



2023년 05월 23일

키움증권 리서치센터 | 투자전략팀

2023년 하반기 금융시장 전망:

모나리자 착시와 시선의 진실

경제 김유미 02-3787-5161 / helloym@kiwoom.com

주식전략 한지영 02-3787-5241 / hedge0301@kiwoom.com

채권전략/ESG 안예하 02-3787-5157 / yhahn@kiwoom.com

퀀트 최재원 02-3787-0331 / cjw5056@kiwoom.com

디지털자산/원자재 심수빈 02-3787-0332 / sb.shim@kiwoom.com

시황/투자전략 김지현 02-3787-3761 / jeehyun12@kiwoom.com

RA 김현정 02-3787-3751 / hyun.k@kiwoom.com

RA 이성훈 02-3787-3752 / sh1076@kiwoom.com

RA 조재환 02-3787-4758 / idirection@kiwoom.com



I. 경제 / FX: 기대와 실망의 반복

- 경기 회복 기대에 미치지 못하는 성장을 염두에 둘 필요. 경기선행지수의 반등은 바닥사이클의 신호로 볼 수 있으나 과거와 달리 소비 조정이 후행적으로 진행되면서 수요 불안에 회복이 지연되고 경기 바닥은 길어질 전망. 다만, 재고조정을 통한 선제적인 대응을 진행하고 있음을 고려할 때 산업별로 회복 모멘텀에 대한 기대는 차별화될 것으로 예상.
- 경기 모멘텀 개선을 위해서는 연준의 정책 전환 필요. 연준 금리 인하 여부를 놓고 3분기 중에도 기대와 실망을 반복할 것으로 예상. 관련 불확실성에 가격변수의 변동성이 확대되며 하반기 후반 민간 수요 위축과 실업률 상승으로 나타날 전망. 연말 연준의 금리 인하를 전망하며 이 과정에서 하반기 원화는 달러 대비 상저하고 흐름을 보일 것으로 예상.

II. 주식: 극심한 여름과 따뜻한 겨울

- 하반기는 '24년 이후 강세장 진입을 위한 중간 단계를 거치는 과정에 있을 것. '22년 극심한 약세장에서 탈출한 국내 증시는 기업 실적 저점 통과, 인플레이션 통제 성공 및 연준 금리인하 사이클 돌입, 미국 경기의 얇은 침체 등의 재료들에 힘입어 연말로 갈수록 지수 레벨업이 가능할 전망
- 다만, 여름을 지나는 구간에서 미국 침체 강도, 인플레이션 변동성, 8월 잭스홀 및 9월 FOMC 전후 연준의 정책 불확실성 등을 소화하는 과정에서 변동성이 수시로 높아질 가능성에는 대비할 필요. 진폭은 있을지라도 지수 우상향 전망은 유효하기에 지수 플레이로 대응하는 것도 좋지만, 분기 단위로 업종 및 스타일 별 로테이션 전략을 활용하는 것이 적절(하반기 코스피 2,400~2,800pt)

III. 퀀트: 이익 사이클 저점 확인 구간

- 연초 1Q 어닝 시즌 이후 우려보다 양호한 결과에 힘입어 연간 실적 전망은 반등을 모색 중. 다만, 하반기 경기침체 강도 및 시점을 둘러싼 불확실성을 감안 최근의 개선 추세가 제한되거나 지연될 가능성 존재. 이를 감안, 이익 사이클이 우호적인 반도체 중심의 IT를 하반기 Core 업종으로 판단. 그 외 내년까지도 이익 성장 및 모멘텀이 이어지는 자동차 부품, 제약, 전기장비 등도 관심
- 한편, 금리 경로를 둘러싼 불확실성은 존재하겠지만 하반기를 지나며 금리 인하 기대감이 다시금 반영되며 성장 스타일의 상대 우위 연출 가능성이 높음. 그 과정에서 그간 소외되어 있던 건강관리, 소프트웨어, 게임 등의 반등 탄력이 높을 것으로 판단. 더불어, 금리 인하 기대에도 금리 수준은 여전히 높다는 점에서 수익성이 뒷받침 되는 종목 선별 필요



