

리서치센터 투자전략팀 | 2023년 3월 30일

4월 월간 전망 : 위기를 버텨볼 만한 구간

투자전략/시황 한지영
02) 3787-5241
hedge0301@kiwoom.com

퀀트 최재원
02) 3787-0331
cjh5056@kiwoom.com

시황 김지현
02) 3787-3761
jeehyun12@kiwoom.com

키움증권 



I. 전략: 위기를 버텨볼 만한 구간

- 반가웠던 1월 새해 랠리 이후 한국, 미국 등 주요국 증시는 다양한 재료들이 혼재 됨에 따라, 연고점을 돌파하지 못하고(코스닥 제외) 3월 말 현재까지 박스권 장세에 갇혀있는 상황
- SVB가 사태와 같은 은행권 위기는 단기에 소강되기 어렵다는 우려가 가시지 못하고 있는 가운데, 일부 시장참여자들은 사태의 심각성을 스스로 강화시키고 있음.
- 하지만 이번 은행권 유동성 위기는 “중앙은행의 누적된 긴축 효과”라는 일정부분 예상가능한 악재 성격으로 볼 수 있음. 연준의 금리인상 사이클 후반부에서는 역사적으로 위기가 출현했다는 점도 주목해볼 필요.
- 한 때 시장에서는 골디락스, 노랜딩에 대한 베팅을 강화했으나, SVB 사태로 상황은 반전. 경제 지표, 기업 실적 등 펀더멘털에 대한 민감도는 높아지는 “Good news is good news, Bad news is bad news” 국면에 돌입할 전망.
- 4월에도 증시에는 상하방 요인이 공존할 것으로 예상. 하지만 1분기 실적시즌을 보내는 과정에서 삼성전자 실적 발표 이후 반도체 업종에 대한 비중 확대를 고려해볼만. 낮아진 실적 기대치, 2018년 수준으로 회귀한 시가총액 비중, 감산 기대 지속 등 업사이드 재료가 상존하기 때문.
- 예금자, 기업, 주식시장 참여자들에게 현금의 중요성이 높아졌다는 점을 감안 시, 부채 대비 현금 흐름이 우수한 IT(반도체 포함), 철강, 기계 등의 업종을 중심으로 대응하는 것을 추천(4월 코스피 예상 레인지 2,300~2,550pt)



Summary

II. 쿼트: 매출 모멘텀과 안정성에 초점

- 글로벌 금융시장의 변동성 확대와 함께 국내 증시의 수급 환경 또한 악화되는 모습을 보였지만, 부진한 이익모멘텀 환경 속에서 주요 성장 테마를 중심으로 약진. 여전히 이익 전망의 하방 압력이 높고, 본격적인 1분기 어닝시즌 발표가 본격화되기 전까지는 여전히 추세적인 전환보다는 주요 성장 테마를 둘러싼 순환매 가능성이 높음
- 금리 인상 사이클 마무리에 대한 기대감이 높아지며 연초 이후 성장 스타일의 우위가 이어지고 있음. 다만, 미 연준위원들과 시장의 기대감 사이의 괴리가 좁혀지는 과정에서 변동성 확대의 여지가 존재하고, 동종 스타일 내에서도 매출 모멘텀에 따라 성과 차별화가 두드러지고 있음. 따라서, 4월에는 스타일 베틱보다는 이익모멘텀에 대한 관심 확대(IT, 소프트웨어, 미디어교육, 자동차 등이 해당)
- 한편, 글로벌 금융기관들의 안정성 문제가 소폭 완화되기는 했지만, 여전히 시장의 경계감은 지속되고 있음. 추가적인 불확실성 확대를 대비해 현금 안정성 및 부채 부담이 제한적인 기업들을 통해 하방 안정성에 대비할 필요가 있음(소재, 산업재, IT)

III. 시황: 빅테크의 선제적 인력 감축 + 국내 반도체 업황 저점 통과 기대

- SVB 사태 이후 확인된 것은 시장은 금리에 더 민감하게 반응한다는 것. 결국 고금리 수준을 얼마나 유지할 것인지를 시사하는 연준의 스탠스와 금리 변화가 증시와 성장주에는 더 중요. 이를 결정하는 변수는 실업률이 될 것.
- 과거 금리인상기 후반부에 나타났던 주택가격의 하락과 실업률 상승의 동행성, 은행의 대출기준 강화에 따른 사람들의 일자리 복귀, 그러나 리쇼어링으로 비용이 증가한 기업들의 인력감축 기조 등으로 향후 실업률의 상승 및 경기 경착륙 우려는 불가피
- 그러나 단기적으로 선제적으로 인력을 줄이고 있는 테크 업종은 1분기 실적시즌에 비용 단에서 일부 개선이 나타나며 해당 이슈에서 자유로울 수 있음. 비용절감을 통한 영업이익률 방어, 금리하락에 따른 할인율 감소, 충분한 현금 보유량, 높은 가격 결정력 등으로 상대적 매력도 상승할 것으로 판단.
- 국내는 최근 나스닥 강세 동조화에 따른 코스닥 우위 지속 여부가 관건. 수급의 왜곡이 나타났던 이차전지 외 빅테크 수혜를 받을 수 있는 반도체, 플랫폼, 인터넷 게임 등으로 분산되며 순환매 지속될 것으로 판단, 특히 반도체 업종의 저점 통과 기대감 형성 여부가 지수 상단을 결정할 것으로 판단.



- I. 전략: 위기를 버텨볼 만한 구간
- II. 퀀트: 매출 모멘텀과 안정성에 초점
- III. 시황: 빅테크의 선제적 인력 감축 + 국내 반도체 업황
저점 통과 기대

Compliance Notice

- 당사는 3월 29일 현재 보고서에 언급된 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.



Part 1.

전략: 위기를 버텨볼 만한 구간

4월 상승과 하락요인 및 그에 따른 증시 대응 전략



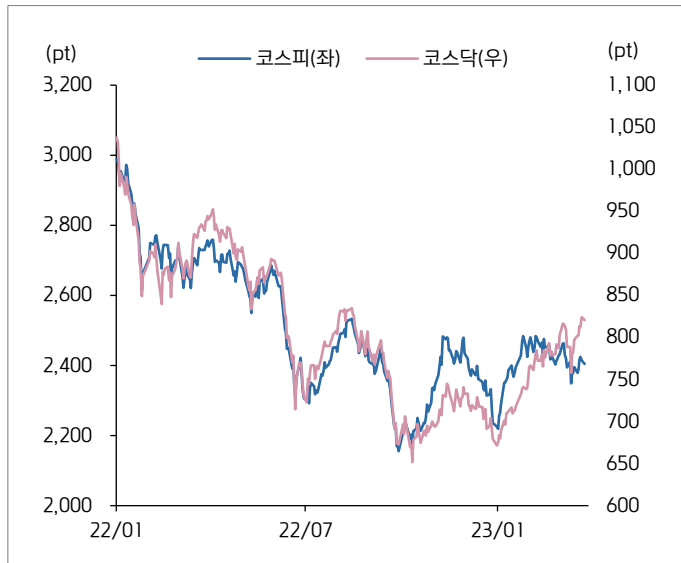
자료: 키움증권 리서치센터

01. 2개월 째 박스권에 갇힌 증시

- ▶ 반가웠던 1월 새해 랠리 이후 한국, 미국 등 주요국 증시는 다양한 재료들이 혼재 됨에 따라, 연고점을 돌파하지 못하고 (코스닥 제외) 3월 말 현재까지 박스권 장세에 갇혀있는 상황
- ▶ 대형주를 중심으로 지수 상단이 막혀버린 상황 속에서 개별 테마 및 종목들이 약진하는 바텀업 플레이가 유효한 국면이 2개월 째 지속되고 있는 모습

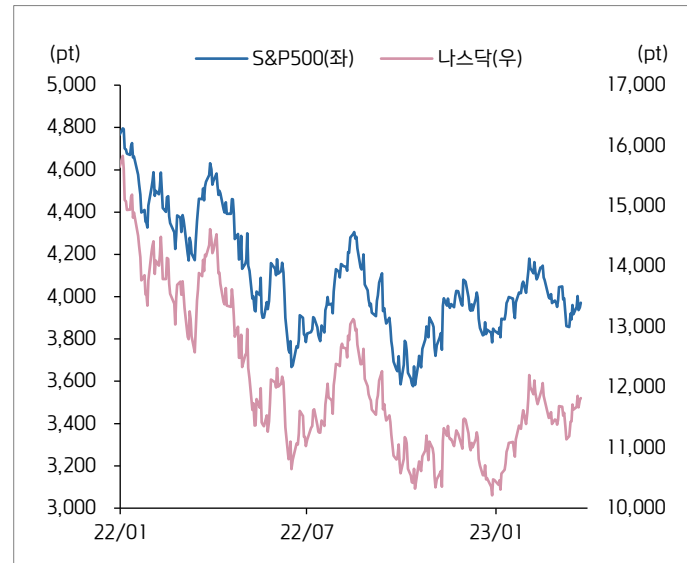
- 3월 증시 등락률(29일 기준) : 코스피 +0.8%, 코스닥 +5.5%/ S&P500 +1.5%, 나스닥 +4.1%

코스피와 코스닥



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

S&P500과 나스닥



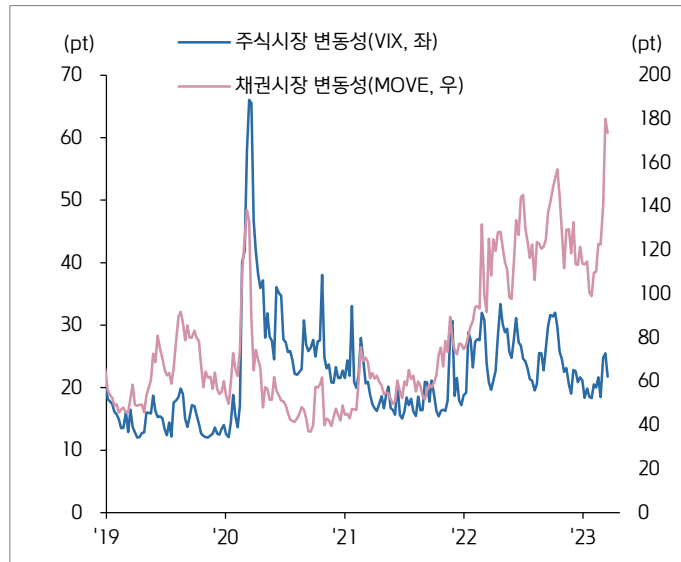
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

02.

채권시장의 변동성 확대가 증시 전반에 걸쳐 부정적인 심리 변화를 유발

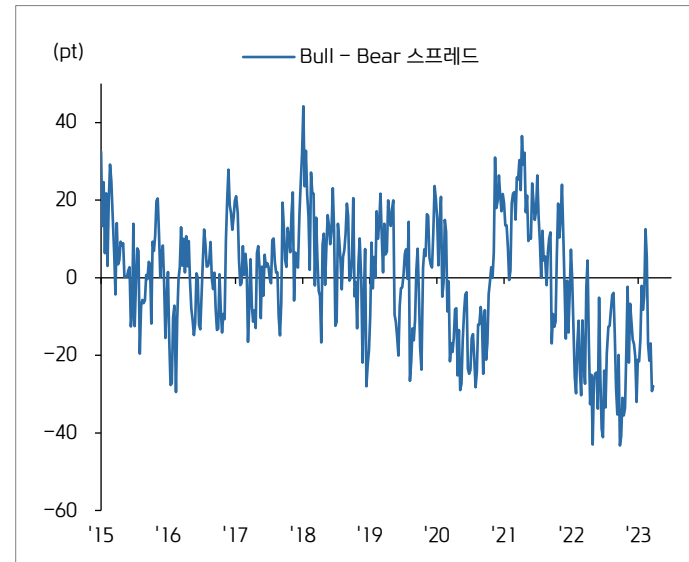
- ▶ 3월 중 발생한 일련의 은행권 위기로 인해 채권시장의 변동성은 폭증하였으며, 이는 주식시장에 직접적인 충격 자체는 제한적으로 가했으나, 투자심리상 부정적인 파급효과를 초래하고 있는 형국.
- ▶ 대표적인 개인투자자 심리지표인 Bull-Bear 스프레드는 3월 말 기준 -28pt로 연초 이후 가장 낮은 수준을 기록했으며, 지난해 증시가 연저점을 테스트했던 시기인 10월 초(-43pt~-33pt) 이대로 투자심리가 위축된 모습.

주식시장 변동성과 채권시장 변동성



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

Bull-Bear 스프레드

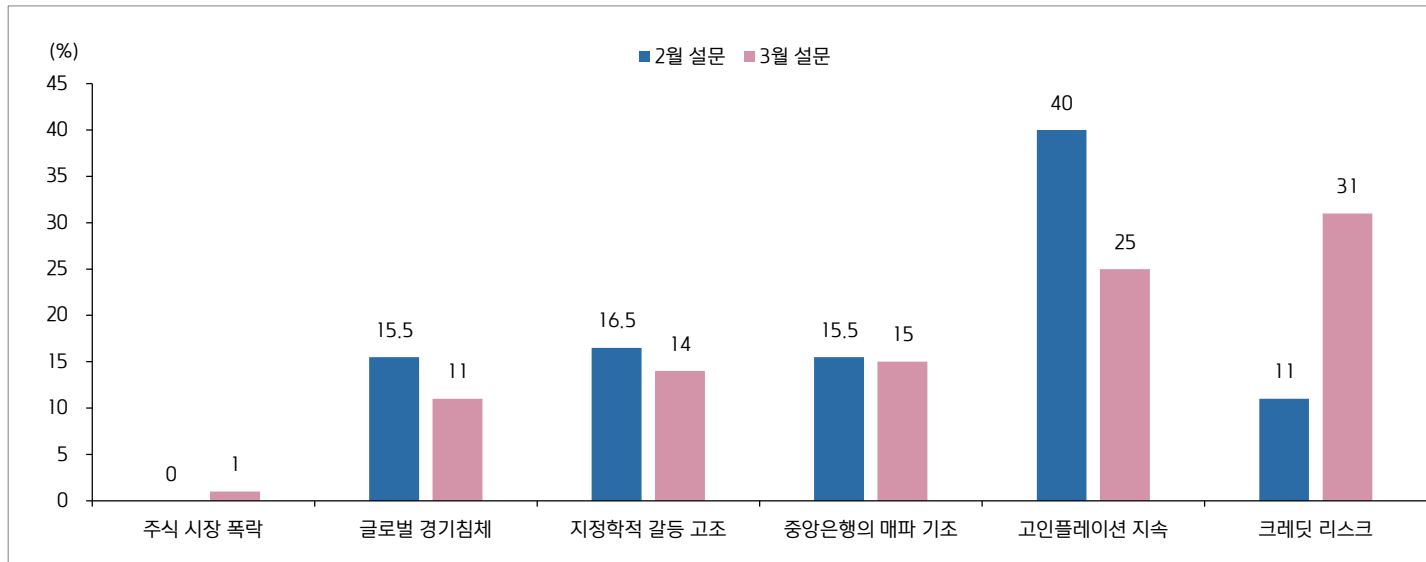


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

03. 2월, 3월의 시장이 깊어져야 할 과제가 급변

- ▶ BofA 글로벌 펀드매니저 서베이 상 현재 시장의 가장 큰 대형 위험(=팻테일 리스크)에 대해 2월에는 고인플레이션(응답률 40%)이 1순위 였으며, 그 뒤를 이어 경기침체, 지정학 리스크, 긴축 등이 차지. 하지만 3월에는 고인플레이션(2월 40%→) 3월 25%)을 제치고, 크레딧리스크(2월 11월 →) 3월 31%)가 급부상하면서 시장의 대형 위험으로 자리잡고 있음.
- ▶ 시장 참여자들은 이제 연준의 긴축이 아니라, 이들이 긴축이 유발한 제2의 리먼사태 등 2008년 금융위기가 재연될지 모른다는 불안감을 가지면서 시장 대응 전략에 고민을 하고 있는 것으로 보임.

BofA Survey 상 현재 시장의 가장 큰 위험 요인



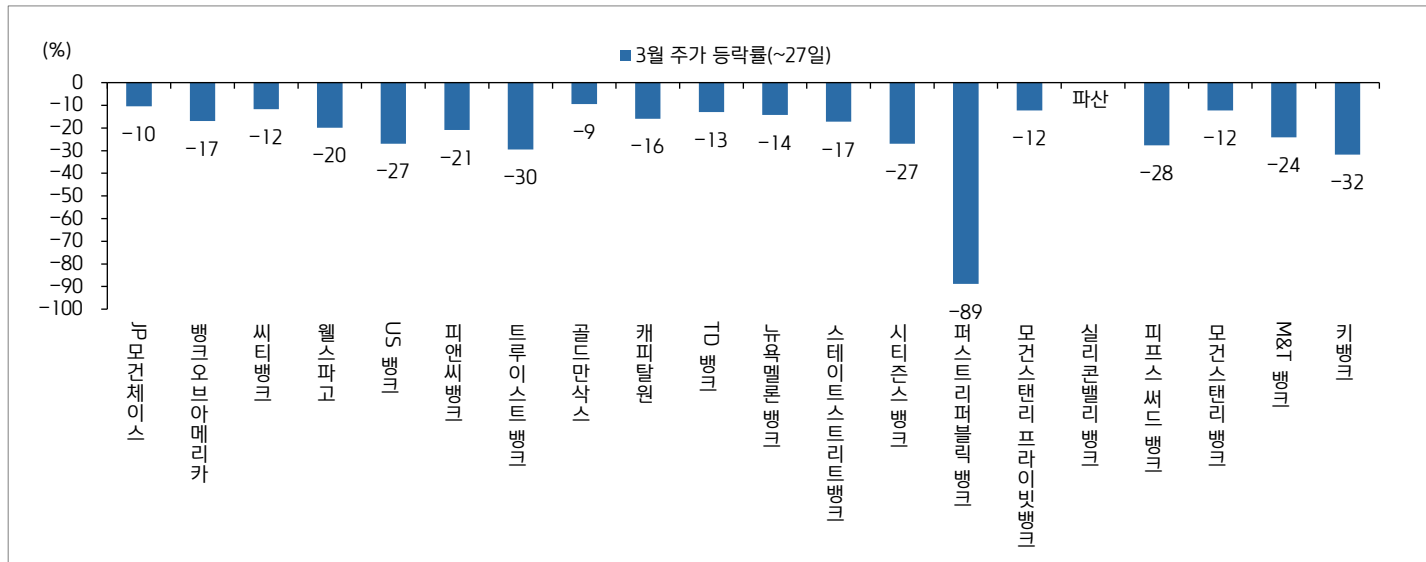
자료: BofA Survey, 키움증권 리서치센터, 주: 설문일 3월 10~16일

04.

SVB, CS 사태는뱅크런 불안감을 수면 위로 부상 시키고 있는 양상

- ▶ 자산규모 16위의 중형은행인 SVB 은행 파산(퍼스트시티즌스가 인수, 3/27)은 퍼스트리퍼블릭 등 여타 중소형 은행 뿐만 아니라 JP모건, BOA, 씨티 등 대형 은행들까지 불안감을 전이시키면서 동반 주가 급락세를 연출하고 있는 실정

자산규모 상위 순 미국 주요 은행들의 3월 이후 주가 등락률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

05. 추가적인뱅크런, 시스템 리스크가 과연 발생할 것인가?

- ▶ SVB가 사태와 같은 은행권 위기는 단기에 소강되기 어렵다는 우려가 가시지 못하고 있는 가운데, 일부 시장참여자들은 사태의 심각성을 스스로 강화시키고 있음.
- ▶ 연준 데이터 상 3월 9~15일 일주일간 은행들 연준의 재할인창구(Discount Window)를 통해 전주 대비 약 30배 이상 달하는 금액인 약 1,500억달러를 빌려간 현상(2008년 금융위기 당시 1,100억달러를 상회)에도 주목할 필요. 이는 그만큼 유동성 위기에 휩싸인 은행권에 유동성이 주입되는 것으로 해석할 수 있으나, 다른 한편에서는 은행들이 추가적인 뱅크런에 대비하고 있다는 취약함을 보여주는 증거라고 주장하고 있는 상황.

