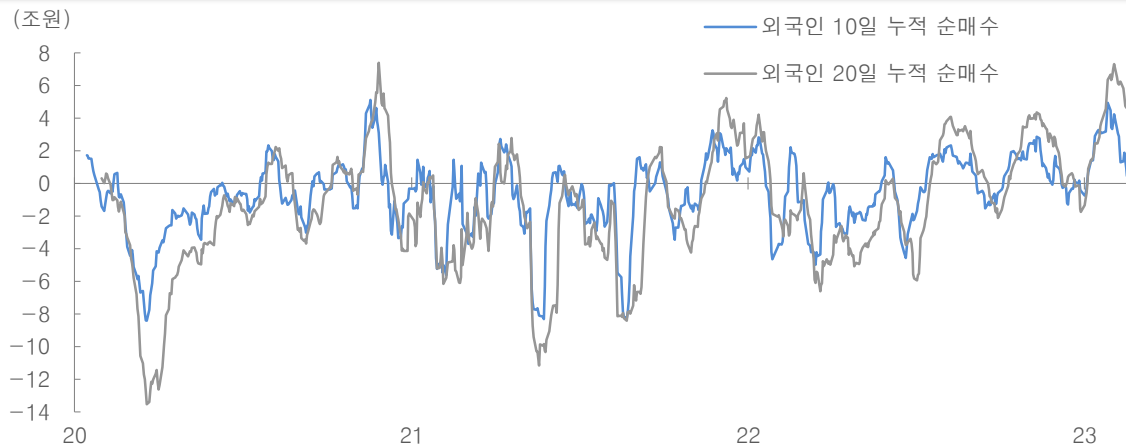


자료: Bloomberg, FnGuide, 대신증권 Research Center

- 최근 실적 하향조정에도 불구하고 KOSPI가 급반등하면서 선진국대비 밸류에이션 2012년 이후 최고치 경신. 이익전망 상대강도는 전저점 하향이탈
- 외국인 투자자 입장에서는 한국 증시에서 일부라도 차익실현하려는 심리가 커진 상황
- 한편, 환율 변수만으로도 외국인 매도 압력 확대 불가피. 그동안 원/달러 환율 반등에도 외국인 순매수가 지속된데에는 상대적 달러대비 상대적으로 원화가 강했기 때문
- 원/달러 환율이 1,280원을 상회하고, 달러대비 원화 약세강도가 102p를 상회하면서 외국인 차익매물 출회 시작
- 원/달러 환율이 1,400원선에 근접하고, 원화 약세강도가 21년 이후 고점, 20년 고점권을 향해 움직일 경우 외국인 차익매물 압력은 강해질 수 있음

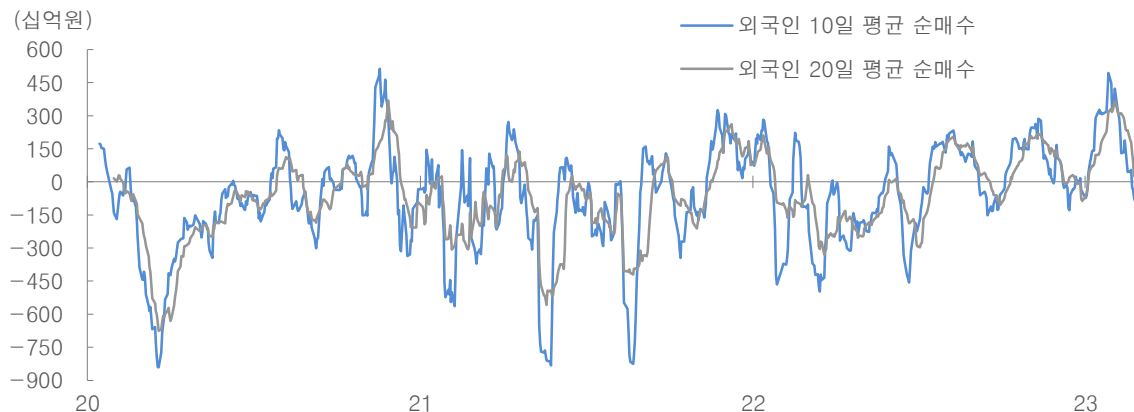
[외국인 수급] 단기 차익 실현 매물압력 강화. 10일 누적 / 평균 순매도 전환

외국인 10일, 20일 누적 순매수는 20년 11월 이후 최대치를 기록한 뒤 매도 전환



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 10일, 20일 평균 순매수도 마이너스 반전



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 외국인 현물 순매수 강도는 20년 11월 이후 최고치에 도달한 이후 둔화, 매도 전환 진행 중
- 당분간 매도우위 국면이 진행될 가능성 높다고 판단
- 20년 11월에는 외국인 대량 순매수 이후 기관, 개인 투자자들의 대량 순매수가 뒤받침되면서 KOSPI 상승세가 지속되었음
- 하지만, 현재 KOSPI 시장에서 외국인을 제외한 매수주체는 부재한 상황
- 70조를 상회하던 고객예탁금은 46조원 대로 레벨다운. 외국인 투자자들에 대한 수급 의존도가 절대적으로 전환된 상황에서 외국인 차익매물 출회는 KOSPI 변동성 확대로 이어질 전망
- 한동안 미미했던 신용잔고 증가세가 가팔라지면서 1월 이후 신용잔고는 1.2조 원 증가. 시가총액대비 비중은 크지 않지만, KOSPI가 2,200선을 이탈할 경우 신용잔고의 반대매매 출회 경계
- 수급주체가 부재한 국면에서 외국인 매도, 신용 반대매매 출회는 KOSPI UnderShooting으로 이어질 수 있음

단기 투자심리 위축, 변동성 확대 경계. KOSPI PER 13배의 한계

Strategist 이경민

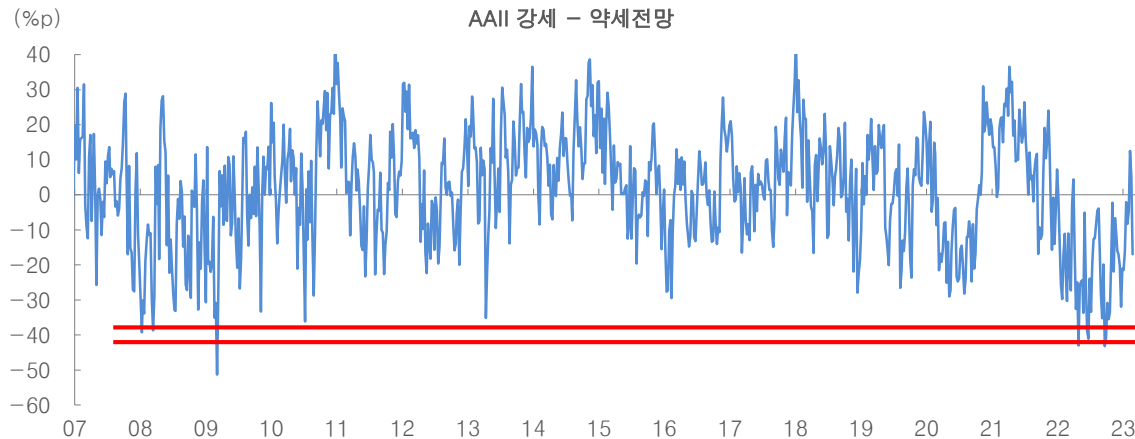
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, JR 김정윤

02) 769-3496 / jungyeon.kim@daishin.com

[투자심리] 다시 Greed 영역으로 전환. 안도렐리, 기술적 반등 정점 통과

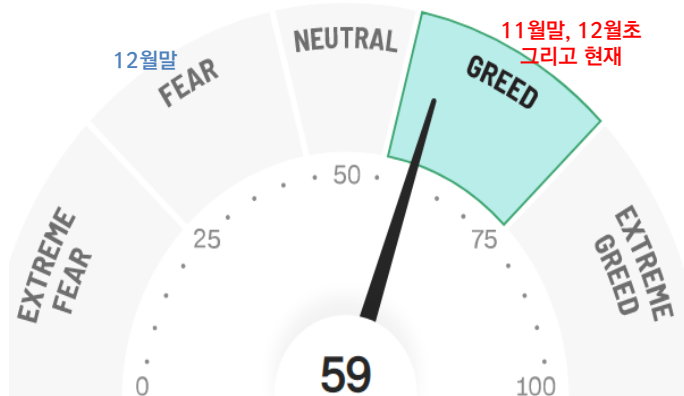
AAII 강세-약세전망은 21년 11월 이후 최고치 경신 이후 다시 마이너스 반전



- AAII 강세-약세전망 Spread는 +12.5%p로 급반등 이후 재차 마이너스 반전. 22년 11월 이후 최고치를 기록하며 단기 안도심리 정점 통과 시사
- CNN Money에서 제공하는 Fear & Greed Index는 다시 Greed 영역으로 진입. 탐욕 구간에서 22년 이후 고점권에 근접. 안도렐리, 기술적 반등 정점을 향해 가고 있음을 시사
- 안도감을 지나 투자심리 위축 국면 진입 가능. 심리적 불안으로 인한 증시 변동성 확대 경계

자료: AII, Bloomberg, 대신증권 Research Center

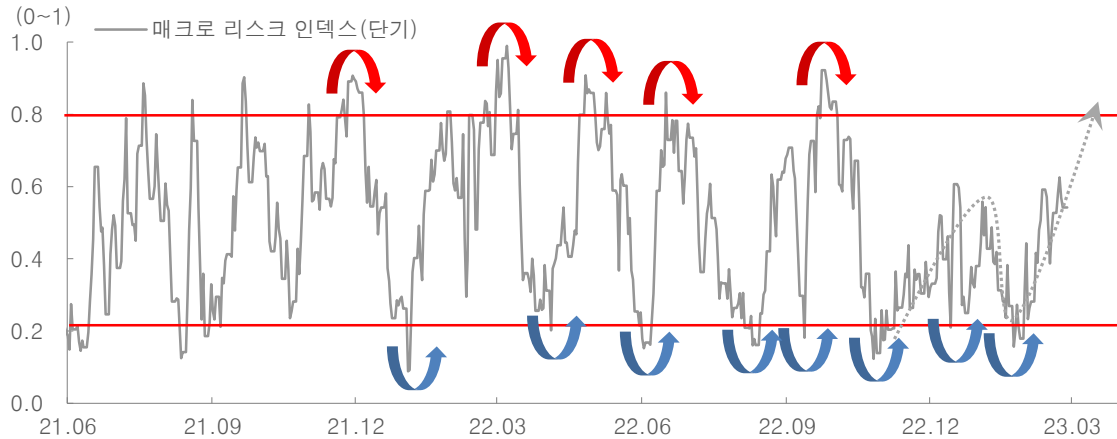
Fear & Greed Index는 Extreme Greed 권역에서 Greed로... 본격적인 투자심리 후퇴국면 진입?



자료: CNN Money, 대신증권 Research Center

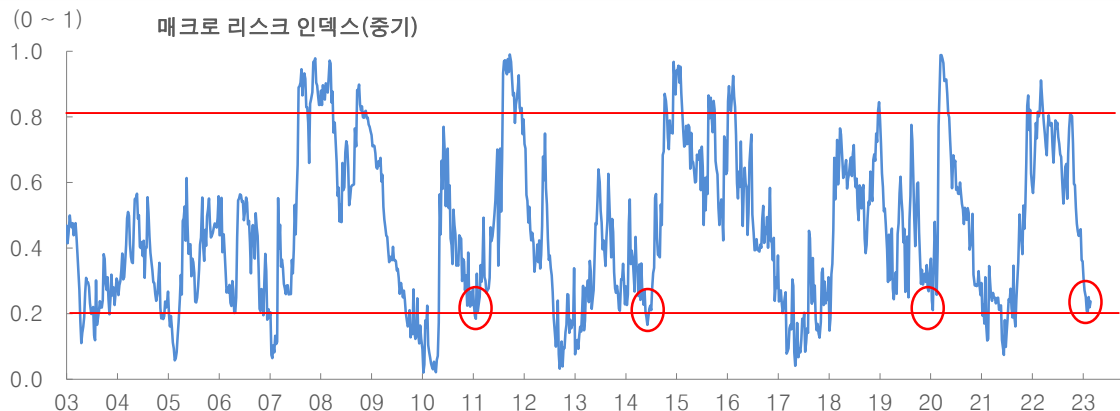
[리스크 지표] Risk Off 국면 진입 가능성. 단기는 반등국면 전개 중. 중기는 저점권

단기 매크로 리스크 인덱스 0.2에서 반등 전개. 리스크 민감도 상승 불가피



자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

중기 매크로 리스크 인덱스 0.2수준에서 2차 저점 형성. Risk Off 가능성 높아



자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 매크로 리스크 인덱스도 단기 변곡점에 도달. 단기 매크로 리스크 인덱스는 0.12 도달 이후 반등국면 진입
- 통상적으로 단기 매크로 리스크 인덱스가 0.2을 넘어선 뒤에는 단기 리스크 민감도 확대 국면으로 진입, 증시는 하락반전
- 특히, 중기 매크로 리스크 인덱스가 0.2 수준에서 2차 저점권을 확인함에 따라 당분간 리스크 민감도 확대, 증시 하방압력, 변동성 확대 가능성 높음
- 그동안 리스크에 둔감했던 시장이 Risk Off 국면으로 전환되고 있다는 판단

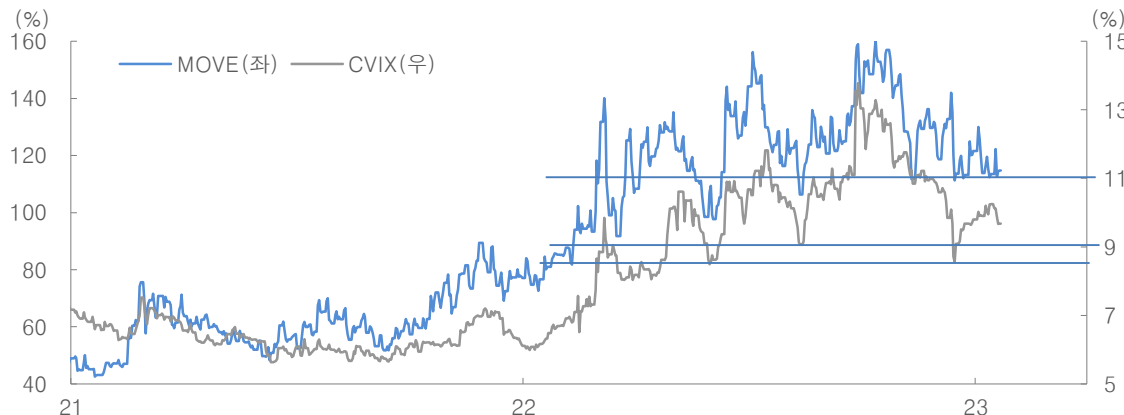
[변동성 지표] 하향안정 국면에서 벗어나 상승 반전. 변동성 확대 가능성

VIX도 수렴패턴 연중 저점권에서 반등, 20% 회복



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

채권 변동성(MOVE), 외환 변동성(CVIX)도 단기 저점에서 반등시도 중

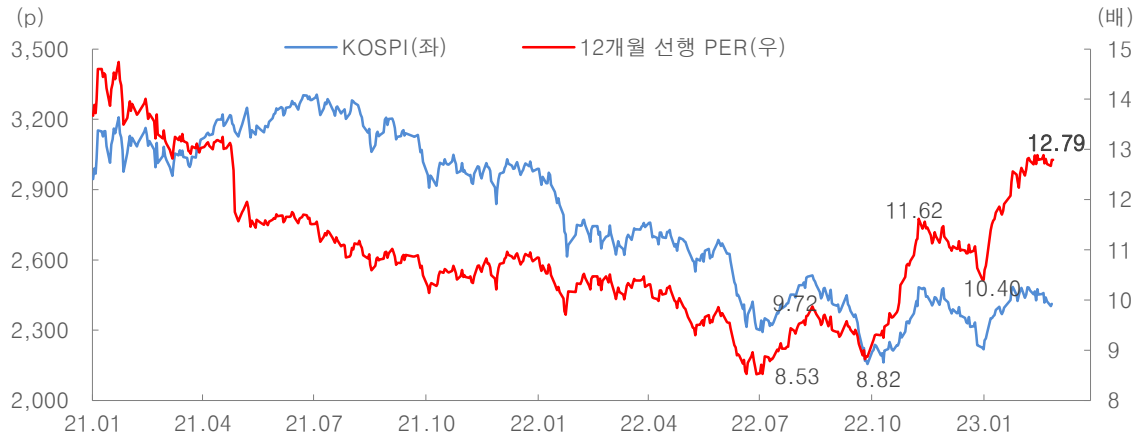


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 변동성 지표인 VIX도 수렴패턴의 하단이 저점권에서 등락 이후 반등 중. 20%를 회복하며 변동성 확대 가능성을 예고
- 채권 변동성 지표인 MOVE와 환율 변동성 지표인 CVIX도 저점권에서 등락 중
- 동시 다발적으로 다수의 투자심리, 리스크, 변동성 지표들이 중요 분기점, 지지선, 저항선에 도달
- 최근까지 글로벌 증시, 금융시장의 강하고, 견조한 흐름이 전개되면서 추세의 변곡점, 투자심리의 정점, 변동성의 저점에 도달했다는 판단
- 작은 심리적인 변화, 악재 돌출만으로도 글로벌 금융시장의 변동성이 극심해질 전망

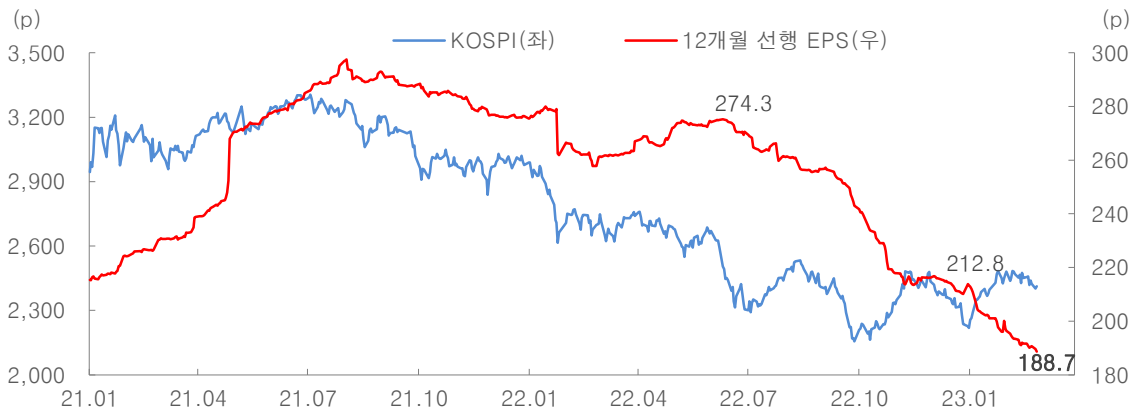
[PER 13배] 지수 레벨업을 위한 두가지 조건, 가능할까?

KOSPI 12개월 선행 PER은 13배 근접. 21년 5월 이후 최고치 경신 행진



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

이익전망 급격한 하향조정로 12개월 선행 EPS 193p로 레벨다운

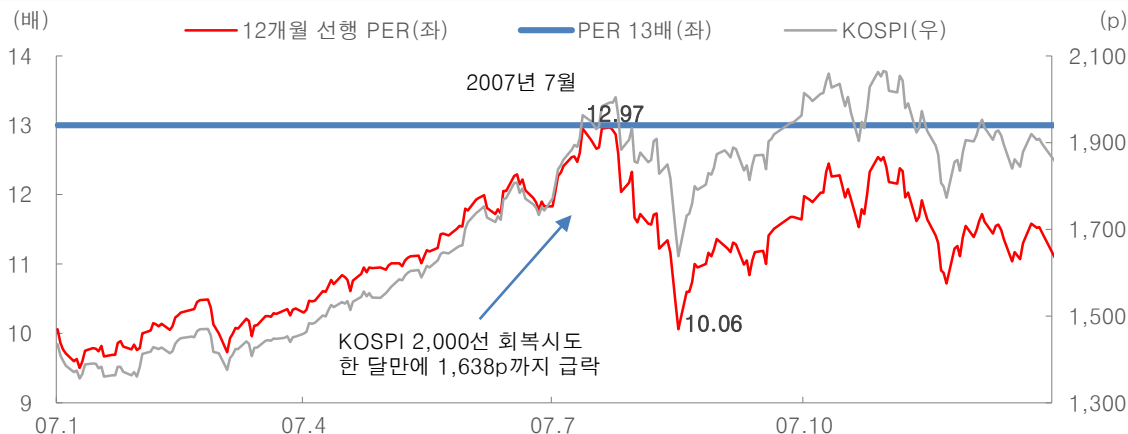


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 연초 이후 시장은 작은 변화를 단초로 기대감을 증폭시켜왔고, 최근 들어서는 확대 재생산하는 과정이 진행되었다는 판단
- 그 결과로 KOSPI 12개월 선행 PER이 12.8 배를 넘어섬. 21년 5월 이후 최고치이자, KOSPI 지수 기준 3,200선 ~ 3,300선 수준
- 경기, 실적보다는 기대감(금리인하, 업황 개선 등)에 근거한 반등이라는 의미이자, 밸류에이션 부담이 가중되고 있음을 시사
- KOSPI가 2,500p, 2,600p를 향하기 위해서는 두가지 조건이 필요. 첫번째는 추가적인 밸류에이션 레벨업. 추가적인 채권금리 레벨다운 전개시 가능. 두번째는 실적전망 상향 조정. 밸류에이션 정체에도 펀더멘탈 개선만으로도 지수는 우상향
- 결론부터 말하자면 필자는 두가지 가능성 모두 쉽지 않다는 판단. 금리인하 기대가 정점을 통과하고 있고, 본격적인 22년 4분기 실적시즌이 전개된다면 추가적인 이익전망 하향조정이 불가피하다고 생각
- 앞서간 기대가 현실화될 수 있을지 검증해야 할 것. 23년 하반기 이후 미국 금리인하 기대가 100bp, 125bp로 더 강화되거나 드라마틱한 경기, 실적 반전이 가능할까? 그렇지 않다면 글로벌 금융시장은 Bad Is Bad, Good Is Bad 국면으로 전환될 것

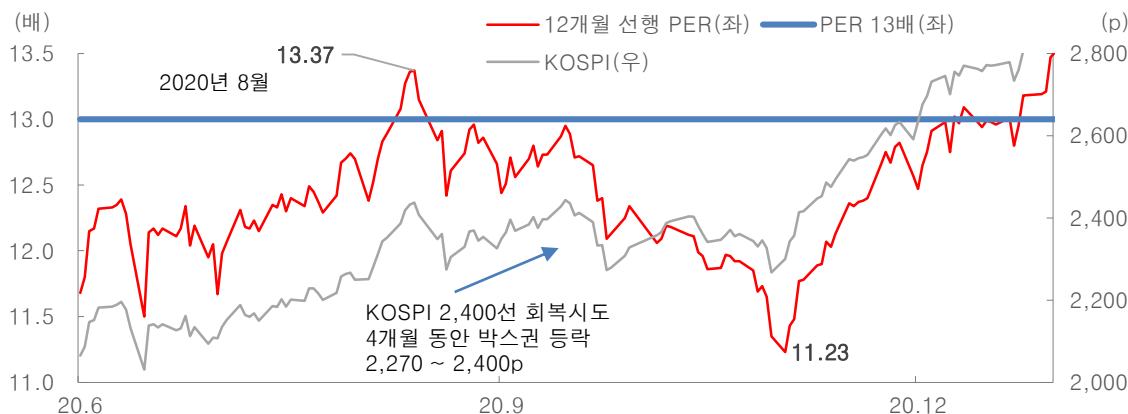
[PER 13배] 밸류에이션 부담을 덜어내고 가야 하는 상황. 맞고 가든... 쉬고 가든...