IV. 시황: 금융장세 초입이 가까워진다

- 2019년 하반기와 비교. 금리인하 기대감, 선행 EPS 및 PER 박스권인 역실적장세 통과, 제한적인 중국 수혜, 반도체 업황 저점 통과 등 현재와 유사. 당시 실물경기는 아직 부진하지만 금리 인하로 할인율 낮아지며 성장주 + 금융장세 초입 기대감으로 경기민감업종 동반 강세 하반기에도 유사한 흐름 나타날 수 있다고 판단
- 재고조정은 마무리 국면에 진입, 금리 인하 이후에 나타날 경기확장기 초입 및 리스탁킹 수혜에 대비할 필요. 1) 과거에 산업의 구조조정이 이미 이루어졌고(CAPEX 투자 비중 감소), 2) 동시에 사업구조 고도화하는 R&D 투자를 늘려 경쟁업체들 대비 진입장벽이 높고 (중국 의존도 감소), 3) 시장점유율이 높아 향후 매출 증가 (Q 증가) 수혜를 받을 수 있는 반도체, 자동차, 조선 업종 추천

V. 채권: 금리 인하의 육하원칙

- 하반기 채권시장의 화두는 연내 금리 인하 여부이며, 금리 인하를 결정하는 요인은 미국 수요에 있음. 수요가 전반적으로 양호하다는 인식이 있으나, 고금리의 영향이 미국 기업과 가계를 중심으로 나타날 것으로 예상. 이는 결국 물가 수준을 낮추면서 연말 금리 인하가 단행될 것. 한국은행 또한 4분기 금리 인하 전망
- 단, 연말 금리 인하 이전 미 연준의 금리 인하 기대 통제를 할 수 있는 6월 FOMC와 8월 잭슨홀 컨퍼런스를 전후로 한 시장 변동성 확대에 유의할 필요. 기대인플레이션을 통제하기 위한 연준의 전략에 3분기 중 시장금리 변동성 확대와 더불어 신용 긴축 및 수요 둔화는 미 연준의 4분기 금리 인하 가능성을 높일 요인으로 판단

VI. 원자재: 유가 변동성이 확대되면?

- 하반기 원유시장은 예상보다 나쁘지 않은 수요 여건과 OPEC+ 감산 등으로 과잉공급 우려 진정. 특히 OPEC+의 공급 정책이 유가에 맞춰져 있는 만큼, 수요 불안 확대 시 추가 감산으로 이어질 가능성 높음. 이런 가운데 드라이빙 시즌 등 계절 수요 유입을 앞두고 있어 3분기 중 유가 상방 리스크가 일시적으로 높아질 것으로 예상. 하반기 유가 변동성 확대 주의
- 금은 유가 변동성 확대 시 최근 상승을 일부 되돌릴 것으로 예상하나, 매수 기회로 접근할 필요. 유가 상승에 따른 기대 인플레이션 상승으로 미 연준의 금리 인하 기대가 낮아진다면, 경기 불안이나 금융시장 내 잡음이 재차 높아질 수 있기 때문. 이는 오히려 미 연준의 금리 인하 유인을 강화시키는 배경으로 작용할 것으로 보임



Contents

- I. 경제/FX: 기대와 실망의 반복
- II. 주식: 극심한 여름과 따뜻한 겨울
- III. 퀀트: 이익 사이클 저점 확인 구간
- IV. 시황: 금융장세 초입이 가까워진다
- V. 채권: 금리 인하의 육하원칙
- VI. 원자재: 유가 변동성이 확대되면?

Compliance Notice

- 당사는 05월 23일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 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 책 임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 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.



I. 경제/FX: 기대와 실망의 반복

- ▶ 2022년말 대비 2023년 1분기에 미국과 유로존 경제는 우려보다 양호하게 나타나며 성장 전망치는 상향조정
 - 미국의 생산활동은 둔화되었지만 임금 상승 및 초과 저축 등으로 가계 소비는 양호
 - 유로존의 에너지 위기는 우려와 달리 제한적이었고, 리오프닝 이연 수요로 서비스업을 중심으로 내수 개선
- ▶ 반면, 한국은 성장 전망치의 하향 조정 지속되며 2023년 연간 1% 초중반으로 컨센서스 하향조정
 - 한국 주력 수출 품목인 반도체와 대중국 수출 부진이 예상보다 심화, 중국 리오프닝에 따른 수혜 제한적
 - 수출 부진에 따른 설비투자 감소, 고금리에 따른 내수 둔화 등도 반영