연준 재할인창구를 통한 은행들의 대출은 2008년 금융위기 이후 최대



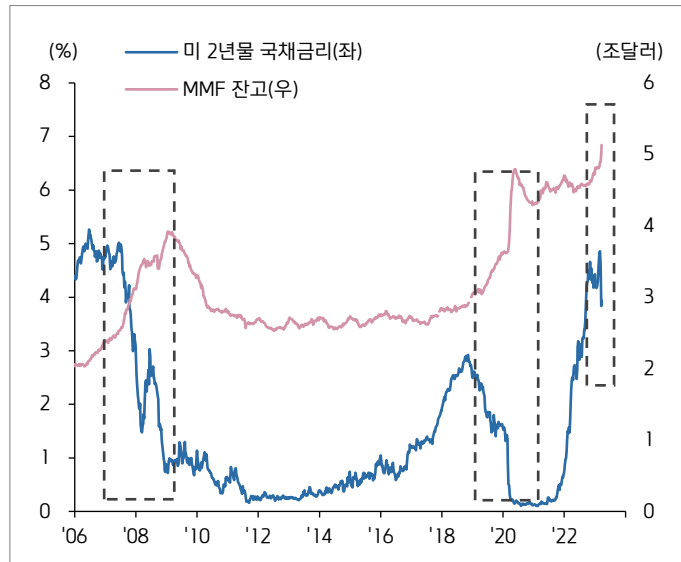
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

06.

위기 상황 발생 시 현금을 가지려는 심리는 이해하나, 과도한 측면도

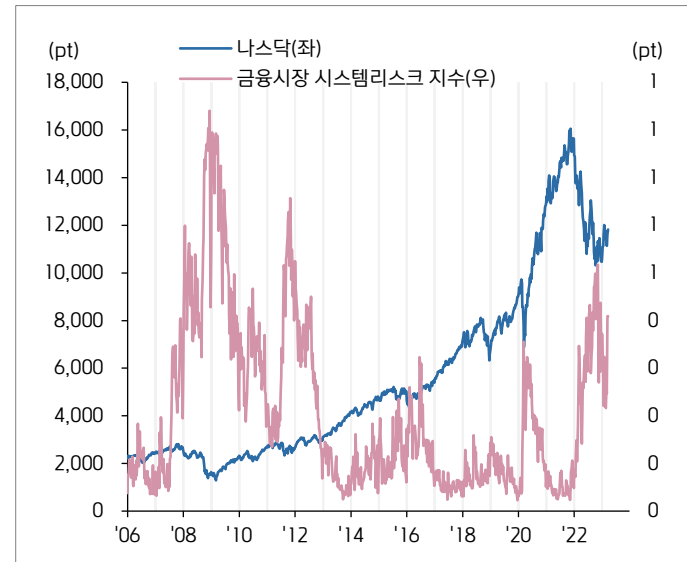
- ▶ 금번 은행권 위기의 불씨는 아직 꺼지지 않았기에 시장에서는 또 다른 희생양 찾기 작업이 계속될 것으로 판단.
- ▶ 미국 내 MMF 잔고가 작년 말 4.7조달러에서 3월 22일 5.1조달러로 약 3개월 4,000억달러가 유입됐다는 점은 금융시장 참여자들이 은행권 위기가 이른 시일 내에 종결되기 어렵다는 인식이 강함을 방증.
- ▶ ECB 에서 주식, 채권, 단기금융시장 등 주요 금융시장 5개 부문 데이터를 토대로 산출한 시스템리스크지수(CISS, Composite Indicator of Systemic Stress)는 코로나 팬데믹 당시를 상회하고 있다는 점도 증시 하단 위협 요인.

미 2년물 국채금리와 MMF 잔고



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

나스닥 vs ECB의 금융시장 시스템리스크 지수



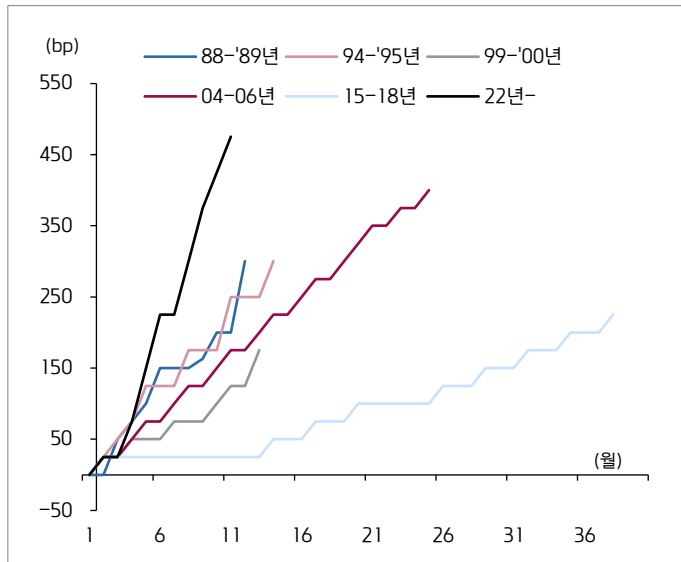
자료: ECB, 키움증권 리서치센터.

주: 주식, 채권, 단기금융시장, 금융산업, 외환시장 등 5개 지수 베이스로 작성

07. 연준의 긴축 사이클 후반부에는 늘 악재가 등장

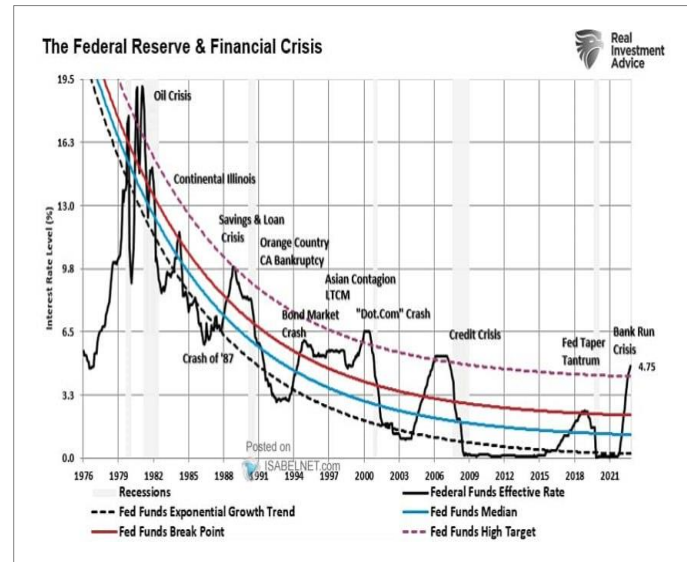
- ▶ SVB가 촉발한 은행권 유동성 위기는 “중앙은행의 누적된 긴축 효과”라는 일정부분 예상가능한 악재 성격으로 볼 수 있음. 연준의 금리인상 사이클 후반부에서는 역사적으로 위기가 출현했다는 점도 주목해볼 필요.
- ▶ 추가 다른 뱅크런 방지를 위해서는 금융시스템에 대한 신뢰 강화 작업을 통해 예금자들의 심리적인 안정을 강화시키는 것이 최우선인 만큼, 지난 주 이후 당국에서 내놓은 일련의 사태 진화 조치(SVB 예금자 보호 확대, 중앙은행 달러 스왑 협정 강화, 잠재적인 지급보장 대상 확대 추진 등)들은 이를 상당부분 충족시키고 있는 것으로 판단.

연준 금리인상 사이클 별 인상강도



자료: 블룸버그, 키움증권 리서치센터.

연준과 금융위기



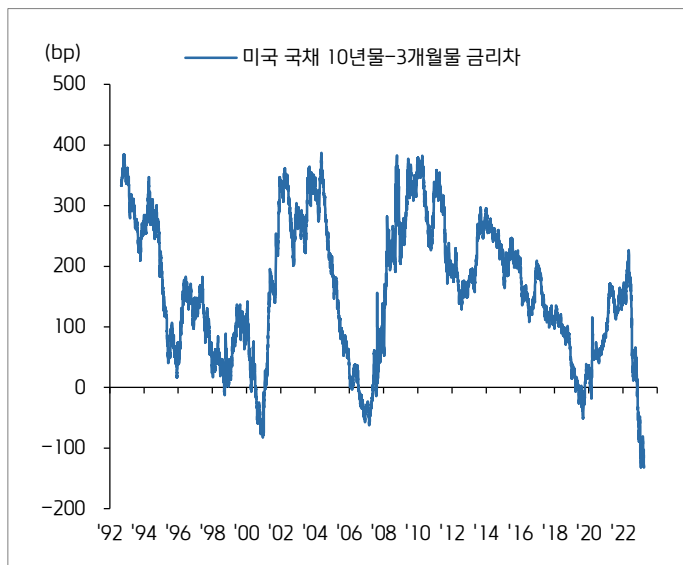
자료: RIA, 키움증권 리서치센터.

08.

장단기금리차가 보낸 시그널, 이번에도 틀리지 않았을 가능성

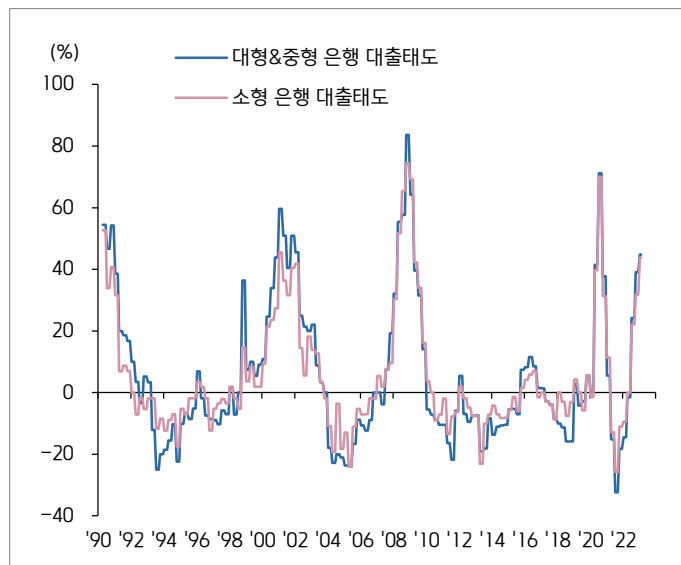
- ▶ 장단기 금리차 역대급 역전 이후 은행들의 예대마진 악화가 지속되고 있는 가운데, 금번 SVB 발 사태 이후 정부 당국의 중소형 은행권들에 대한 규제 강화는 이들의 대출 태도를 한층 더 보수적으로 만들 유인이 커질 수 있음을 시사.
- ▶ 현재 보수적으로 대출 심사를 보고 있는 미국 은행들이 추가 규제 강화로 인해 대출 심사를 한층 더 강화할 소지가 존재(2월말 기준 미국 대형 및 중형은행들의 대출 태도지수는 44pt로 2020년 3분기 71pt를 기록했던 이래로 가장 보수적인 상황, 대출태도지수가 양의 값이면 심사 기준 강화, 음의 값이면 심사 기준 완화).

미국 장단기 금리차



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미국 은행들의 대출태도 변화

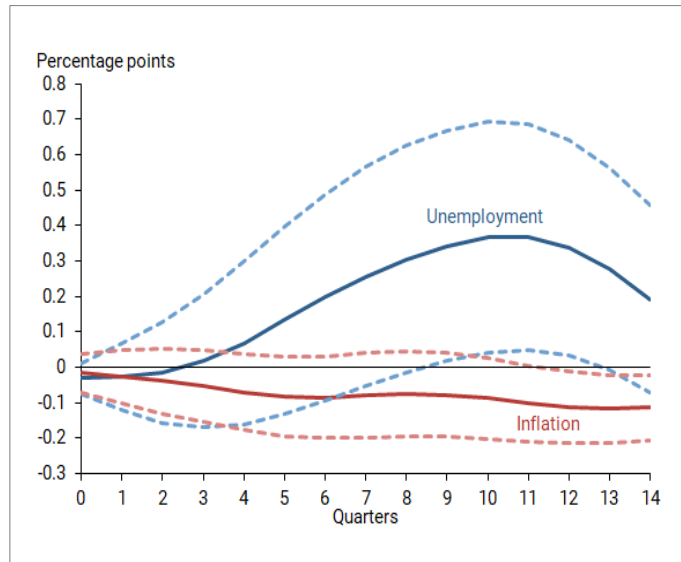


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

09. 누적된 긴축효과를 한동안 경험하게 될 것

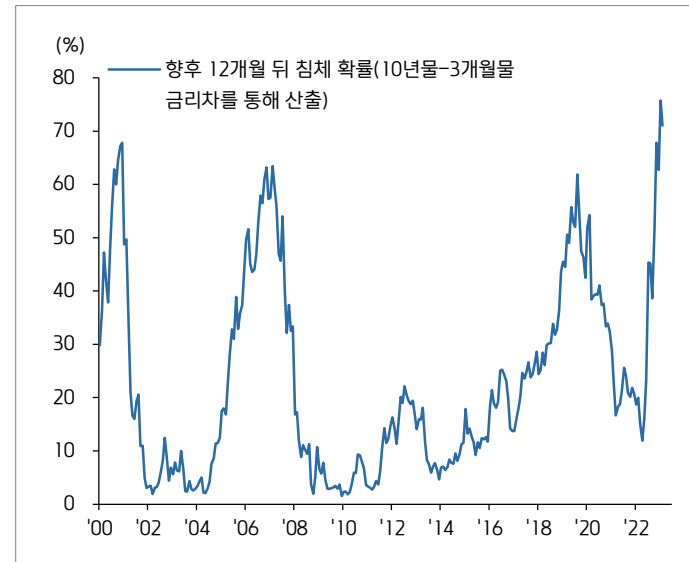
- ▶ 은행들의 대출은 경제 주체들에게 신용과 유동성을 공급하면서 소비를 포함한 경제 전반에 걸쳐 영향을 주는 핵심 요인.
- ▶ 결국 시장이 생각해 봐야 할 점은 경기와 관련된 것으로서, 연준 부의장이 언급한 것처럼 SVB 사태를 계기로 중소형 은행들에 대한 규제 강화가 이루어질지 여부에 주목해볼 필요.
- ▶ 또한 금리인상이 실업률에 미치는 시차가 다가오고 있는 가운데, 장단기금리차 등 다양한 지표를 활용해 산출한 경기 침체 확률이 높아지고 있다는 점도 고민거리.

금리인상이 실업률과 인플레이에 영향을 미치는 시차



자료: Fed, 키움증권 리서치센터.

미국의 12개월 뒤 경기침체 확률



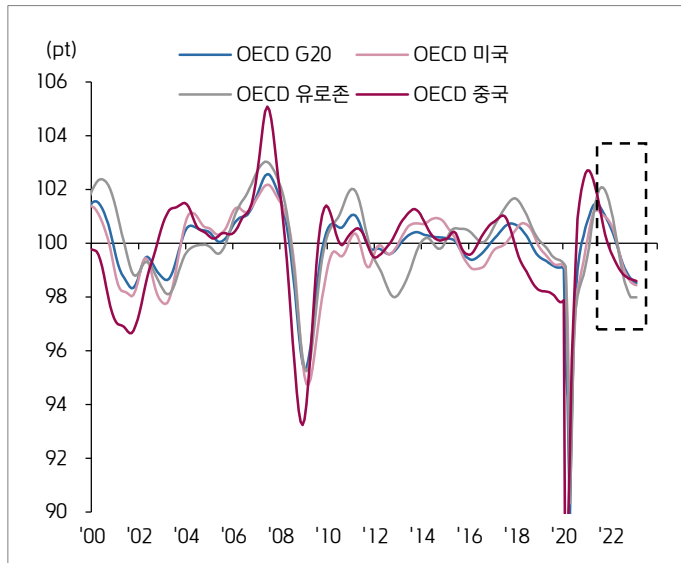
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

10.

하지만 경기 랜딩은 하드 랜딩보다는 소프트랜딩(or 얇은 침체) 예상

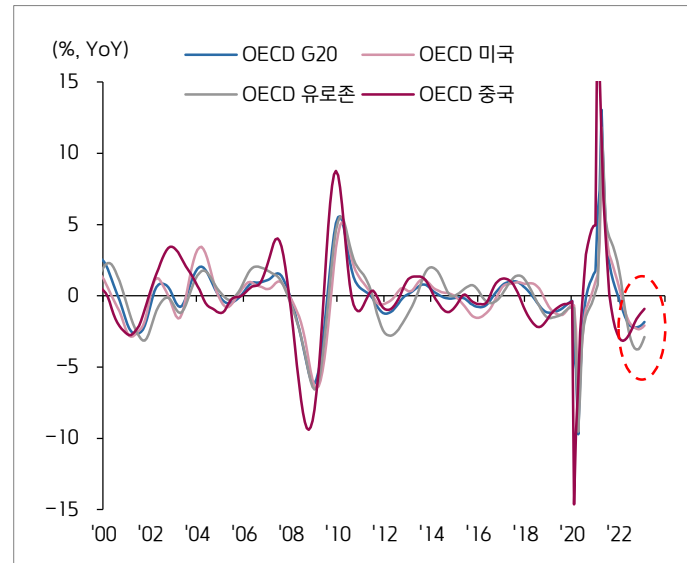
- ▶ 결국 1~2월 중 시장에서는 골디락스, 노랜딩 등 경기 전망에 대한 자신감이 높아진 상태였으나, 이번 SVB 사태가 그러한 전망을 후퇴시키고 있는 것으로 판단.
- ▶ 향후 노랜딩이 아닌 랜딩 중 소프트 랜딩이나 하드 랜딩 중 경제가 어떤 경로를 탈지가 관건이 될 것이며, OECD 경기선행지수가 바닥을 다져갈 가능성이 높음을 감안 시 소프트 랜딩에 무게를 두는 것이 적절.
- ▶ 경기 전망은 기업 실적 전망의 턴어라운드 시점과도 직결된 것인 만큼, 앞으로 연준 긴축, 은행권 위기에 대한 시장의 민감도가 시간이 지날수록 낮아지는 반면, 경제 지표, 기업 실적 등 펀더멘털에 대한 민감도는 높아지는 “Good news is good news, Bad news is bad news” 국면에 대비할 필요.

OECD 경기선행지수 (원계열)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

OECD 경기선행지수 (전년동월대비 증감율)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

11. 예상보다 덜 매파적이었던 3월 FOMC, 엘런 재무장관 발언만 없었다면..