2007년 7월 PER 13배 돌파시도 이후 급격한 가격/밸류에이션 조정국면 전개



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

2020년 8월 PER 13배 돌파시도 이후 KOSPI 4개월 기간조정으로 밸류부담 완화

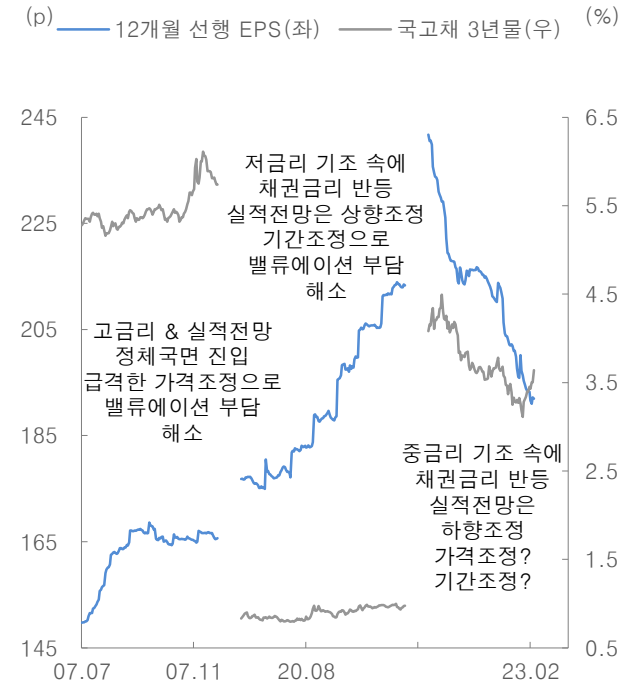
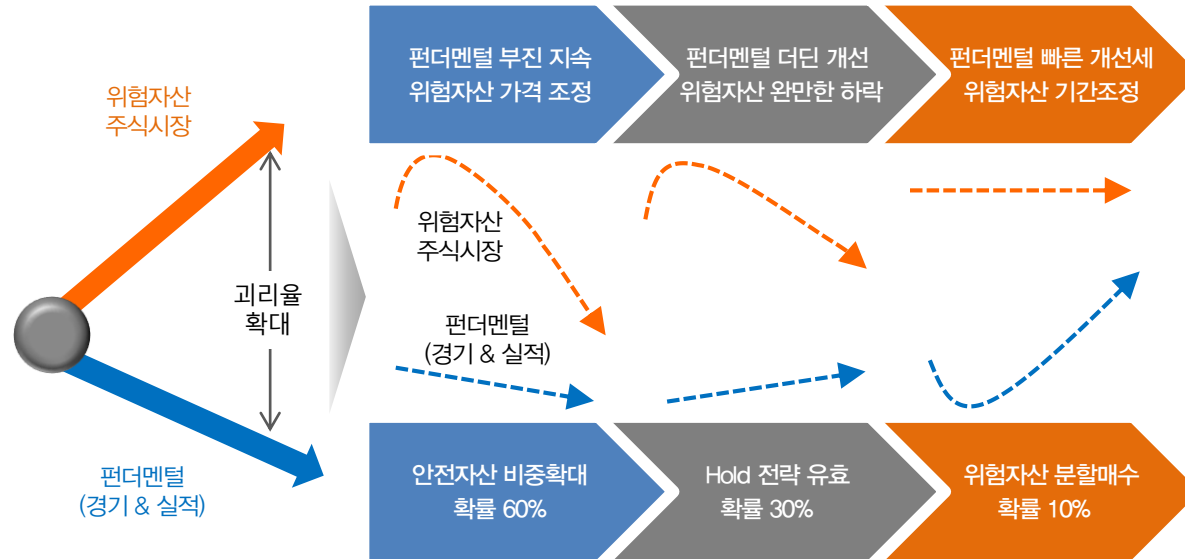


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 역사적으로 KOSPI가 12개월 선행 PER 13배를 넘어선 것은 금융위기 직전(2007년 7월)과 코로나19 쇼크 이후(2020년 8월) 두 번 뿐
- 2007년 7월에는 중국발 버블이 전개되던 당시로 경기 과열국면. 2020년 8월에는 코로나19 충격으로 제로금리 & 유동성 모멘텀 강화국면에서 실적 전망 상향조정이 가세하던 상황. 두 국면의 공통점은 모두 단순해 13배를 넘어 상승추세를 이어가지 못했음
- 2007년 당시에는 중국 금리인상 우려와 실적 전망 정체국면 진입의 영향으로 급격한 가격조정 전개. 12개월 선행 PER 13배, 지수 2,000선 회복시도에 나섰던 KOSPI는 한 달 만에 12개월 선행 PER 10배, KOSPI지수 1,630선대로 레벨다운. 이후에는 2,000선을 넘어 사상최고치를 경신
- 2020년 당시에는 금리 반등에도 불구하고 실적전망 상향조정에 힘입어 기간 조정으로 밸류에이션 부담을 덜어냄. KOSPI는 4개월 동안 2,270 ~ 2,400p 박스권 등락을 이어갔고, 이 과정에서 12개월 선행 PER은 13.37배에서 11.23배로 레벨다운. 기간조정 이후 상승추세를 재개하며 KOSPI는 3,000선을 향함

[강아지와 주인] 주인과 반대방향으로 달려간 강아지. 줄이 팽팽해졌다

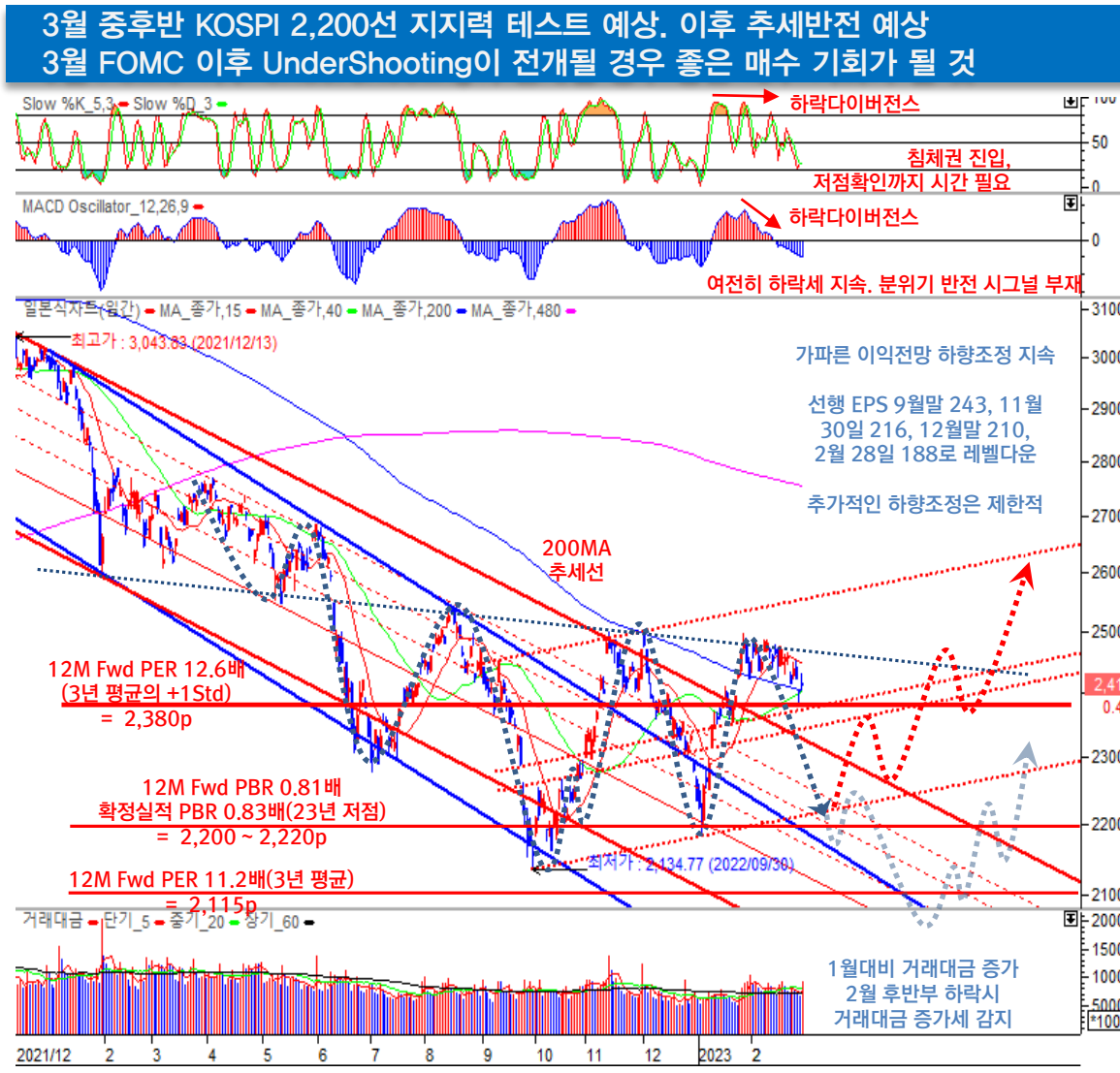
기대심리가 선반영된 글로벌 금융시장. 위험자산의 Downside Risk 축소 국면 재개 가능성



자료: 대신증권 Research Center

12월 FOMC 이후 위험자산과 편더멘털 간의 괴리율 축소가 잠시 전개되었지만, 연초 이후 다시금 중국 경기회복 기대와 23년 하반기 미국 금리인하 기대에 이어 노랜딩 기대까지 유입되며 위험자산과 편더멘털 간의 괴리율 확대. 최소한 글로벌 위험자산이 편더멘털과의 괴리를 좁히는 시간이 필요한 상황. 주식시장은 장밋빛 미래를 기대하나 현실은 그렇지 못함. 앙드레 코스톨라니가 언급한 강아지와 주인 산책이론으로 볼 때, 현재 강아지가 주인을 너무 앞질러 간 상황. 편더멘털 회복에 대한 기대가 실망감으로 전환될 경우 증시는 편더멘털을 따라갈 것

[KOSPI 전망] 2,200선 지지력 테스트 이후 항배 주목. UnderShooting이 있더라도 비중확대 전략 유효



자료: 대신증권 Research Center

- 2월말 4주 동안 박스권(2,420 ~ 2,480p) 등락을 이어가던 KOSPI가 2,400선 초반으로 레벨다운
- 3월초 경제지표 결과에 따른 등락은 감안해야겠지만, 1월 강한 반등, 2월 박스권 등락에서 유입된 과격한 금리인하 기대, 노랜딩 기대가 악화되는 과정에서 변동성 확대는 불가피하다는 판단
- 조정국면에서 3월 23일 FOMC가 중요 변곡점 역할을 할 것. 궁극적으로는 과잉긴축 우려와 경기불안이 진정되는 전환점이 되겠지만, 결과에 따라 KOSPI 2,200선 지지력을 바탕으로 분위기 반전이 가능할 수도, 단기 UnderShooting이 전개될 수도 있다고 생각
- 어떤 흐름이든 이번 조정은 비중확대 기회라고 판단. 3월 FOMC이후 시차는 존재하겠지만, 통화정책에 대한 부담이 진정국면으로 진입할 전망. 여기에 2분기부터는 중국 경기회복과 반도체 업황 최악 통과로 인한 한국 수출, 기업실적 개선이 가시화될 전망
- 1월, 2월 기대감을 넘어 통화정책 완화, 중화권, 아시아 경기/실적 개선 가능성이 분위기 반전, 추세 반전의 동력으로 판단

중요 변곡점 3월 FOMC. 핵심 포인트와 시나리오 분석

Strategist 이경민

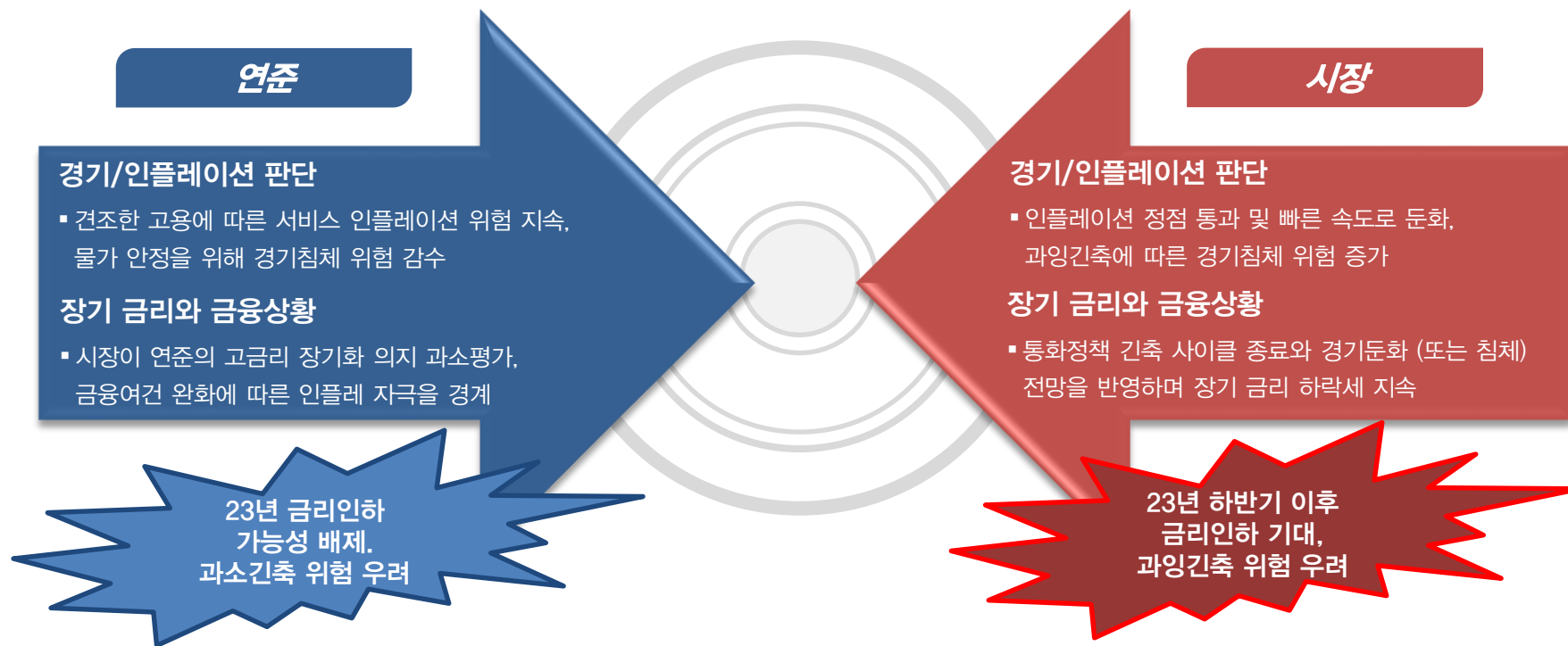
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, JR 김정윤

02) 769-3496 / jungyeon.kim@daishin.com

[3월 FOMC] 시장의 기대와 연준의 스탠스 간의 거리감이 중요할 것

23년 금리인하 가능성 배제, 물가 안정에 집중하는 연준 Vs. 23년 하반기부터 금리인하를 기대했던 시장



자료: 국제금융센터, 대신증권 Research Center

금융시장은 연준의 긴축 사이클 조기 종료와 하반기 금리인하 가능성을 반영(하반기 2회 이상)해왔음. 연준은 시장 참가자들의 낙관적 인식 속에서 금융 상황이 완화되는 것 경계. 그러나 2월 FOMC 이후 양호한 경제지표가 오히려 시장의 통화정책 안도감을 빠르게 정상화시키는 트리거가 됨. 3월 FOMC 결과와 이에 따른 해석/투자자들의 섣불리 더욱 복잡해진 상황. 경제전망, 점도표 변화 자체보다는 컨센서스와 괴리율과 시장의 해석이 중요할 것. 연준의 스탠스와 시장의 컨센서스 간의 거리감이 주목. 거리가 멀지 않거나 시장의 우려가 앞서갔다면 금융시장에는 분위기 반전의 트리거가 될 전망

파월 연준의장의 주요 기자회견 내용. 디스인플레이션, 2%물가, 변화 가능성

1) 1월 시장이 많이 움직였는데, 연준의 의사결정에 영향을 주는가?

롤럼이 중요하지, 별로 중요하지 않다

2) 실업률 레벨에 대한 질문

중요한 것은 디스인플레이션이 되고 있다는 점

신규고용보다는 임금상승률이 중요

3) 12월 점도표를 감안하면 향후 2번 추가 금리인상이 필요한데 가능한가?

두 번 올릴지 여부는 3월, 5월까지 데이터를 더 보고 결정할 것

4) 금리인하 가능한가?

향후 6 ~ 12개월 상황을 알기는 어려움. 하지만, 과도한 긴축에 대해 걱정하는 중

5) 성명서에서 지속적인 금리인상을 유지했는데, 바뀔게 없는 것 아닌가?

디스인플레이션에 대한 문구가 새로 들어감

6) 왜 현재 금리인상을 멈추지 않는가? 인플레이션이 여전히 높음

7) PCE 3개월 동안 하락. 어떻게 생각하나?

좋은 현상이나 2%대 목표까지 낮추고 싶고, 경기가 더 악화되지 않고, 고용이 아주 나

빠지지 않는 상황에서 2%로 유지할 수 있다고 생각

8) 긴축을 계속할 것인가? 성장을 저해하지 않을 정도로 할 것

9) FED 점도표상 금리인상 2번 가능, 시장의 기대는 금리인상 1번 이후 동결

12월과 현재는 다른 상황, 예상치가 존재하기 때문에 시장의 기대대로 연준의 통화정책

이 결정되는 것에 대해 불편하지는 않음

▪ 이번 2월 FOMC 기자회견의 전반적인 내용은 연준의 스탠스를 피력하기보다는 시장의 기대에 부합하고, 조기 금리동결 가능성도 열려있음을 보여주었다고 생각

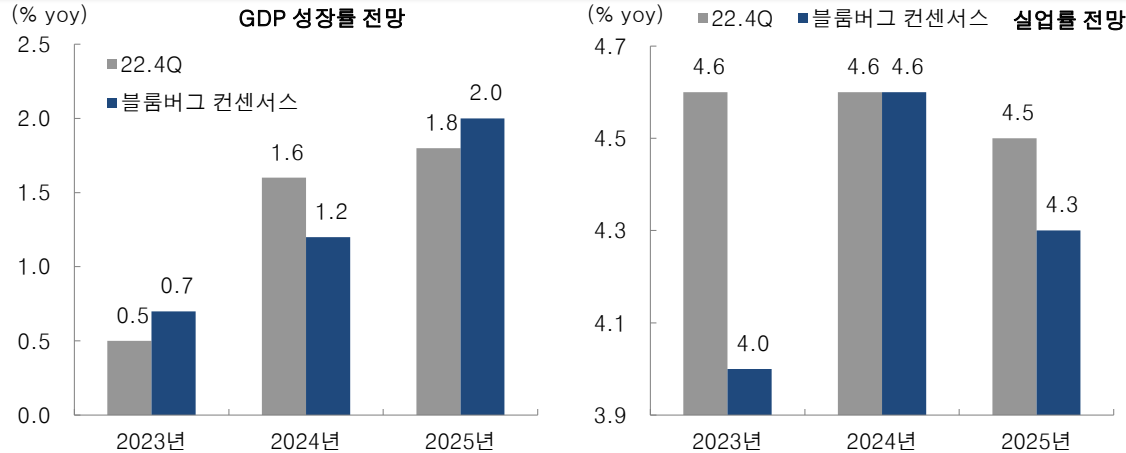
▪ 여전히 연착륙 가능성이 존재하는 가운데, 시장의 기대대로 통화정책이 변할 수 있음을 시사

▪ 중요했던 포인트는 과잉 긴축을 걱정한다는 언급과 디스인플레이션. 1) 우선, 금리인하 가능성을 언급한 기자의 질문에 파월 연준의장은 향후 6 ~ 12개월 상황을 알기는 어렵지만, 과도한 긴축에 대해 걱정하고 있다는 말을 함. 2) 실업률 레벨에 대한 질문과 성명서를 통해 언급한 지속적인 금리인상은 기존 입장과 바뀐 것이 없다는 질문에 대해 디스인플레이션이 중요하며, 디스인플레이션 문구가 들어갔다고 말함

▪ 마지막으로 핵심은 통화정책 경로가 변할 수 있음을 시사했다는 점. 연준의 12월 점도표상 금리인상은 두 번 남았는데, 시장의 기대는 한번의 금리인상 이후 동결이라며 연준의 스탠스와 시장의 기대 간의 격차에 대한 질문이 나옴. 시장의 기대대로 연준의 통화정책이 결정되는 것에 대해 불편하지는 않다는 언급. 12월과 현재는 다른 상황, 예상치가 존재하기 때문에 향후 연준의 통화정책이 변화할 수도 있음을 시사

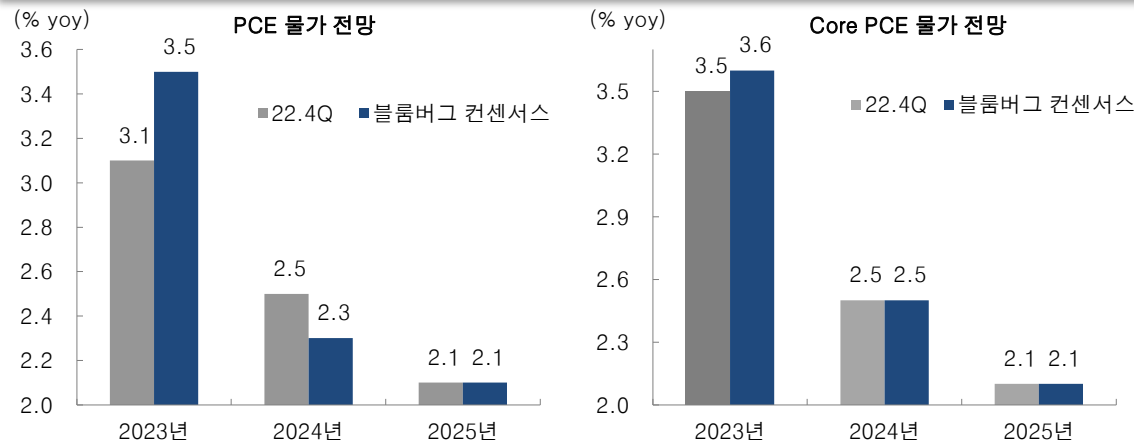
[3월 FOMC] 경제성장률, 물가, 실업률 전망. 큰 폭의 변화가 아니라면 영향력 제한적

23년 GDP 성장률 상향조정, 24년은 하향조정 예상. 실업률은 하향조정



자료: FRB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

물가는 23년 상향조정, 24년 유지 또는 하향조정

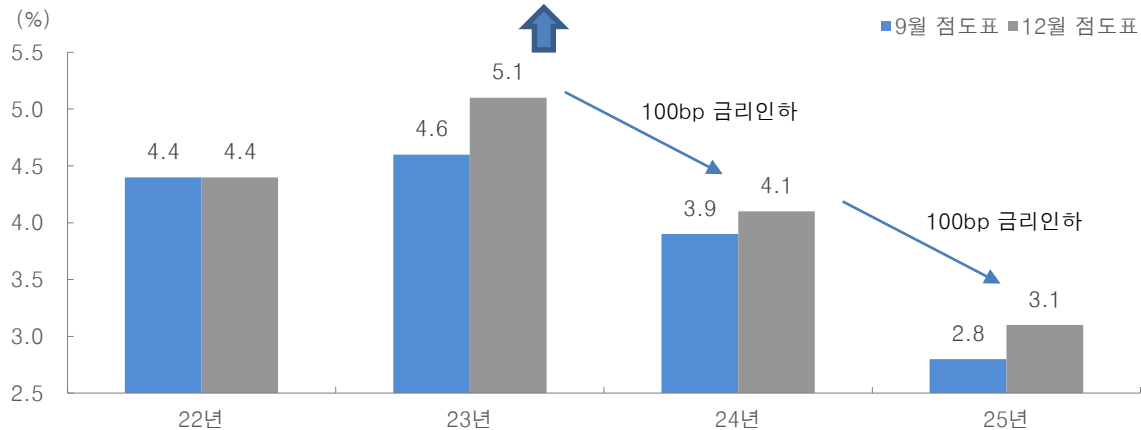


자료: FRB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 3월 FOMC에서는 23년 처음으로 경제전망을 공개. 12월 FOMC에서 공개된 22년, 23년 GDP 성장률 0.5%를 뒤로 하고 새롭게 23년 전망치를 제시할 것
- 블룸버그 컨센서스와 비교할 때 23년 GDP 성장률은 상향조정하고, 24년은 하향조정 할 가능성 높음. 최근 경제지표가 양호함에 따라 경기 둔화/약화 속도가 더뎠던 것에 따른 것으로 볼 수 있음
- 한편, 실업률은 23년 전망치를 소폭 하향조정하거나 전반적으로 소폭 하향조정할 수 있음. 23년 이후 등락을 보여줌으로써 경기불안정성을 시사하지는 않을 것으로 판단
- 물가는 소폭 변경은 있겠지만, 시장에 미치는 영향력은 제한적일 전망. 만약 24년 물가를 3% 이상으로 상향조정 할 경우 충격변수가 되겠지만, 그 가능성은 낮음. 23년 물가전망은 소폭 상향조정하고, 24년, 25년은 유지하거나 소폭 변화를 줄 수 있을 것
- 결국, 3월 FOMC에서 경제전망은 최근 경제지표 흐름을 반영해 소폭 변경이 가능해 보임. 레벨이 바뀌는 정도의 변동이 아니라면 시장에 미치는 영향은 제한적일 전망

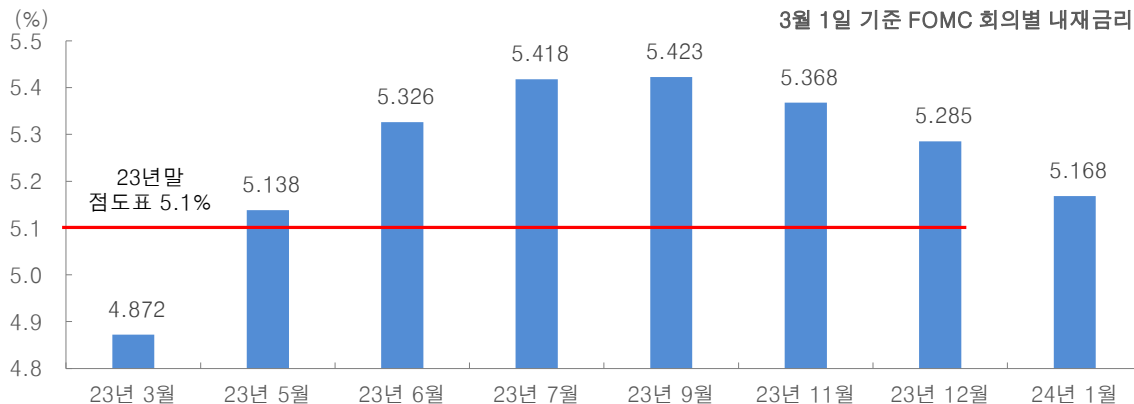
[3월 FOMC] 점도표 변화는 시장 컨센서스와 괴리율이 중요. 23년 5.5% 상회 여부, 24년과의 Gap 체크

23년 점도표 상향조정은 기정사실. 변화폭이 중요. 24년, 25년 금리인하 폭 체크



자료: FRB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

시장에서는 이미 기준금리 고점 5.4%를 반영 중

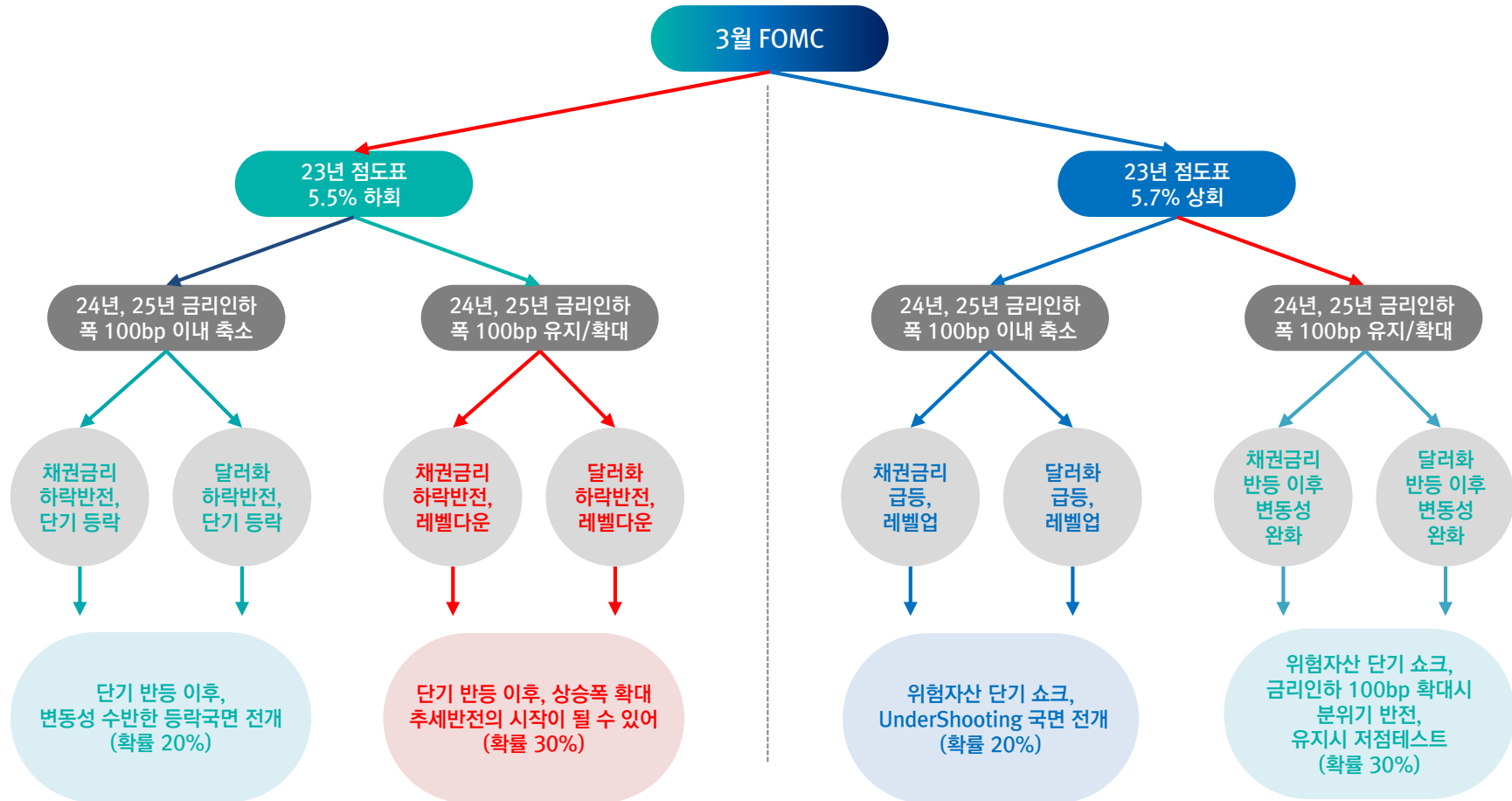


자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

- 연준은 12월 FOMC에서 점도표를 통해 23년 연말 기준금리가 5.1%(중위값 기준)에 달할 것으로 전망
- 12월 점도표 상 23년 5.1% 이상 전망 위원이 7명임을 감안해 상향조정은 기정사실화. 관건은 점도표 상향조정 폭
- 현재 Bloomberg WIRP 기준 23년 기준금리 고점 전망은 5.4%를 상회하고 있고, 연말 전망도 5.3%에 근접. 3월 FOMC에서 23년 점도표가 5.5%를 크게 상회하지 않는다면 시장에 미치는 영향은 제한적일 전망
- 이와 더불어 24년, 25년 점도표도 주목. 1명의 연준 위원이 동결을 주장하고 있는데, 변화 가능성 중요
- 23년 - 24년, 24년 - 25년 점도표 Gap이 100bp로 유지될 것인지, 확대, 또는 축소될 것인지가 중요 포인트
- 23년 점도표 수준에 따른 증시 급등락 이후 24년, 25년 금리인하 폭에 따라 금융시장은 방향성을 잡아갈 것

[3월 FOMC 시나리오 분석] 23년 점도표 상향조정 폭과 24년, 25년 금리인하 폭에 따라 등락 엇갈릴 전망

- 1) 23년 점도표 5.5% 전후, 24년, 25년 금리인하 100bp 유지시 증시 영향력 제한적. 등락 이후 반등시도 예상
- 2) 23년 점도표 5.7% 상회시 24년, 25년 금리인하 폭에 따라 당기 충격 이후 반등 시점/강도 달라질 것
- 3) 23년 점도표 5.5% 하회시 급반등 전개. 이후 반등강도는 24년, 25년 금리인하 폭에 따라 달라질 것



3월 조정은 매수기회. 뜨거운 여름을 기대하며...