주요 연구기관 경제성장률 전망치

	IMF (2023. 04)			OECD (2023. 03)		
	'22	'23	'24	'22	'23	'24
글로벌	3.4	2.8 (-0.1)	3.0 (-0.1)	3.3	2.6 (+0.4)	2.9 (+0.2)
선진국	2.7	1.3 (+0.1)	1.4 (-)	-	-	-
이머징	4.0	3.9 (-0.1)	4.2 (-)	-	-	-
미국	2.1	1.6 (+0.2)	1.1 (+0.1)	2.1	1.5 (+1.0)	0.9 (-0.1)
유로존	3.5	0.8 (+0.1)	1.4 (-0.2)	3.5	0.8 (+0.3)	1.5 (+0.1)
중국	3.0	5.2 (-)	4.5 (-)	3.0	5.3 (+0.7)	4.9 (+0.8)
한국	2.6	1.5 (-0.2)	2.4 (-0.2)	2.6	1.6 (-0.2)	2.3 (+0.4)

자료: IMF, OECD, 키움증권 리서치센터

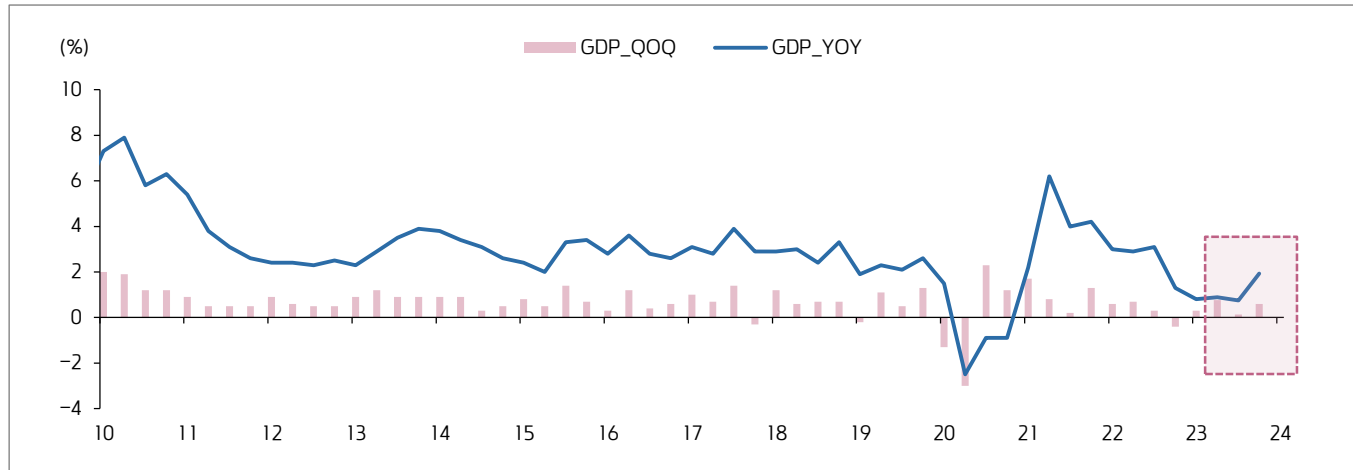
주: 괄호안 숫자의 경우 IMF는 23/01월 전망 대비 23/04월 전망 변화분, OECD는 22/11 월 전망 대비 23/03월 전망 변화분

02.

한국 경제성장률 연간 1.1% 전망

- ▶ 한국 경제성장률은 2023년 연간 1.1%, 2024년 2.3% 전망
 - 주요 IB 들은 1% 초반, IMF와 한국은행, 정부에서는 1% 중반 정도 전망
- ▶ 대내외 수요 부진으로 3분기까지 0%대의 성장세에 머문 이후 4분기에는 기저효과 등에 1%대 후반 반등 경로
 - 전년동기비 기준으로 4분기는 기저효과 영향으로 증가율이 확대되나 전기비 기준으로는 0%대에 머물 것으로 예상
- ▶ 연간 기준으로 보면 글로벌 금융위기 당시인 2009년(0.8%)과 코로나19 당시인 2020년(-0.7%) 이후 가장 낮은 수준을 기록할 것으로 예상