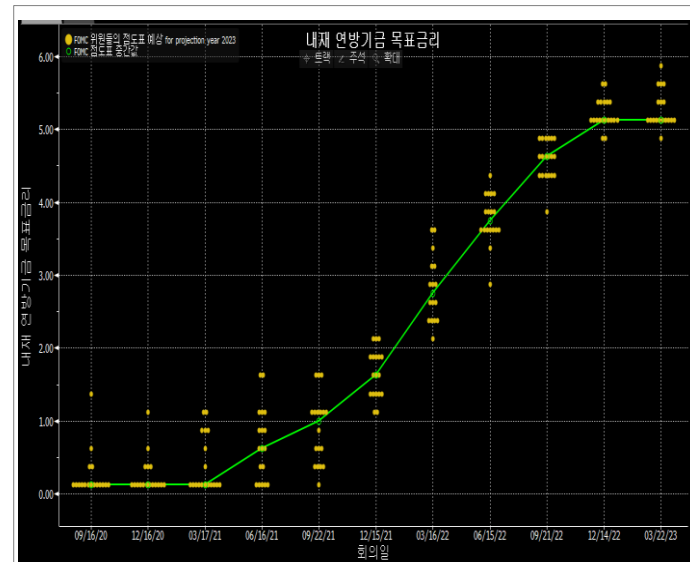
- ▶ 시장의 예상에 부합한 덜 매파적인 수준이었음. 파월 의장은 1) 금리 동결 고려, 2) 점도표 미상향, 3) 추가 인상 시 부작용 등을 언급하면서, SVB사태가 그로 하여금 이전보다 덜 매파적으로 전환하게 만드는 명분을 제공했음을 시사.
- ▶ FOMC 결과만 놓고 봤을 때 시장 친화적인 환경이 조성될 법 했지만, 엘런 재무장관의 “전액 예금보장을 고려하고 있지 않는다”는 태세 전환 발언이 22일 장 후반 미 증시 급락을 초래했던 것으로 판단.
- ▶ 결국 연준 역시 최근의 은행 불안을 염두에 두고 있으며, 일련의 신용 긴축이 금리인상 효과를 내고 있다고 밝혔다는 점을 감안 시 향후 긴축 강도는 기존보다 낮아질 것이라는 전망은 유효(최종금리 5.25% 예상)

키워드로 분석한 연준의 성향 분석



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

FOMC 별 '23년 연말 금리 중간값 변화

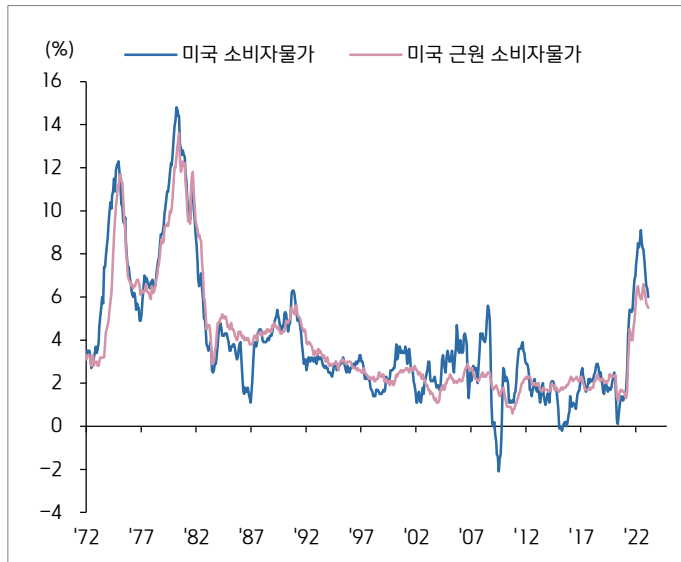


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

12. 인플레이션, SVB 여진을 반영하면 작년만큼 위협적인 존재는 아니다

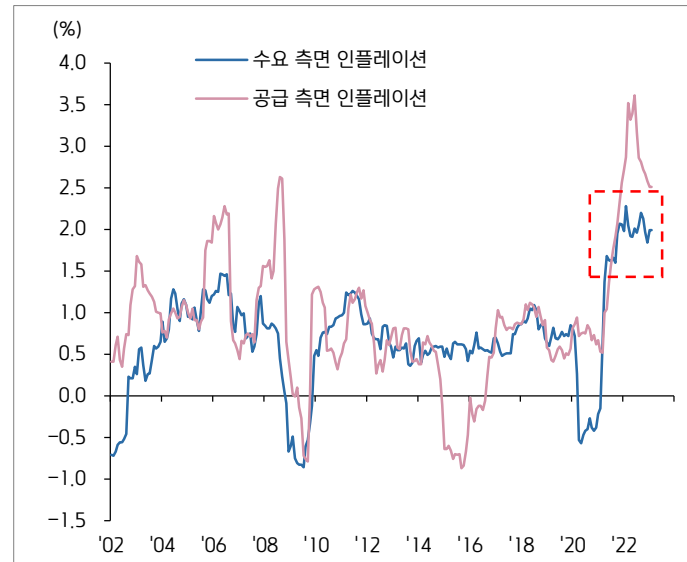
- ▶ 2월 미국의 소비자물가(CPI)는 헤드라인(6.0%YoY, 컨센 6.0%)과 코어(5.4%YoY, 컨센) 모두 예상치에 부합. 6%대에 머물러 있다는 점은 다소 부담스러운 요인일 수 있으나, 인플레이션 경로의 하락 추세가 훼손되지 않았다는 점은 긍정적
- ▶ 주거비 (7.9% → 8.1%) 품목의 물가가 오름세를 보였다라는 점은 인플레이션 고착화 불안을 자극할만한 요인. 다만, 올해 CPI 가중치 작업 후 주거비 비중(32.9%→) 34.5%)이 상향된 가운데, 실제 주거비가 작년 1분기 이후 하락 전환했으며 CPI 반영되기까지 시차가 약 1년 걸린다는 점에 주목할 필요. 또한 여전히 수요측면의 물가가 내려오지 않고 있으나, SVB 사태 이후 수요 둔화 우려가 재차 확대되고 있다는 점도 고려할 필요.

미국 소비자물가와 근원소비자물가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

수요와 공급 요인으로 분해한 인플레이션

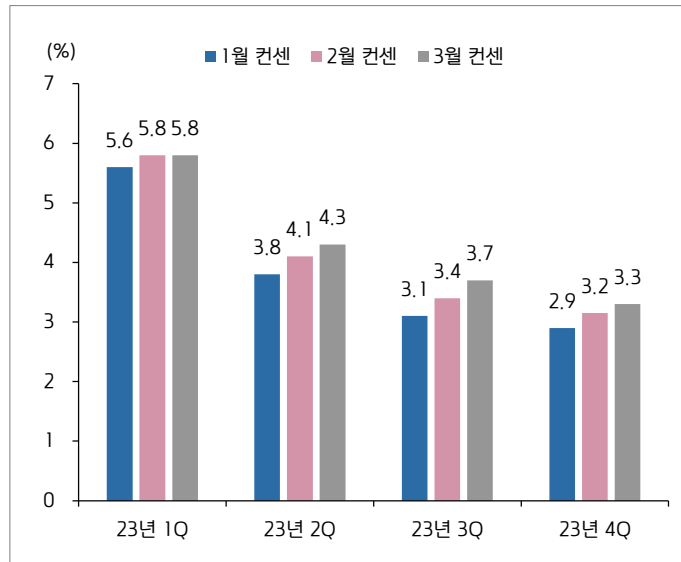


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

13. 연준의 5월 FOMC 금리인상 중단도 현실성 높아

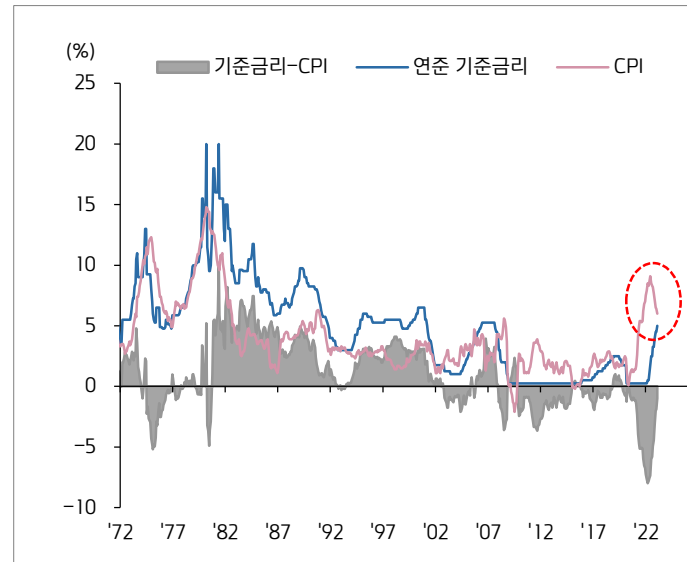
- ▶ 분기말 헤드라인 CPI 컨센서스를 보면, 연말까지 인플레이션이 내려가더라도 중앙은행의 2% 물가 목표치에 도달하기 어려워 보이는 것은 맞음.
- ▶ 연준이 인플레이션 대응에 어느정도 뒤쳐졌는지를 가늠하는데 활용하는 기준금리와 CPI 간 스프레드는 '22년 3월 -8%p로 역대급으로 확대.
- ▶ 하지만 3월 현재 -1%p로 큰 폭 축소됐으며, 2분기 중 이들 간의 관계가 재역전 될 것이기에, 5월 FOMC 이후 긴축 사이클 종료는 다분히 현실성 있는 이야기가 될 것.

미국 분기말 헤드라인 CPI 컨센서스 월간 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

연준 기준금리와 미국 CPI 비교

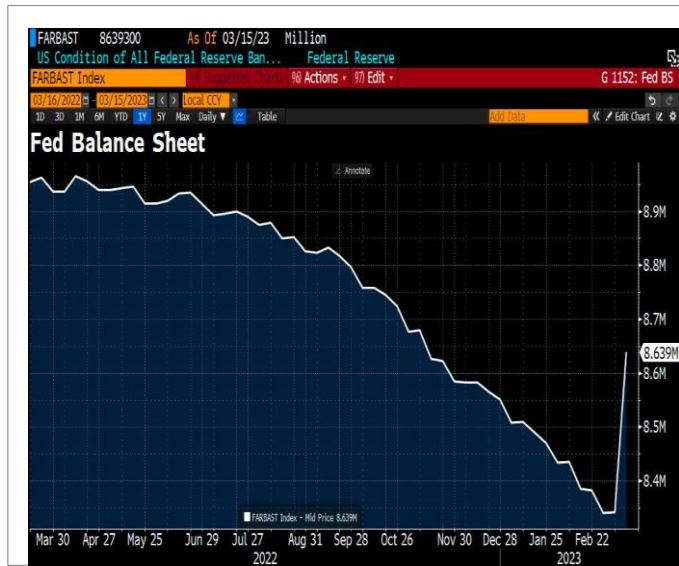


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터.

14. 작년만큼 유동성 환경도 나쁘지 않다는 점도 주목할 필요

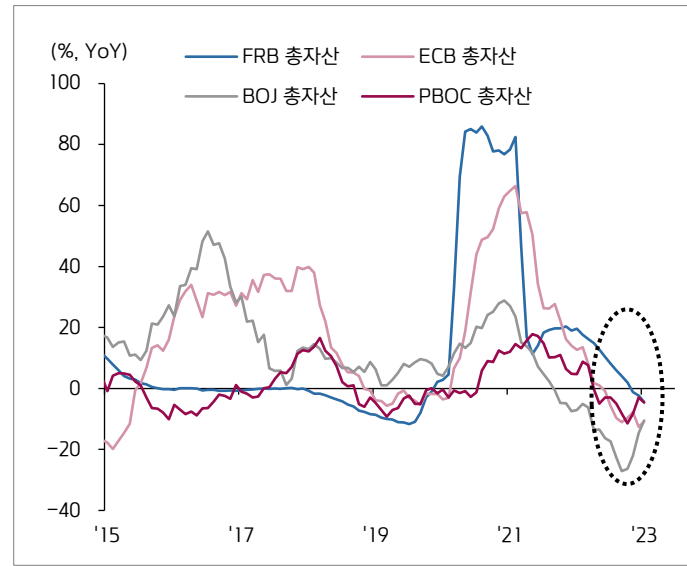
- ▶ 연준의 대차대조표상 총 자산은 '22년 중 양적긴축을 통해 8.9조달러에서 3월 초까지 8.3조달러로 줄었으나, SVB 사태 이후 8.6조달러로 재차 늘어났다는 점도 눈에 띄는 부분. 이를 두고 QE 재개 논란이 있으나, 이는 앞서 설명한 재할인창구를 통해서 늘어난 금액으로 보는 것이 적절
- ▶ 결국 '08년 금융위기 이후 유동성이 증시에 미치는 영향력이 높아진 상황 속에서 연준과 ECB가 공급하는 유동성은 감소 추세를 이어가고 있으며, 이들이 만들어내는 제약적인 금융 환경은 상당기간 지속될 것이라는 점은 부담. BOJ와 PBOC가 지난해 말 이후 유동성 재공급 기조로 돌아섰다는 점은 증시의 하방 경직성을 유지시켜줄 수 있는 요소라고 판단

연준 대차대조표 증감



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

주요국 중앙은행의 총자산 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

15. 증시는 여전히 이익 침체 구간이지만, 최악은 벗어나고 있는 듯

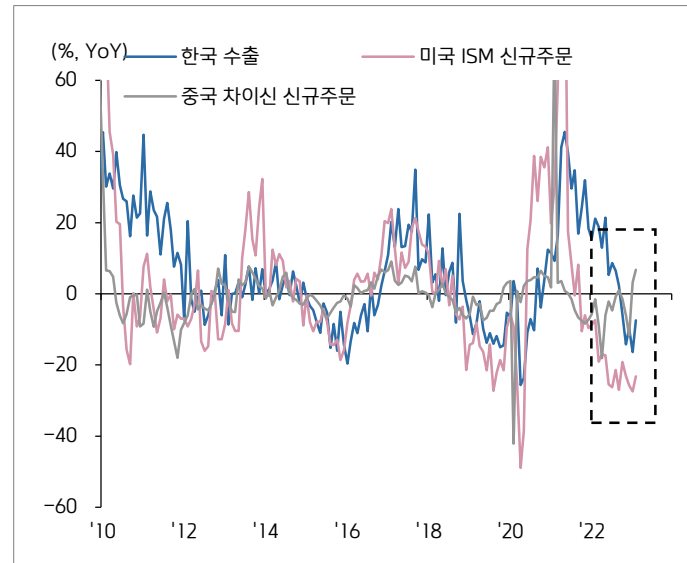
- ▶ 시스템리스크 출현 가능성 미미, 기존 악재에 대한 내성, 지난해보다 나은 유동성 환경 등을 고려하면 지수 하방 경직성은 확보한 상태라는 사실은 변함없음
- ▶ 하지만 증시 상단이 본격적으로 열리기 위해서는 이익 전망 턴어라운드 가시화되어야 하지만, 여전히 코스피 상장사들의 이익 전망은 침체에 머물러있음(3월 말 기준, 12개월 선행 영업이익은 196조원으로 '22년 3월 대비 -24%).
- ▶ 3월 수출도 부진하게 나올 가능성이 높으나, 수출의 선행지표인 중국과 미국의 제조업 신규주문이 최악을 벗어나고 있다는 점을 미루어보아, 이익침체가 장기화될 가능성은 크지 않다고 판단.

이익침체 구간에 있는 코스피



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터.

한국 수출과 미국과 중국의 신규주문



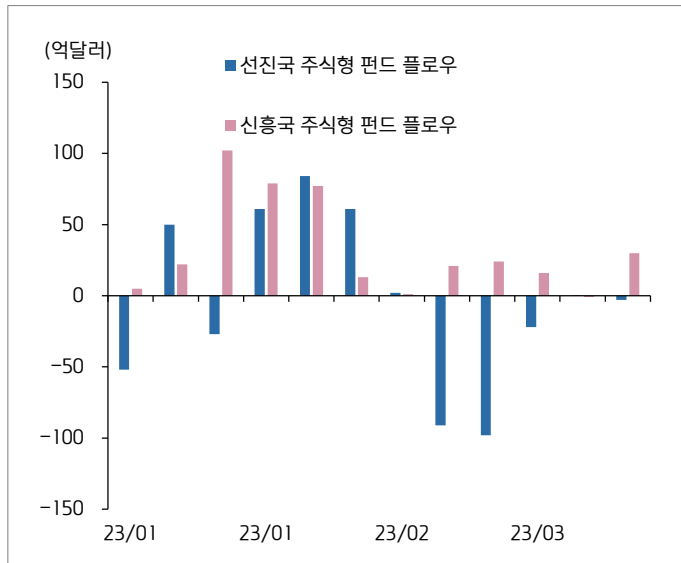
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

16.

외국인 바이코리아 기초 자체도 훼손된 상태는 아니야

- ▶ 외국인이 3월 이후 20거래일 중 10거래일을 순매도하면서, 3월 한달 동안 약 7,000억원대 순매도를 기록(코스피 기준).
- ▶ 이들의 바이코리아가 종결됐을지도 모른다는 불안감을 가질법 하지만, 선진국 은행권 위기 전이 가능성 제한적 인식 등에 힘입어 신흥국형 펀드플로우가 개선됐다는 점이 눈에 띄는 부분.
- ▶ 외국인의 코스피 지분율도 3월말 현재 30.33%로 역사적인 평균치를 크게 하회하고 있다는 점도 고려해보면, 이들의 바이코리아 기초는 훼손됐다고 보기 어려움.

신흥국 및 선진국 주식형 펀드 플로우



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

외국인의 코스피 지분율

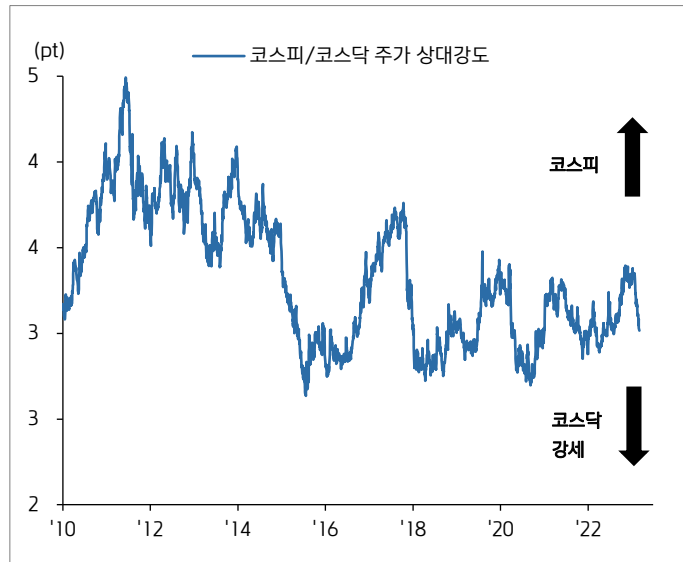


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

17. 한국 증시의 단기적인 고민, 코스닥의 상대적 강세 현상

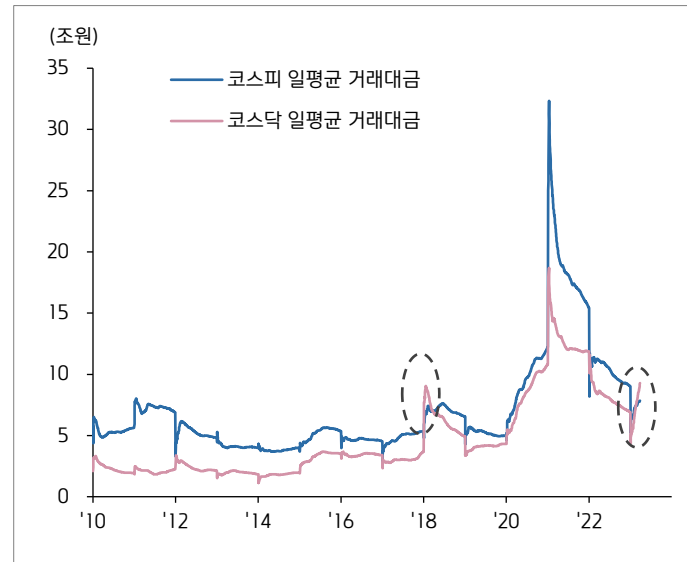
- ▶ 4월 국내 주식시장 참여자들은 코스닥의 압도적인 아웃퍼폼 현상이 지속될지를 놓고 고민하게 될 것(3월 29일 종가 기준, 연초 이후 등락률 : 코스피 +8.8%, 코스닥 +22.9%)
- ▶ 코스피 대비 코스닥의 주가 상대강도는 15년 바이오 버블, 18년 코스닥 활성화 정책 붐, 20년 여름 이후로 가장 낮은 수치를 기록(코스닥의 아웃퍼폼)
- ▶ 또한 2018년 초 코스닥 활성화 정책 이후 처음으로 코스닥의 거래대금이 코스피 거래대금을 추월하는 등 코스닥의 약진 지속 여부가 관전포인트

코스피/코스닥 주가 상대강도



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터.

코스피와 코스닥의 일평균 거래대금



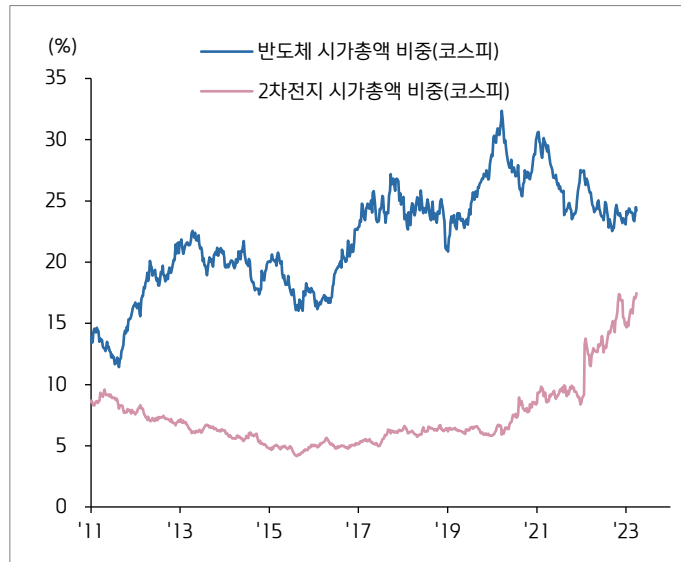
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터.

18.

연초 이후 20% 넘게 급등한 코스닥, 2차전지가 왜곡시킨 측면도

- ▶ 매크로 불확실성에 상대적으로 영향을 많이 받는 코스피의 지수 상단이 제한됨에 따라, 그 안에서 종목 장세가 전개됐다는 점이 코스닥 강세의 배경이기도 하나, 2차전지 업종의 독주 현상이 왜곡시킨 측면도 존재.
- ▶ 코스피와 코스닥 내 주도 업종인 반도체(22년 초 27.4% → 현재 24.2%)와 헬스케어(24.1%→22.0%)가 양 시장 시가총액에서 차지하는 비중은 하락한 반면, 2차전지는 코스피 내 시가총액 비중(8.6%→)17.5%), 코스닥 내 시가총액 비중(8.7%→)16.3%) 모두 급증한 상황.

반도체 vs 2차전지 시가총액 비중 of 코스피



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터.

헬스케어 vs 2차전지 시가총액 비중 of 코스닥



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터.