Strategist 이경민

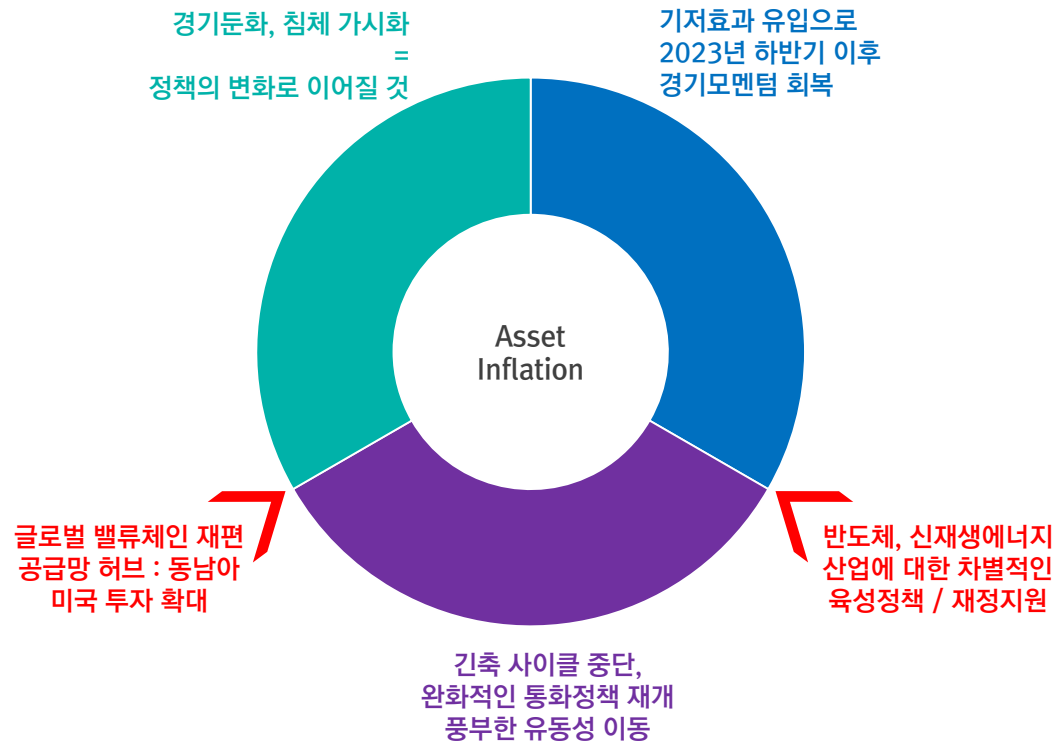
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, JR 김정윤

02) 769-3496 / jungyeon.kim@daishin.com

[2023 View] 궁즉변(窮卽變), 변즉통(變卽通) = Asset Inflation

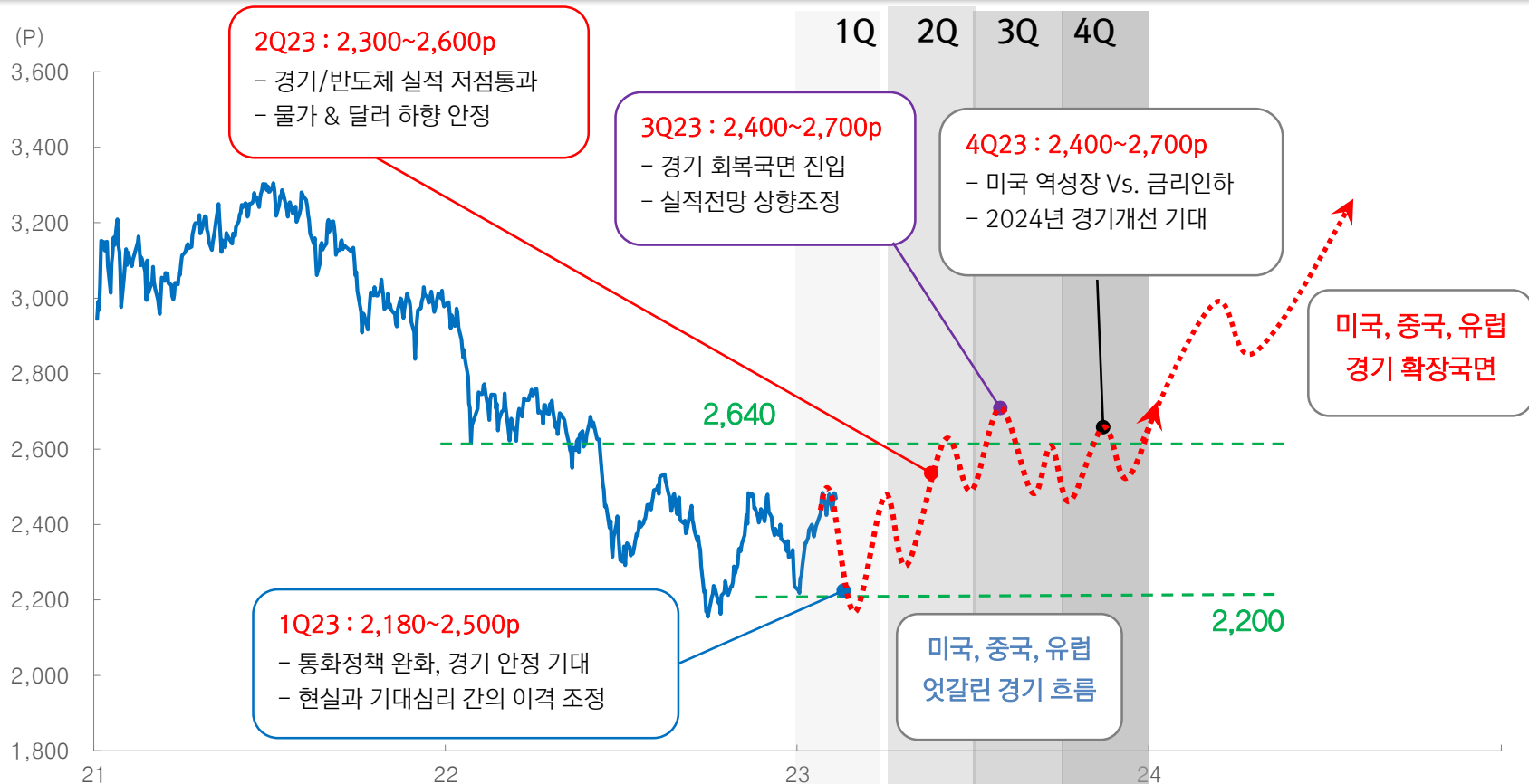
경기 침체 우려는 결국 통화정책 변화로... 기저효과에 의한 경기 턴어라운드



- 극한상황에 이르면 변하고, 변하면 통하는 길이 생긴다는 말(주역). 22년 4분기 이후 글로벌 펀더멘탈 환경 악화, 경기침체 현실화는 23년 상반기 이후 글로벌 투자환경의 긍정적인 변화를 기대케 할 것
- 궁즉변(窮卽變) : 경기 경착륙, 침체 가능성이 글로벌 증시의 저점통과 가능성을 높일 것. 펀더멘탈에 대한 불안감이 커지는 만큼 통화정책과 재정정책은 완화적으로 전환될 전망
- 변즉통(變卽通) : 23년 상반기를 지나며 글로벌 통화정책 완화 현실화될 경우 경기불안은 제어되고, 경기 턴어라운드 기대가 회복될 것. 이 과정에서 차별적인 정책/재정이 유입되며 글로벌 경쟁력과 성장동력을 보유한 산업군으로 빠른 글로벌 유동성 이동 예상

2023년 추세반전 & 2024년 상승추세 전개. 전약후강 전망

23년 1분기 2,200p 수준 저점으로 추세반전 예상. 24년에는 미국, 중국, 유럽 동반 경기확장국면 진입 예상



자료 : FnGuide, 대신증권 Research Center

23년 KOSPI는 1년 6개월 동안 지속되었던 하락추세를 마무리하고 추세 반전 모색. 저점 통과 시점은 23년 1분기로 예상하며 빠르면 22년 말, 23년 초도 가능. KOSPI 2,300p 이하는 저평가 매력에 부각되는 지수대. 지수 저점 확인 과정에서 경기침체 강도가 예상보다 강하거나 유동성/신용 리스크 충격이 발생할 경우 UnderShooting할 가능성도 염두에 둘 필요가 있음. 2분기 이후 1) 통화정책 완화에 따른 금리/외환시장 안정, 2) 글로벌 경기와 반도체 업황/실적 턴어라운드 가시화, 3) 경기회복 국면 진입 등의 변화로 상승 추세 전개 예상. 23년 4분기에는 미국 경기 악화 Vs. 금리인하 가시화로 박스권 등락 예상. 24년에는 미국 경기 턴어라운드와 함께 미국, 중국, 유럽 모두 경기확장국면 진입 & 금리인하로 상승추세 전개 예상

[FOMC 경제전망] 23년 경기 저점으로 경기모멘텀 회복 전개

23년 경기 저점으로 모멘텀 회복국면 전망. 물가는 24년 2%대 진입 이후 안정세를 이어갈 것으로 예상

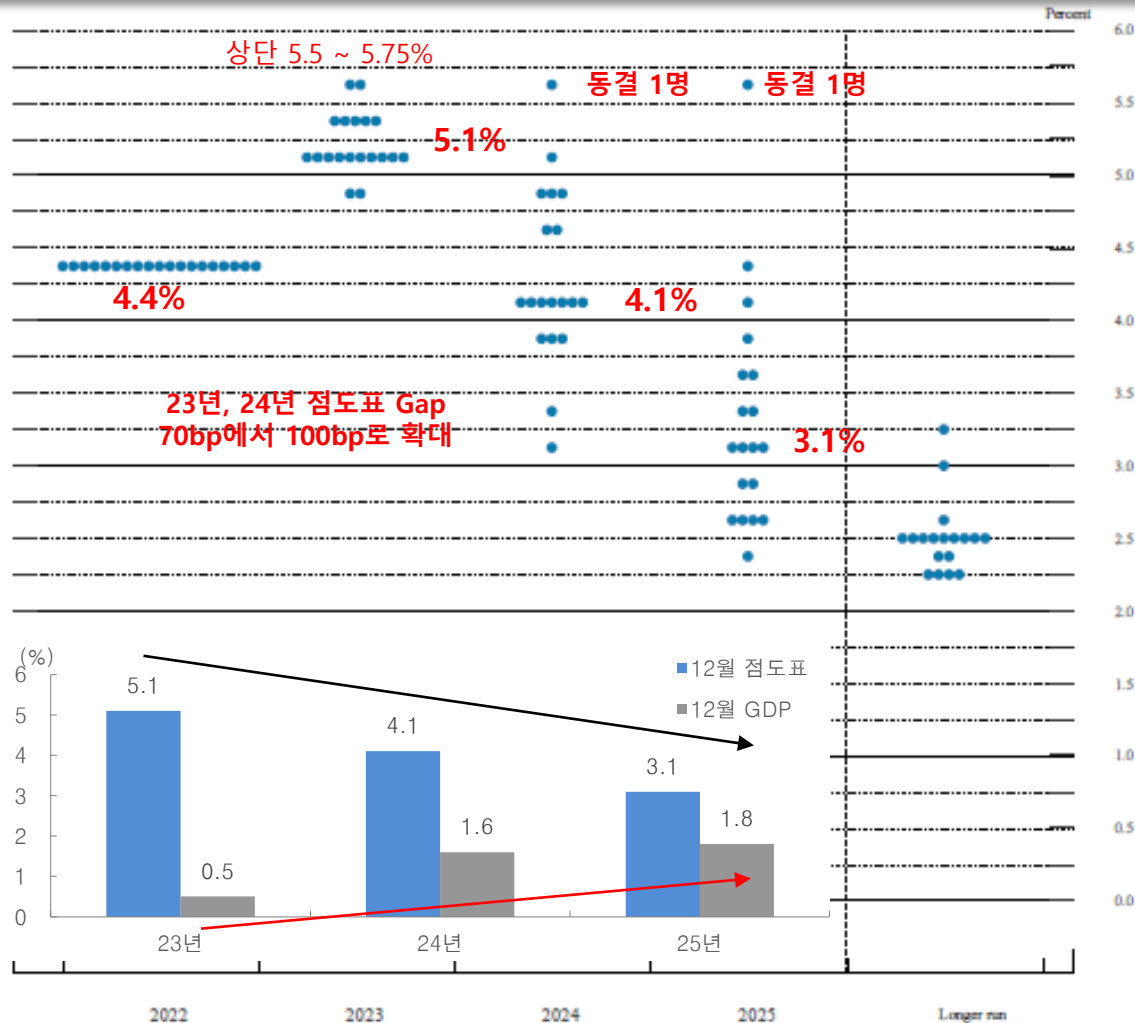
Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2022	2023	2024	2025	Longer run	2022	2023	2024	2025	Longer run	2022	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8	0.4-0.5	0.4-1.0	1.3-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0	0.2-0.5	-0.5-1.0	0.5-2.4	1.4-2.3	1.6-2.5
September projection	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8	0.1-0.3	0.5-1.5	1.4-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0	0.0-0.5	-0.3-1.9	1.0-2.6	1.4-2.4	1.6-2.2
Unemployment rate	3.7	4.6	4.6	4.5	4.0	3.7	4.4-4.7	4.3-4.8	4.0-4.7	3.8-4.3	3.7-3.9	4.0-5.3	4.0-5.0	3.8-4.8	3.5-4.8
September projection	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0	3.8-3.9	4.1-4.5	4.0-4.6	4.0-4.5	3.8-4.3	3.7-4.0	3.7-5.0	3.7-4.7	3.7-4.6	3.5-4.5
PCE inflation	5.6	3.1	2.5	2.1	2.0	5.6-5.8	2.9-3.5	2.3-2.7	2.0-2.2	2.0	5.5-5.9	2.6-4.1	2.2-3.5	2.0-3.0	2.0
September projection	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0	5.3-5.7	2.6-3.5	2.1-2.6	2.0-2.2	2.0	5.0-6.2	2.4-4.1	2.0-3.0	2.0-2.5	2.0
Core PCE inflation ⁴	4.8	3.5	2.5	2.1		4.7-4.8	3.2-3.7	2.3-2.7	2.0-2.2		4.6-5.0	3.0-3.8	2.2-3.0	2.0-3.0	
September projection	4.5	3.1	2.3	2.1		4.4-4.6	3.0-3.4	2.2-2.5	2.0-2.2		4.3-4.8	2.8-3.5	2.0-2.8	2.0-2.5	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	4.4	5.1	4.1	3.1	2.5	4.4	5.1-5.4	3.9-4.9	2.6-3.9	2.3-2.5	4.4	4.9-5.6	3.1-5.6	2.4-5.6	2.3-3.3
September projection	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5	4.1-4.4	4.4-4.9	3.4-4.4	2.4-3.4	2.3-2.5	3.9-4.6	3.9-4.9	2.6-4.6	2.4-4.6	2.3-3.0

자료: FRB, 대신증권 Research Center

연준이 제시한 경제전망에서 주목할 부분은 23년 GDP 성장률을 저점으로 24년, 25년 경기회복을 예상한다는 점. 물가는 2%대로 진입하는 가운데 경기 회복이 가능하다는 생각. 잠재성장률을 하회할 수 있겠지만, 물가안정과 경제성장이라는 두 마리 토끼를 잡을 수 있다는 전망. 물론, 분기별 등락에 따라 경기 연착륙, 경착륙이 확인되겠지만, 장기적으로 경기 회복, 성장국면으로 재진입할 것임을 전망

[FOMC 점도표] 24년, 25년 경기모멘텀 회복국면에서 100bp 금리인하 단행. 또다른 기준금리 정상화

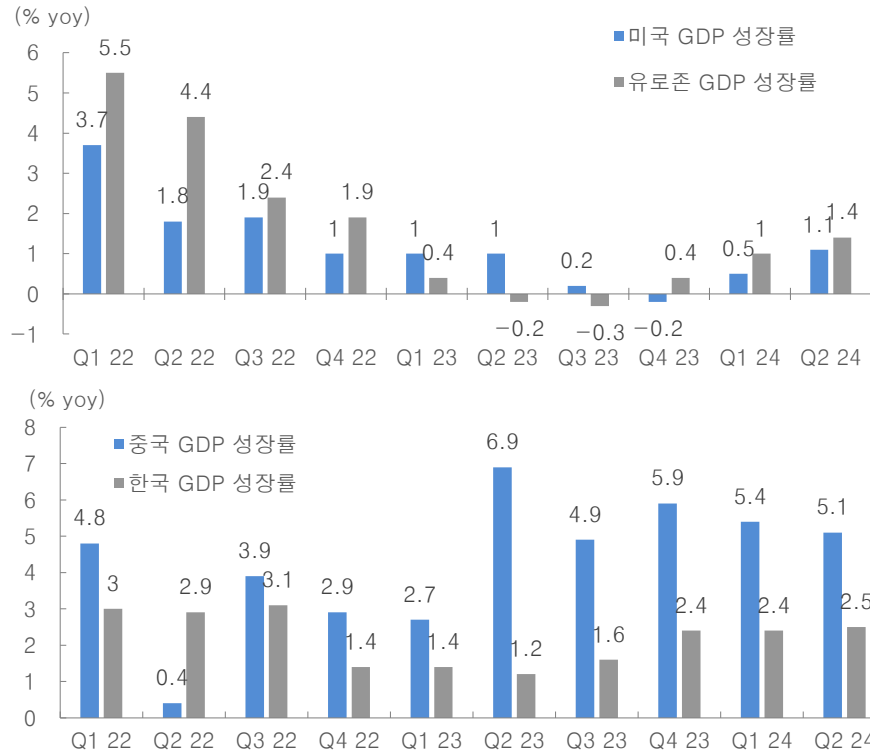
23년 점도표 5.1%로 레벨업. 하지만, 24년, 25년에는 100bp씩 금리인하



- 점도표에서 눈에 띄는 부분은 24년과 25년 점도표. 앞서 살펴본 연준의 GDP 성장률은 24년 1.6%, 25년 1.8%로 회복되는 가운데 100bp씩 금리인하를 예고한 것
- 연준은 또다른 의미에서 통화정책 정상화(중립금리로 회귀)를 시사한 것으로 판단
- 12월 FOMC 이후 시장에서 금리인하 기대가 강화된 것도 이로 인한 것. 경기회복이 예상되는 상황에서 100bp씩 금리인하를 단행한다면 경기가 악화될 경우 추가적인 금리인하가 가능하고, 그 시점도 앞당겨질 것이라는 기대 유입
- 다소 과도한 기대라는 점과, 경기침체가 아니라는 기대와 금리인하라는 상충되는 기대가 유입되었다는 점에서 단기 교통정리가 필요한 것이 사실
- 하지만, 2024년과 2025년까지 경기와 통화정책, 유동성 흐름을 감안할 때 주식 시장에는 더없이 긍정적인 투자환경이 제공될 전망

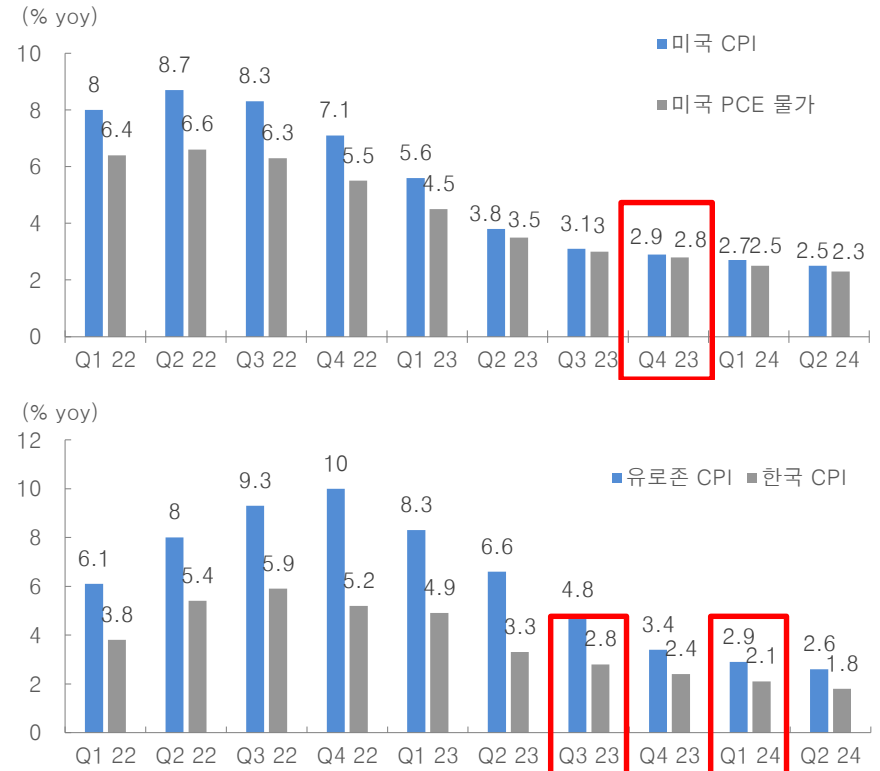
글로벌 경기 모멘텀 : 2023년 저점통과. 2024년 동반 회복

중국, 한국, 유럽, 미국 순으로 경기모멘텀 저점 통과



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국은 23년 4분기 물가 상승률 2%대 진입 가능

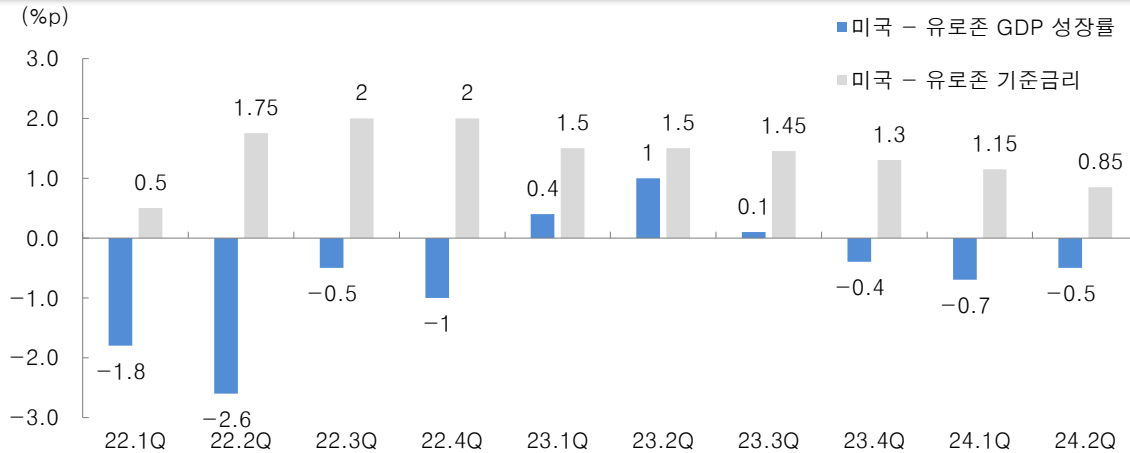


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

23년은 글로벌 주요국 경기 저점통과 국면. 한국, 중국은 23년 1분기, 한국은 23년 2분기, 유럽은 23년 3분기, 미국은 23년 4분기. 서로 엇갈리는 경기저점 시점에 따라 등락이 불가피하지만, 상반기 중 중국, 한국 모멘텀 우위로 인한 긍정적인 변화 기대. 24년에는 미국, 유럽 경기모멘텀 회복을 보여줄 것. 한국, 중국은 건조한 경기모멘텀 가능. 미국은 23년 4분기 물가 2%대 진입 가능. 경기 악화 + 물가 안정을 이유로 23년 4분기부터 금리인하 기대 재유입, 24년부터는 금리인하 가시화. 23년 글로벌 증시는 지역/국가별 턴어라운드가 전개되고, 24년에는 동반 상승추세를 형성할 수 있음을 보여줌