한국 경제성장률 추이와 전망치



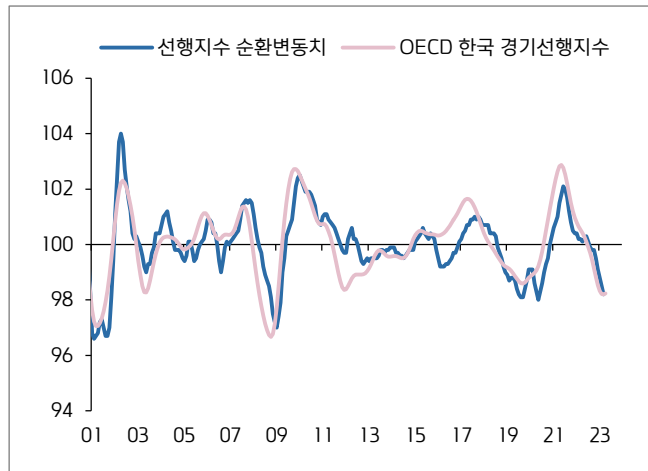
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터
 주: 붉은 음영은 당사 전망치

03.

경기선행지수 반등은 경기 바닥 시그널을 시사

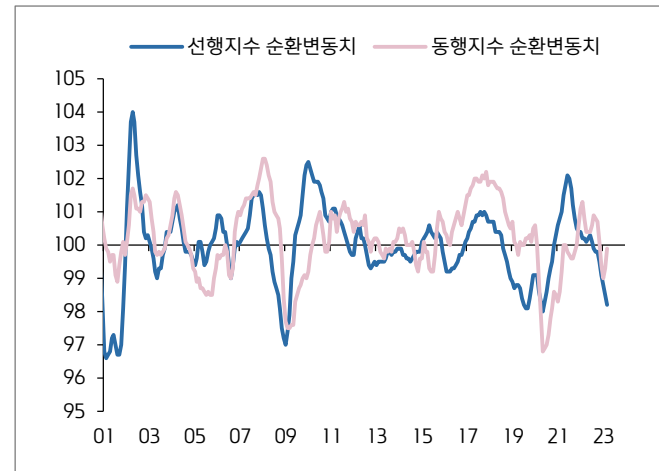
- ▶ 한국 OECD경기선행지수는 4월 반등하며 바닥 다지기 구간에 진입, 2분기 중 선행지수 순환변동치도 반등할 것으로 전망
 - OECD 한국 경기선행지수는 통계청에서 발표하는 선행지수 순환변동치에 다소 선행하는 패턴을 보여줌
- ▶ 한국 선행지수 순환변동치가 반등할 경우 이후 시차를 두고 동행지수 순환변동치도 상승하며 경기 회복 국면으로 진입하는 패턴이 일반적

한국 선행지수 순환변동치와 한국 OECD경기선행지수



자료: 통계청, OECD, 키움증권 리서치센터

한국 선행지수 순환변동치와 동행지수 순환변동치



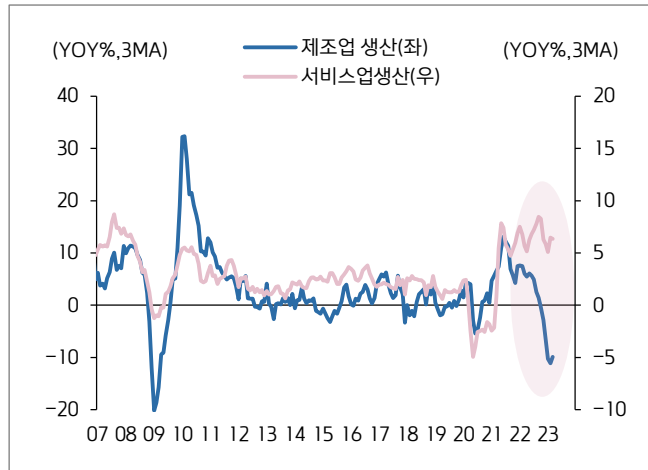
자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

04.