19. 2차전지 주가 모멘텀 이어질 수 있으나, 변동성 증폭에는 대비

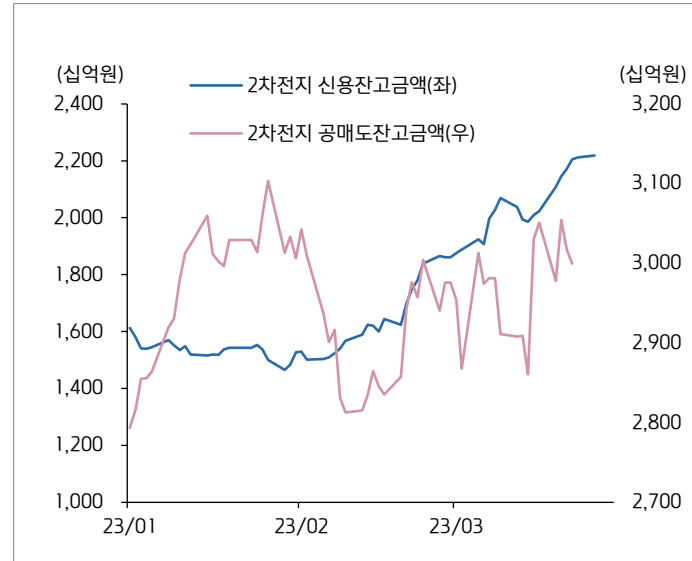
- ▶ 코스닥 내 2차전지주 주가 동반 급등 및 수급 쏠림 현상은 코스닥의 신용잔고가 코스피의 신용잔고를 추월하게 만드는 현상까지 초래(28일 기준 코스피 신용잔고 8.9조원 vs 코스닥 신용잔고 9.3조원).
- ▶ 특정 테마 과열 우려가 높아지고 있긴 하지만, 주도 테마로 형성된 업종의 주가 모멘텀은 예상보다 길어질 수 있음. 그럼에도 최근 코스피, 코스닥 내 2차전지 주에 대한 공매도 잔고가 높은 수준에 있음을 감안 시, 이들 업종의 주가 변동성 확대에 대비.

코스피와 코스닥 신용잔고



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터.

2차전지 신용잔고 및 공매도 잔고

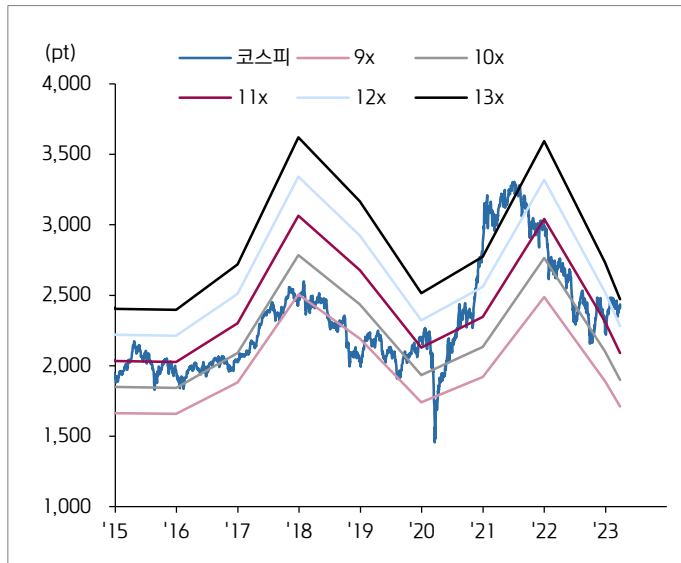


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터.

20. (결론) 박스권 장세 예상되나, 여전히 해볼 만한 구간

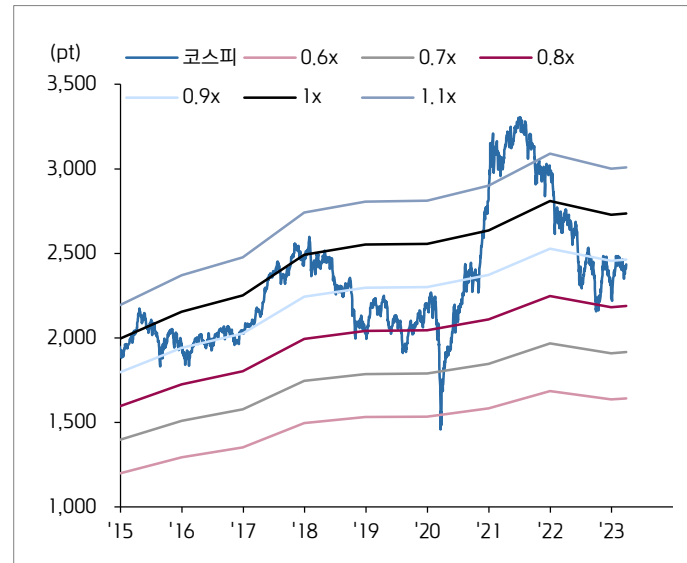
- ▶ 4월에도 증시에는 상하방 요인이 공존하면서 박스권 장세를 지속할 것이기에, 업종 대응 전략이 중요성은 여전히 높음.
- ▶ 1분기 실적시즌을 보내는 과정에서 삼성전자 실적 발표 이후 반도체 업종에 대한 비중 확대를 고려해볼만. 낮아진 실적 기대치, 2018년 수준으로 회귀한 시가총액 비중, 감산 기대 지속 등 업사이드 재료가 상존하기 때문.
- ▶ 예금자, 기업, 주식시장 참여자들에게 현금의 중요성이 높아졌다는 점을 감안 시, 부채 대비 현금이 우수한 IT(반도체 포함), 철강, 기계 등의 업종을 중심으로 대응하는 것을 추천(4월 코스피 예상 레인지 2,300~2,550pt).

코스피 12개월 선행 PER 밴드



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터.

코스피 12개월 선행 PBR 밴드



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터.



Part 2.

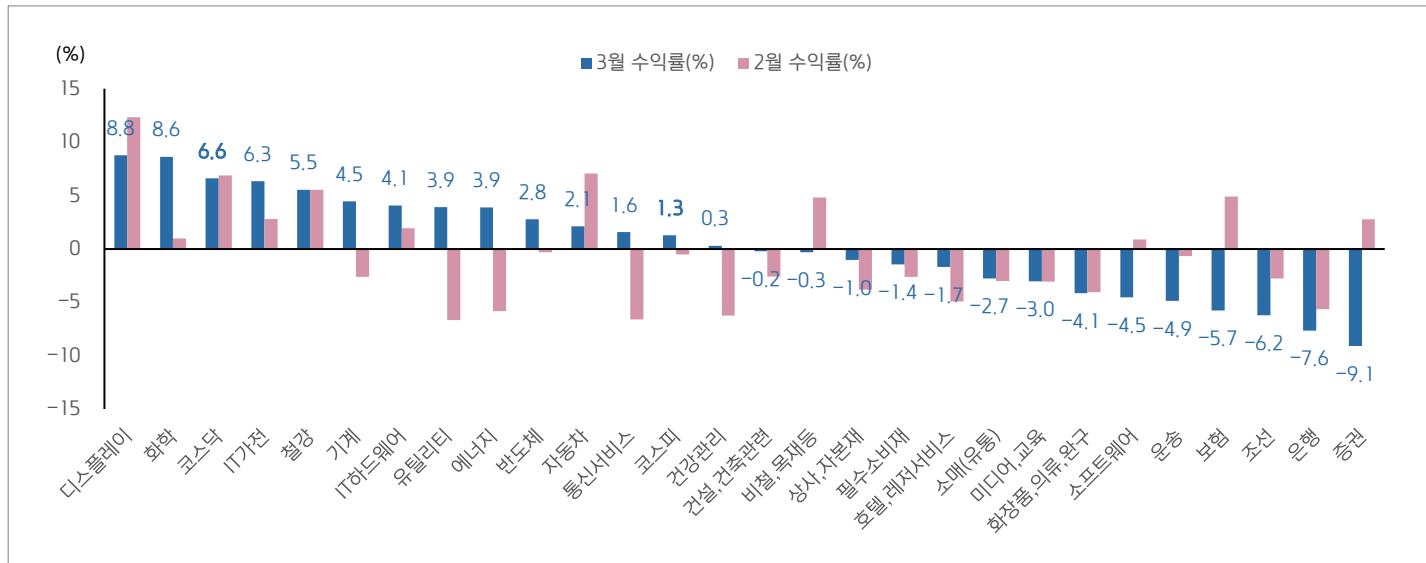
퀀트: 매출 모멘텀과 안정성에 초점

01.

3월 업종별 리뷰

- ▶ 3월 국내 증시는 SVB 파산 사태 등 글로벌 시스템 리스크 우려에 투자 심리가 악화되어 외국인 순매수세가 주춤하였지만, 2차전지 관련주 중심으로 개인 순매수세가 지속되며 지수의 상승을 견인
 - 2차전지 관련주들에 수급이 집중된 영향으로 화학, IT 가전 등의 업종이 상승세가 두드러졌고, 그 외에도 월말 디스플레이 업종이 가파른 상승세를 보이며 가장 높은 수익률 기록
 - 반면, 은행권 위기에 대한 불확실성이 증폭된 영향으로 증권, 은행, 보험 등 금융 업종 중심으로 부진한 흐름

업종별 월간 수익률

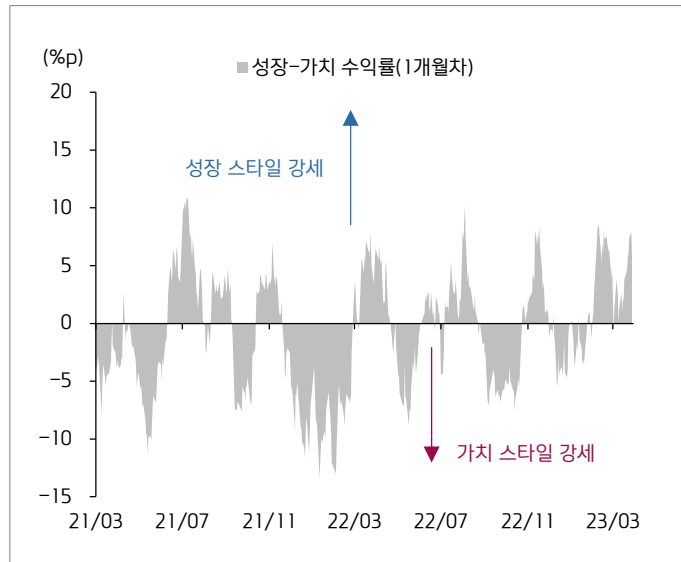


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
 주) 3/29 종가 기준

02. Style: 금리 하락 + 2차전지 랠리 → 성장 스타일 강세

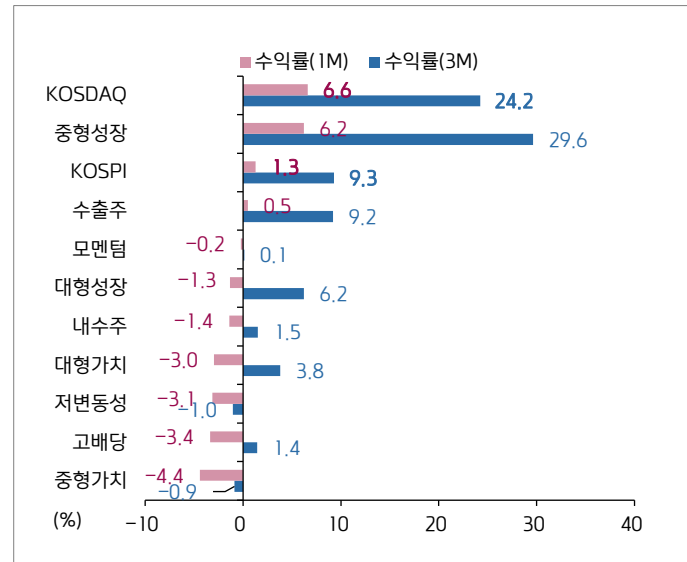
- ▶ 월 중 미 연준의 긴축 종료 기대감에 미국채 금리가 하락세를 보인 점과 국내 증시에서는 2차전지 등 중소형 성장주가 상승랠리를 이어간 영향으로 가치 대비 성장 스타일 우위
- ▶ 2차전지 중소형주가 급등세를 보인 결과 관련 종목들이 다수 포진한 코스닥(+6.6%)이 가장 높은 수익률 기록
 - 상대적으로 방어적 스타일인 가치, 고배당, 저변동성 스타일은 부진한 흐름 기록

성장/가치 스타일 1개월 수익률 차이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주요 스타일별 수익률 현황



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주) 스타일 분류는 MKF500 기준 (3/29 종가 기준)

03. 세부 업종별 4Q 실적 전망 (YoY)

▶ '23년 1분기 영업이익 기준 전년 동기 대비 성장률 상/하위 업종은

Top: 자동차(+32.7%), 소매(유통)(+32.1%), 건강관리(+26.1%), 기계(+16.5%), 조선, 호텔/레저(흑전)

Bottom: 철강(-64.6%), 운송(-60.5%), IT하드웨어(-58.3%), 에너지(-47.6%), 유틸리티(적지), 반도체, 디스플레이(적전)

업종별 분기 영업이익 성장률(YoY) 전망

(YoY, %)	2022E	4Q22	1Q23E	2Q23E	2023E
KSE200	-7.8	-66.8	-43.3	-42.0	-17.9
KSQ150	38.0	34.8	-5.4	13.3	19.2
에너지	130.1	-84.0	-47.6	-59.9	-33.4
화학	-33.8	-78.9	-38.4	-11.8	1.7
비철,목재등	-10.5	-56.1	-36.8	-40.2	-9.8
철강	-31.4	적전	-64.6	-44.1	-17.1
건설,건축관련	-10.7	-12.3	-15.8	4.2	7.6
기계	40.4	77.1	16.5	6.6	6.4
조선	적지▲	적지	흑전	흑전	흑전
상사,자본재	52.2	-32.2	-10.9	-32.1	-11.7
운송	50.2	-39.4	-60.5	-60.6	-59.0
자동차	33.4	108.2	32.7	2.2	14.5
화장품,의류,완구	-23.6	-35.2	-16.8	22.1	19.0
호텔,레저서비스	흑전	적지	흑전	357.0	376.3

(YoY, %)	2022E	4Q22	1Q23E	2Q23E	2023E
미디어,교육	28.1	-11.6	2.8	-9.4	-0.2
소매(유통)	23.1	-22.2	32.1	25.0	21.5
필수소비재	16.5	0.7	7.0	9.5	5.7
건강관리	-2.5	-65.2	26.1	15.5	-25.4
은행	8.2	-8.4	7.2	18.2	8.3
증권	-40.1	-49.3	-22.0	49.9	7.8
보험	-12.2	-31.8	5.9	17.3	12.5
소프트웨어	2.5	-2.3	-26.8	-2.6	6.1
IT하드웨어	1.6	-79.8	-58.3	-52.5	-18.4
반도체	-15.8	-91.1	적전	적전	-95.3
IT가전	19.4	-32.5	-21.0	33.8	18.3
디스플레이	적전	적전	적전	적지▼	적지▲
통신서비스	9.3	-5.1	-1.2	9.4	6.3
유틸리티	적지▼	적지	적지▲	적지▲	적지▲

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

04. 세부 업종별 4Q 실적 전망 (QoQ)

▶ '23년 1분기 영업이익 기준 전 분기 대비 성장률 상/하위 업종은

Top: 호텔/레저(+87.4%), 통신서비스(+81.7%), 에너지(+63.3%), 은행(+57.4%), 상사,자본재(+45.5%), 조선(흑전)

Bottom: IT하드웨어(-45.9%), 미디어,교육(-27.7%), 운송(-27.2%), 반도체(적전), 유틸리티,디스플레이(적지)

업종별 분기 영업이익 성장률(QoQ) 전망

(QoQ, %)	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	(QoQ, %)	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E
KSE200	-26.2	-67.0	12.4	15.0	31.5	미디어,교육	-12.8	-20.2	-27.7	62.5	-2.4
KSQ150	5.9	-12.4	-13.2	30.4	19.9	소매(유통)	54.4	-35.1	-12.0	-4.8	51.4
에너지	-46.4	-94.0	63.3	3.7	15.7	필수소비재	6.0	-31.2	36.3	8.7	17.0
화학	-20.2	-75.7	-11.9	34.5	21.0	건강관리	17.5	-68.8	-2.3	4.8	18.5
비철,목재등	-58.9	-20.3	-5.8	25.8	1.9	은행	10.4	-44.6	57.4	0.9	2.2
철강	-54.6	적전	40.8	60.9	13.9	증권	-2.5	-44.2	25.6	-2.2	15.9
건설,건축관련	-6.9	4.3	-5.5	12.4	2.3	보험	-14.5	-50.9	-11.6	67.0	-24.7
기계	-0.6	-9.6	-16.1	19.2	-4.1	소프트웨어	-10.1	-14.3	16.3	6.6	16.5
조선	적지▲	적지	흑전	203.5	30.4	IT하드웨어	12.1	-81.1	-45.9	1.2	131.9
상사,자본재	-28.1	-70.8	45.5	-13.9	12.2	반도체	-32.2	-87.1	적전	적지▲	흑전
운송	-5.3	-40.8	-27.2	-2.7	0.5	IT가전	23.3	-55.5	37.7	1.7	20.5
자동차	-43.8	107.5	-14.7	9.5	-10.5	디스플레이	적지▼	적지	적지▼	적지▲	적지▲
화장품,의류,완구	-7.9	-23.2	41.8	8.6	9.8	통신서비스	3.1	-42.5	81.7	-2.1	-3.0
호텔,레저서비스	153.9	적전	87.4	59.7	43.0	유틸리티	적지▼	적지	적지▲	적지▲	흑전

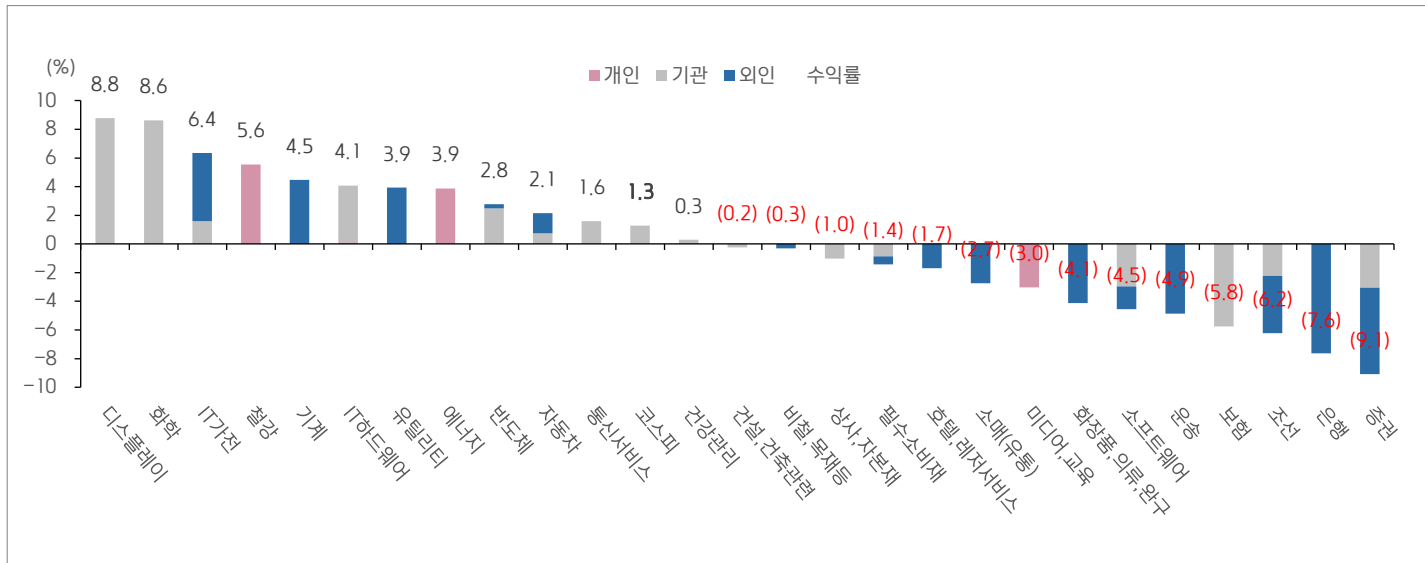
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

05.