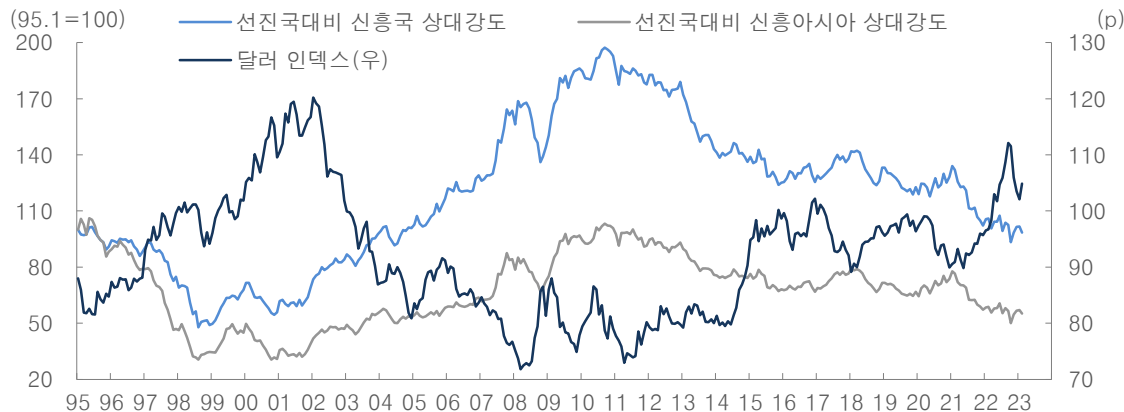
달러화, 23년 1분기 반등 이후 약세국면 진입. 2분기부터는 신흥아시아 통화, 신흥국 증시 상대적 강세 전망

23년 하반기, 유로존 경기 상대적 우위 & 금리격차 축소. 달러 약세 압력 확대



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

달러화 약세국면에서 신흥국, 신흥 아시아증시 상대적 강세 뚜렷

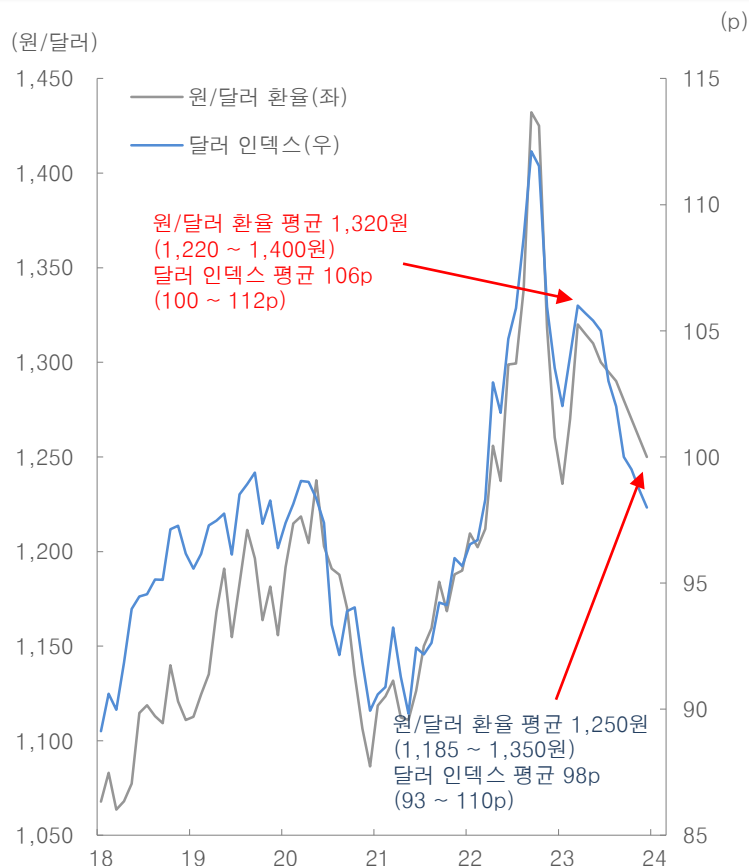


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 달러화는 1분기 강세, 2분기 등락 이후 하반기부터 약세국면 예상
- 23년 2분기를 지나면서 미국 통화정책보다 유럽 통화정책이 더 매파적이고, 경기 모멘텀 또한 유럽이 우위를 보일 전망
- 게다가 중국은 23년 1분기, 한국은 23년 2분기 경기저점 통과, 모멘텀 회복이 가시화될 경우 위안화, 원화의 상대적 강세가 가능할 것
- 과거 달러 초강세 이후 달러가 약세국면으로 진입할 경우 신흥국 증시에는 큰 기회가 되었음
- 90년대 초중반 아시아 육룡, 2002년 ~ 2008년 BRICS, 23년 이후에는? ASEAN 주목

23년 외환시장 : 23년 원달러 환율 1,185~1,350원, 달러인덱스 93~110p 전망

원/달러 환율과 달러인덱스



(p)

달러인덱스, 원/달러 환율 전망

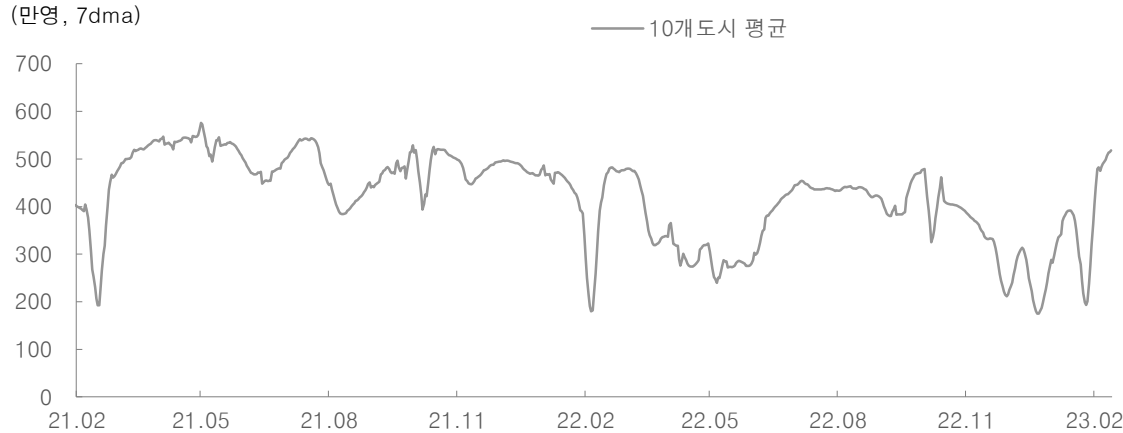
		2022				2023				2021	2022	2023
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
달러 인덱스	상단	99	106	114	115	110	110	110	110	97	115	112
	하단	95	99	105	100	100	100	96	93	89	95	93
	평균	97	103	108	108	106	105	100	98	93	104	100
원/달러 환율	상단	1,243	1,302	1,440	1,445	1,350	1,350	1,350	1,350	1,199	1,550	1,400
	하단	1,187	1,213	1,297	1,250	1,220	1,210	1,185	1,185	1,082	1,187	1,185
	평균	1,205	1,261	1,339	1,360	1,320	1,300	1,280	1,250	1,144	1,290	1,280

자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

연준의 기준금리 인상이 추가적으로 전개되더라도 금리인상 사이클이 정점에 도달하는 반면, 유럽은 매파적인 스탠스를 이어가며 기준금리 차 축소에 따른 달러 강세 완화 예상. 다만, 경기 둔화, 약화 지연으로 안전자산으로서 매력은 유효. 달러 스마일, 글로벌 경기 위기 또는 미국경제가 강할 때 미 달러화 강세 유지. 수출 둔화에 따른 한국 경기 펀더멘털 악화 감안 시 원/달러 환율은 1,200원 상회 지속. 여전히 높은 중국 의존도로 원화와 위안화 동조화 지속. 23년 하반기 중국 경기 모멘텀이 강해질 경우 예상보다 원화 가치가 강해질 가능성 존재

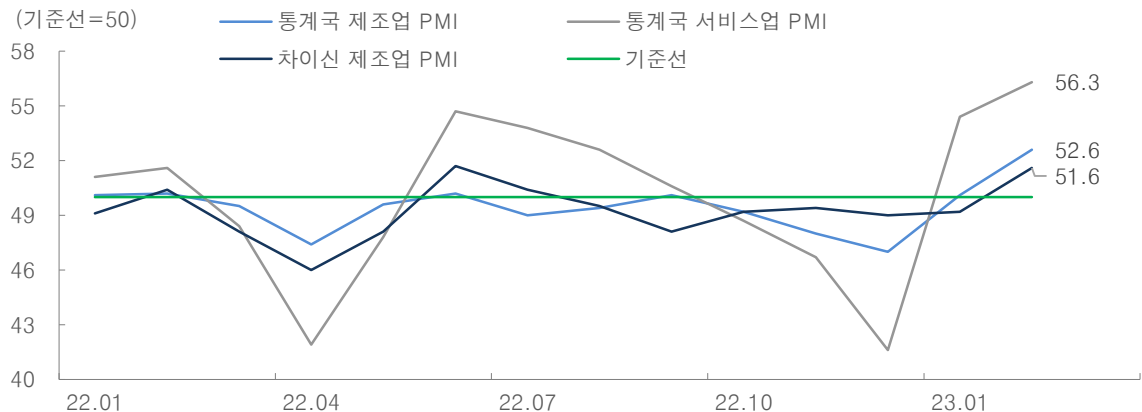
중국 경기 2Q, 3Q모멘텀 강화 예상. PMI 반등, 제조업, 서비스업 모두 확장국면 진입

중국 10대도시 평균 지하철 이동량, 21년 고점수준에 도달



자료: Wind, 대신증권 Research Center

제조업, 서비스업 PMI 동반 확장국면 진입

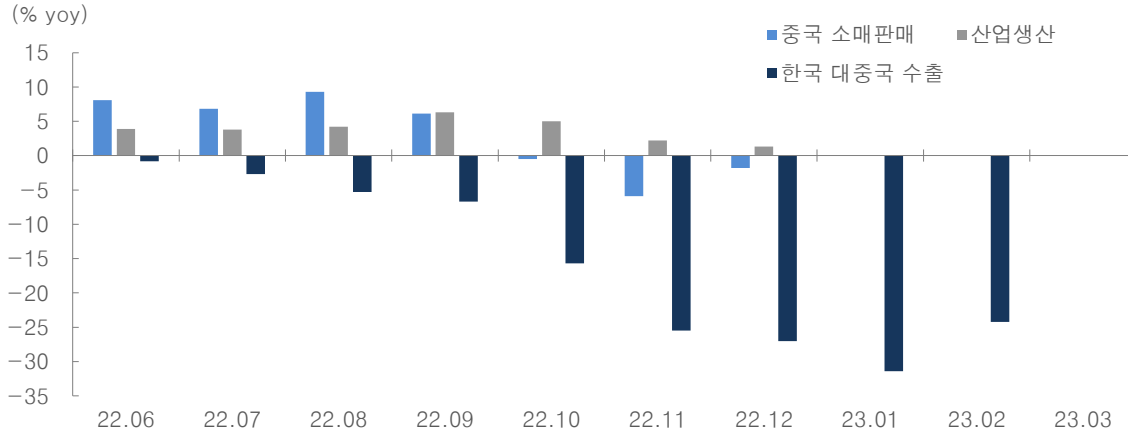


자료: 중국 국가통계국, 차이신, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 방역조치 완화로 인한 중국내 이동성지수 레벨업. 10개도시 평균 지하철 이동량은 21년 이후 고점권까지 빠르게 회복. 경기활력이 되살아날 가능성 높음
- 올해 중국 경기 핵심은 ① 부동산 시장 회복, ② 인프라 투자, ③ 소비 확대
- 2월 국가통계국 제조업 PMI 51.6으로 1월 50.2대비 상승했고, 예상치(50.5)를 상회. 1월에는 부진했던 차이신 제조업 PMI는 51.6으로 큰 폭 반등(예상치 50.2). 국가통계국 비제조업 PMI도 56.3(예상치 55)으로 1월 54.4대비 상승세를 이어감
- 전반적인 소비, 생산 활동의 정상화가 가시화되고 있다는 판단
- 1월 신규대출 전년동월대비 23% 급증. 기업대출은 전년대비 1.3조위안 증가한 반면, 가계대출은 0.6조위안 감소하며 디커플링. 성장 동력 개선보다 정부의 정책 효과가 컸음 → 1월 대출 급증이 부동산 경기랑 이어질지 살펴볼 필요
- 상반기는 인프라 투자 확대가 이끌고 간다면, 하반기는 부동산 경기 반등이 핵심

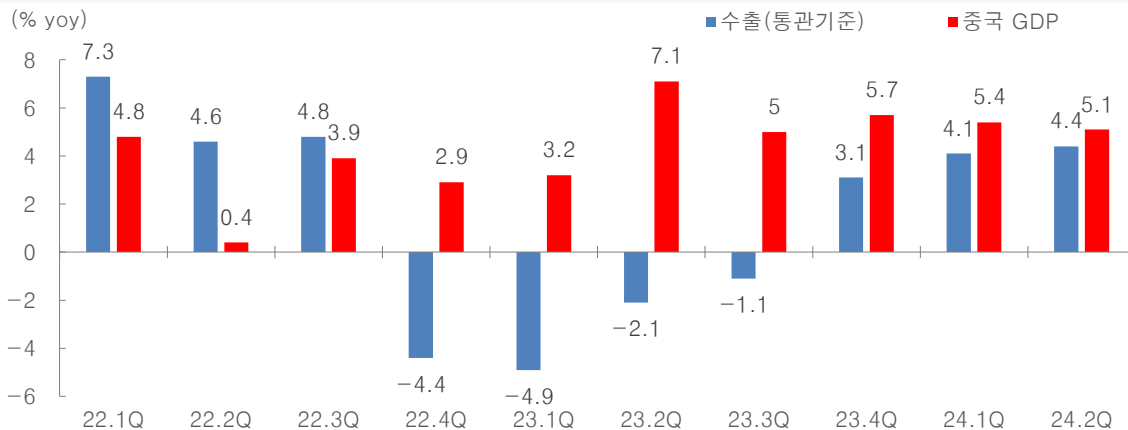
중국 경기회복 = 한국 수출개선으로 이어질 것

중국 소비 위축과 함께 대중국 수출 마이너스 반전, 마이너스 폭 확대



자료: 중국 통계국, 한국 산업통상자원부, CEIC, 대신증권 Research Center

중국 경기 회복시 한국 수출도 최악의 국면에서 벗어나 모멘텀 회복 예상

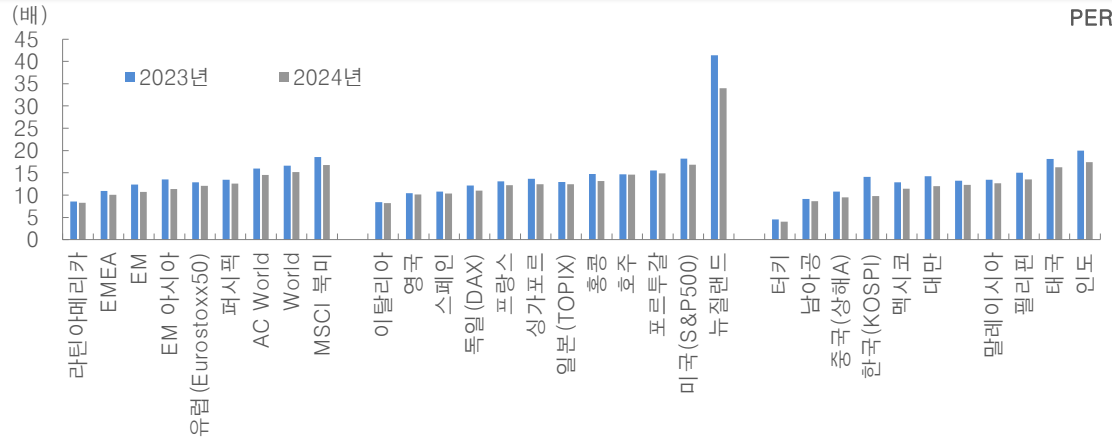


자료: 관세청, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 한국 수출 악화의 중심에는 중국 경기불안과 예상보다 크게 부진한 반도체 업황 영향
- 중국 소비, 생산지표 부진이 한국 수출 역성장폭 확대에 일정부분 영향을 주었다고 볼 수 있음
- 중국 경기가 회복국면으로 진입할 경우 한국 수출도 최악의 상황에서 벗어나기 시작할 것
- 분기별 중국 GDP 성장률을 보면 23년 2분기 중국은 7.1% 성장 예상. 기저효과를 감안하더라도 4%대 성장을 기대할 수 있는 것
- 한국 수출도 중국 경기회복과 맞물려 1분기 -4.9%에서 2분기 -2.1%로 역성장폭 축소 예상
- 이 경우 무역수지 적자축소도 가시화되면서 원화 강세 압력을 높일 전망

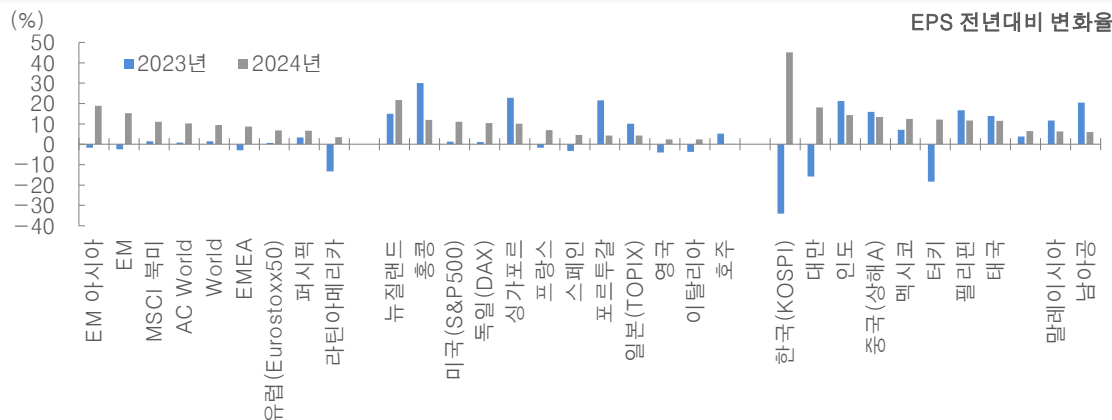
밸류에이션 / 이익모멘텀 : 23년 미운오리가 24년 백조로...

신흥 아시아 밸류 매력 높아. KOSPI 23년 PER 14배 상회. 24년은 10배 이하



자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

신흥국 이익모멘텀 우위. KOSPI 드라마틱한 반전, -30%대에서 +40%대

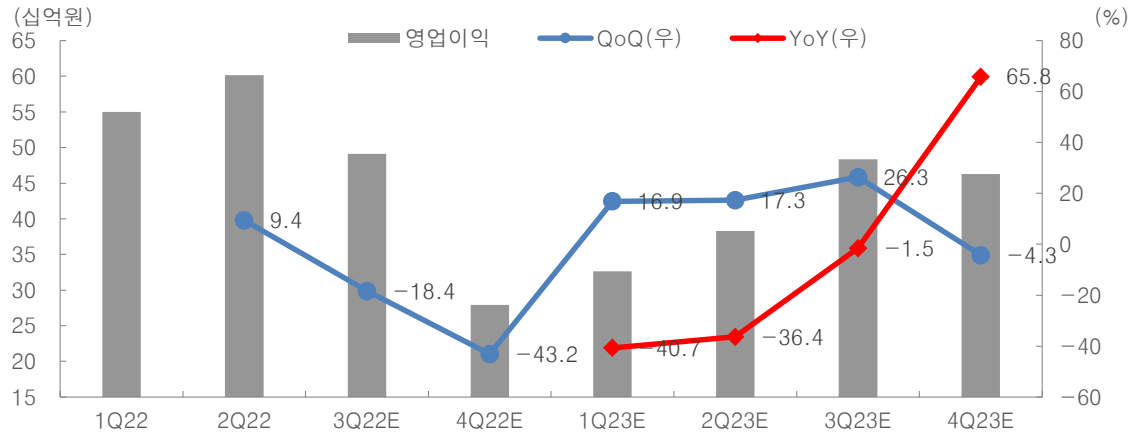


자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

- 23년 지역별, 국가별 차별화 뚜렷. 특히, 한국, 대만 등 반도체 비중이 높은 국가들의 밸류에이션 부담 가중. 이익모멘텀은 마이너스 폭 확대
- 하지만, 24년에는 반전이 예상되는 상황. 반도체 업황이 중요하겠지만, 기저효과만으로도 24년 이익 모멘텀 강화국면 진입
- 이를 바탕으로 선행 PER은 23년 14배에서 24년 10배 이하로 레벨다운
- 23년 하반기부터 업황 개선, 실적 턴어라운드 가시화되면 24년 이익모멘텀, 밸류에이션 매력 부각될 전망
- 23년 하반기 미국 경기악화로 인한 충격은 금리인하 기대와 차별적인 한국 경기, 수출, 이익 모멘텀이 완충작용을 해 줄 것으로 예상
- 24년에는 국내외 매크로 모멘텀과 통화정책 완화, 기업 이익, 업황 모멘텀 강화가 맞물리며 추세적인 상승을 이끌어갈 전망

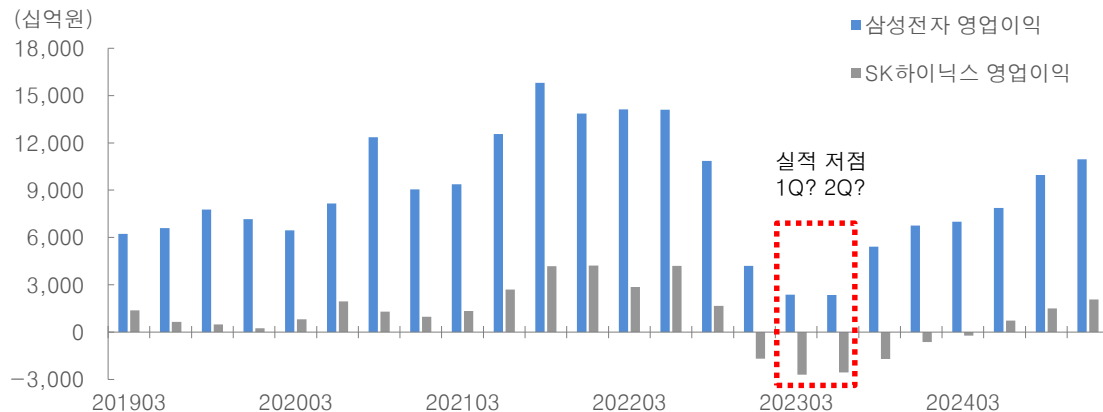
KOSPI 실적전망, 22년 4분기 저점 가능성. 실적 턴어라운드의 키를 쥐고 있는 반도체

KOSPI 22년 4분기 실적 저점 통과, 턴어라운드 가능성



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

삼성전자, SK하이닉스 영업이익 1분기 저점 통과 가능성 높아

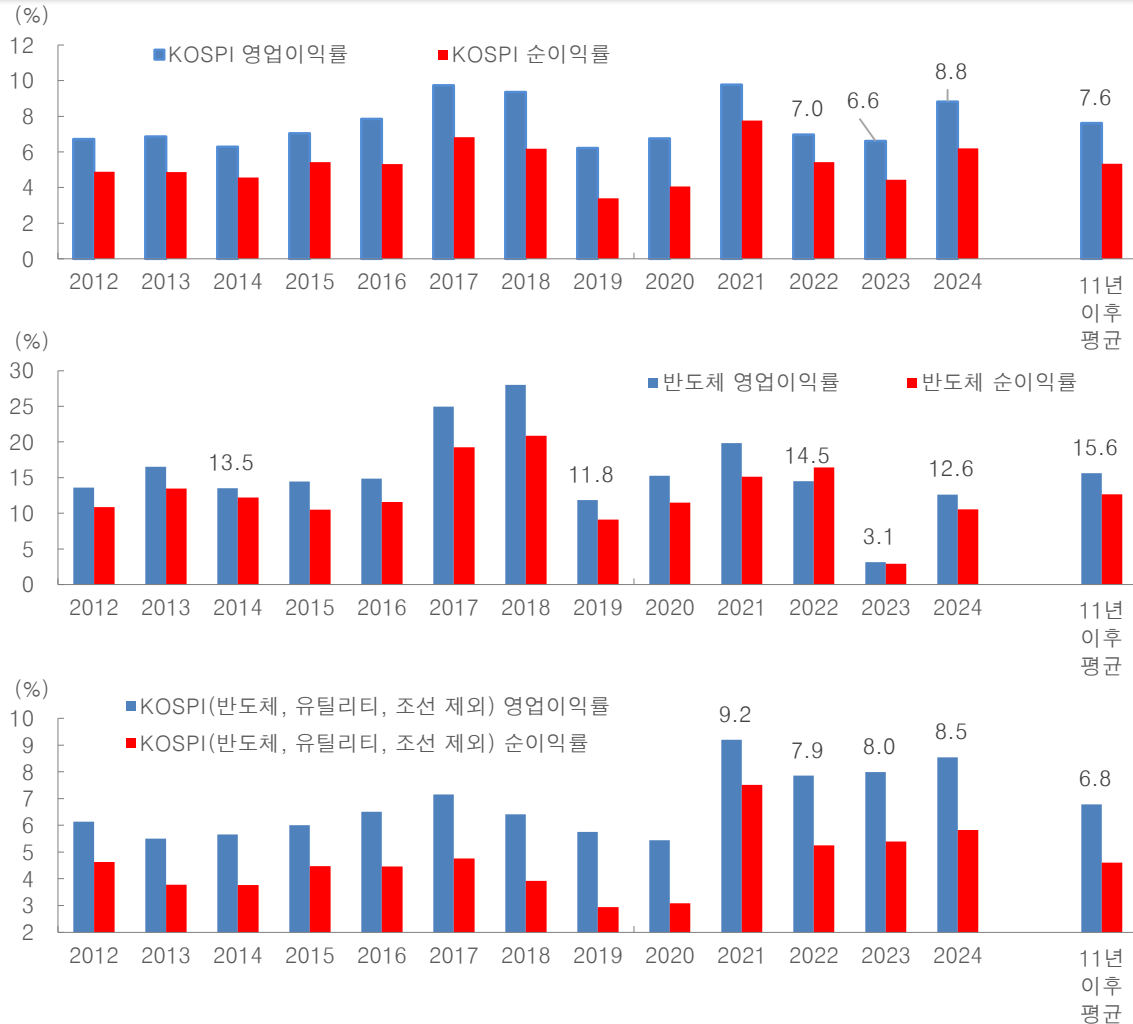


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI 중 4분기까지 분기별 이익전망이 존재하는 228개 기업의 실적 전망 추이를 보면 22년 4분기 영업이익, 순이익을 저점으로 이익개선국면으로 진입할 전망
- 실적에 대한 눈높이가 높다고 감안하더라도 최소한 23년 1분기 실적 저점 통과 가능성이 높다고 볼 수 있음
- 실적 전망 추이의 키를 쥐고 있는 반도체 업종도 23년 1분기 실적 저점통과 가능성이 높은 상황
- 반도체를 제외한 업종들의 실적 눈높이 조정이 필요하다는 점이 부담이지만, 반도체 업황/실적이 23년 1분기를 저점으로 회복국면으로 진입할 경우 KOSPI 분위기 반전에 힘이 실릴 전망