대내외 소비 수요 조정이 뒤늦게 이어진다면

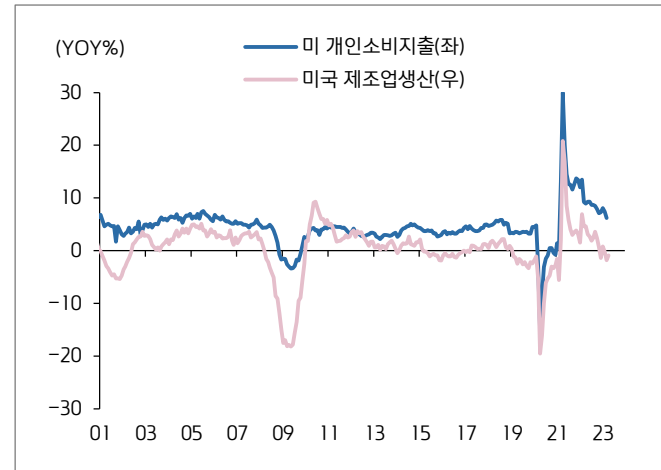
- ▶ 과거에는 경기선행지수의 하락이 경기 둔화 우려를 높이며 제조와 서비스 부문이 함께 조정을 보였고, 이후에 바닥을 다지며 비슷한 시점에 회복 사이클로 진입하는 패턴이 일반적
- ▶ 하지만, 이번 사이클에서는 경기 둔화에 대응한 제조 분야의 생산 조정이 선제적으로 진행되었으나 서비스업 분야는 리오프닝에 따라 상대적으로 양호한 수요를 보이는 등 차별화된 흐름이 나타남.
- ▶ 미국과 유로존, 중국에서도 리오프닝에 따른 이연 수요로 서비스업은 양호하고 제조업은 상대적으로 부진

한국 제조업과 서비스업 생산



자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

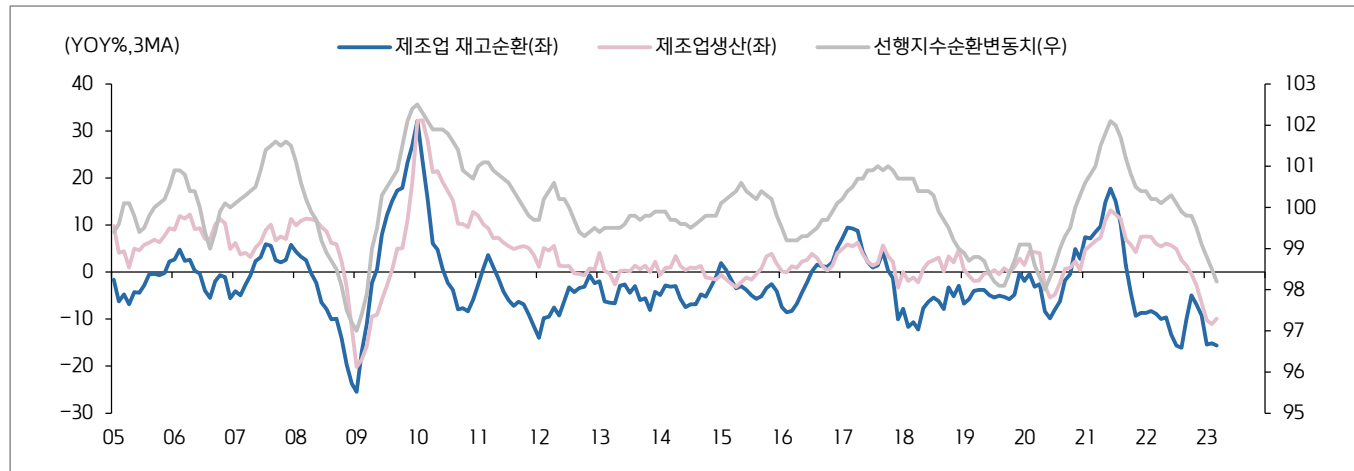
미국 제조업 생산과 개인소비지출



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 재고 순환지표 개선 등에 선행지수의 반등이 뒤따르더라도 수요 전망이 불안할 경우 생산을 늘리기 보다 재고를 줄이는 과정을 지속할 수 있음.
 - 불안한 수요 전망에서는 선제적인 재고조정에도 추가 재고 축소에 나설 수 있으며 그만큼 생산 부진은 길어질 수 있음
 - 적정 재고 수준을 넘어서 재고 축소가 진행될 경우 대응여력이 충분하지 못한 기업을 중심으로 적자 우려 높아질 듯
- ▶ 따라서, 경기선행지수가 반등하더라도 불안정한 수요 환경에서는 경기가 바닥을 다지는 기간이 예상보다 길어질 수 있으며 회복도 천천히 진행될 수 있음.