외국인, 기관의 매수 방향성은 혼재 (코스피)

- ▶ 코스피 시장에서는 외국인의 차익 실현 매물이 출회되며 연초 이후 이어졌던 외국인 순매수세가 주춤한 양상을 보임. 반대로 전 월에 순매도세를 보였던 기관투자자는 순매수세로 전환
 - 기관 투자자는 디스플레이, 화학, IT하드웨어 업종을 중심으로 매수세 집중
 - 외국인은 IT가전, 기계, 유틸리티 업종 매수 우위

코스피 업종별 3월 수익률과 상승(하락) 시 순매수(순매도) 투자주체 비중



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주1) 주가 수익률이 상승한 경우 순매수 우위를 보인 수급 주체별 비중, 주가 수익률이 하락한 경우 순매도 우위를 보인 수급 주체별 비중

주2) 3/29 종가 기준

06. (참고) 코스피, 투자주체별 월간 수급 현황

- ▶ 3월 코스피 기준, 기관(+1조 4,452억원) 순매수. 개인(-8,288억원)과 외국인(-6,858억원) 순매도

코스피 업종별 개인/기관/외국인 3월 순매수 대금

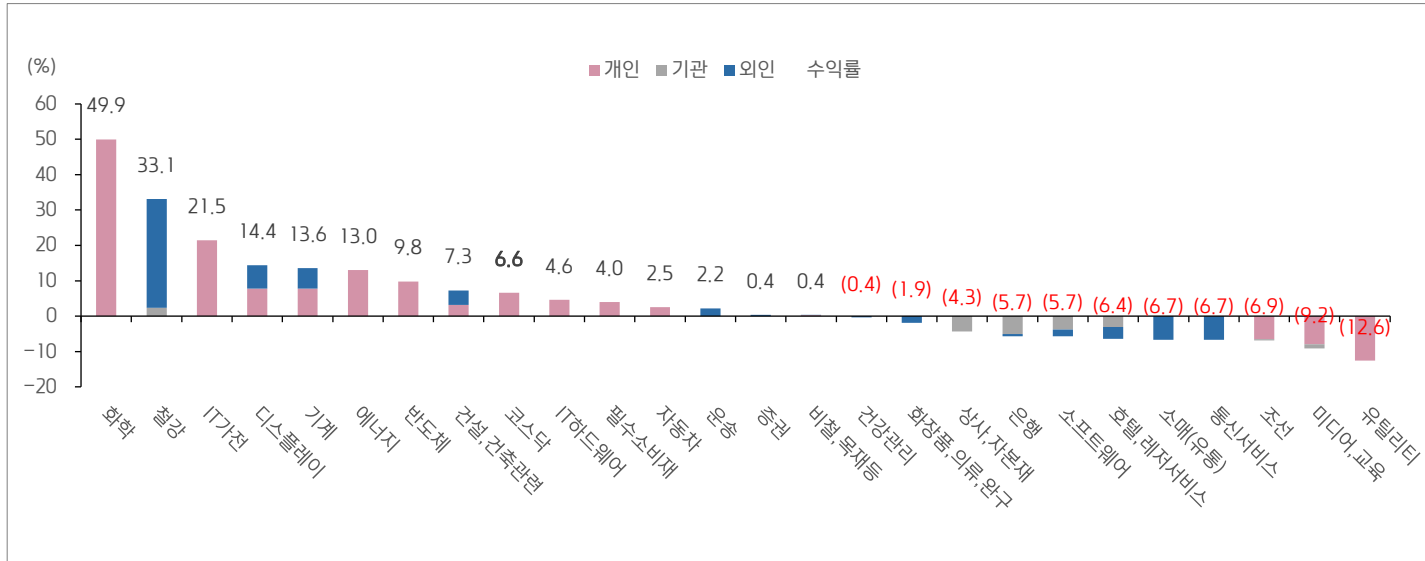
(십억 원)	개인	기관	외국인	(십억 원)	개인	기관	외국인
반도체	- 1,011.1	926.5	109.7	조선	254.1	- 57.3	- 103.0
자동차	- 506.0	119.5	229.3	건설,건축관련	- 13.7	- 53.5	42.4
IT가전	- 667.5	177.2	526.4	소매(유통)	- 0.3	23.1	- 58.7
기계	- 129.7	- 85.4	228.9	비철,목재등	1.4	0.6	- 12.9
보험	27.5	- 160.1	132.4	운송	4.8	50.0	- 50.4
필수소비재	50.2	- 33.6	- 21.7	건강관리	- 58.9	228.5	- 226.4
미디어,교육	- 93.6	17.8	77.2	화학	- 189.3	222.7	- 81.4
화장품,의류,완구	61.2	77.9	- 121.4	호텔,레저서비스	79.6	22.6	- 106.3
상사,자본재	15.0	- 235.6	218.2	통신서비스	- 45.3	113.8	- 67.7
유틸리티	- 13.6	- 2.2	41.8	은행	514.9	113.0	- 656.2
디스플레이	- 56.5	79.7	- 15.2	에너지	105.8	- 41.4	- 58.2
증권	123.1	- 44.2	- 87.2	소프트웨어	290.9	- 193.7	- 102.9
IT하드웨어	6.3	229.2	- 135.3	철강	418.0	- 47.5	- 385.5

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
 주) 3/29 종가 기준

07. 개인 투자자가 주도한 3월 (코스닥)

- ▶ 코스닥 시장에서는 외국인과 기관의 차익 실현성 매물이 출회되며 순매도. 반면, 개인 투자자는 2차전지 업종을 중심으로 매도 물량을 받아내며 강력한 순매수세 유입과 함께 지수 상승을 견인
 - 외국인은 철강 업종에 매수세가 집중된 가운데 디스플레이, 기계 업종 또한 매수 우위

코스닥 업종별 3월 수익률과 상승(하락) 시 순매수(순매도) 투자주체 비중



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주1) 주가 수익률이 상승한 경우 순매수 우위를 보인 수급 주체별 비중, 주가 수익률이 하락한 경우 순매도 우위를 보인 수급 주체별 비중

주2) 3/29 증가 기준

08. (참고) 코스닥, 투자주체별 월간 수급 현황

- ▶ 3월 코스닥 기준, 개인(+2조 9,740억원) 순매수. 기관(-1조 7,172억원)과 외국인(-9,542억원) 순매도

코스닥 업종별 개인/기관/외국인 3월 순매수 대금

(십억 원)	개인	기관	외국인	(십억 원)	개인	기관	외국인				
반도체	228.0	-	65.2	-	72.1	조선	2.5	-	0.2	2.8	
자동차	41.1	-	16.1	-	8.8	건설,건축관련	29.4	-	102.7	37.3	
IT가전	954.3	-	654.6	-	313.3	소매(유통)	24.9	-	2.1	4.4	
기계	60.3	-	58.4	-	45.6	비철,목재등	14.7	-	2.6	6.3	
보험	-	6.3	3.3	-	2.1	운송	-	1.0	-	1.6	3.1
필수소비재	48.4	-	35.3	-	14.3	건강관리	180.7	-	16.8	-	166.0
미디어,교육	-	180.8	-	28.4	216.1	화학	1,009.4	-	439.9	-	550.7
화장품,의류,완구	32.8	-	8.4	-	28.2	호텔,레저서비스	40.9	-	31.0	-	33.8
상사,자본재	10.4	-	13.2	-	1.3	통신서비스	0.2	-	0.0	-	0.2
유틸리티	-	1.3	0.0	-	1.4	은행	38.6	-	30.3	-	3.5
디스플레이	21.7	-	7.0	-	18.5	에너지	33.9	-	17.8	-	4.7
증권	-	20.9	-	3.1	15.8	소프트웨어	255.2	-	150.4	-	77.7
IT하드웨어	185.6	-	93.0	-	46.2	철강	-	23.1	-	1.5	19.6

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
 주) 3/29 종가 기준

09.

3월 증시의 실적 모멘텀보다는 테마 주도 성격이 강해

- ▶ 업종보다도 주요 테마별 추이를 살펴보면 3월 한달 동안 소수의 테마를 중심으로 집중되는 모습이 두드러짐. 실적 모멘텀의 영향보다는 증시 전반의 펀더멘털 약화로 인해 주요 성장 테마에 집중

주요 테마별 최근 수익률 및 수급 동향

	수익률(%)		주체별 월간 매수 강도(순매수/시총)			최근 1M 실적 전망 변화(%)		회전율
	1M*	YTD	기관	개인	외국인	매출	영업이익	
MKF500	1.62	11.15	0.0%	0.1%	-0.1%	-0.27	-5.59	158
2차전지소재	32.10	96.06	-0.8%	1.9%	-1.1%	-0.19	-1.22	33
2차전지 소부장	25.67	80.22	-0.5%	1.3%	-0.8%	0.11	-1.34	49
태양광 & ESS	10.82	27.62	-0.1%	0.0%	0.1%	-0.71	-0.71	125
반도체 소부장	10.30	27.31	0.4%	0.1%	-0.6%	-3.50	-9.38	70
K-신재생에너지 플러스	9.05	23.43	0.0%	0.2%	-0.2%	-0.15	-2.60	145
전기&수소차	7.54	19.95	0.0%	0.1%	-0.1%	-0.38	-4.12	152
친환경에너지	5.87	14.80	-0.1%	-0.2%	0.3%	-1.17	-2.60	183
K-미래차	4.83	22.32	0.1%	-0.1%	0.0%	0.04	-12.98	230
신재생에너지	4.50	13.42	0.2%	0.0%	-0.1%	-0.53	-0.51	97
K-반도체	3.87	18.72	0.2%	-0.2%	0.0%	-0.55	-53.01	291
BBIG 플러스	3.35	14.05	0.0%	-0.1%	0.1%	0.08	-9.34	210
K-방위산업	1.68	2.79	-0.8%	-0.4%	1.2%	-1.78	-3.59	109
IoT	-0.10	27.43	0.0%	-0.2%	0.2%	0.09	3.02	86
주주가치	-1.27	9.86	0.0%	0.6%	-0.6%	0.21	0.28	153
플랫폼	-2.58	3.99	-0.1%	0.1%	-0.1%	-0.01	0.63	247
컨택트대표	-2.73	0.25	0.2%	-0.4%	0.1%	-0.50	0.54	122
K-게임	-4.67	1.37	-0.3%	0.5%	-0.1%	-0.08	0.02	130
웹3.0	-5.30	3.75	-0.3%	0.5%	-0.2%	0.06	0.26	180
미디어컨텐츠 TOP3 Plus	-5.38	3.12	0.0%	-1.4%	1.4%	0.22	-4.87	54
OTT	-5.61	-0.14	-0.2%	0.1%	0.1%	0.01	-0.90	145
웹툰&드라마	-6.38	-5.26	-0.3%	0.5%	-0.2%	0.17	-0.50	199
K-POP & 미디어	-6.53	6.42	0.0%	-1.4%	1.3%	0.32	-6.34	55
플랫폼테마	-6.87	12.76	-0.3%	0.4%	-0.2%	0.07	-0.02	188
K-컬처	-7.25	5.59	-0.3%	-0.1%	0.4%	0.27	0.87	91

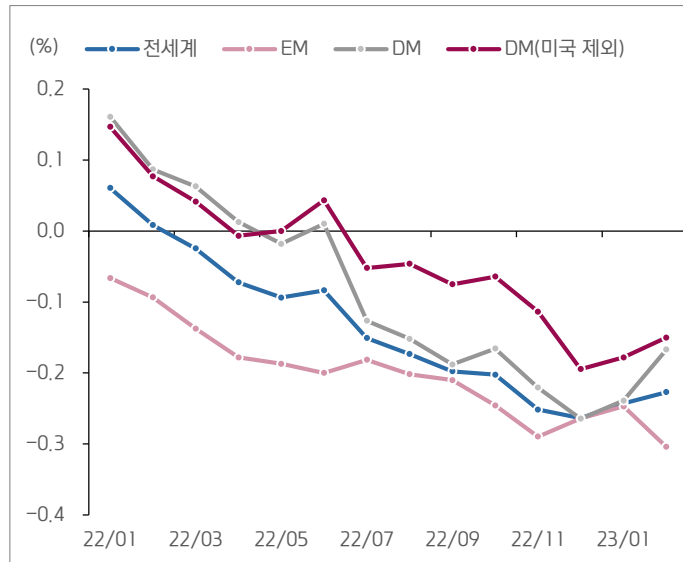
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터
 주) 회전율 = 최근 20거래일 평균 거래대금 / 시가총액 (3/29 종가 기준)

10.

글로벌 이익모멘텀은 여전히 하방 압력이 높으나 하향폭 축소중...

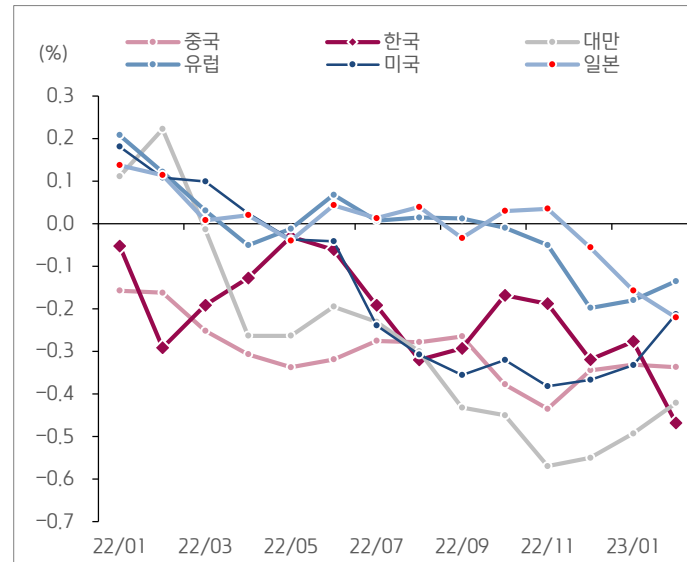
- ▶ 주요 권역별 선행 12개월 EPS의 이익모멘텀*을 살펴보면, EM을 제외하고는 전반적으로 하방 압력 완화
- ▶ 국가별로 살펴보면, 미국과 유럽을 중심으로 낙폭 축소 경향이 두드러지고, 신흥국 중에서는 한국의 이익모멘텀 하락이 보다 두드러졌음

주요 권역별 EPS(Fwd. 12M) 이익모멘텀



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
 주) 이익모멘텀* = 선행 12개월 EPS (전망 상향 종목# - 전망 하향 종목#) / (전망 변화 전체 종목 수)

주요국 EPS(Fwd. 12M) 이익모멘텀

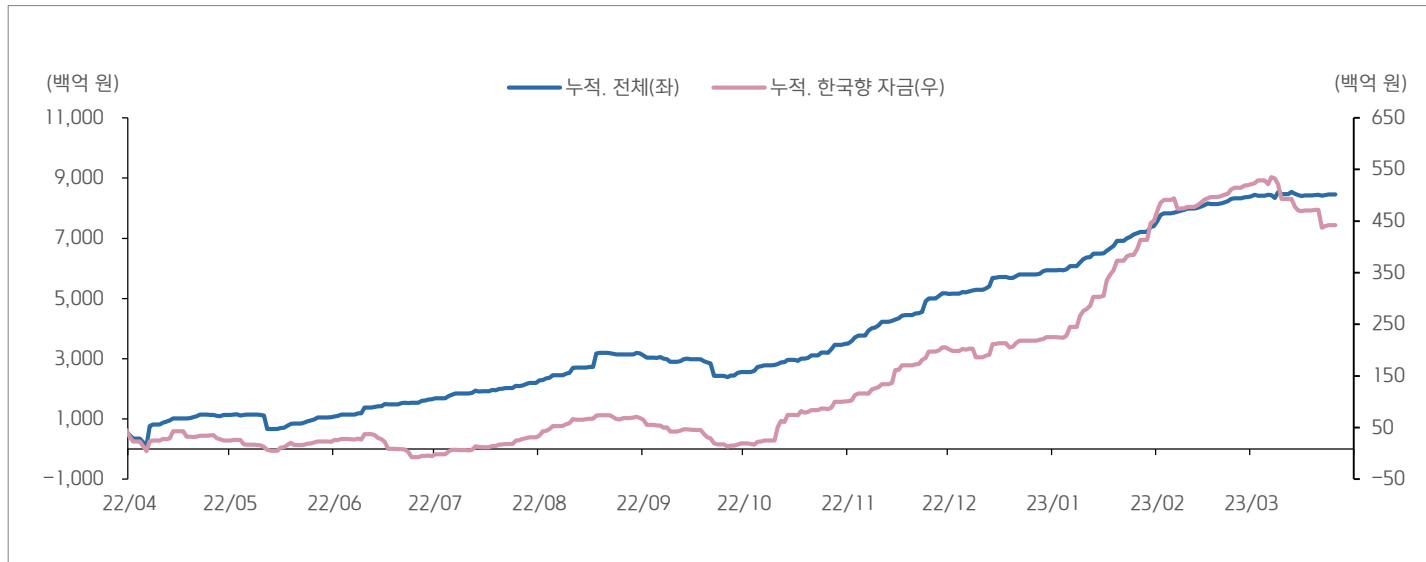


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
 주) 이익모멘텀* = 선행 12개월 EPS (전망 상향 종목# - 전망 하향 종목#) / (전망 변화 전체 종목 수)

11. 단기적인 수급 모멘텀은 부진했지만, 장기 추세는 유효

- ▶ 작년 하반기 이후 국내 증시로의 외국인 수급은 개선. 국내 기업이 편입된 글로벌 펀드/ETF 들의 자금 흐름을 살펴보면 국내외 모두 주식 자산 전반에 대한 우호적인 흐름으로 자금 유입 지속
- ▶ 3월에 들어 한국 비중이 높은 ETF를 중심으로 자금 유출이 발생하며 글로벌 주식 시장과의 괴리가 나타난 점은 부담이지만, 신흥국 중심의 경기회복에 기반한 우호적인 흐름은 지속될 가능성이 높음
 - 단기적인 수급 경로 변화는 종목 선별의 필요성을 높이는 배경

한국 종목이 포함된 펀드/ETF의 최근 1년 누적 수급



자료: Morningstar, 키움증권 리서치센터

주1) 전체 = 글로벌 펀드/ETF 중, 한국 비중이 존재하는 상품들의 총합

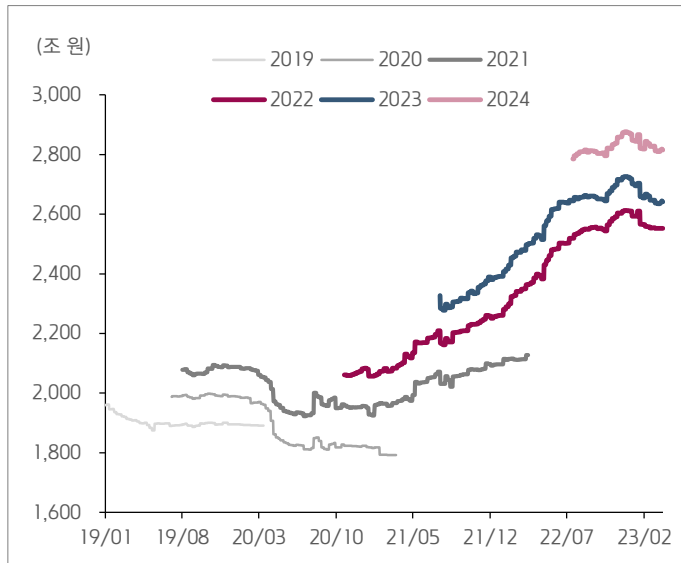
주2) 한국향 = 글로벌 펀드/ETF 펀드 수급 x 펀드 내 한국 비중(%)을 통해 변화된 펀드 수급 중 실제 한국에 대한 비중 변화 추정

4월 월간 전망: 위기를 버텨볼 만한 구간

12. 매출 측면의 하향 조정은 단기 조정에 그쳐

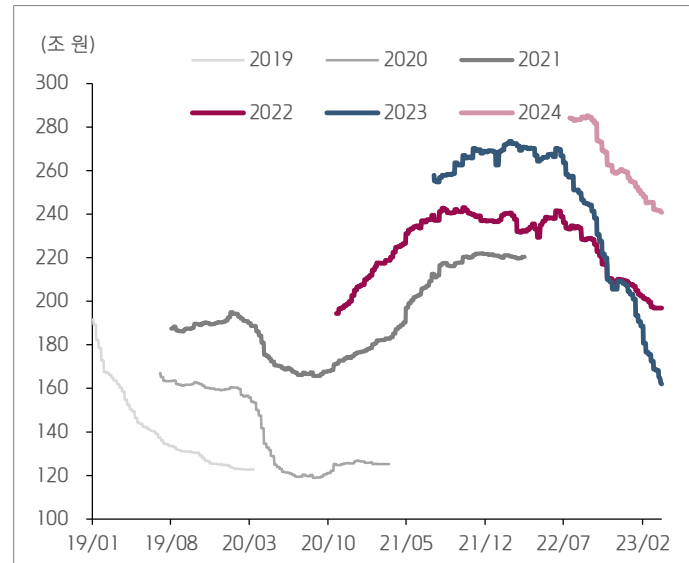
- ▶ 작년 하반기부터 고물가 환경 하 기업들의 수익성 악화는 영업이익/순이익 측면의 실적 전망 하향으로 직결. 코스피200 기준, '23년 영업이익 전망치는 연초 203조원에서 162.0조원으로 약 20% 감소
- ▶ 매출액 또한 연초 이후 경기침체 경계감 확산으로 외형성장 부진이 점쳐지며 하향 조정되기도 함. 그러나 그 하향 폭은 제한되며 최근 소폭 반등. 코스피200 기준, '23년도 매출액 전망치는 연초 2,718조원에서 2,642조원으로 약 2% 감소 (최대 3%대까지 하향되기도 함)

코스피200, 연도별 매출액 전망 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

코스피200, 연도별 영업이익 전망 추이



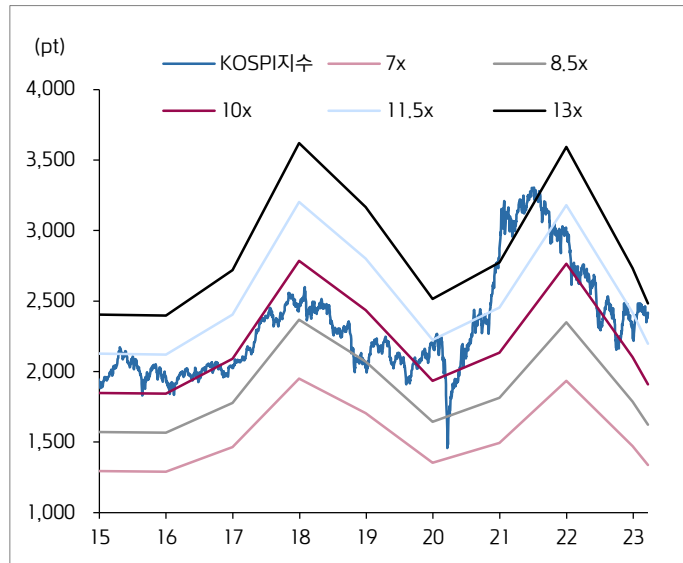
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

13.