[실적 눈높이] 충분히 눈높이가 낮아진 반도체. 아직은 고공행진 중인 시클리컬, 소재/산업재

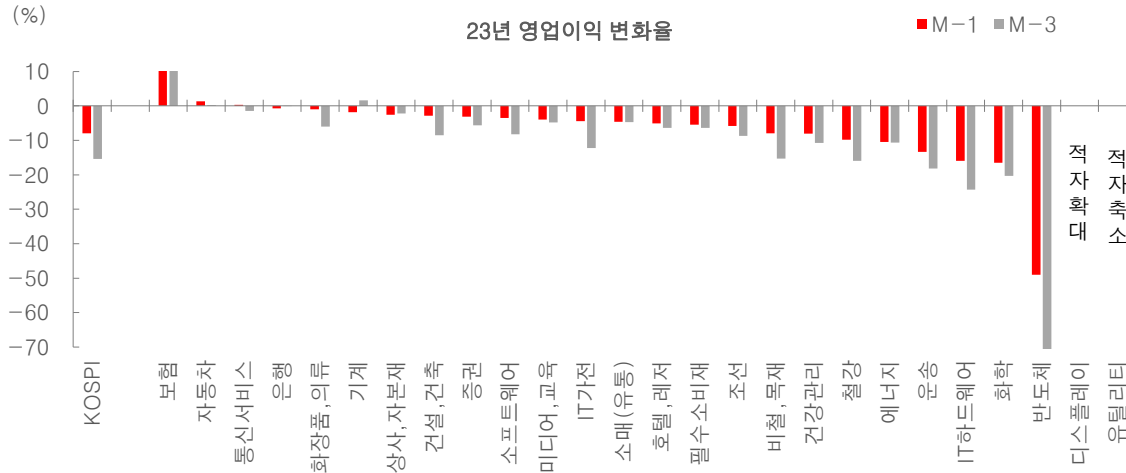
23년 반도체 영업이익률 3.1%. 충분한 실적 눈높이 하향조정 진행
반도체, 유틸리티를 제외한 23년, 24년 영업이익률은 정체. 눈높이가 높다고 생각



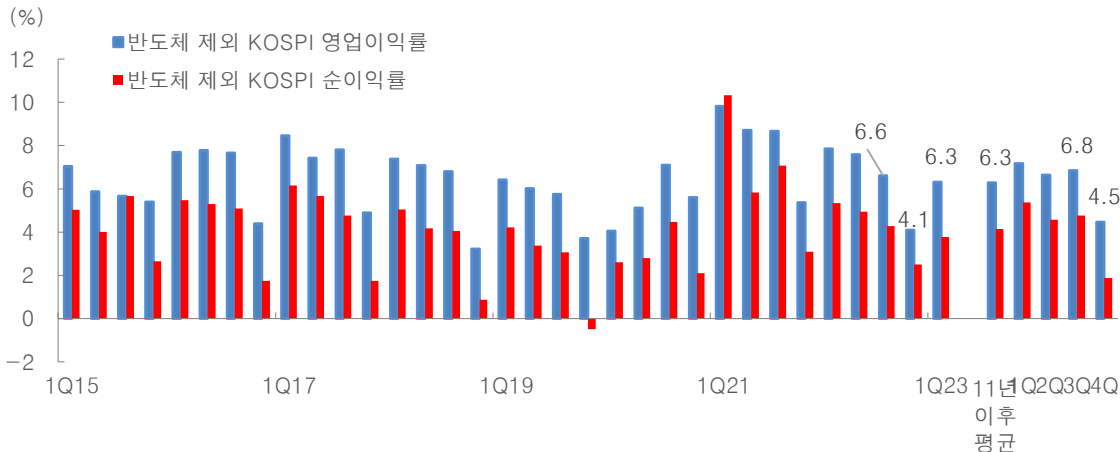
- 실적 전망에 대한 눈높이 격차는 반도체와 반도체를 제외한 업종 간의 차이는 연간 실적에서 극명하게 드러남
- 반도체 영업이익률은 22년 14.5%로 레벨다운된데 이어 23년 3.1%로 1/3 이하로 더 낮아짐. 과거 평균 수준은 물론, 2019년 영업이익률 저점 11.9% 수준을 크게 하회하고 있는 상황
- 반면, 반도체, 유틸리티, 조선을 제외한 업종의 영업이익률을 보면 22년 7.9%로 21년 9.2%대비 둔화 예상. 그러나 23년, 24년 영업이익률은 8.0%, 8.5%로 실적 개선을 전망
- 최근 이익전망 추이보다는 앞으로 이익 전망이 어떻게 변할 것인지 생각해 본다면 반도체를 중심으로 한 IT는 상당한 수준의 이익전망 하향조정, 눈높이 레벨다운이 전개된 반면, 반도체를 제외한 업종들에 대한 이익전망은 이제부터 하향 조정될 가능성이 높다는 판단

[실적 변화] 반도체 뿐만 아니라 IT하드웨어, 철강, IT가전, 비철, 화학, 건설 등 실적전망 하향조정 중

23년 실적 전망 급격한 하향조정. 반도체, 화학, IT하드웨어, 운송, 에너지 철강 등



23년 1분기 실적시즌... 기대해도 될까?



- 23년 영업이익의 전망 하향조정 폭이 커지고 있음. 반도체의 급격한 하향조정이 지속되는 가운데 화학, IT하드웨어, 운송, 에너지, 철강, 비철, 조선, 필수소비재, 소매(유통), 호텔/레저 등 전방위적인 실적전망 레벨다운 진행 중
- 보험, 자동차만 실적전망 소폭 상향조정에 그침
- 시클리컬, 소재/산업재, 중국 소비관련주들의 실적 레벨다운 주목. 실적에 대한 눈높이가 높았다는 의미이자, 중국 경기 회복에 대한 기대가 컸고, 아직 변화가 제한적임을 시사
- 23년 1분기 실적시즌도 경계감을 갖고 바라봐야 할 것. 분기별 영업이익률이 2011년 이후 평균 수준에 머물러 있음. 22년 3분기부터 평균을 하회하고 있는 상황
- 미국, 유럽 경제성장률이 1%대로 레벨다운되고, 원자재 가격 하락, 환율 하락 등의 변수를 감안할 때 1분기 실적시즌도 시장에 부담이 될 것

Main 전략 : 조정시 반도체, 인터넷, 2차전지, 자동차 비중확대

Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Quant Strategist 조재운

02) 769-2694 / jaeun.jo@daishin.com

[투자전략] 23년 1분기는 포트폴리오 방어력을 유지하는 가운데 저점매수, 포트폴리오 재편의 기회 체크

2023년 분기별 투자전략. 1분기 방어력 강화 + 저점매수 기회 포착
KOSPI 2,300선 이하부터는 분할매수 전략 유효. 반도체, 인터넷, 2차전지 유망

1분기 (하락추세 정점)

- 기대와 현실 간 괴리 확인. 23년 KOSPI 영업이익 증가율(-) 폭 확대
- 가격변동성 정점 통과
- 내수 소비주 중심으로 방어력 강화
- 단기 낙폭과대주, 중소형주로 단기 수익 확보
- KOSPI 2,300선 이하에서 분할매수

2분기 (턴어라운드)

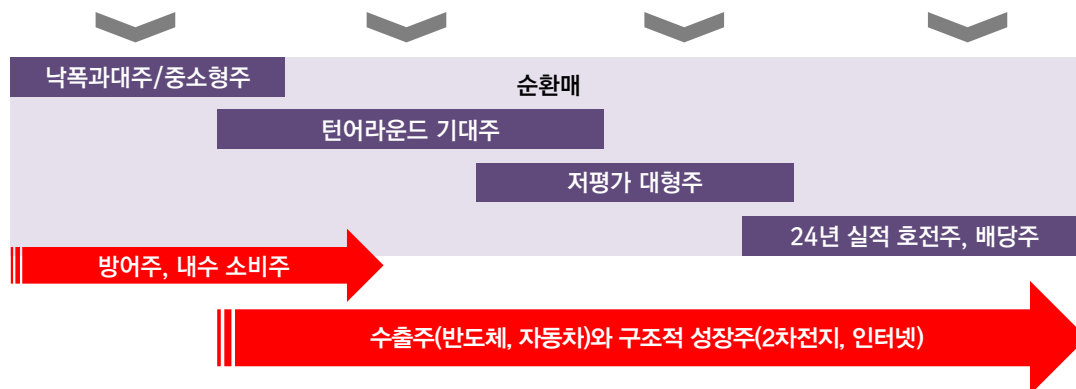
- 경기불안 + 물가안정을 바탕으로 연준 금리인상 사이클 조기 종료
- 중국 경기회복 가시화(기저와 정책효과 + 방역조치 완화)
- 달러 하향안정, 위안화, 원화 강세, 외국인 수급 개선
- 구조적 성장주와 수출주 Bottom Fishing

3분기 (상승추세)

- 물가 둔화 지속. 중국 경기부양 회복세 뚜렷
- 글로벌 경기 회복, 한국 기업이익 상승반전
- 구조적 성장주와 수출주 KOSPI 상승추세 주도
- KOSPI 2,600선 이상에서는 비중 조절
- 배당주 관심

4분기 (단기 등락)

- 24년 경기, 기업이익 모멘텀 기대감 선반영
- 기대와 현실 간의 괴리로 인해 단기 등락 감안
- 24년 실적 호전주. 반도체, 자동차, 2차전지, 신재생에너지, 방산, 인터넷 등 비중 유지, 확대
- 배당주 가격갭 축소, 반등시도 감안



- 2023년 1분기 기본적인 전략은 방어력 강화. 포트폴리오 안정성을 높이는 데 가운데 추세 반전을 주도할 업종을 저점매수하는 것
- 기술적 반등은 또 한번의 포트폴리오 재편의 기회. 특히, 23년 1월, 2월에는 펀더멘털 변화보다는 통화정책, 경기 기대에 의한 반등이라는 점에서 KOSPI 2,400선 이상에서는 리스크 관리를 유지하면서 매수 타이밍을 늦출 필요가 있음
- 한편, KOSPI 2,300선 이하에서는 비중 확대 전략 고려. 낙폭과대주 중에서도 경기 민감, 수출주 중심으로 Bottom Fishing 전략 유효
- 다만, 저점확인 과정이 다소 험난할 것으로 예상됨에 따라 분할매수 전략이 좀 더 나을 것으로 예상

G3의 핵심 전략은 반도체 기술/생산능력 확보 + 신재생에너지로 에너지 독립

블록화, 자국우선주의
4대 핵심 품목 선정
반도체 법안, 인프라
법안, IRA 등 시행



신재생에너지 + 국방
우크라이나 - 러시아 전쟁
장기화로 신재생에너지 육성
및 국방력 강화에 속도를 더함

제조업 기반으로 미래산업 육성
제조 2025로 반도체 산업 확대, 보조금/지원금
지급 등 정부차원의 신재생에너지 육성,
빅테크 기업 규제 완화 가시화

- 탈세계화가 가속화되는 상황에서 글로벌 투자환경은 저성장, 중금리, 중물가 시대로 진입
- 전세계적으로 공급망 재편 가속화. 안정적이면서도 자국 안보를 지키기 위해 탈세계화 인식이 단순 경제를 넘어서 국가 안보 범위까지 확대
- 탈세계화 추이가 빨라지면서 첨단기술 확보를 위한 치열한 움직임과 국가안보와 직결되는 국방 지출은 확대될 것
- 더불어 글로벌 에너지 수급 불균형 심화에 따라 안정적인 에너지 공급을 위해 원자재 수입 의존도를 낮추고 자국 거점화가 용이한 신재생에너지 투자 확대 본격화될 것으로 예상
- 환경/자동화 관련 산업과 초격차 기술력을 보유한 산업(반도체, 바이오) 주목. 탈세계화를 위한 글로벌 기술 패권 전쟁 (Tech cold war) 불가피
- 미래 성장 동력을 위한 집중 투자의 최대 수혜 산업으로 판단

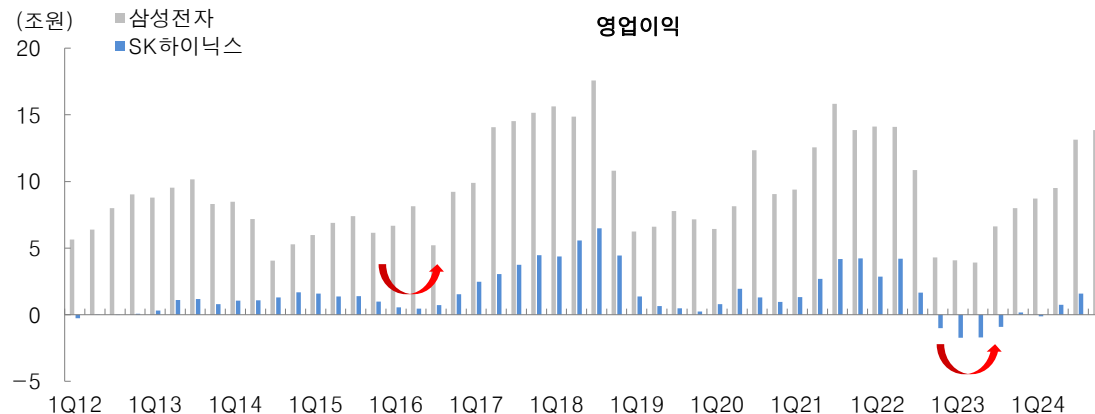
[Sector View] Remember 2016 ~ 2017

2016년 ~ 2017년까지 반도체가 KOSPI 상승을 이끌어



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

반도체 실적, 업황 턴어라운드와 반도체 주가 턴어라운드 시점이 맞물려



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 2023년 2분기 이후 증시 흐름은 반도체, IT 업종이 추세를 주도할 전망
- 2016 ~ 2017년과 유사한 상황으로 판단
- 반도체 업황, 실적은 23년 2분기를 저점으로 하반기 개선세를 보이며 24년 회복 국면 진입 전망
- 2016년 ~ 2017년에도 반도체 실적 저점과 주가 저점이 일치. 이후 턴어라운드 모멘텀이 강화되며 KOSPI를 압도하는 상승추세 전개

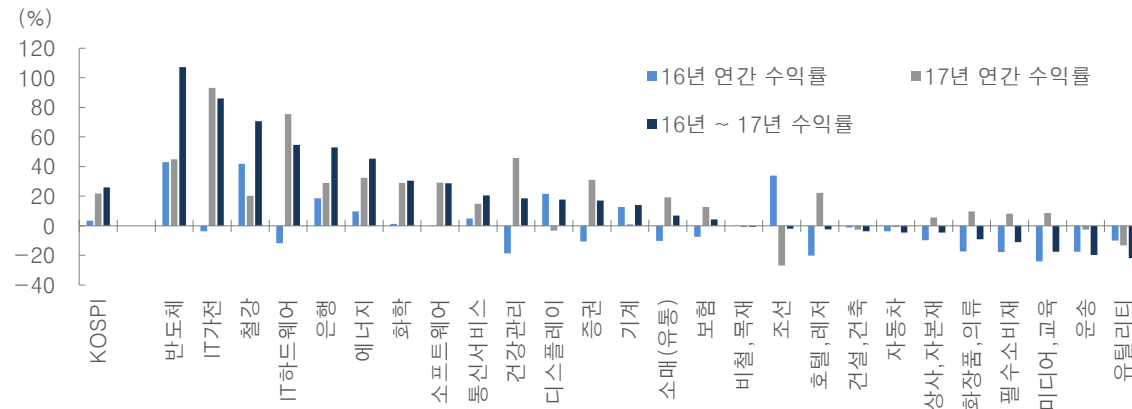
[Sector View] Remember 2016 ~ 2017

2017년 KOSPI 이익개선의 63.1%를 차지했던 반도체



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

2016년 2017년 증시 상승을 주도했던 IT 전반과 철강, 은행, 2차전지

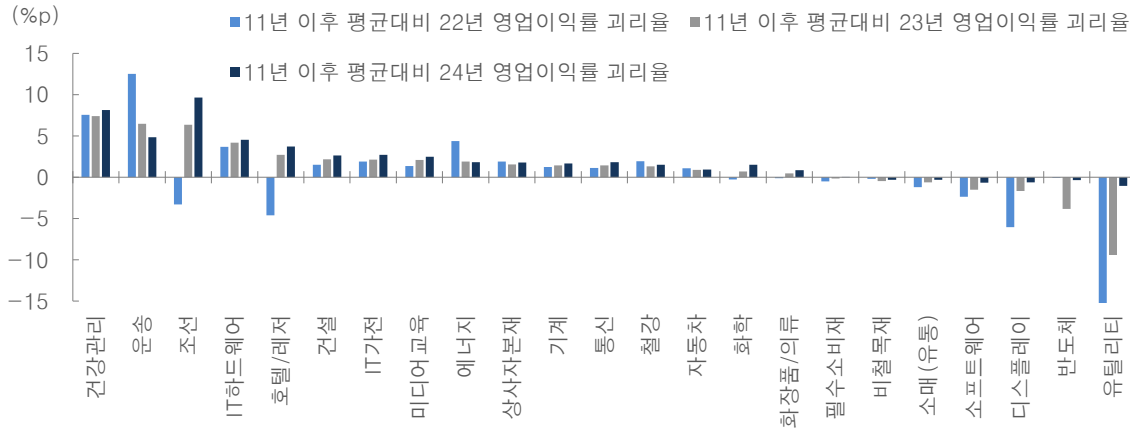


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 2017년에도 반도체 업종이 KOSPI 이익 개선의 63.1%를 차지하며 상승추세를 이끌어 감
- 뒤를 이어 조선, 은행, 상사/자본재, IT가전, 화학, 에너지, 철강, 증권 등이 실적 개선의 중심에 자리
- 2016년 ~ 2017년 업종별 수익률을 보면 반도체 업종이 KOSPI 상승을 주도하면서 IT 업종 전반에 상승분위기 형성
- 여기에 실적 기여도가 높은 철강, 은행, 2차전지가 KOSPI를 Outperform

[Sector View] 반도체, 2차전지, 자동차, 인터넷, 방산, 신재생에너지 주목

반도체, 디스플레이, 인터넷 실적 눈높이 충분히 낮아져...



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

24년 KOSPI 이익개선의 56.8%가 반도체. 뒤를 이어 2차전지, 자동차, 인터넷 가세

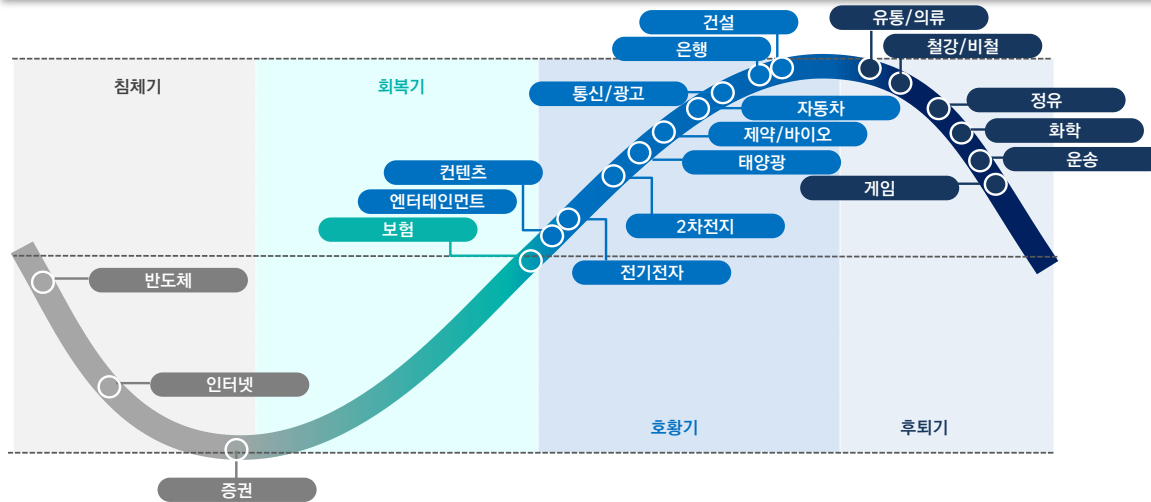


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

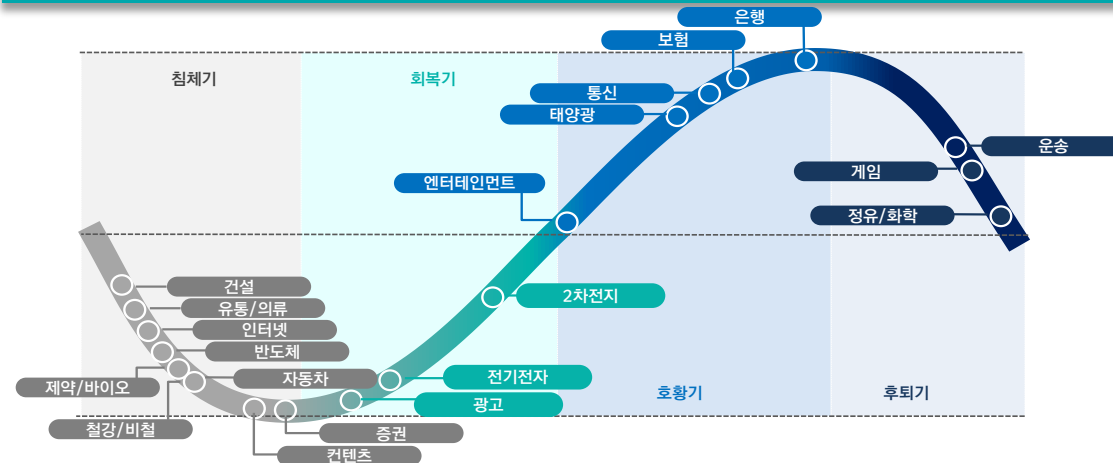
- 2023년 이후 증시 흐름은 반도체를 중심으로 한 IT(인터넷, IT하드웨어 등)와 2차전지, 자동차 업종이 주세를 주도할 전망
- 특히, 반도체, 인터넷 업종은 2011년 이후 평균 영업이익률을 하회하면서 실적에 대한 눈높이가 크게 낮아진 상황
- 글로벌 경기, 산업 업황 등을 감안할 때 추가적인 이익전망 하향조정은 불가피하지만, 실적/업황 측면에서 저점권에 근접하고 있다는 판단
- 한편, 23년 하반기 턴어라운드 이후 24년 영업이익 개선 기여도를 보면 반도체 업종이 KOSPI 전체 이익개선의 56.8%를 이끌어갈 전망
- 뒤를 이어 화학, 조선, 자동차, IT가전, 상사/자본재, 소프트웨어 등이 뒤를 잇고 있음
- 전반적으로 반도체가 KOSPI를 이끌어가는 가운데 2차전지, 자동차, 인터넷이 뒷받침하는 흐름이 될 수 있다는 판단

23년 연간 전망 업종별 사이클

실적 기준 사이클



주가 기준 사이클



- 2022년 10월 기준 각 섹터 별 실적 사이클로 볼 때 2023년 투자 유망 섹터는 증권, 전기전자, 2차전지, 보험 등임 (컨텐츠와 엔터는 실적 가시성 떨어져 제외)
- 주가 기준 사이클로 볼 때, 투자 유망 섹터는 인터넷, 반도체, 제약/바이오, 철강/비철, 전기전자, 2차전지, 자동차 등임
- 결론적으로 Bottom up 관점 2023년 투자유망섹터는 반도체, 인터넷, 전기전자, 2차전지, 증권, 철강/비철, 제약/바이오, 자동차