한국 제조업 재고순환과 생산, 선행지수 순환변동치



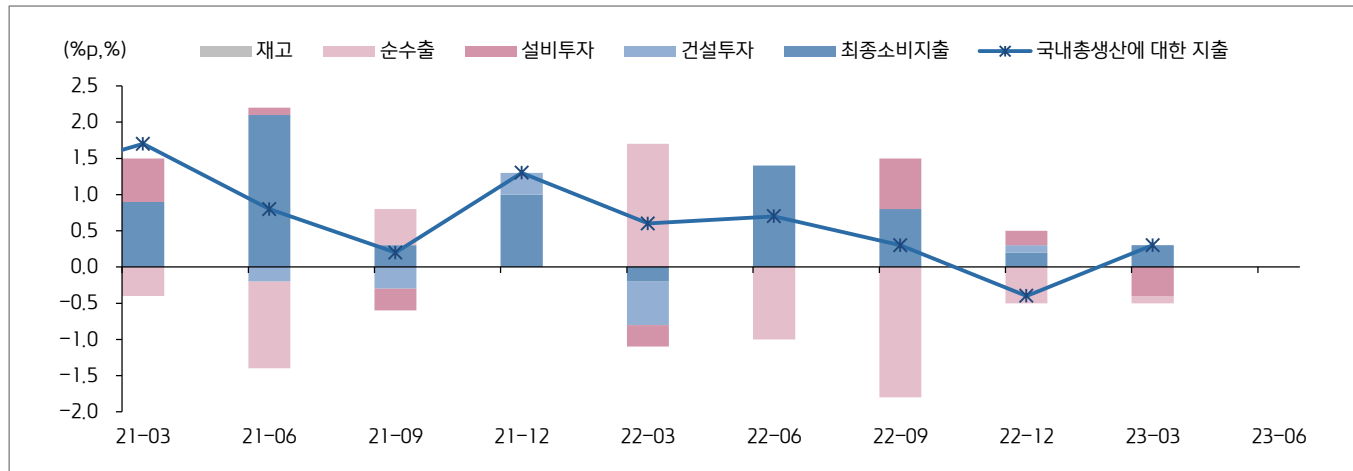
자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

06.

하반기 수요 회복에 대한 기대치를 낮추고 접근

- ▶ 민간 소비는 상반기 중 리오프닝에 따른 서비스 수요를 중심으로 상대적으로 양호했으나 하반기에는 비우호적인 소비 여건(고물가, 고금리)과 부채 조정에 따른 소비 여력 약화 등에 부진할 가능성
- ▶ 설비투자는 수출 감소 여파에 부진이 지속되고 건설투자도 민간 부동산 시장 불안에 회복은 제한적일 전망
- ▶ 하반기 수출은 선행지수 반등에 회복 기대가 높아지겠지만 실제 수요 회복은 약하고 천천히 진행될 전망