시장의 밸류에이션 부담은 높아졌지만, 반도체 업종 영향이 지배적

- ▶ 실적 전망 하향과 연초 이후 증시 급등으로 1월 후반 이후 코스피 PER(Fwd. 12M)은 12배를 지속 상회
- ▶다만, 반도체 업종을 제외한 경우 코스피의 밸류에이션 10배 중반 수준. 이는 업종별로 살펴봤을 때, 아직까지 밸류에이션 부담이 차별적으로 나타나고 있음을 보여줌

코스피, 선행 12개월 PER 밴드



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

코스피, 반도체 업종 제외한 경우의 밸류에이션 추이

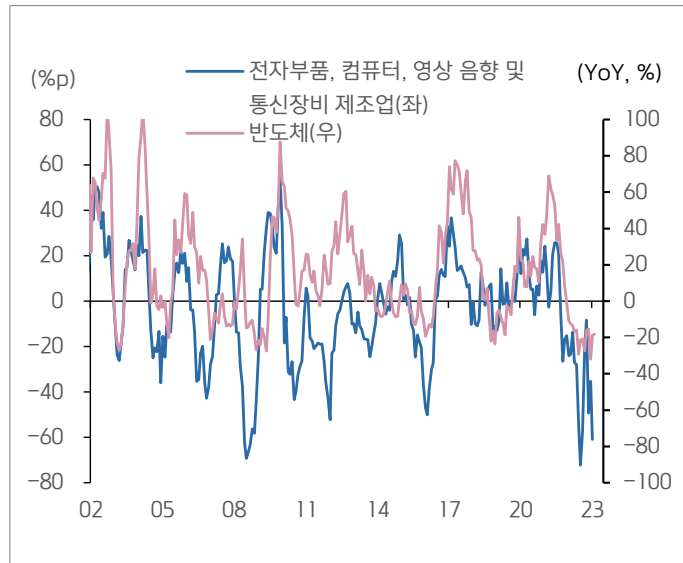


자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

14. 반도체 업종의 선행 지표는 아직까지 개선 신호 부재

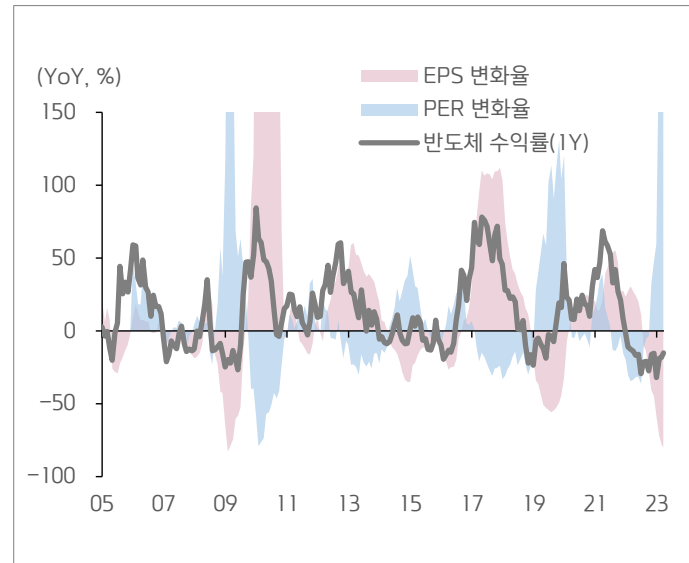
- ▶ 실적 및 주가에 선행성을 가지는 IT산업 재고순환 지표는 아직까지 개선 흐름을 찾아보기 어려운 모습
 - ▶다만, 반도체 주가 수익률을 실적 변화와 밸류에이션 변화 분으로 나누어 살펴보면, 현재의 국면은 2005년 이후 역사적인 수준의 반도체 업황 실적 악화 그리고 그에 따른 밸류에이션 급등이 연출
 - 과거 이와 같이 반도체 업황이 악화된 시점들의 반등은 이후 실적 전망이 개선을 확인하며 주가의 개선으로 이루어졌음.
- 결국, 현재 반도체 실적 전망 바닥 확인 시점이 주가 반등 모멘텀으로 작용할 것

IT 업종 재고순환지수와 반도체 업종 주가



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

반도체 업종 주가 수익률(1Y) 분해

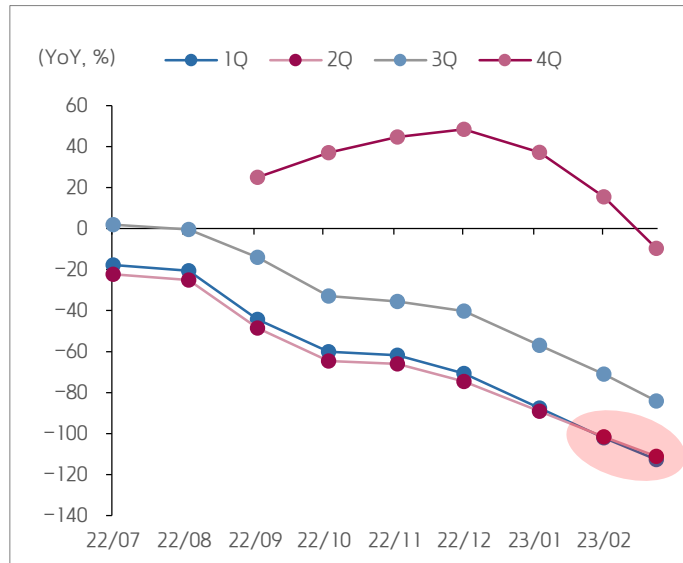


자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

15. 반도체 업종의 실적 턴어라운드 시점은 현재 3분기를 기대

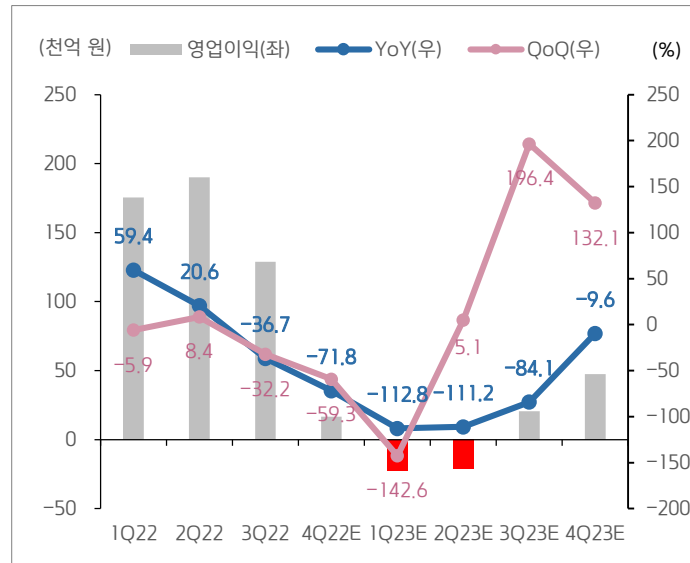
- ▶ 작년 연말 이후 '23년 전체 분기 실적 전망치의 하향 조정이 지속되고 있음
- ▶ 다만, 전년/전분기 대비 성장률 측면에서 살펴보면, 현재까지는 올해 2분기를 실적 저점으로 추정하는 의견이 지배적. 3분기부터는 영업이익 흑자로 돌아설 수 있을 것으로 전망.
 - 실적보다 주가의 반응이 보다 빠르게 나타난다는 점을 감안 2분기 중 반등 기대감이 높아질 것으로 전망

반도체 업종, 분기별 영업이익 성장률 전망 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터
 주) 빨간색 음영이 있는 1Q, 2Q 구간은 전년 동기 대비 적자전환 돌입

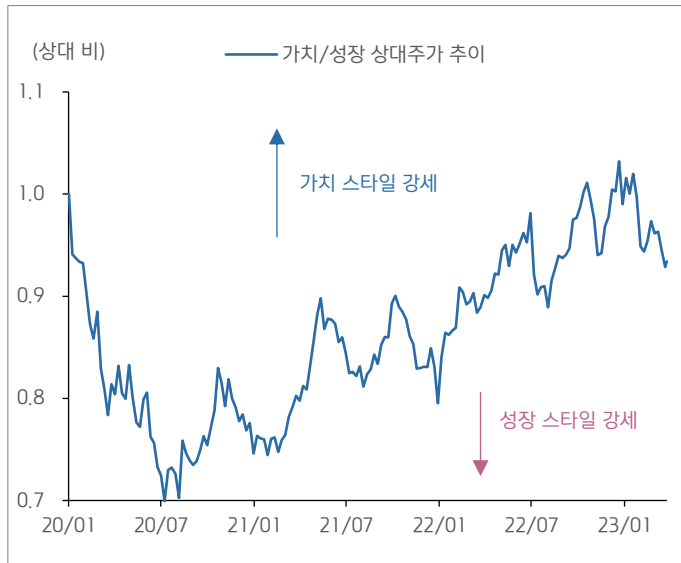
코스피, 반도체 업종 제외한 경우의 밸류에이션 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터
 주1) 빨간색 막대는 영업적자 전망
 주2) YoY 기준, 1Q~2Q는 적자전환
 QoQ 기준, 1Q-적자전환, 2Q-적자지속, 3Q-흑자전환

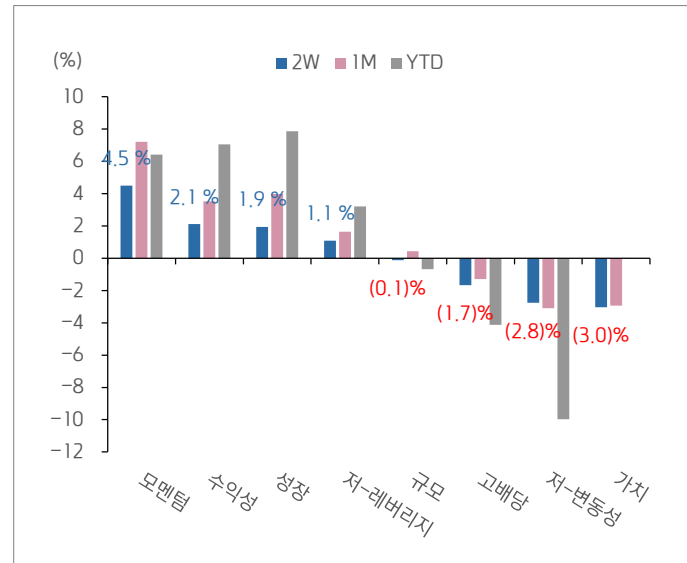
16. 금리 인상 국면 마무리 수순에 따른 가치 vs. 성장 로테이션

- ▶ 연초 이후 연내 금리 인하에 베팅이 늘어나며 가치에서 성장 스타일로의 상대 강세가 연출되고 있음
 - 3월 FOMC에서 파월 의장은 연내 금리 인하 가능성을 일축했지만, 여전히 시장참여자들의 금리 인하 기대감은 지속
 - ▶ 주요 스타일별 롱/숏 성과를 비교해보면, 국내 증시는 2차전지 테마 강세에 힘입어 모멘텀 스타일의 성과 가장 높음. 그 외에 성장-가치 스타일의 로테이션 확인. 또한, 금융기관 안정성을 둘러싼 경계감이 높아지며 수익성 및 저-레버리지와 같은 안정적 성격의 팩터 강세가 나타나고 있음
 - 같은 기간 미국 S&P 500에서는 저-레버리지(2.2%), 성장(2.2%), 저변동성(1.7%) 스타일 순으로 성과 우수
- 한국 가치/성장 스타일 상대 지수



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

코스피, 주요 스타일별 롱/숏 누적 수익률



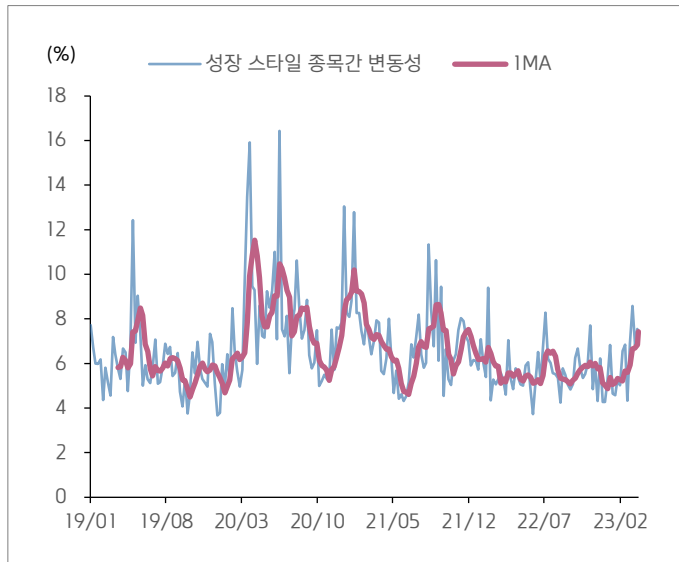
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

17.

스타일 아이디어1) 스타일 내에서의 종목 선별 필요성 ↑

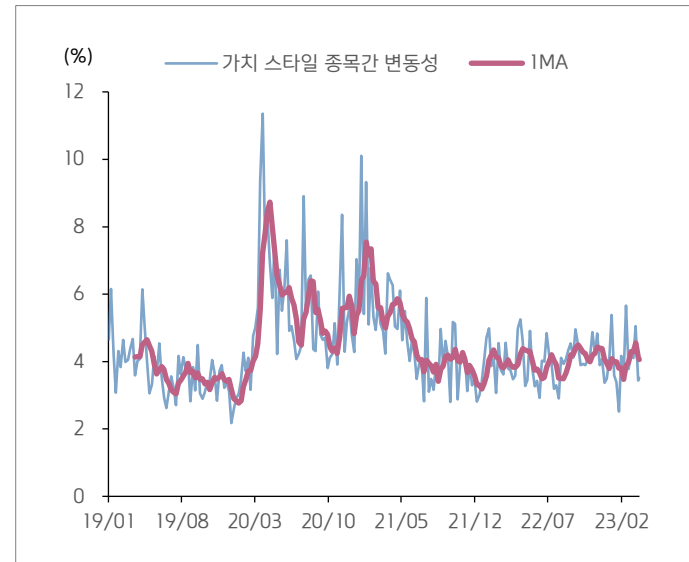
- ▶ 금리 인상 사이클의 마무리 수순 돌입이 예상되지만, 아직까지 금융 시스템 안정성 및 물가 상승 압력 해소를 확인하는 과정에서 세부적인 금리 경로를 둘러싼 노이즈가 발생할 수 있음
- ▶ '21년 하반기 이후로 가치 스타일 일변도로 종목 선별 보다는 스타일 대응의 실효성이 높았음. 그러나 최근 금리 사이클의 변곡점을 앞두고, 스타일 내에서 종목별 차별화가 발생하는 모습
 - 성장&가치 스타일 내, '매출 성장' 탄력을 보유하는 기업들을 중심으로 선별 대응

한국 성장 스타일 종목간 수익률 변동성



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

한국 가치 스타일 종목간 수익률 변동성



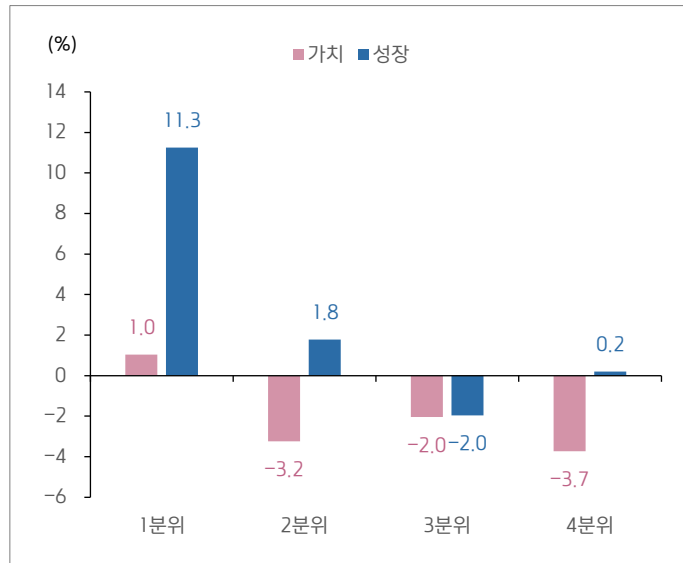
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

18.