투자 아이디어 : EU CRMA 분석 결과. 배터리와 재활용의 만남

Strategist Jr. 김정윤

02) 769-3496 / jungyoon.kim@daishin.com

EU의 큰 그림. 그린 딜 성공의 열쇠는 결국 핵심 원자재의 안정적 확보가 관건

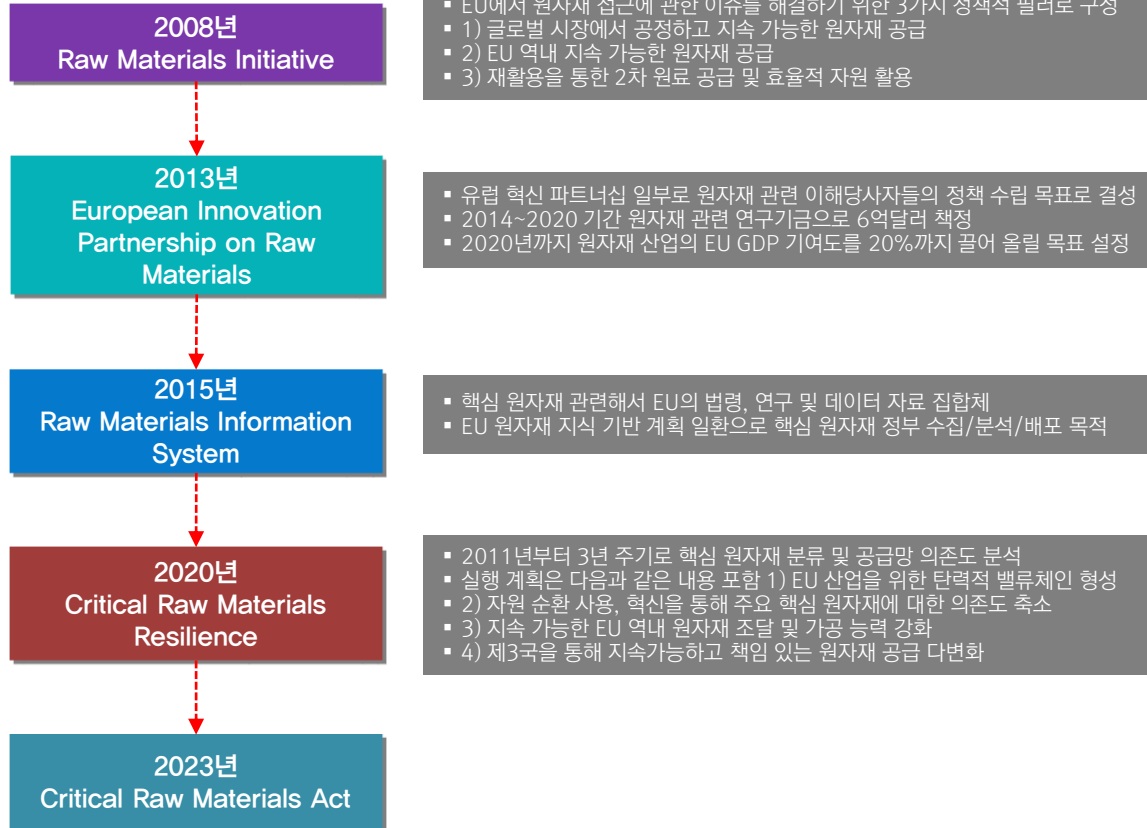
핵심 원자재 확보 여부가 그린 딜 추진 속도를 결정지을 것



- 3월 EU CRMA(핵심 원자재 법안) 발표를 앞두고 먼저 궁극적인 EU의 목표를 봐야 할 것
- EU는 2019년 기후 중립 경제로의 전환을 위해 EU 그린 딜을 발표. 이를 뒷받침하기 위해 RE PowerEU, Fit for 55, 기후 변화 법안 등 친환경 경제 관련해서 수많은 법안 및 실행계획을 발표함
- EU 그린 딜에서 중요한 축이 되는 것이 바로 순환 경제 실행 계획. 원자재 의존도를 낮추고 자원의 순환 활용을 통해 지속 가능한 발전을 추구하는 순환 경제를 구축하는 것이 궁극적인 목표
- 이를 위해 그린 딜 산업 계획이 기반이 되는 것이며 실제 시행에 있어 필요한 핵심 원자재의 안정적 확보 관련해서 핵심 원자재 법안이 중요한 역할을 차지

2008년부터 추진된 EU의 핵심 원자재 관련 정책

2008년 원자재 이니셔티브를 시작으로 현재 CRMA까지



- 핵심 원자재에 대한 관심은 2008년부터 지속. 일찌감치 핵심 원자재의 중요성을 강조하며 EU 역내 혁신 파트너십을 통해 원자재에 대한 연구 및 투자 진행
- 핵심 원자재 관련 연구 및 데이터의 범 집합체로 원자재 Information System을 구축하고 이를 기반으로 현재까지 핵심 원자재에 대한 공급망 분석 및 필요 조치를 강구하고 있음
- 핵심 원자재에 대한 정책적 제고는 코로나19, 우크라이나 전쟁을 거치며 가속화
- 2020년에는 탄력적인 핵심 원자재 확보를 위해 EU 자체적인 탄력적 원자재 밸류체인 강화, 자원의 순환 사용, EU 역내 조달/가공 능력 가공, 제3국을 통한 원자재 공급 다변화 계획을 발표
- 핵심원자재를 포함해 EU의 그린딜 관련 정책을 보면 순환경제, 그리고 자원의 순환 활용이 반복적으로 등장. 3월에 발표될 CRMA에서도 이를 특히 주목할 필요

너무 높은 EU의 핵심 원자재 수입 의존도

EU가 선정한 핵심 원자재 30개

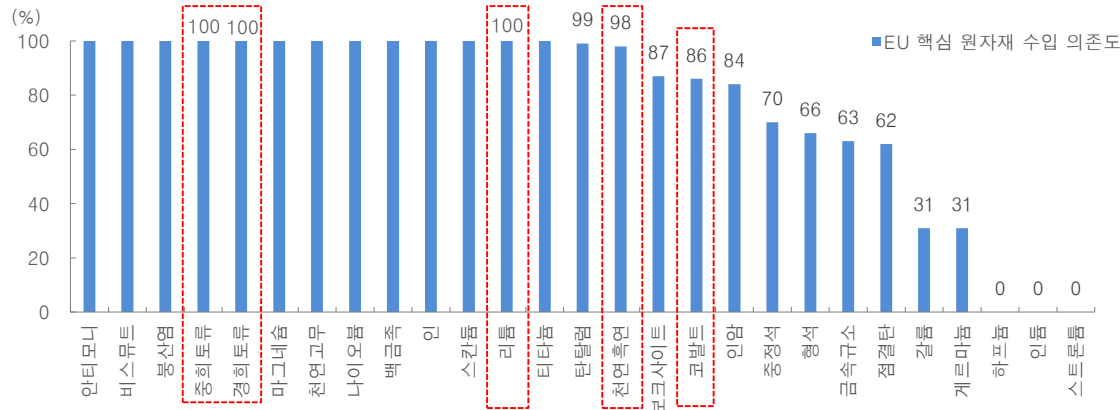
EU 핵심 원자재 목록

안티모니(Antimony)	게르마늄(Germanium)	백금족(PGMs)	보크사이트(Bauxite)
중성석(Baryte)	하프늄(Hafnium)	인(Phosphorus)	리튬(Lithium)
베릴륨(Beryllium)	중희토류(HREE)	인암(Phosphatite Rock)	티타늄(Titanium)
비스무트(Bismuth)	경희토류(LREE)	스칸듐(Scandium)	스트론튬(Strontium)
붕산염(Borate)	인듐(Indium)	금속규소(Silicon Metal)	
코발트(Cobalt)	마그네슘(Magnesium)	탄탈럼(Tantalum)	
점결탄(Coking Coal)	천연흑연(Natural Graphite)	텅스텐(Tungsten)	
형석(Fluorspar)	천연고무(Natural Rubber)	바나듐(Vanadium)	
갈륨(Gallium)	나이오븀(Niobium)		

자료: European Commission, 대신증권 Research Center

주: 음영은 배터리에 사용되는 원자재. 적색 글씨는 신규 추가 원자재

EU 핵심 원자재 의존도. 배터리에 사용된 핵심 원자재는 대부분 수입 의존

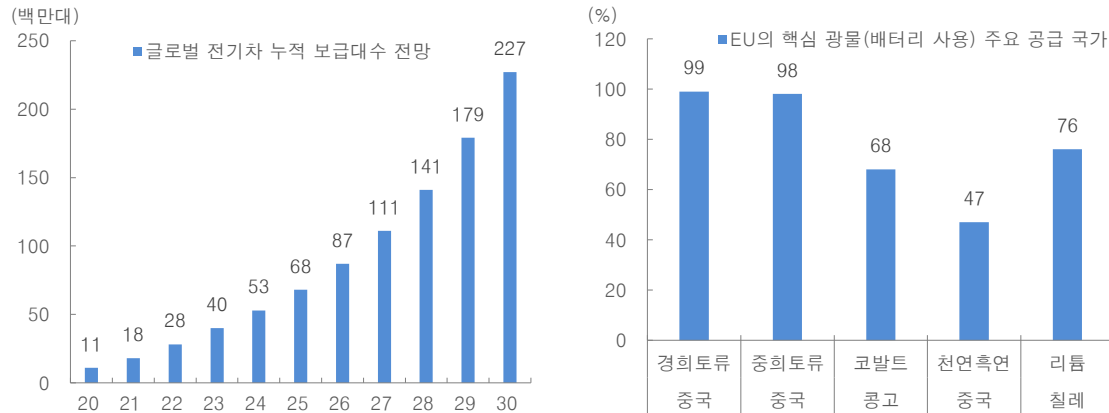


자료: European Commission, 대신증권 Research Center

- EU는 2011년부터 3년 주기로 핵심 원자재 목록을 업데이트하고 있으며 가장 최근 기준인 2020년에는 핵심 원자재 목록이 30개로 증가. 이 중 보크사이트, 리튬, 티타늄, 스트론튬 4개 신규로 추가
- 핵심 원자재 30개 중 배터리에 사용되는 것은 코발트, 중/경희토류, 천연흑연, 리튬. 이들의 EU 수입 의존도를 보면 중/경희토류가 각각 100%, 리튬도 100%, 천연흑연은 98%, 코발트는 86% 수준
- 사실상 배터리에 사용되는 원자재는 대부분 수입에 의존하는 것. 이러한 점에 때문에 더욱 EU 입장에서 핵심 원자재를 안정적으로 확보하는 정책을 강하게 추진하고 그 공급원을 다변화할 필요

핵심 원자재: 1차 원료 조달(역내 조달, 공급 다변화), 2차 원료 조달(자원 순환, 재활용)

전기차 시장 성장으로 배터리 광물 수요 급증 예상. 다변화가 필요한 EU 공급망



자료: IEA, EU Commission, 대신증권 Research Center

CRM 실행 계획 핵심: 주요 원자재 공급 다변화, 자원 순환 활용

핵심 원자재(CRM)의 안정적 확보를 위한 실행 계획

EU 산업 생태계를 위한 탄력적 밸류체인

- 주요 원자재에 대한 적절한 재고 수준 유지 및 공급망 훼손 시 대체 공급원 확보
- 유럽 원자재동맹을 통해 편중된 원자재 시장에 대한 문제점 해결 방안 모색

자원의 순환 활용

- 저탄소 기술로부터 원자재의 순환 및 재활용은 기후중립 경제로의 전환과정에서 필수
- 재활용, 원자재의 재확보, 재활용 과정에서 회수율 등을 고려한 배터리 규정안 추진

EU 역내 공급 강화

- EU 역내 원자재 생산 잠재력 발전으로 수급 강화
- 폐광산에 주요 원자재 존재하므로 해당 지역에 대한 자원개발 도전 및 광업/공학 관련 기술 발전으로 역내 원자재 채굴 활용

제3국을 통한 공급 다변화

- EU의 다자 및 양자 협력 구축/강화를 통해 탄력적인 원자재 공급 확보
- 원자재 수급 다양화를 위해 자원이 풍부한 제3국과 전략적 파트너십 구축

- 특히, 글로벌 전기차 누적 보급대수가 2020년 1,100만대에서 2030년 2.27억 대까지 급증할 것으로 전망되는 상황에서 EU의 핵심 원자재 의존도는 취약점
- 희토류 수입의 98% 이상과 천연흑연 수입의 47%는 중국, 코발트 수입의 68%는 콩고, 리튬의 경우 76%가 공급원이 칠레
- 전기차 시장 성장으로 배터리 광물 수요 급증 예상되고 있어 핵심 원자재에 대한 EU 공급망은 빠른 다변화가 필요한 시점
- 3월에 발표될 핵심원자재법안(CRMA)의 예고편이라고 할 수 있는 CRM 실행 계획에 따르면 EU는 탄력적인 핵심 원자재 확보를 위한 방침은 역내 자체적인 탄력적 원자재 밸류체인 강화, 자원의 순환 사용, EU 역내 조달/가공 능력 가 공, 제3국을 통한 원자재 공급 다변화 계획
- 역내 조달 및 공급 다변화는 1차 조달, 자원 순환 및 재활용은 2차 조달에 해당

자료: EU Commission, 대신증권 Research Center

2차 원료 조달 관련 정책에 주목

재활용 및 2차 원료 회수를 강조하는 EU 순환경제 실행 계획



EU 배터리 규정안 핵심

회수된 배터리는 모두 재활용 의무화 방침

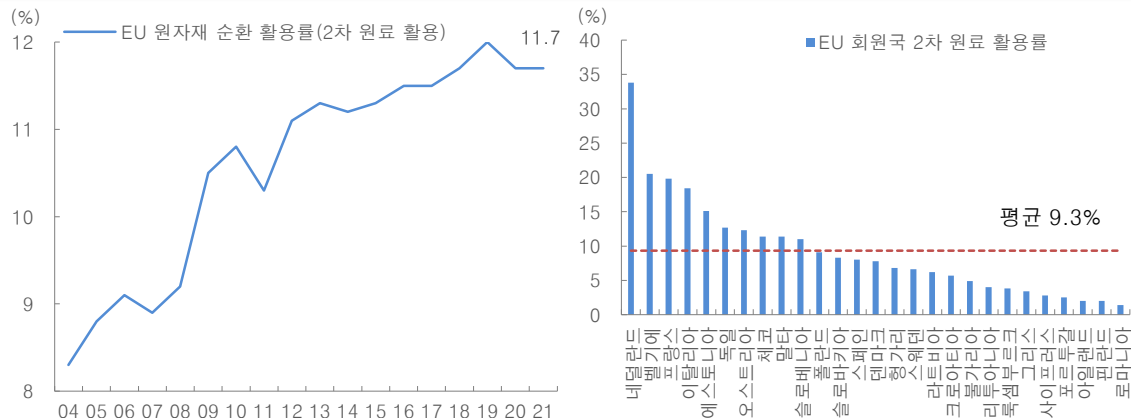
배터리 밸류체인 전반적인 재활용 원료 비율 강화

탄소발자국 공개, 수명주기/충전용량/수거정보 공시

핵심 원자재에 대한 회수율 강화

자료: EU Commission, 대신증권 Research Center

자원 순환 관련 법안 강화로 2차 원료 활용률 상승 기대

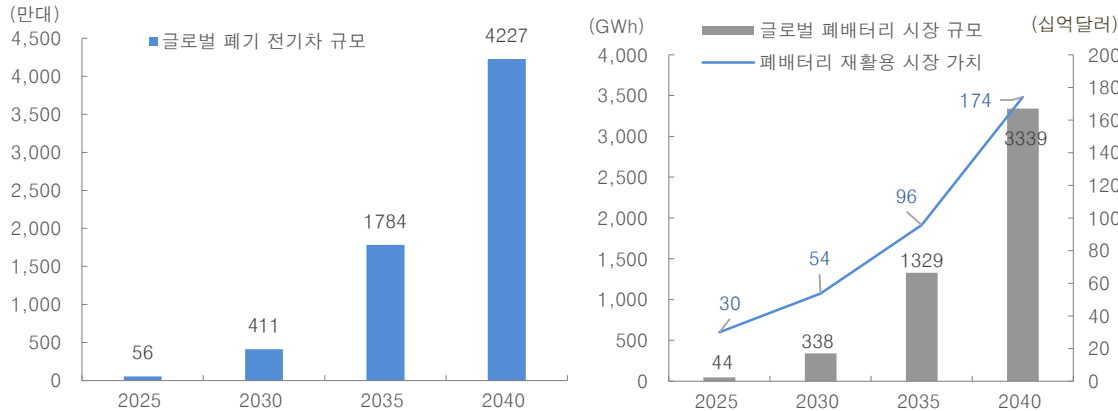


자료: EuroStat, 대신증권 Research Center

- 앞서 중요성을 언급한 EU 순환경제 실행 계획은 재활용 및 2차 원료 회수를 강조
- 순환 경제의 일환으로 EU는 배터리 법안을 개정하며 회수된 배터리에 대해 모두 재활용 의무화 방침, 회수시 재활용 원료 비율 강화, 핵심 원자재에 대한 회수율 강화 등의 내용을 포함
- 1차 원료 조달 관련해서 EU 역내 핵심 원자재에 대한 실제 채굴이 단기적으로 이루어지기 어려운 상황. 따라서 당장 공급의 다변화를 위해 제3국과 파트너십을 강화하는 것이 현실적인 방안
- 주목할 것은 2차 조달. 결국 EU의 그린딜 성공 그리고 이를 위한 순환 경제 구축을 위해서는 재활용을 활용한 2차 원료 조달이 필수적
- EU의 2차 원료 활용률이 아직 11.7%이지만 금번 CRMA 추진을 기점으로 그 증가 속도가 가속화될 것으로 기대
- EU 회원국별로 보면 2차 원료 활용률의 편차도 크게는 30%p 가량 보이고 있으나 CRMA가 회원국들의 전반적인 재활용-2차 원료 조달을 촉진시킬 것으로 기대

배터리와 재활용의 만남. 폐배터리 산업 성장성 기대

폐기 전기차 확대에 따라 폐배터리 시장 규모도 동행하면서 확대될 것



자료: SNE Research, 대신증권 Research Center

국내 주요 폐배터리 관련주

코드	종목명	12M Fwd PER	23년 PER	12M Fwd PBR	23년 PBR	23년 OP 전망	24년 OP 전망	23년 NI 전망	24년 NI 전망
A365340	성일하이텍	33.16	36.27	6.15	6.43	59.05	93.6	47.3	73.9
A107600	새빛캠	48.23	58.95	8.28	8.76	13.6	31.6	9.6	22.4
A005420	코스모화학	-	65.54	-	-	61.5	-	22.3	-
A010780	아이에스동서	8.24	7.77	0.86	0.87	254.98	209.6	174.45	115.25
A086520	에코프로	11.36	13.16	3.36	3.66	948.4	1613	573.65	1118

- 전기차 수요 확대는 시차를 두고 폐기 전기차 규모와 직결될 것. 2030년에는 글로벌 폐기 전기차 규모는 411만대로 예상. 이에 따라 차량용 배터리도 폐기 되면서 폐배터리 시장 규모는 2025년 44Gwh에서 2030년에는 338Gwh로 큰 폭 성장 예상
- 폐배터리 재활용 시장 가치는 2025년 약 30억달러에서 2030년에는 3,380억달러에 이를 것으로 기대
- 종합적으로 1) EU 그린 딜, 2) 순환 경제 계획 3) 핵심 원자재의 안정적 확보 4) 이를 위한 2차 조달 방안(재활용) 적극 활용 5) 전기차 시장 성장 확대 순서로 보면 결국 배터리와 재활용의 만남에서 폐배터리 재활용 산업의 성장성이 돋보일 수 있는 환경이 마련되고 있다고 판단
- 국내 주요 폐배터리 산업 관련 기업으로는 성일하이텍, 새빛캠, 코스모화학, 아이에스동서, 에코프로(에코프로씨엔지) 등이 있음. 이 중 유럽 내에서 폐배터리 재활용 시스템을 이미 갖추고 있는 성일하이텍이 금번 CRMA의 수혜가 가장 높을 것으로 기대

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: OP(영업이익), NI(순이익) 전망은 십억원 단위, 에코프로는 자회사 에코프로씨엔지 배터리 재활용 사업으로 관련주로 포함

그린 딜 산업 계획 핵심은 친환경 관련 투자 절차 간소화 및 보조금 요건 완화

EU 그린 딜 산업 계획	
항목	주요 내용
규제환경 개선	- 넷제로(Net-Zero)산업법을 통해 배터리/풍력/태양광 등 핵심 기술 생산역량 구축 지원 - 친환경 기술 관련 설비 증설 허가절차 간소화 - 핵심원자재법(CRMA) 통해 핵심원자재에 대한 공급망 다변화, 제3국과 협력 강화
원활한 자금조달	- EU 보조금 규정 일시적 완화 통해 자원 접근성 개선 - EU 친환경 기술 육성기금(유럽 국부펀드) 신설
숙련인력 역량 강화	- 친환경 기술 관련 교육/훈련 위한 육성 기관 설치 - 친환경 관련 자격요건 국간 상호 인정 확보
교역 활성화	- 핵심 원자재 확보를 위한 개방적이고 공정한 교역 촉진 - 협정국과 협력 확대, 진행 중인 무역협정(멕시코, 칠레 등) 체결 가속화 추진 - 공정무역을 위해 역외 보조금 규정 등 시행

자료: EU Commission, 대신증권 Research Center

자금조달 원활화 세부 내용. 핵심은 보조금을 제3국에서 제시한 수준과 맞추는 것

자금조달 완화 세부 내용	
보조금	- 한시적 위기 및 전환 프레임워크(TCTF) 통해 친환경 기술 분야 보조금 심사기준 완화 - 일반적용면제규정 개정으로 보조금 한도 상향조정 - 보조금 심사 완화는 2025년 12월까지 한시적으로 적용 - 배터리, 태양광 패널 등의 생산과 그러한 장비 생산에 필요한 관련 핵심 원자재의 생산에 대한 회원국의 지원을 허용할 것을 제안. 제3국에서 지원이 가능한 프로젝트의 경우, 추가 지원은 유럽에 대한 투자를 가능하게 하는 데 필요한 수준까지 제3국에서 제공하는 지원 수준과 일치하도록 허용할 방침
기금	- 기업에 대한 신속 지원을 위해 조세혜택 마련. EU 차원에서 추진하는 RE PowerEU 재원에서 2,500억유로 사용 계획 - 유럽 혁신기금을 통해 2023년 가을 재생수소 생산을 위한 경매 추진 - 민간 차원 투자 장려를 위해 자본시장동맹 신설 추진

- 3월 발표 예정인 CRMA가 유럽판 IRA라는 평가가 나오고 있으나 사실 미국 IRA 대응으로 발표된 것은 지난 2월 초 EU 그린 딜 산업 계획 제안
- CRMA는 명칭 그대로 핵심 원자재의 확보 관련 내용을 중점적으로 담을 것. 시장에서 주목하는 보조금 및 세액공제 관련 가이드라인은 EU 그린 딜 산업 계획 제안의 구체화 과정에서 드러날 것으로 예상
- 보조금 관련해서 제안 내용을 보면 배터리, 태양광 패널 등의 생산 및 해당 장비 생산에 필요한 핵심 원자재의 생산에 대한 회원국의 지원을 허용할 것을 제안. 즉, EU 공동체가 아닌 각 회원국별로 기존보다 자유도를 더 주겠다는 의도
- 더불어 추가 지원은 제 3국에서 제공하는 지원 수준과 일치하도록 허용할 방침이라고 언급하며 유럽 내의 친환경 투자 유치를 놓치지 않겠다는 정책 의지 표명. 그린 딜 산업 계획 제안 관련해서 3월 24~25일 EU 정상회의에서 추가 논의가 예정되어 있어 보조금/세액공제 내용은 3월 말에 확인 할 수 있을 것
- CRMA 기대감과 EU 정상회의에서 그린 딜 산업 계획 논의까지 3월은 2차전지와 폐배터리 산업의 정책 모멘텀을 기대할 수 있는 시기가 될 것으로 기대

단기 순환매 대응 : 내수주, 방어주

Strategist 이경민

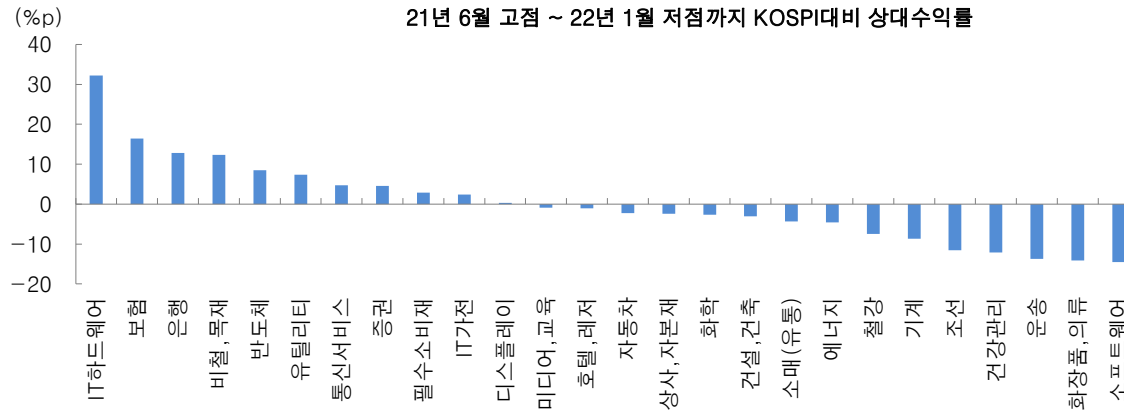
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, JR 김정윤

02) 769-3496 / jungyeon.kim@daishin.com

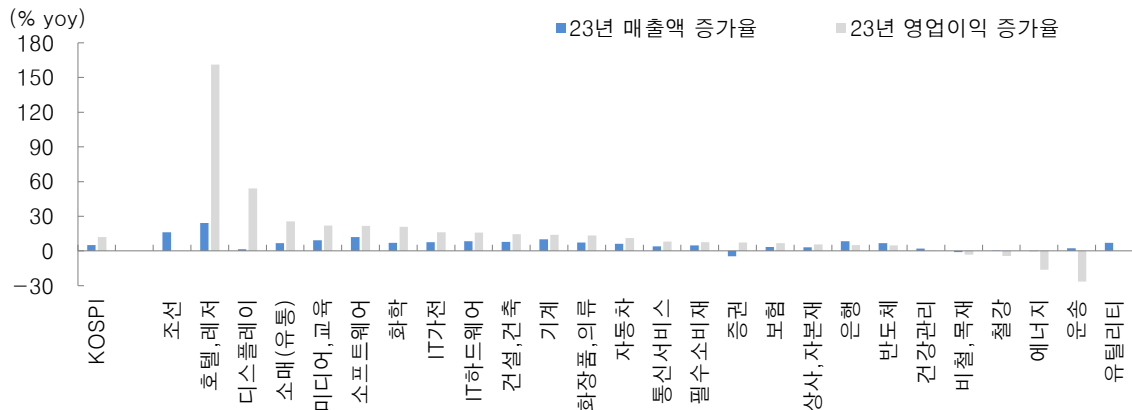
[순환매 대응] 방어주 반등시도 기대 : 통신, 필수소비재

통신, 필수소비재의 안정성에 주목



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

이익모멘텀 감안할 경우 통신, 필수소비재 유망할 전망



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 업종 전략 측면에서는 통신, 필수소비재 등 전통적인 경기방어주의 상대적 강세 예상
- 2021년 6월 고점에서 2022년 1월 저점까지 업종별 KOSPI대비 상대수익률을 보면 IT하드웨어, 보험, 은행, 비철/목재, 반도체, 유틸리티, 통신, 증권, 필수소비재 등이 상대적 강세를 보였음
- 이 중 2023년 이익모멘텀이 양호한 업종은 통신, 필수소비재 뿐
- 경기방어주 성격과 함께 이익안정성을 확보 가능
- 23년 1월, 2월 반등과정에서 내수주, 방어주들이 상대적으로 부진했다는 점에서도 순환매 차원에서 대응이 가능하다고 판단