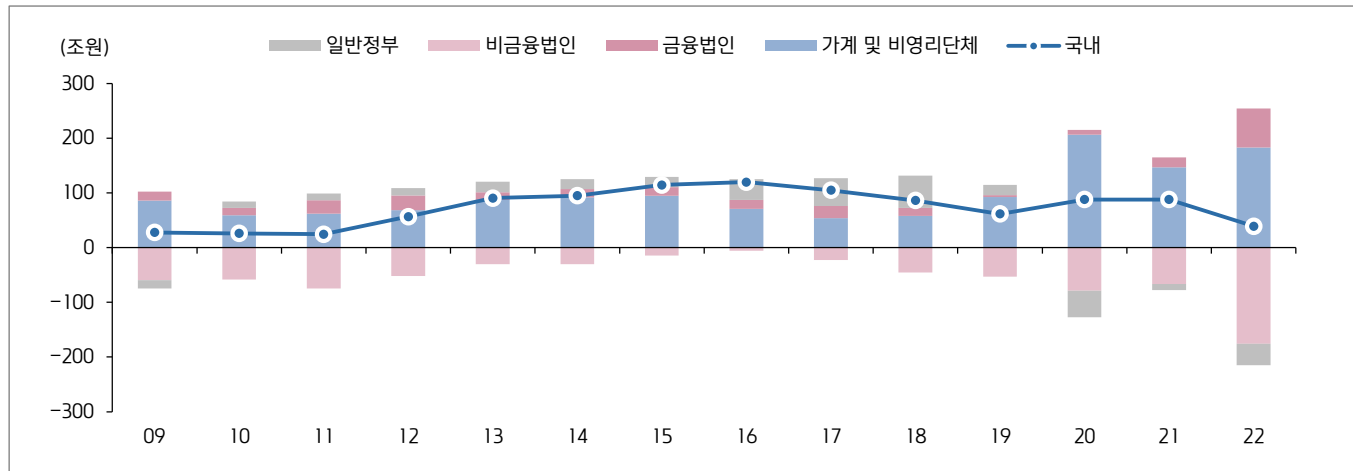
한국 분기 경제성장률과 항목별 성장 기여도 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

- ▶ 2022년중 국내부문의 자금운용 및 조달 차액은 39.2조원으로 전년(87.9조원)에 비해 순자금운용은 축소
 - 순자금운용이 확대된 경제부문은 가계 및 비영리단체와 금융법인으로 현재 자금잉여 상황
 - 가계의 경우 높은 수준의 부채가 고금리 위험에 노출되어 있으나 자금잉여 상황이 일부 완충역할을 해줄 것으로 기대
 - 반면, 비금융법인과 일반정부는 자금 부족액이 늘어나면서 차입 증가에 순자금조달 규모 확대
 - 비금융법인의 자금 사정은 2021년보다 악화. 고금리 충격이 기업을 중심으로 영향 미칠 가능성이 높은 상황

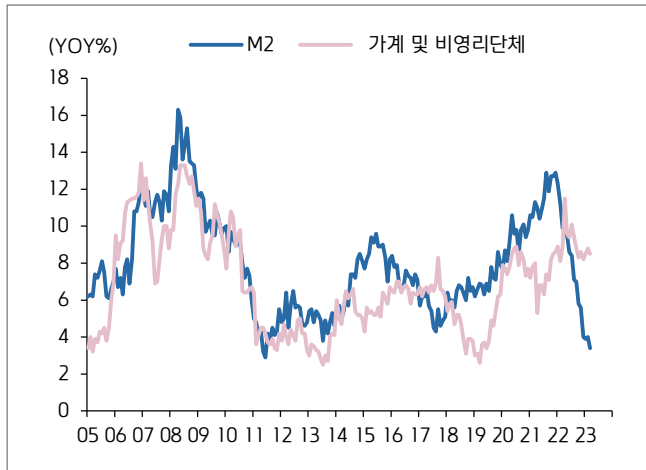
한국 경제부문별 자금운용 및 조달 차액



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

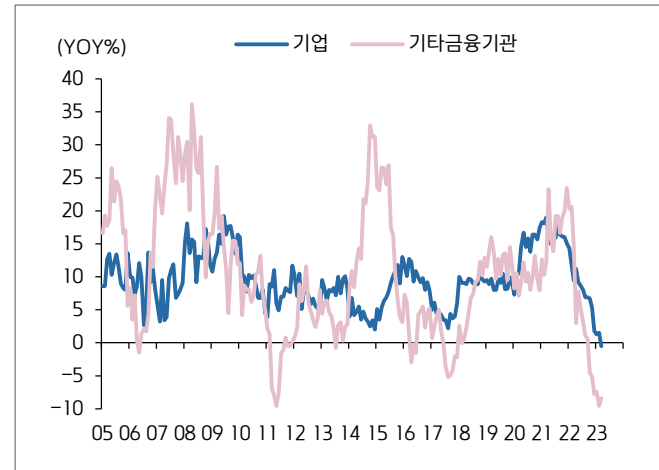
- ▶ 한국 M2 증가율은 기준금리 인상과 함께 빠르게 둔화. 특히 기업과 기타금융기관이 보유하는 M2 규모가 빠르게 줄어들며 고금리에 따른 유동성 축소를 반영
- ▶ 반면, 가계 및 비영리단체가 보유하는 M2 규모는 늘어나면서 양호한 상황
- ▶ 고금리에 따른 부작용은 가계가 좀더 버틸 여력이 있음을 짐작해볼 수 있으며 유동성 축소에 따른 충격이 우선적으로 기타금융기관과 기업을 중심으로 나타나고 이후 감원이나 고용 감소 등이 가계에 부담이 될 전망
- 기타금융기관은 예금취급기관 이외의 금융기관으로 보험회사, 증권회사, 여신전문금융기관 등을 포함