스타일 아이디어1) 매출 측면의 모멘텀 보유 종목 대응

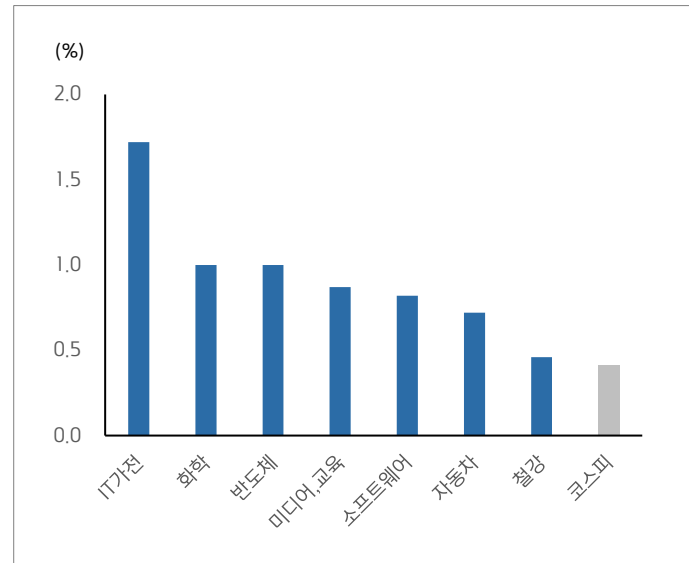
- ▶ 순이익 측면의 실적 하향이 지속되는 상황에서 기업들의 매출액 측면의 전망 변화는 주요 실적 팩터 중 양호한 선별 능력을 보여주고 있음
 - 동종 스타일 내에서도 매출액 전망 변화율에 따른 차이는 가치와 성장 공통적으로 수익률 차이로 이어지는 모습
- ▶ 주요 업종별로 살펴볼 때, 최근 1개월 사이 매출액 전망의 개선 탄력이 높은 업종으로는 IT, 소재, 소프트웨어, 자동차 등이 해당

매출액(Fwd. 12M) 변화율(1M) 분위별 1M 수익률



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터
 주) 매출액(Fwd. 12M) 변화율(1M)의 고-저에 따라 1-4분위 순

코스피 업종별, 매출액 변화율(1M)



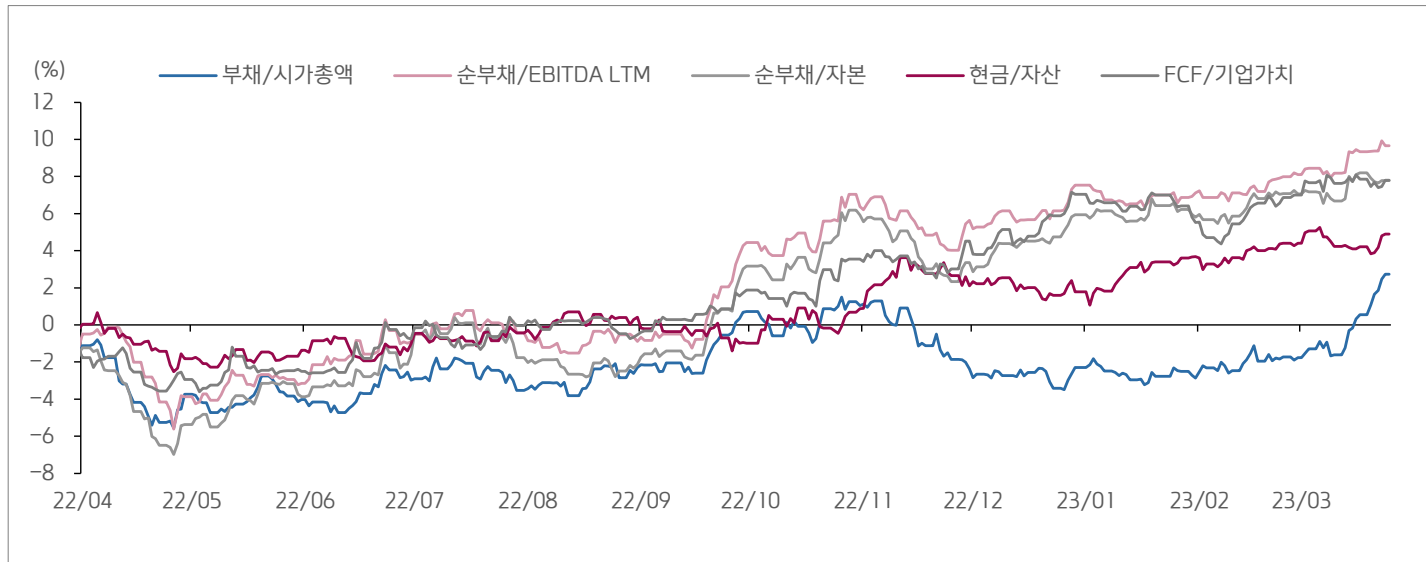
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

19.

스타일 아이디어2) 현금 안정성 및 부채 부담이 적은 곳을 볼 때

- ▶ 3월 초 발발한 미국의 SVB 파산 사태 이후 금융기관 및 기업들의 안정성을 둘러싼 경계감이 높아진 영향으로 부채부담이 낮거나 현금성 자산의 여력이 충분한 기업들에 대한 프리미엄이 높아지는 모습
- ▶ 관련 경계감이 시장에서 완전히 해소되기까지 시간이 필요한 만큼, 추가 변동성 확대 가능성이 남아있는 구간에서는 안정성 관련 팩터를 중심으로 접근 유인이 높음

안정성 관련 스타일 팩터의 최근 1년 롱/숏 누적 성과(코스피 기준)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주1) 각 스타일 팩터의 1분위 롱 - 5분위 숏

주2) 부채 관련 팩터들은 부채가 낮을수록 1분위 - 높을수록 5분위에 해당

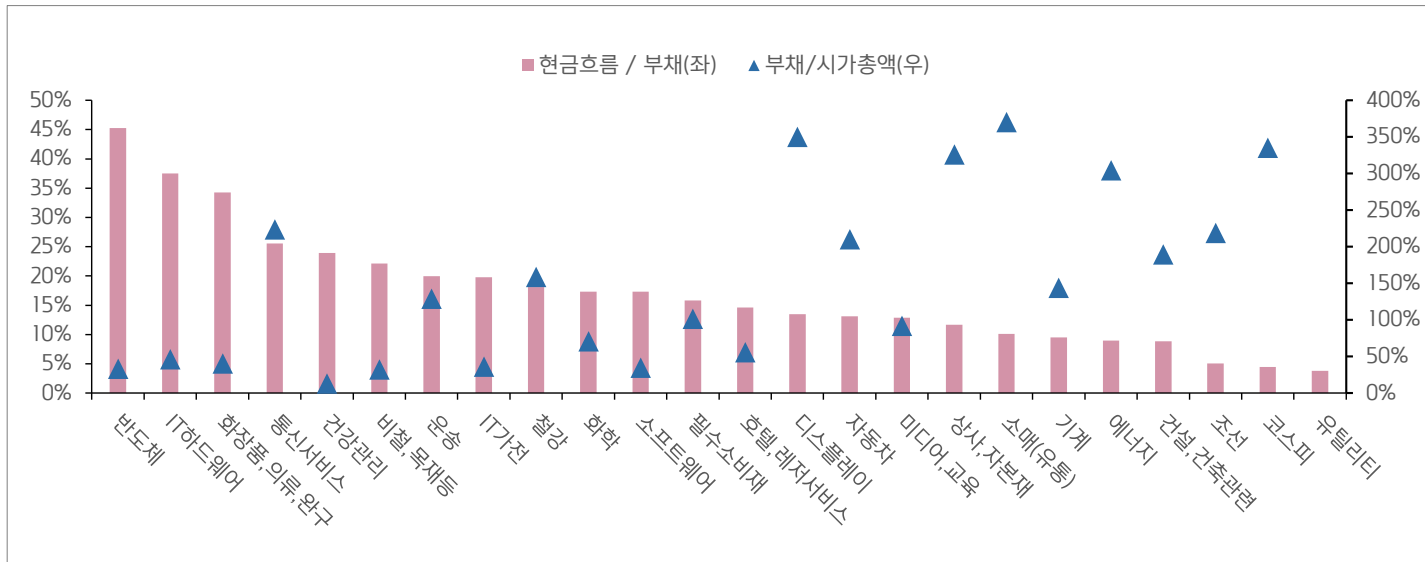
주3) 현금, FCF 관련 팩터는 값이 높을수록 1분위 - 낮을수록 5분위에 해당

20.

업종별 현금 및 부채 안정성 관련 지표 현황

- ▶ 앞서 살펴본 바와 같이 금융 기관 안정성 관련 우려가 높아지는 구간에서는 부채 및 현금 안정성 관련 부담이 적은 기업들의 성과가 나아지는 경향 존재
- ▶ 주요 업종별 현금흐름/부채 및 부채/시가총액 비율을 살펴보면 대체로 전통 경기민감 업종들의 경우 자본/설비 확충으로 인한 부채 부담이 높음. 반면, ICT 산업으로 갈수록 상대적으로 높은 현금 창출력을 바탕으로 상대적으로 부채 부담이 낮음. 또한, 연초 대비 잉여현금 흐름이 개선되는 기계 및 산업재 또한 관심

업종별 현금흐름/부채, 부채/시가총액 비율



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터



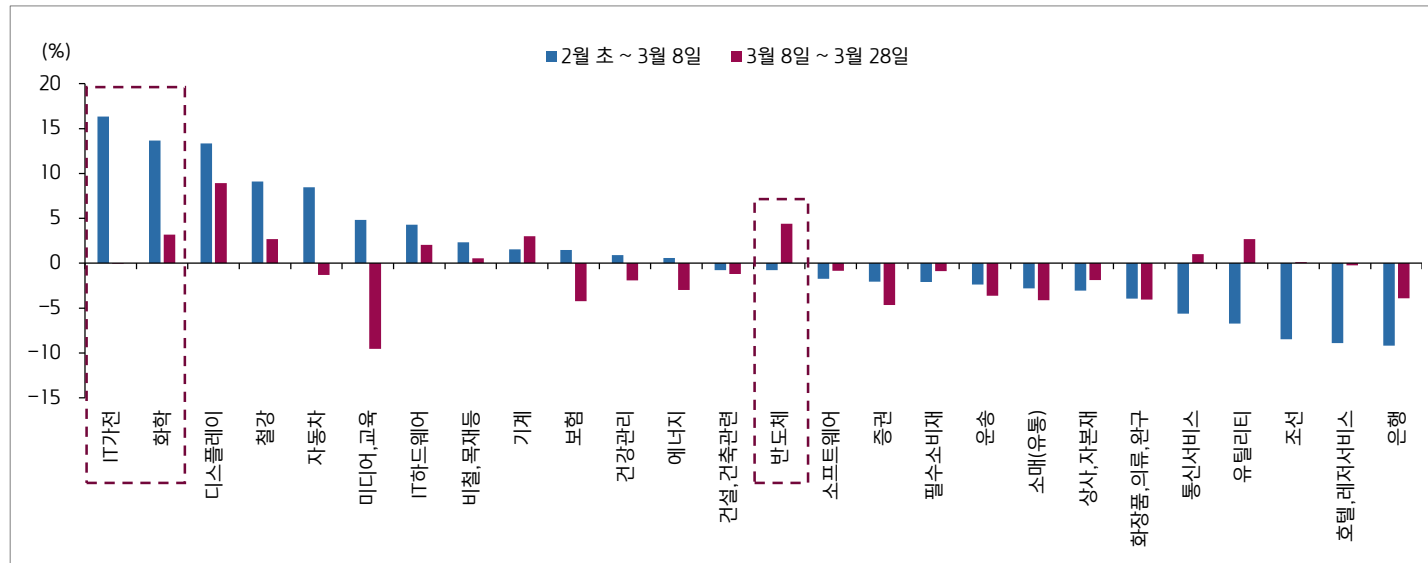
Part 3.

시황: 빅테크의 선제적 인력 감축 +
국내 반도체 업황 저점 통과 기대

01. SVB 사태에도 시장은 금리에 더 민감하게 반응

- ▶ 3월 증시는 SVB 사태 전후로 상반된 움직임을 보였음.
- 2월: 금리 부담, 중국 경기회복 기대감으로 인한 경기 민감주, 시클리컬 매력도 부각
- 3월 8일 SVB 사태 이후: 금리하락, 유가하락 동반하며 기준금리 인상 사이클 종료 기대감 형성, 금리에 민감한 빅테크, IT 업종 강세
- 3월 27일 이후: 퍼스트시티즌스 은행의 SVB 인수 및 추가 은행권 이슈 우려 완화로 2년물 금리 재상승, 유가 70달러대 회복 및 주가 되돌림
- ▶ 즉, 은행권 리스크가 완전히 해소되지 않음에도 불구하고 증시는 금리에 더 민감하게 반응

3월 8일 SVB 사태 전후 국내 업종별 등락률



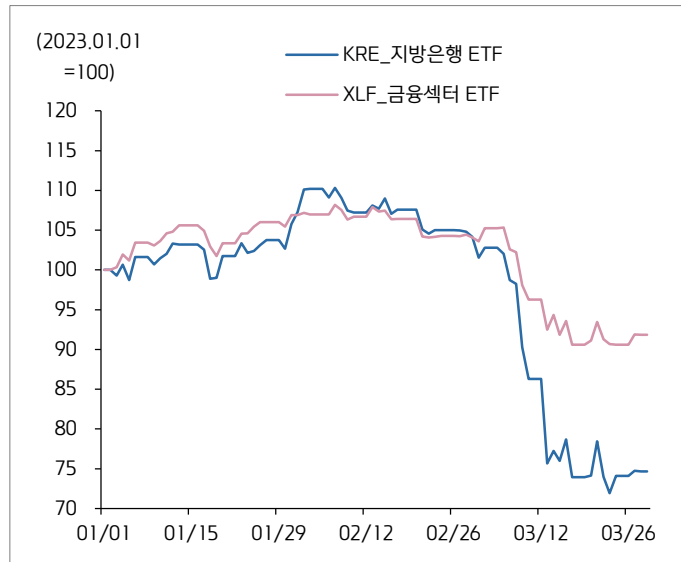
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

02.

은행권 노이즈 불가피, 그럼에도 금리인상 종료 기대감은 유효

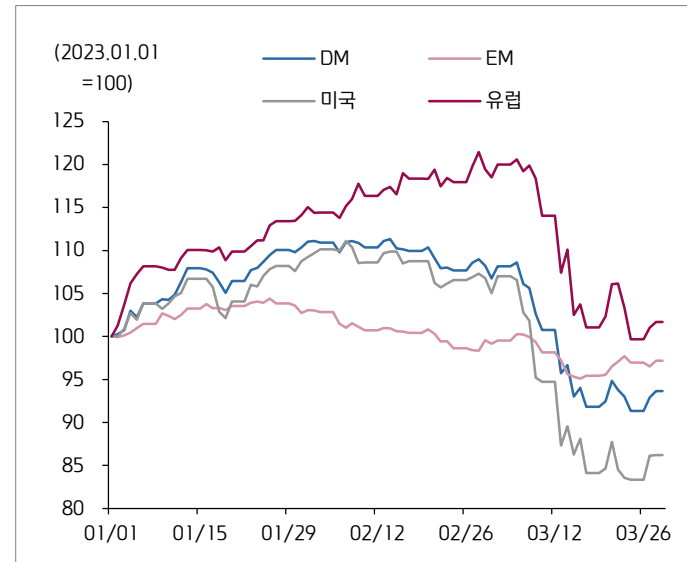
- ▶ 2월 경기민감주, 낙폭과대주 강세 이유는 예상보다 좋았던 실물지표, 인플레이션 재상승에 근거한 경기 반등 기대감
- ▶ 현재 해당 기대감은 후퇴했으며 향후 신용경색 노이즈는 불가피. 그럼에도 금리인상이 막바지에 이르렀다는 기대감은 여전히 유효
- ▶ SVB, SB, CS, FRC 등 잇따른 은행권 불안으로 확인되는 중앙은행들의 긴축 효과로 더 이상 금리를 인상할 명분이 사라진 상황으로, 연준, BOE, SNB 역시 긴축 속도조절에 나서며 하반기 이후 인플레이션이 빠르게 하락할 것이라는 전망과 금리 인상이 끝나간다는 기대감에 힘을 실어주고 있음

미국 지방은행 ETF, 금융섹터 ETF



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

MSCI 은행지수: EM 대비 DM 변동성 확대



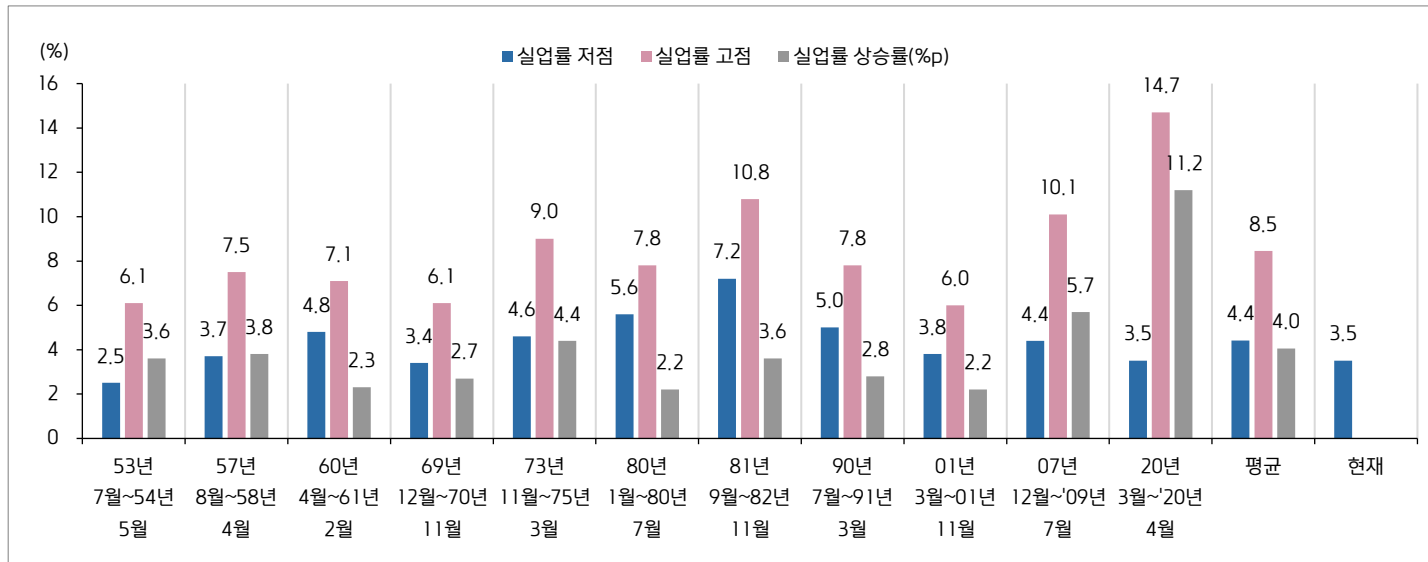
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

03.

연준의 스탠스에 영향을 미치는 변수는 실업률이 될 것

- ▶ 결국 연준의 스탠스에 따른 금리 변화가 현재 증시와 성장주에는 더 중요. 향후 긴축 중단 및 금리가 플랫한 환경이 조성된다면 단기적으로 성장주에게 유리한 환경이 될 것임.
- ▶ 시스템 리스크는 하락장 후반부에 나타나고, 현재 금리 인상기 종료 및 경기사이클 저점 통과를 앞두고 있는 것이라면, 또다른 주가 바닥 시그널인 실업률 고점이 나타나야 한다고 판단.

과거 침체 기간 중 실업률 저점 및 고점과 저점대비 고점까지의 실업률 상승률

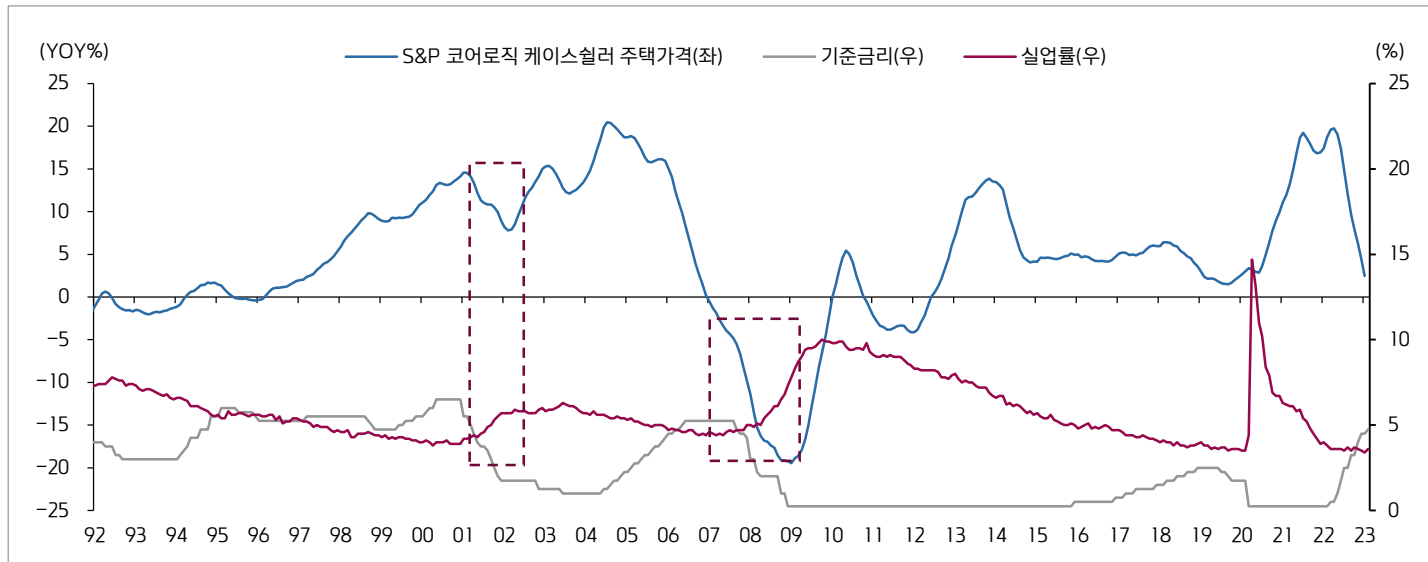


자료: NBER, 키움증권 리서치센터

04. 00년, 06년: 주택가격의 하락과 실업률의 우상향 패턴

- ▶ 3월 FOMC에서 올해 실업률 전망은 4.5%로 하향. 연준이 계속 강조해왔던 미국 경제의 견고함의 기저에는 타이트한 노동시장이 있음. 인플레이션이 하락할 때까지 금리를 올릴 수 있는 근거이자 경기 연속룩이 가능하다는 자신감의 근거
- ▶ 그러나 현재와 환경이 비슷한 과거 00년도, 06년도 금리 인상기 사례를 봤을 때 주택가격 상승에 따른 금리 인상 이후 주택가격의 하락과 함께 실업률은 시차를 두고 상승하는 모습을 보임. 현재 주택가격은 코로나19 이전 수준까지 하락한 상태이며 향후 실업률은 우상향할 가능성이 더 높다고 판단.