[순환매 대응] 하이 퀄리티 방어주 : 필수소비재, 금융, 통신서비스 업종 내 퀄리티 스코어 높은 업종 선별

방어주 내 퀄리티 스코어 높은 종목

코드	기업명	W126업종명(대)	Quality Score	ROA(TTM)(%)	D/E(%)	이익 안정성
A003230	삼양식품	필수소비재	1.89	1.87	0.39	0.42
A033780	KT&G	필수소비재	1.87	1.28	0.63	0.69
A026960	동서	필수소비재	1.74	0.85	0.63	0.75
A001800	오리온홀딩스	필수소비재	1.55	0.44	0.60	0.61
A007310	오뚜기	필수소비재	1.52	0.46	0.62	0.49
A004370	농심	필수소비재	1.49	0.23	0.57	0.68
A051600	한전KPS	유틸리티	1.49	0.34	0.43	0.70
A006040	동원산업	필수소비재	1.42	0.69	0.19	0.40
A030200	KT	통신서비스	1.36	0.26	0.59	0.22
A049770	동원F&B	필수소비재	1.32	0.21	0.50	0.25
A032640	LG유플러스	통신서비스	1.31	0.09	0.60	0.23
A016710	대성홀딩스	유틸리티	1.24	-0.15	0.53	0.32
A005300	롯데칠성	필수소비재	1.22	0.12	0.41	0.14
A005610	SPC삼립	필수소비재	1.22	0.36	0.56	-0.27
A017390	서울가스	유틸리티	1.20	-0.24	0.19	0.63
A017670	SK텔레콤	통신서비스	1.19	-0.03	0.47	0.14
A004690	삼천리	유틸리티	1.15	-0.07	0.51	-0.01
A018670	SK가스	유틸리티	1.07	-0.09	0.20	0.09
A029780	삼성카드	은행	1.04	-0.12	0.63	-0.39
A000080	하이트진로	필수소비재	1.03	0.12	0.05	-0.07
A210980	SK디앤디	은행	1.00	0.73	-0.54	-0.19
A005180	빙그레	필수소비재	0.99	-0.85	0.16	0.66
A000070	삼양홀딩스	필수소비재	0.90	-0.02	-0.64	0.33
A004990	롯데지주	필수소비재	0.88	-0.44	-0.10	0.14
A017810	풀무원	필수소비재	0.87	-0.59	0.57	-0.45
A003690	코리안리	보험	0.78	-0.35	0.58	-1.10
A036460	한국가스공사	유틸리티	0.71	-0.03	0.10	-1.29
A097950	CJ제일제당	필수소비재	0.67	0.09	-1.31	-0.28
A010050	우리금융	은행	0.61	-0.22	0.62	-2.32
A000810	삼성화재	보험	0.59	-0.27	0.61	-2.43

- 퀄리티 스코어 기준은 ROA, D/E(부채/자산) ratio, 과거 5개년 이익 변동성(yoy)으로 측정

[순환매 대응] 멀티팩터 모델 측면에서 가격, 밸류 스코어가 높은 업종이 상위를 차지: 통신, 은행, 소매/유통

KOSPI200 업종별 밸류 / 주가 역모멘텀 / 어닝 모멘텀/ 퀄리티 스코어 현황

업종명	Value : 확정실적 P/B	Price Momentum : 1M 수익률	Earning Momentum : 12개월 선행 EPS 1M 변 화율	Profitability : CFOA(영업현금흐름/총 자산)	Multi Factor Score
통신서비스	131	160	125	179	595
은행	140	153	106	39	438
소매(유통)	122	116	82	108	428
상사,자본재	114	109	99	89	411
보험	111	85	142	50	388
반도체	80	94	35	175	385
에너지	108	123	57	93	380
호텔,레저	37	156	79	100	372
건강관리	12	116	108	113	349
자동차	114	30	100	103	348
철강	134	49	43	95	321
운송	82	70	45	123	321
유틸리티	107	103	96	8	313
필수소비재	69	86	61	97	313
화장품,의류	40	92	67	97	297
소프트웨어	43	61	72	99	275
미디어,교육	24	83	71	86	264
디스플레이	121	7	10	118	256
건설,건축	76	57	67	53	252
기계	57	52	69	69	247
IT하드웨어	40	60	24	118	242
비철,목재	44	41	46	87	217
증권	78	48	50	23	199
조선	67	45	56	30	198
화학	34	32	16	31	113
IT가전	16	7	36	50	109

- 섹터별 밸류/주가 역모멘텀/어닝 모멘텀 /퀄리티 스코어 산출 방식

1) KOSPI200 구성종목에 대해

- 밸류: 확정실적 P/B
- 어닝 모멘텀
: 12개월 선행 EPS 최근 1개월 변화율
- 주가 역모멘텀
: 직전 1개월 주가 수익률
- 퀄리티 : 총자산 대비 영업현금흐름

상기 지표의 순위에 따라 밸류/주가/어
닝 모멘텀/퀄리티 스코어 부여하고 4개
팩터의 스코어를 합산하여 멀티 팩터 스
코어 산출

2) 섹터별로 구성종목의 팩터 스코어를
시총가중 합산하는 방식으로 해당 섹터
의 멀티 팩터 스코어를 계산

- 멀티 팩터 스코어 모델에서 상위 5개 업
종은 통신, 은행, 소매/유통, 상사/자본재,
보험으로 가격, 밸류 스코어가 높은 업
종이 상위를 차지

[순환매 대응] KOSPI200 4팩터 스코어 상위 20개 기업 : 단기 트레이딩이 가능한 종목군

Name	W26업종명(대)	섹터 내 비중(%)	Value : 확정실적 P/B	Price Momentum : 1M 수익률	Earning Momentum : 12개월 선행 EPS 1M 변 화율	Profitability : CFOA(영업현금흐름/총 자산)	Multi Factor Score
KT	통신서비스	35.0	159	197	148	168	672
롯데지주	필수소비재	6.5	189	174	175	105	643
SK	상사,자본재	16.9	177	166	174	115	632
LG유플러스	통신서비스	20.9	136	149	155	190	630
DL	화학	1.0	188	167	172	77	604
더블유게임즈	소프트웨어	0.8	110	152	136	178	576
한국전력	유틸리티	42.1	197	185	170	10	562
현대백화점	소매(유통)	7.1	194	192	64	111	561
하나금융지주	은행	13.2	179	190	140	38	547
S-Oil	에너지	24.3	83	165	157	139	544
에스원	상사,자본재	2.7	71	151	135	182	539
한국가스공사	유틸리티	10.3	192	175	168	4	539
JB금융지주	은행	1.8	172	196	138	33	539
CJ	상사,자본재	3.1	152	120	108	150	530
현대글로비스	운송	12.2	102	182	70	173	527
SK텔레콤	통신서비스	43.4	109	139	93	185	526
에스디바이오센서	건강관리	2.1	120	198	12	196	526
LX인터내셔널	상사,자본재	1.6	156	138	43	187	524
신세계	소매(유통)	11.2	149	191	48	136	524
DL이앤씨	건설,건축관련	3.8	182	184	25	127	518

퀀트전략

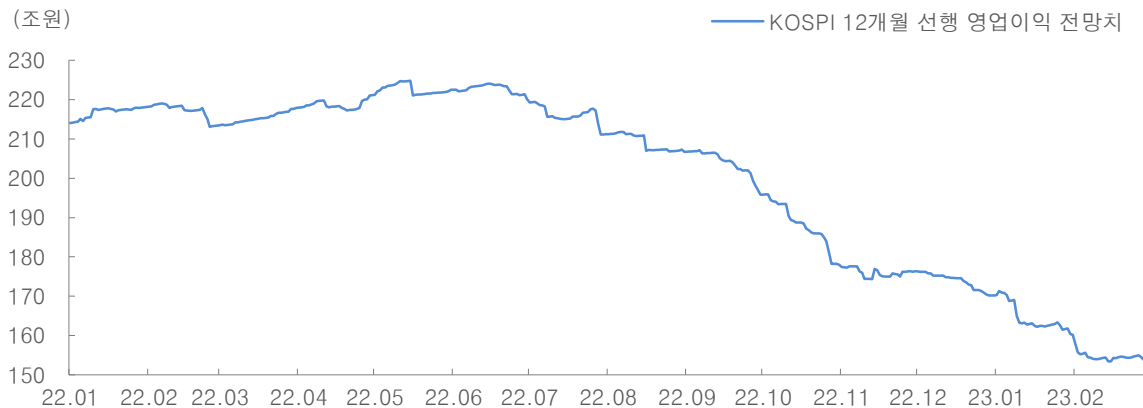
밸류/퀄리티/어닝&주가 모멘텀 모델 상 투자매력도 상위 업종: 통신, 은행, 소매/유통, 상사/자본재, 보험
관심 종목 20개 기업 제시

Quant Strategist 조재운

02) 769-2694 / jaeun.jo@daishin.com

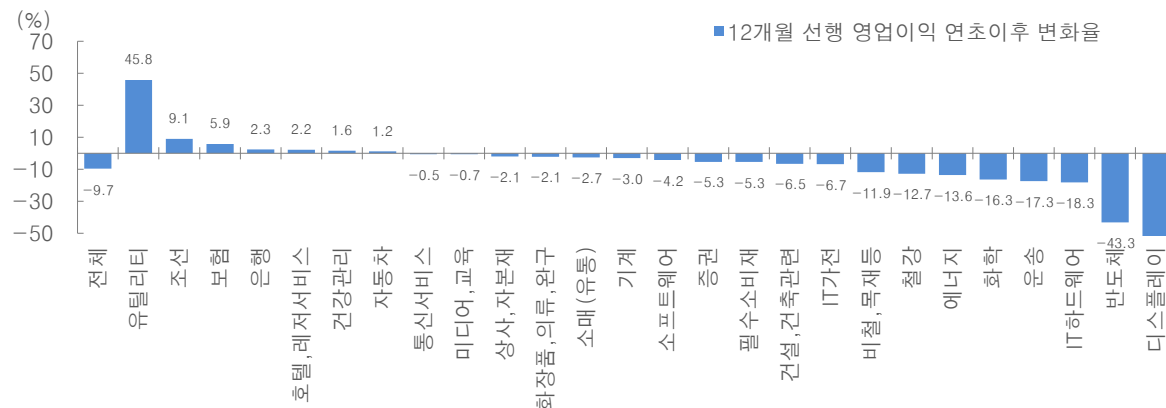
4Q22 실적 시즌동안 -9.7% 하락된 KOSPI 실적 전망치

KOSPI 12개월 선행 영업이익 전망치



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

연초 이후 KOSPI 12개월 선행 영업이익 전망치 변화율



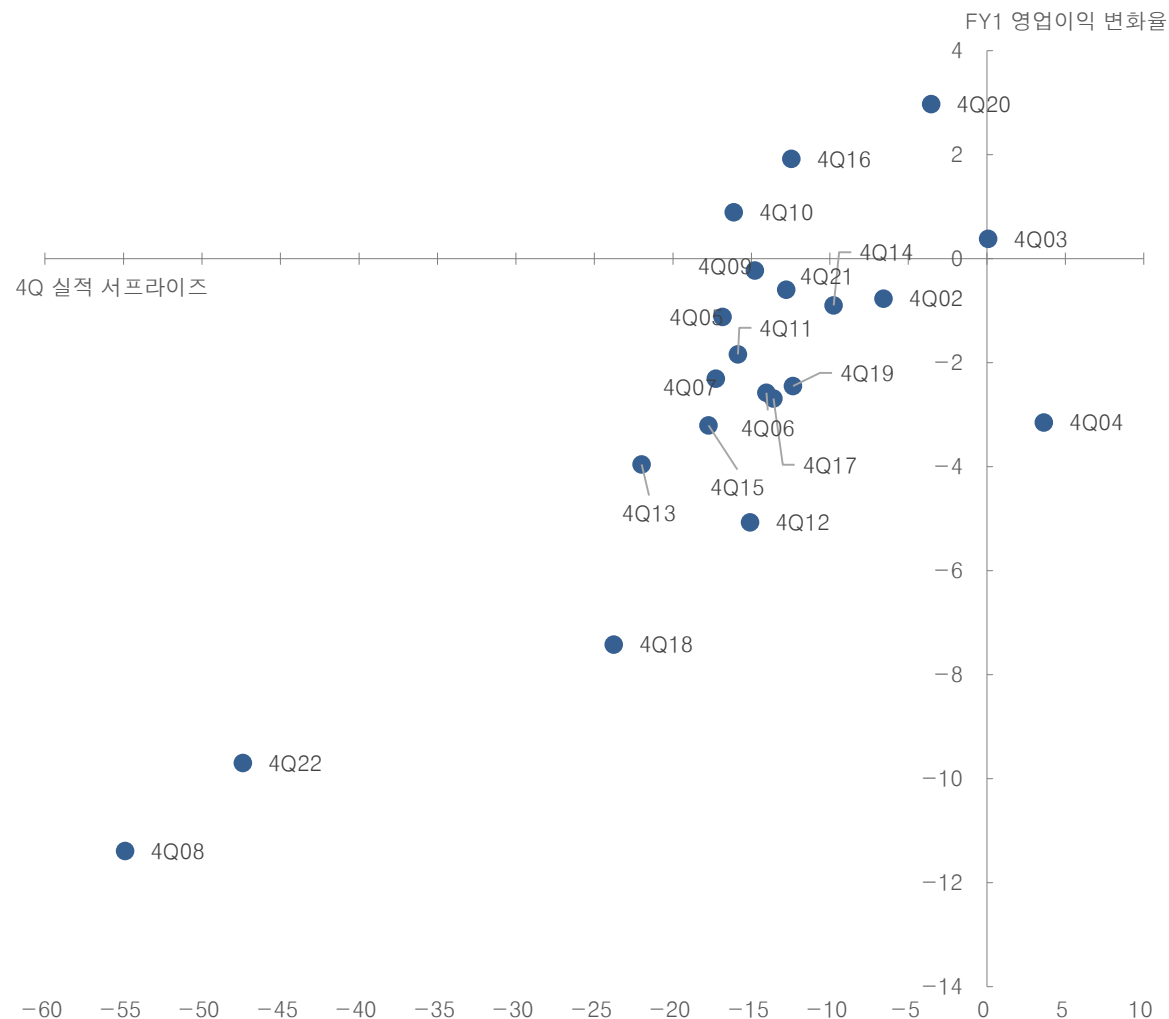
- 4Q22 실적 발표가 시작된 1월초 KOSPI 실적 전망치는 하향 속도를 가속. 60% 이상 기업의 실적 발표가 완료되는 2월 15일까지 -7.6% 하향 됐으며 2월 28일 -9.7% 하향
- 유틸리티, 조선, 보험, 은행, 자동차는 상향됐지만 IT(IT하드웨어, 반도체, 디스플레이), 운송, IT가전 등이 연초 이후 KOSPI 실적 전망치 하향을 견인

기준일: 2023년 2월 28일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

전망치 하향의 원인은 기대치 이하의 실적 발표. 금융위기 이후 최대 쇼크

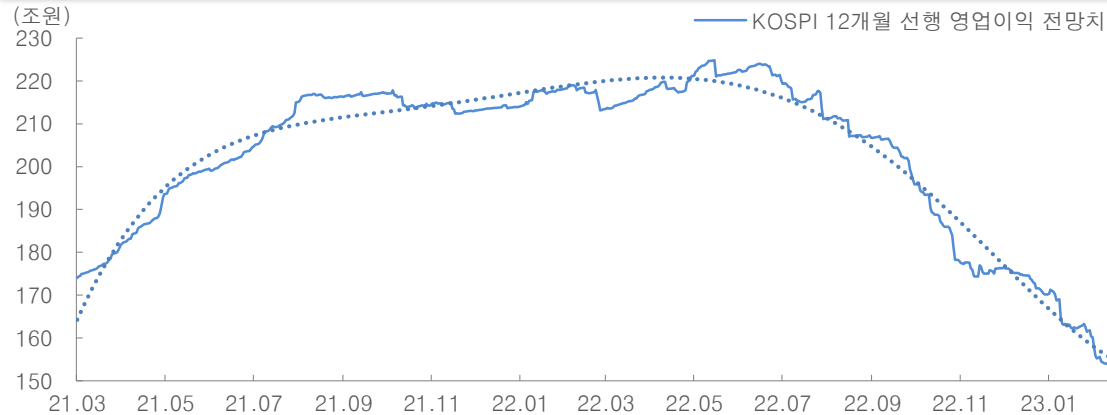
4/4분기 실적 시즌 내 서프라이즈에 따른 영업이익 전망치 변화율



- 2월까지 4Q22 실적은 영업이익 기준으로(금융은 순이익 사용) 컨센서스를 -47.4% 하회하는 실적을 발표
- 전년대비 -67.8% 낮았으며 전분기 대비 -67.9% 하회. 섹터별로 자동차(7.7%)와 유틸리티(0.5%)는 컨센서스를 상회했으나 그 외 모든 섹터가 하회
- 4/4분기 실적 쇼크에 따른 전망치 조정은 KOSPI에서 매년 발생. 이번 4Q22 실적 쇼크에 따라 연초이후 2023년 영업이익 전망치는 -9.7% 하향됐는데 2009년 같은 기간에 있었던 조정폭(-11.4%)을 제외하면 20년 내 가장 큰 수치

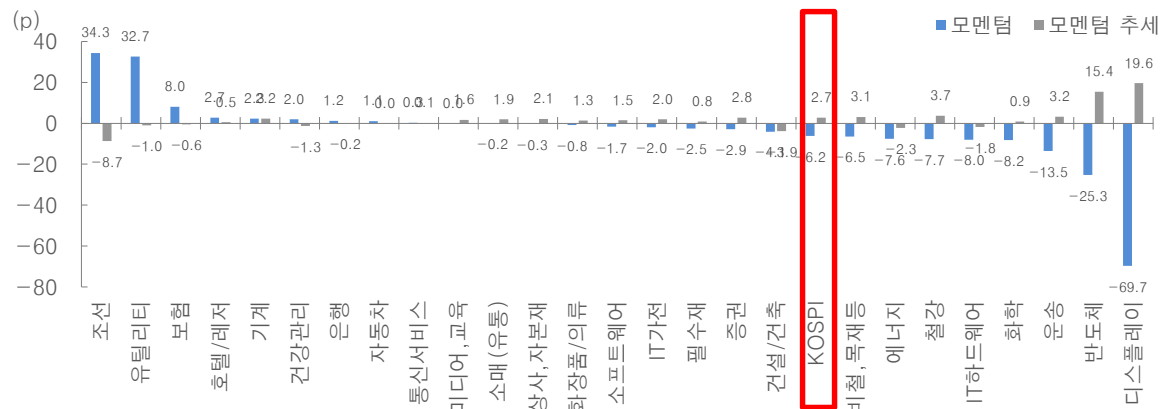
KOSPI 실적 전망. 하향 모멘텀 지속 중이지만 완화 중

KOSPI 12개월 선행 영업이익 전망치



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 영업이익 전망치 모멘텀



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 4Q22 실적 시즌이 막바지로 다가오면서 KOSPI 실적 전망치는 하향을 지속 중이지만 모멘텀 완화 중
- 최근 2주 간 반도체 12개월 선행 영업이익 전망치가 상향 됐지만 이는 2023년 전망치 하향에 따른 FY2/FY1 갭이 원인으로 실제 전망치 하향은 지속 중
- 반도체 전망치 하향이 끝나면 KOSPI 실적 전망치 상향 전환 가능성 확대

[4Q22 실적] KOSPI 실적 발표 진행률 85.7%. 컨센서스 대비 47.4% 낮은 수준

KOSPI 실적 발표 현황(기업 수 기준)

섹터	기업 수	발표 기업 수	진행도(%)	상회	부합	하회	상회 비율	부합 비율	하회 비율
에너지	7	7	100.0	1	0	6	14.3	0.0	85.7
유틸리티	5	5	100.0	3	0	3	50.0	0.0	50.0
필수소비재	16	16	100.0	5	4	7	31.2	25.0	43.8
소재	32	30	93.8	1	4	25	3.3	13.3	83.3
경기소비재	55	51	92.7	13	9	29	25.5	17.6	56.9
산업재	61	55	90.2	15	17	23	27.3	30.9	41.8
IT	30	27	90.0	5	4	18	18.5	14.8	66.7
통신	18	16	88.9	3	5	9	17.6	29.4	52.9
KOSPI	266	228	85.7	49	49	132	21.3	21.3	57.4
건강관리	17	14	82.4	3	4	7	21.4	28.6	50.0
금융	25	7	28.0	0	2	5	0.0	28.6	71.4

주: 2022년 4/4분기 영업이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상

기준일: 2023년 2월 28일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 실적 발표 현황(영업이익 기준)

섹터	영업이익(백만원)				영업이익 차이(%)		
	202112	202209	202212	202212E	컨센서스 대비	전분기 대비	전년 대비
경기소비재	5,101,972	5,271,732	8,526,581	8,429,671	1.1	61.7	67.1
유틸리티	-4,324,336	-7,414,556	-9,715,291	-9,768,315	0.5	-31.0	-124.7
건강관리	411,848	584,857	418,796	428,401	-2.2	-28.4	1.7
통신	1,600,812	2,194,506	1,482,725	1,582,400	-6.3	-32.4	-7.4
필수소비재	797,990	1,628,279	814,249	1,014,611	-19.7	-50.0	2.0
금융	2,441,736	5,259,857	2,066,738	2,762,925	-25.2	-60.7	-15.4
산업재	6,101,181	10,462,493	5,578,414	7,831,353	-28.8	-46.7	-8.6
전체	40,225,676	40,417,000	12,969,665	24,640,283	-47.4	-67.9	-67.8
IT	20,844,624	14,983,875	3,161,423	7,574,542	-58.3	-78.9	-84.8
에너지	149,081,653	374,237,459	405,293,1	172,774,666	-76.5	-89.2	-72.8
소재	575,903,282	370,358,279	230,737,76	305,694,846	-92.5	-93.8	-96

주: 2022년 4/4분기 영업이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상

기준일: 2023년 2월 28일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

■ KOSPI 내 컨센서스가 존재하는 266개 기업 중 85.7%인 228개 기업이 실적 발표를 완료. 그 중 컨센서스 상회, 부합, 하회는 각각 21.3%, 21.3%, 57.4%

■ 업종별로는 유틸리티, 필수소비재 기업이 상대적으로 높은 비중의 서프라이즈를 기록 중

■ 에너지, 소재, 금융, IT는 컨센서스를 하회하는 기업이 다수

상회: 발표치 > 컨센서스 * 1.1

부합: 컨센서스 * 1.1 > 발표치 > 컨센서스 * 0.9

하회: 컨센서스 * 0.9 > 발표치

■ 실적 발표 금액을 살펴보면 영업이익 기준 KOSPI는 컨센서스 대비 -47.4% 낮은 실적을 발표

■ 업종별로는 자동차, 유틸리티가 컨센서스를 상회했으며 철강, 에너지, 화학, 반도체 등은 하회

[4Q22 실적] KOSPI 실적 발표 진행률 85.7%. 컨센서스 대비 47.4% 낮은 수준

KOSPI 실적 발표 현황(영업이익, W126 기준)

섹터	기업 수	발표 기업 수	진행도(%)	상회 비율	부합 비율	하회 비율	영업이익 증가율		
							컨센서스 대비	전분기 대비	전년 대비
IT가전	6	6	100.0	33.3	33.3	33.3	-42.4	-55.4	-19
비철,목재등	5	5	100.0	20.0	20.0	60.0	-35.2	-25.1	-49.7
호텔,레저서비스	6	6	100.0	0.0	0.0	100.0	-144	-129.1	67
필수소비재	16	16	100.0	31.2	25.0	43.8	-19.7	-50	2
통신서비스	3	3	100.0	33.3	0.0	66.7	-3.6	-42.5	-5.1
자동차	20	20	100.0	40.0	20.0	40.0	7.7	103.8	113.7
유틸리티	5	5	100.0	50.0	0.0	50.0	0.5	-31	-124.7
소매(유통)	10	10	100.0	10.0	20.0	70.0	-31.7	-36.5	-18.3
상사,자본재	14	14	100.0	14.3	14.3	71.4	-61.4	-71.1	-38.3
에너지	7	7	100.0	14.3	0.0	85.7	-76.5	-89.2	-72.8
디스플레이	1	1	100.0	0.0	0.0	100.0	-29.5	-15.3	-283.4
기계	9	9	100.0	33.3	44.4	22.2	-5.2	-7.7	167.6
건설,건축관련	16	16	100.0	31.2	18.8	50.0	-1.8	6.9	-20.4
화학	20	19	95.0	0.0	10.5	89.5	-74	-75.9	-77.6
소프트웨어	13	12	92.3	30.8	30.8	38.5	-0.8	-11.2	-2.2
IT하드웨어	9	8	88.9	12.5	12.5	75.0	-45.6	-59.6	-59.3
미디어,교육	9	8	88.9	0.0	25.0	75.0	-32.1	-31.7	-7.6
전체	266	228	85.7	21.3	21.3	57.4	-47.4	-67.9	-67.8
운송	14	12	85.7	16.7	66.7	16.7	-1.4	-39.8	-35.4
철강	7	6	85.7	0.0	16.7	83.3	-134.7	-123.2	-111.2
건강관리	17	14	82.4	21.4	28.6	50.0	-2.2	-28.4	1.7
화장품,의류,완구	18	14	77.8	28.6	21.4	50.0	-14.8	-17.2	-44.9
반도체	8	6	75.0	0.0	0.0	100.0	-55.9	-79.6	-85.7
은행	9	6	66.7	0.0	33.3	66.7	-23.8	-59.7	-12.9
조선	8	4	50.0	75.0	0.0	25.0	-31.6	-54.8	107.9
보험	9	1	11.1	0.0	0.0	100.0	-7497.2	-204.2	-239.5
증권	7	0	0.0						

주: 2022년 4/4분기 영업이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상

기준일: 2023년 2월 28일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[4Q22 실적] KOSPI는 전년대비 -67.8%, 전분기대비 -67.9% 낮은 실적을 발표

KOSPI 2Q22 실적 발표 전망(기발표기업은 실제치, 미발표 기업은 전망치를 사용)