미국 케이스실러 주택가격, 기준금리, 실업률: 금리인상 이후 주택가격 하락 + 실업률 상승



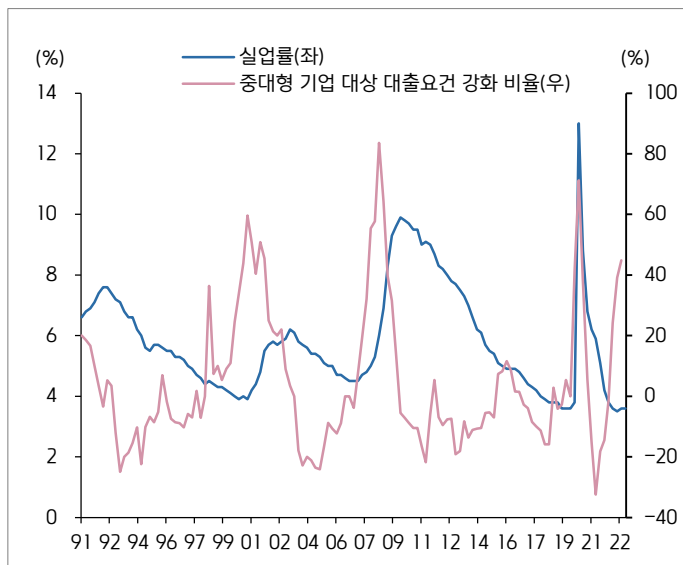
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

05.

은행의 대출 기준 강화는 일자리 복귀로 이어질 것

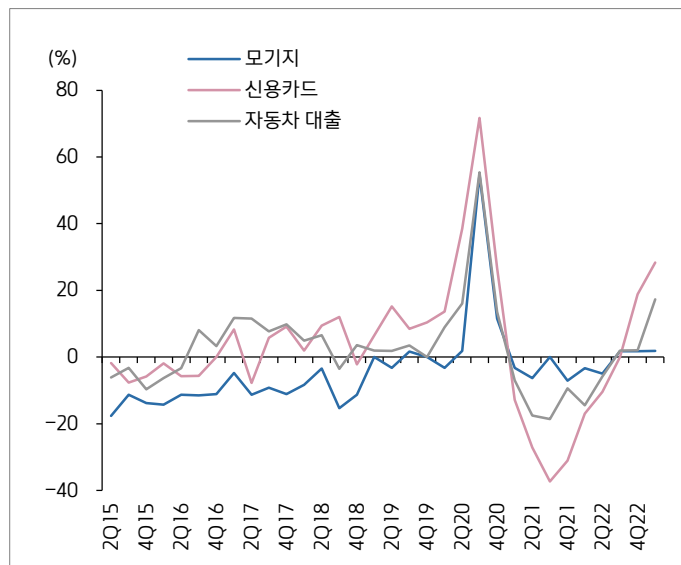
- ▶ SVB 사태로 인한 은행의 대출 기준 강화 역시 향후 실업률이 상승할 것이라는 근거가 됨.
- ▶ 1월 말 기준 가계 저축률은 4.7%로 코로나19 이전 수준에 도달. 예금이 소진된 상황에서 중소형 은행 중심으로 대출 요건이 1분기 전후로 급격하게 강화되면 소비여력이 약화되며 사람들은 일자리로 복귀할 것
- ▶ 그러나 이자비용, 자금조달 비용이 증가한 기업은 수익성 우선 기조에 따른 인력 감축 및 비용절감이 불가피

미국 실업률과 중대형 기업 대상 대출요건 강화 비율



자료: FED, Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미국 은행들의 대출 요건 강화 비율

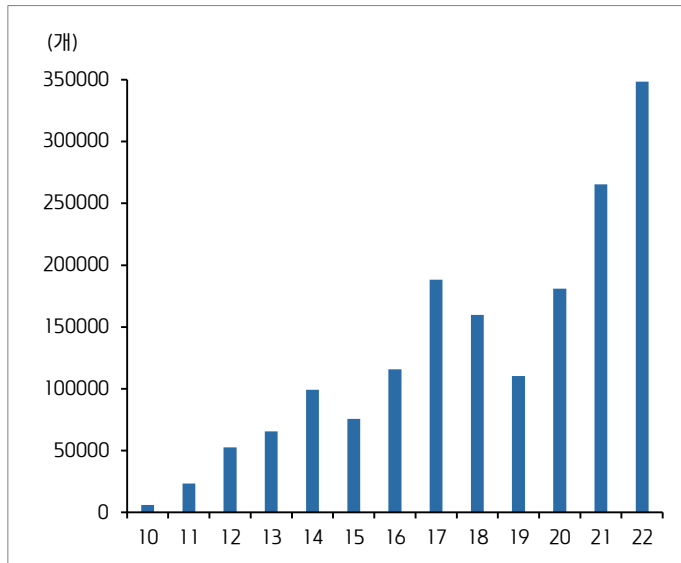


자료: FED, Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

06.

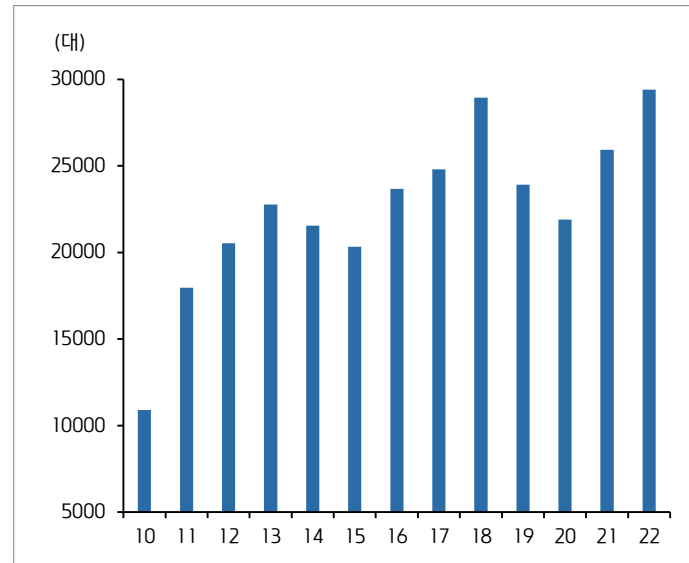
리쇼어링으로 높아진 임금 부담, 기업들은 자동화로 대응 중

- ▶ 작년말 기준 리쇼어링으로 인해 미국 내 35만개의 기업 일자리가 증가. 이는 필연적으로 기업들의 전반적인 임금상승, 비용 증가로 이어짐. 이에 기업들은 해외 근로자들을 미국 내 근로자들이 아닌 기술로 대체, 즉 인건비를 늘리는 대신 업무를 자동화 하는 장비에 자본지출을 늘리며 대응하고 있음
- ▶ 북미 기업들의 22년 로봇 주문대수는 약 4.5만대로 역대 최대, 23.8억 달러에 달하며 전년대비 11% 증가. 자동차 산업이 매출의 50%가 발생했으며 이외에 음식료 서비스, 건설, 농업 분야에서의 채용이 늘어나는 추세
- ▶ 따라서 미국 리쇼어링 추세는 저임금 블루칼라 노동자들을 중심으로 한 실업률 상승을 가속화하는 요인으로 작용할 것
미국 리쇼어링으로 증가한 미국 내 일자리 수



자료: Reshoring Initiative, 키움증권 리서치센터.

미국 산업용 로봇 인도 대수



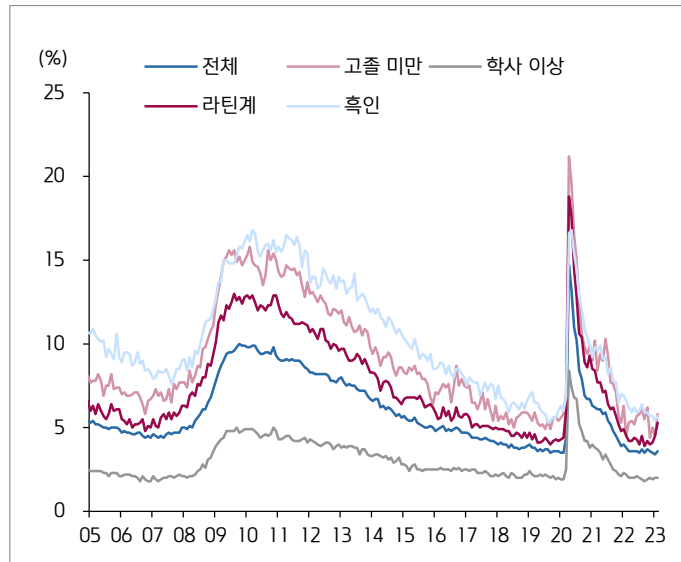
자료: Association for Advancing Automation, 키움증권 리서치센터.

07.

노동시간 감소, 저임금 직군의 실업률 상승 관찰

- ▶ 실제로 2월 고용보고서 세부내용을 보면 실업률 상승, 임금상승률 둔화, 노동시간 감소가 나타남
- ▶ 실업률은 1월 3.4% → 2월 3.6% 소폭 상승. 고졸미만 1월 4.5% → 5.8%, 흑인 5.4% → 5.7%, 라틴계 4.5% → 5.3% 등 취약계층 중심으로 실업률이 큰 폭으로 상승했고, 산업별로는 광업, 제조업, 운송업 중심으로 상승세를 보임
- ▶ 서비스업 고용은 견조했으나 주간 평균 노동시간은 오히려 제조업 대비 더 큰 폭으로 감소했고, 시간당 평균 임금 역시 YOY로 하락 추세가 나타남. 이는 근원 PCE 물가 하락에 기여하는 요인.

미국 실업률: 고졸 미만, 흑인, 라틴계 실업률 상승



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

근원 PCE 물가와 임금 상승률



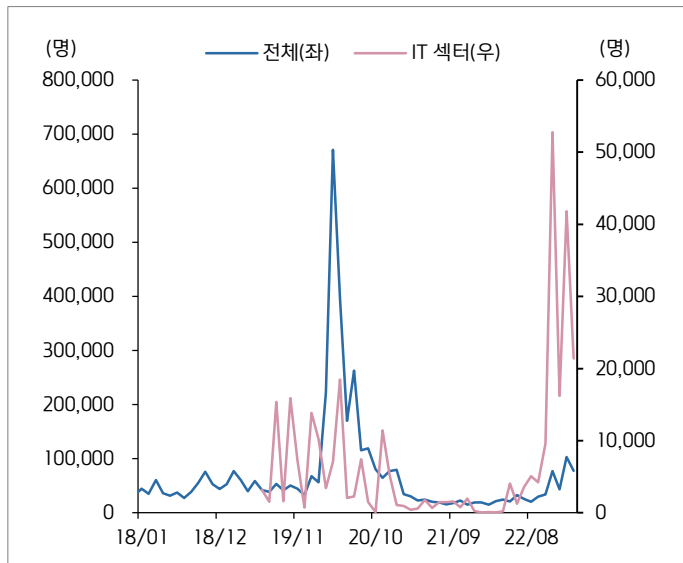
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

08.

화이트칼라 직군의 대표 빅테크는 감원 중

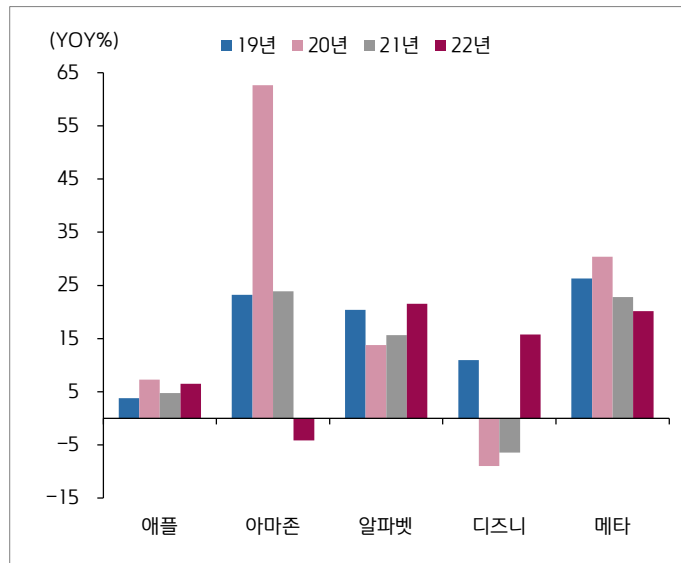
- ▶ 한편 빅테크들은 선제적으로 인력 감축에 나서고 있음.
- ▶ 메타는 작년 11월에 11,000명 감원한 이후 추가로 10,000명을 추가 감원할 계획이라고 밝혔고, 수십억 달러의 손실을 감수해 온 리얼리티 랩스 부서, 하드웨어 및 메타버스 부서를 대폭 축소
- ▶ 디즈니 역시 7천명에 이르는 정리 하고 계획에서 메타버스 관련 부서를 사실상 없앨 것이라고 보도
- ▶ 이번 3월 빅테크 반등에서 가장 큰 성과를 보인 것은 메타. 연초 이후 수익률은 68.6% (엔비디아 83.2%, 테슬라 54.7%)

기업 감원계획



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

주요 빅테크 연간 직원 수 증가율



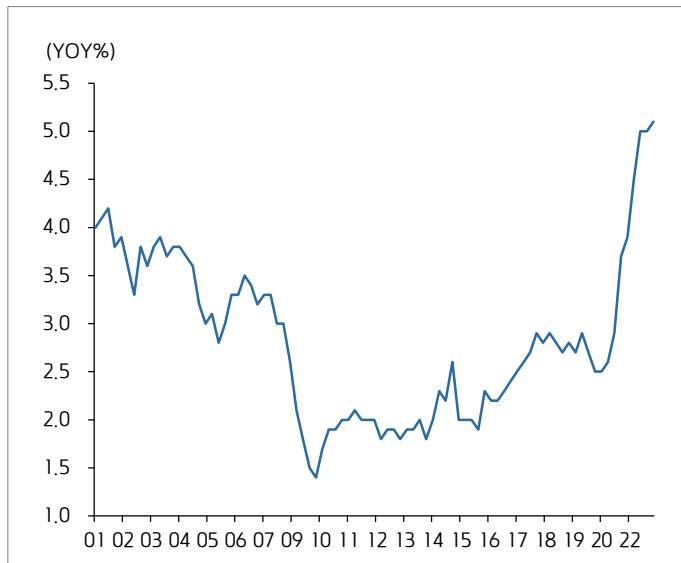
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

09.

기업들의 전반적인 비용 증가 vs 선제적으로 인력 감축한 빅테크

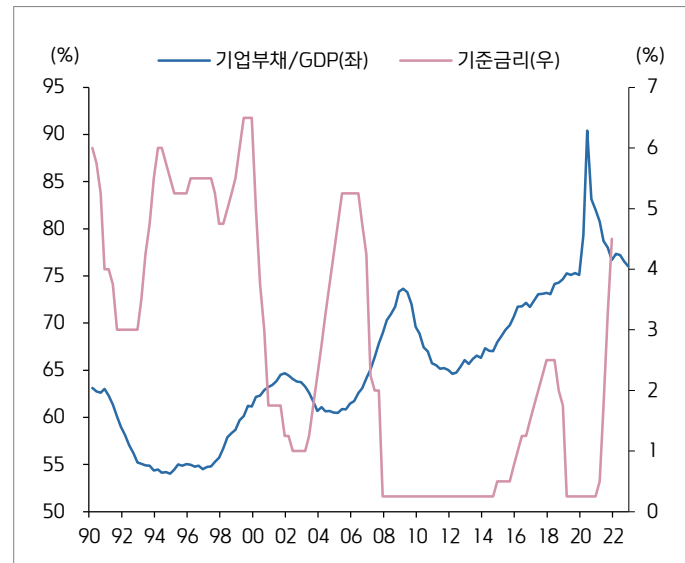
- ▶ 결론적으로 긴축 효과가 나타날수록 기업들은 고용과 임금을 줄이며 물가는 추가로 빨리 둔화되고 동시에 실업률은 상승할 것.
- ▶ 이로 인한 경기 경착륙 우려가 확대되고 추가 은행발 유동성 위기 이슈와 맞물린다면, 금리인상기 후반 들어 주가가 연저점 일시적으로 하회하게 만드는 요인이 될 수 있음
- ▶ 그러나 단기적으로 선제적으로 인력을 줄이고 있는 테크 업종은 1분기 실적시즌에 비용 단에서 일부 개선이 나타나며 해당 이슈에서 자유로울 수 있음. 비용절감을 통한 영업이익률 방어, 금리하락에 따른 할인율 감소, 충분한 현금 보유량, 높은 가격 결정력 등으로 상대적 매력도 확대될 것으로 판단.

미국 고용비용지수



자료: 노동통계국, 키움증권 리서치센터.

미국 GDP 대비 기업부채와 기준금리 추이



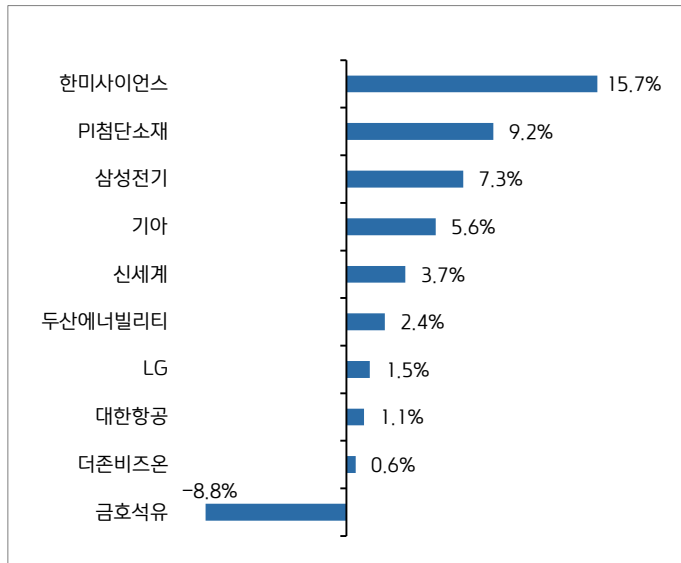
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

10.

1분기 실적시즌: 빅테크 매력도 상승 구간 + 반도체 업황 저점 통과 기대

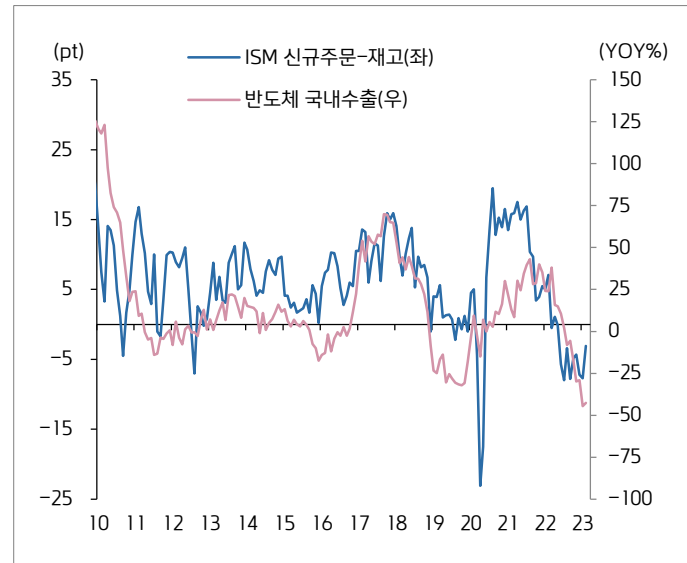
- ▶ 국내의 경우 3월 외국인 순매도 상위 업종은 금융 섹터 제외 철강, 화학, 운수창고 섹터로 중국 경기 및 실물지표 회복 모멘텀에 따른 시클리컬 중심의 대형주 강세는 일단락된 것으로 보임.
- ▶ SVB 사태 이후 나스닥 강세 동조화에 따른 코스닥 우위 지속 여부가 관건. 수급의 왜곡이 나타났던 이차전지 외 빅테크 수혜를 받을 수 있는 반도체, 플랫폼, 인터넷 게임 등으로 분산되며 순환매 지속될 것으로 판단.
- ▶ 4분기 부진했던 어닝시즌이 끝나고 1분기 실적 시즌에 가까워질수록 실적과 주가의 동행성은 점차 높아질 것으로 기대. 특히 반도체 업종의 저점 통과 기대감 형성 여부가 지수 상단을 결정할 것으로 판단.

3월 외국인 순매도 상위 종목 수익률



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터.

ISM 신규주문-재고 지수 및 국내 반도체 수출증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.