구분	섹터	컨센서스 대비(%)			전분기 대비(%)			전년 대비(%)		
		매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익
WICS	경기소비재	1.0	1.1	-41.5	2.3	61.7	16.5	20.2	67.1	58.5
	유틸리티	2.3	0.5	12.8	25.7	-31.0	-10.3	49.7	-124.7	-121.6
	건강관리	4.0	-2.2	31.6	1.0	-28.4	9.3	16.0	1.7	38.6
	통신서비스	0.3	-6.3	-140.3	2.3	-32.4	-129.1	13.0	-7.4	-125.7
	필수소비재	-0.1	-19.7	-95.7	-5.7	-50.0	-98.1	19.9	2.0	-91.1
	금융		-25.2	-25.2	-77.2	-60.7	-60.7	-41.0	-15.4	-15.4
	산업재	1.8	-28.8	-87.9	4.0	-46.7	-88.3	18.6	-8.6	-85.9
	KOSPI	3.2	-47.4	7.3	-10.0	-67.9	-28.1	11.1	-67.8	-32.8
	IT	-2.2	-58.3	247.6	-4.1	-78.9	62.2	-2.6	-84.8	24.8
	에너지	-2	-76.5	-85.7	-8.3	-89.2	-89.1	43.4	-72.8	-82.6
WI26	소재	-3.4	-92.5	-105.9	-4	-93.8	-105.3	3.9	-96	-103.8
	자동차	2.3	7.7	-30.9	3.9	103.8	36.8	28.6	113.7	59.7
	유틸리티	2.3	0.5	12.8	25.7	-31.0	-10.3	49.7	-124.7	-121.6
	소프트웨어	1.6	-0.8	-178.4	2.9	-11.2	-147.0	7.1	-2.2	-154.9
	운송	-2.8	-1.4	-79.2	-10.0	-39.8	-83.5	5.0	-35.4	-86.7
	건설,건축관련	9.0	-1.8	-77.5	17.1	6.9	-76.6	16.2	-20.4	-68.6
	건강관리	4.0	-2.2	31.6	1.0	-28.4	9.3	16.0	1.7	38.6
	통신서비스	-0.2	-3.6	33.0	1.9	-42.5	-11.5	17.5	-5.1	-22.8
	기계	-2.7	-5.2	-65.2	24.0	-7.7	-65.4	38.4	167.6	-46.2
	화장품,의류,완구	-3.8	-14.8	-79.0	-0.9	-17.2	-78.2	-8.3	-44.9	-77.5
	필수소비재	-0.1	-19.7	-95.7	-5.7	-50.0	-98.1	19.9	2.0	-91.1
	은행		-23.8	-23.8	-77.5	-59.7	-59.7	-41.0	-12.9	-12.9
	디스플레이	-2.5	-29.5	-228.0	7.8	-15.3	-140.3	-17.1	-283.4	-1,180.6
	조선	-7.6	-31.6	-201.5	17.6	-54.8	-205.2	11.0	107.9	63.8
	소매(유통)	-0.4	-31.7	-150.1	-2.0	-36.5	-99.7	8.1	-18.3	61.2
	미디어,교육	4.8	-32.1	-282.0	4.9	-31.7	-234.9	15.2	-7.6	-293.3
	비철,목재등	0.3	-35.2	57.5	8.0	-25.1	112.3	6.6	-49.7	10.4
	IT가전	-1.0	-42.4	-48.8	6.8	-55.4	-40.7	24.1	-19.0	19.9
	IT하드웨어	-1.0	-45.6	-25.9	6.7	-59.6	-51.3	7.9	-59.3	-11.0
	KOSPI	3.2	-47.4	7.3	-10.0	-67.9	-28.1	11.1	-67.8	-32.8
	반도체	-3.4	-55.9	348.9	-10.9	-79.6	88.2	-12.0	-85.7	40.1
	상사,자본재	2.9	-61.4	-84.9	0.0	-71.1	-81.5	21.1	-38.3	-83.5
	화학	-5.2	-74.0	-104.3	-0.9	-75.9	-104.5	15.7	-77.6	-105.2
	에너지	-2.0	-76.5	-85.7	-8.3	-89.2	-89.1	43.4	-72.8	-82.6
	철강	-1.8	-134.7	-152.8	-9.0	-123.2	-136.1	-7.4	-111.2	-118.4
	호텔,레저서비스	-7.0	-144.0	-836.7	-5.0	-129.1	-1,730.9	22.1	67.0	29.6
	보험		-7,497.2	-7,497.2	-56.7	-204.2	-204.2	-39.9	-239.5	-239.5

- KOSPI 4Q22 영업이익은 전분기대비 -67.9%, 전년동기 대비 -67.8% 낮은 수치
- 전년대비 높은 영업이익을 발표한 섹터는 기계, 자동차, 조선, 호텔/레저
- 반면 디스플레이, 유틸리티, 철강, 반도체 등은 전년대비 영업이익이 감소

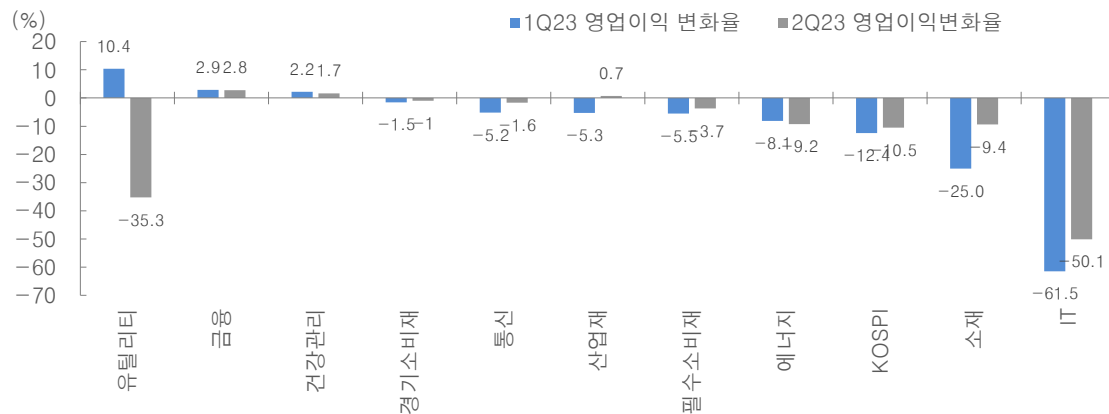
주: 2022년 4/4분기 영업이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상

기준일: 2023년 2월 28일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[장단기 실적 전망] 향후 실적 전망치는 지난 1개월 간 하향 조정. IT가 하향 조정을 견인

KOSPI 1Q23/2Q23 실적 전망치 1개월 변화율



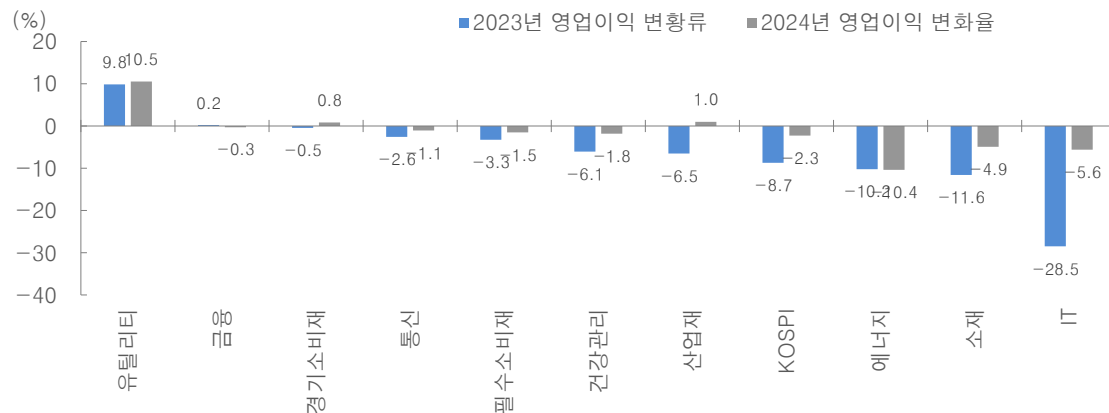
- 지난 1개월 간 KOSPI 1Q23 전망치는 -12.4% 하향조정. 업종별로 유틸리티, 금융, 건강관리가 상향조정 됐으며 IT, 소재는 큰 폭 하향 조정
- IT 업종이 2023년 2024년 각각 -28.5%, -5.6% 하향되며 KOSPI 전체 실적 전망치 하향을 견인. IT 외에도 소재, 에너지 업종이 큰 하향 폭을 기록

주: 2023년 1/4분기, 2023년 2/4분기 영업이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상

기준일: 2023년 2월 28일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 2023/2024 실적 전망치 1개월 변화율



주: 2023년, 2024년 영업이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상

기준일: 2023년 2월 28일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[장단기 실적 전망] 향후 실적 전망치는 지난 1개월 간 하향 조정. IT가 하향 조정을 견인

KOSPI 실적 전망치 1개월 변화율

섹터	영업이익 1개월 변화율(%)			
	1Q23	2Q23	2023	2024
상사, 자본재	11.3	23.7	-5.8	1.0
유틸리티	10.4	-35.3	9.8	10.5
은행	4.3	2.8	-0.4	-1.6
보험	2.6		3.2	4.7
건강관리	2.2	1.7	-6.1	-1.8
기계	0.8	-1.9	-2.2	-1.7
자동차	0.3	-1.1	0.7	2.0
통신서비스	-0.4	-0.7	0.3	-0.3
화장품, 의류, 완구	-3.5	1.4	-1.9	-0.8
건설, 건축관련	-4.6	-2.7	-4.4	-3.0
IT가전	-5.2	-4.3	-4.6	-3.7
필수소비재	-5.5	-3.7	-3.3	-1.5
증권	-6.8		-1.3	-1.1
에너지	-8.1	-9.2	-10.2	-10.4
소프트웨어	-8.1	-1.4	-3.8	-1.5
소매(유통)	-8.4	-3.1	-4.6	-3.1
미디어, 교육	-10.1	-0.1	-2.0	0.9
KOSPI	-12.4	-10.5	-8.7	-2.3
비철, 목재등	-12.5	-9.0	-8.0	-4.8
IT하드웨어	-14.2	-9.2	-6.9	-4.5
호텔, 레저서비스	-23.1	-11.0	-4.9	-1.5
디스플레이	-25.0	-20.3	-93.0	-7.7
화학	-25.4	-13.8	-14.4	-6.1
운송	-26.5	-25.2	-11.7	3.7
철강	-26.9	-4.4	-8.5	-3.0
조선	-31.2	-5.1	-5.8	5.2
반도체	-105.1	-98.3	-45.7	-6.4

- 세부 업종으로 살펴보면 지난 1개월 간 KOSPI 전체 실적 전망치가 분기, 연간으로 하향 조정. 반도체 영업이익 전망치가 하향조정 되면서 KOSPI 전망치 하향을 주도
- 상사/자본재, 유틸리티, 은행, 보험은 실적 전망치가 지난 1개월간 상향

주: 2023년 1/4분기 영업이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상

기준일: 2023년 2월 28일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[멀티팩터 모델 3월 Update] 가격, 밸류 스코어가 높은 업종이 상위를 차지: 통신, 은행, 소매/유통

KOSPI200 업종별 밸류 / 주가 역모멘텀 / 어닝 모멘텀/ 퀄리티 스코어 현황

업종명	Value : 확정실적 P/B	Price Momentum : 1M 수익률	Earning Momentum : 12개월 선행 EPS 1M 변 화율	Profitability : CFOA(영업현금흐름/총 자산)	Multi Factor Score
통신서비스	131	160	125	179	595
은행	140	153	106	39	438
소매(유통)	122	116	82	108	428
상사, 자본재	114	109	99	89	411
보험	111	85	142	50	388
반도체	80	94	35	175	385
에너지	108	123	57	93	380
호텔, 레저	37	156	79	100	372
건강관리	12	116	108	113	349
자동차	114	30	100	103	348
철강	134	49	43	95	321
운송	82	70	45	123	321
유틸리티	107	103	96	8	313
필수소비재	69	86	61	97	313
화장품, 의류	40	92	67	97	297
소프트웨어	43	61	72	99	275
미디어, 교육	24	83	71	86	264
디스플레이	121	7	10	118	256
건설, 건축	76	57	67	53	252
기계	57	52	69	69	247
IT하드웨어	40	60	24	118	242
비철, 목재	44	41	46	87	217
증권	78	48	50	23	199
조선	67	45	56	30	198
화학	34	32	16	31	113
IT가전	16	7	36	50	109

- 섹터별 밸류/주가 역모멘텀/어닝 모멘텀 /퀄리티 스코어 산출 방식

1) KOSPI200 구성종목에 대해

- 밸류: 확정실적 P/B
- 어닝 모멘텀
: 12개월 선행 EPS 최근 1개월 변화율
- 주가 역모멘텀
: 직전 1개월 주가 수익률
- 퀄리티 : 총자산 대비 영업현금흐름

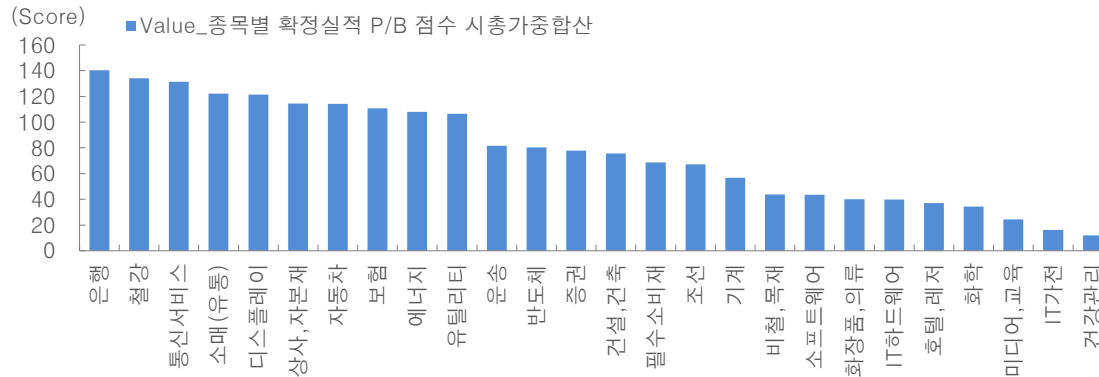
상기 지표의 순위에 따라 밸류/주가/어닝 모멘텀/퀄리티 스코어 부여하고 4개 팩터의 스코어를 합산하여 멀티 팩터 스코어 산출

2) 섹터별로 구성종목의 팩터 스코어를 시총가중 합산하는 방식으로 해당 섹터의 멀티 팩터 스코어를 계산

- 멀티 팩터 스코어 모델에서 상위 5개 업종은 통신, 은행, 소매/유통, 상사/자본재, 보험으로 가격, 밸류 스코어가 높은 업종이 상위를 차지

[멀티팩터 모델 Update] 1) Value: 밸류에이션 매력 상위 업종은 은행, 철강, 통신, 소매/유통 등

KOSPI200 업종별 밸류 팩터 스코어 현황

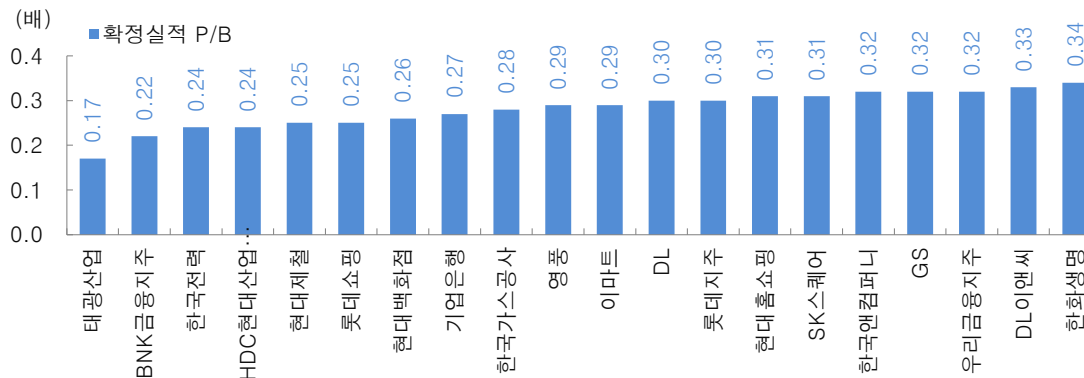


- 확정실적 P/B 기준 구성 종목의 밸류에이션 매력이 높은 업종은 은행, 철강, 통신, 소매/유통, 디스플레이 등
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 확정실적 P/B 수준이 낮은 종목들을 살펴보면 태광산업, 현대제철, BNK금융지주, 이마트 등 금융, 필수소비재 업종이 분포

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 2월 28일 종가 기준, 각 섹터별 구성종목의 밸류 팩터 스코어를 시총가중 합산

KOSPI200내 확정실적 P/B 하위 20개 종목

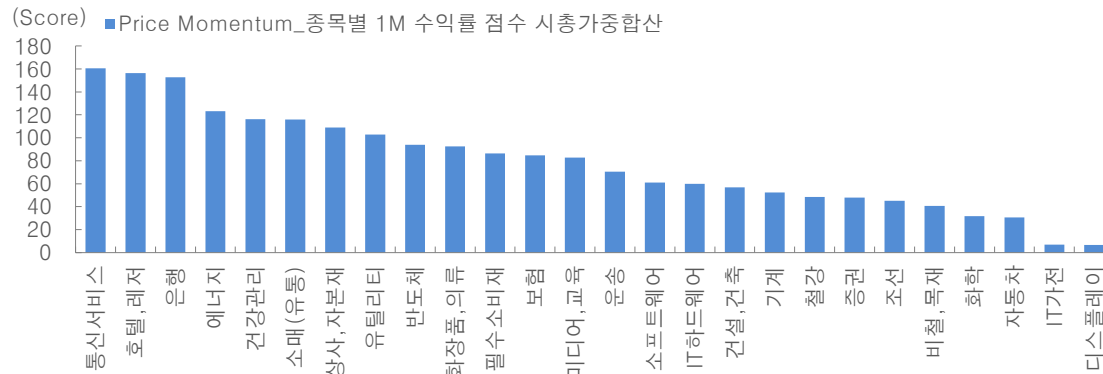


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 2월 28일 수치 기준

[멀티팩터 모델 Update] 2) Price Reverse Momentum: 통신, 호텔/레저, 은행, 에너지, 건강관리 등

KOSPI200 업종별 주가 역모멘텀 팩터 스코어 현황

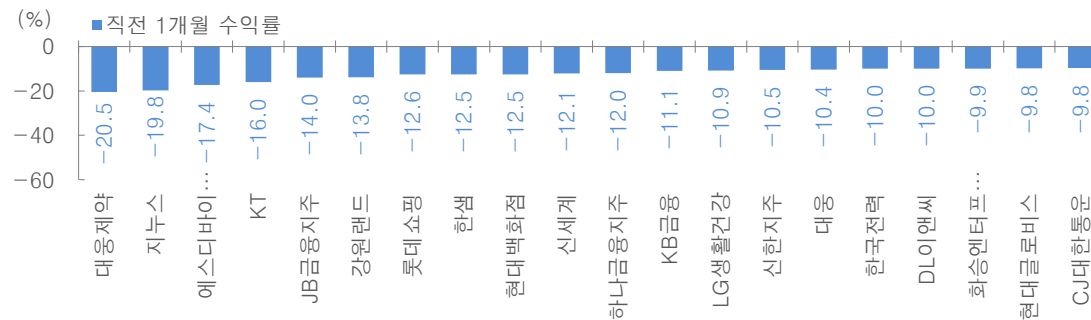


- 직전 1개월 수익률 기준 구성 종목의 주가 낙폭이 컸던 업종은 통신, 호텔/레저, 은행, 에너지, 건강관리 등
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 직전 1개월 주가 하락 폭이 컸던 종목을 살펴보면 대웅제약, 지누스, 에스디바이오센서, KT 등 다양한 업종이 분포

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 2월 28일 종가 기준, 각 섹터별 구성종목의 주가 역모멘텀 팩터 스코어를 시총가중 합산

KOSPI200내 직전 1개월 수익률 하위 20개 종목

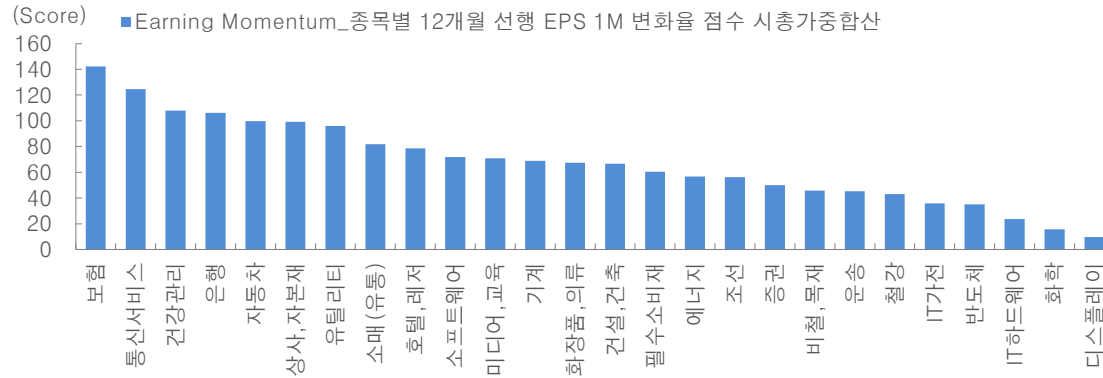


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 2월 28일 수치 기준

[멀티팩터 모델 Update] 3) Earning Momentum: 보험, 통신, 건강관리, 은행, 자동차, 상사/자본재 등

KOSPI200 업종별 어닝 모멘텀 팩터 스코어 현황

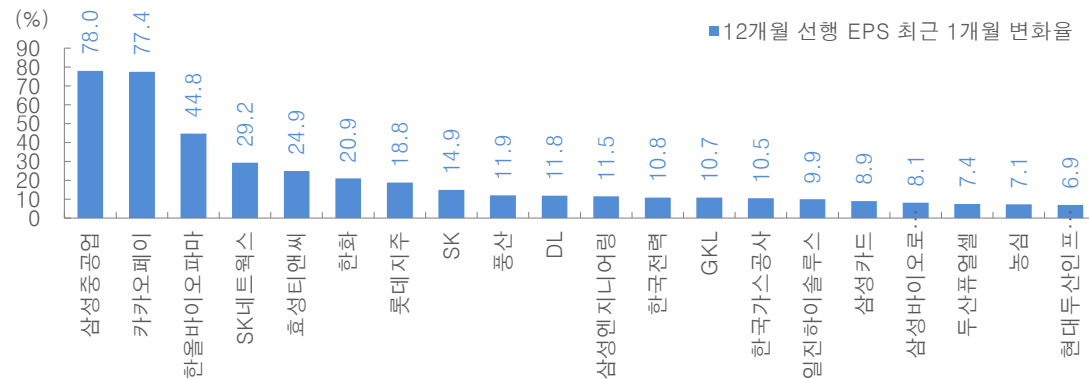


- 구성 종목의 12개월 선행 EPS 최근 1개월 상향조정 폭이 컸던 업종은 보험, 통신, 건강관리, 은행, 자동차, 상사/자본재 등
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 12개월 선행 EPS 상향조정 폭이 컸던 종목을 살펴보면 한올바이오파마, 삼성바이오로직스, 효성티앤씨, 풍산, DL 등 건강관리, 소재, 산업재 업종이 분포

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 2월 28일 수치 기준, 각 섹터별 구성종목의 어닝 모멘텀 팩터 스코어를 시총가중 합산

KOSPI200내 12개월 선행 EPS 1M 변화율 상위 20개 종목



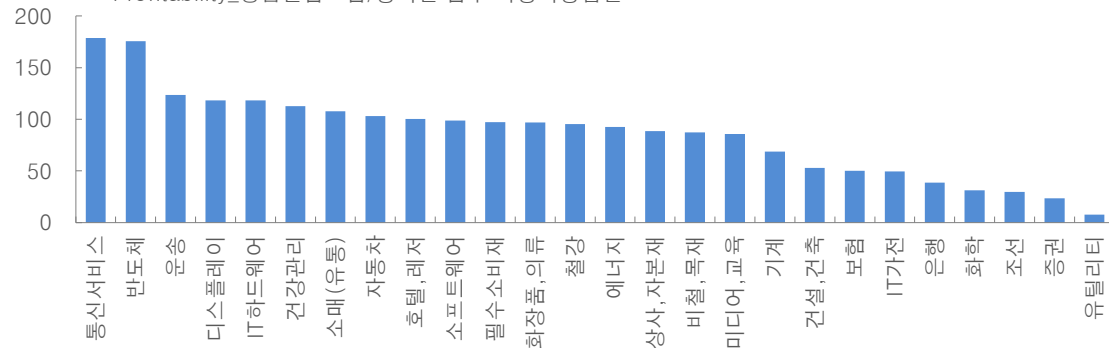
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 2월 28일 수치 기준

[멀티팩터 모델 Update] 4) Quality: 통신, 반도체, 운송, 디스플레이, IT하드웨어 양호

KOSPI200 업종별 퀄리티 팩터 스코어 현황

(Score) ■ Profitability_영업현금흐름/총자산 점수 시총가중합산



- 총자산 대비 영업현금흐름 기준 구성 종목의 수익성이 양호한 업종은 통신, 반도체, 운송, 디스플레이, IT하드웨어 양호
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 총자산 대비 영업현금흐름 지표 값이 높은 종목을 살펴보면 HMM, DB하이텍, F&F, 에스디바이오센서, BGF리테일, 팬오션, 대한항공 등 반도체, 운송, 소비재 종목이 다수 분포

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 2월 28일 수치 기준, 각 섹터별 구성종목의 퀄리티 팩터 스코어를 시총가중 합산

KOSPI200내 총자산 대비 영업현금흐름(CFOA) 상위 20개 종목

(%) ■ 영업현금흐름/총자산



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 2월 28일 수치 기준

[멀티팩터 모델 Update] KOSPI200 4팩터 스코어 상위 20개 기업

Name	W26업종명(대)	섹터 내 비중(%)	Value : 확정실적 P/B	Price Momentum : 1M 수익률	Earning Momentum : 12개월 선행 EPS 1M 변 화율	Profitability : CFOA(영업현금흐름/총 자산)	Multi Factor Score
KT	통신서비스	35.0	159	197	148	168	672
롯데지주	필수소비재	6.5	189	174	175	105	643
SK	상사,자본재	16.9	177	166	174	115	632
LG유플러스	통신서비스	20.9	136	149	155	190	630
DL	화학	1.0	188	167	172	77	604
더블유게임즈	소프트웨어	0.8	110	152	136	178	576
한국전력	유틸리티	42.1	197	185	170	10	562
현대백화점	소매(유통)	7.1	194	192	64	111	561
하나금융지주	은행	13.2	179	190	140	38	547
S-Oil	에너지	24.3	83	165	157	139	544
에스원	상사,자본재	2.7	71	151	135	182	539
한국가스공사	유틸리티	10.3	192	175	168	4	539
JB금융지주	은행	1.8	172	196	138	33	539
CJ	상사,자본재	3.1	152	120	108	150	530
현대글로비스	운송	12.2	102	182	70	173	527
SK텔레콤	통신서비스	43.4	109	139	93	185	526
에스디바이오센서	건강관리	2.1	120	198	12	196	526
LX인터내셔널	상사,자본재	1.6	156	138	43	187	524
신세계	소매(유통)	11.2	149	191	48	136	524
DL이앤씨	건설,건축관련	3.8	182	184	25	127	518

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 이경민, 조재운, 김정윤)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.