한국 전체와 가계 및 비영리단체 보유 M2 증가율



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 기업과 기타금융기관 보유 M2 증가율

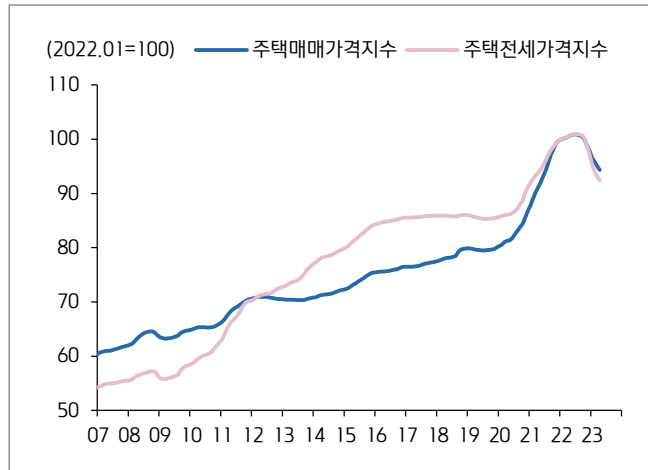


자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

주: 기타금융기관은 예금취급기관 이외의 금융기관(보험회사, 증권회사, 여신전문금융기관 등)

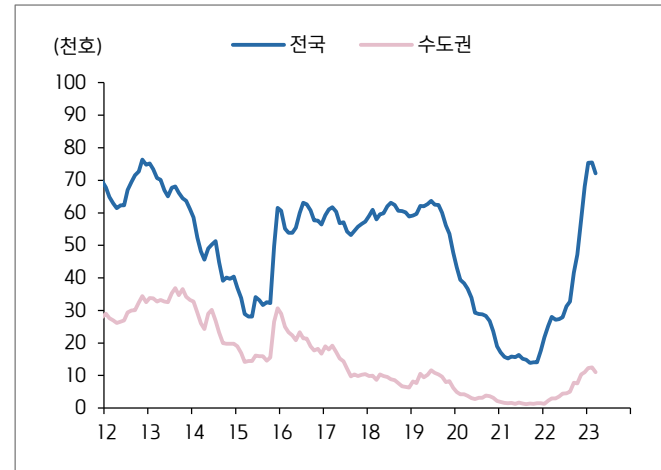
- ▶ 2022년 10월 이후 주택전세가격지수는 매매가격지수를 하회하며 빠르게 하락 중
- ▶ 물론, 최근 2023년 보금자리론 판매가 큰 폭 증가하면서 주택가격의 하락세는 주춤해진 상황
 - 2023년 1분기 보금자리론 공급규모는 전년동기비 67.4%로 정책금융이 주택가격을 지지하는 양상
- ▶ 하지만, 역전세에 따른 주택시장 불안은 잔존, 주택시장의 거래 위축과 높은 금리에 따른 가격조정은 역전세 현상을 가속화, 주택가격의 하방 압력으로 작용할 수 있음. 이에 따른 미분양 증가는 PF부실 우려 등을 자극
 - 올해 주택시장의 일시적인 반등은 특례보금자리론 공급에 따른 가격 하방 압력을 완화하는 정책의 결과로 볼 수 있음.

한국 주택매매 및 전세가격지수



자료: KB국민은행, 키움증권 리서치센터

한국 미분양 현황



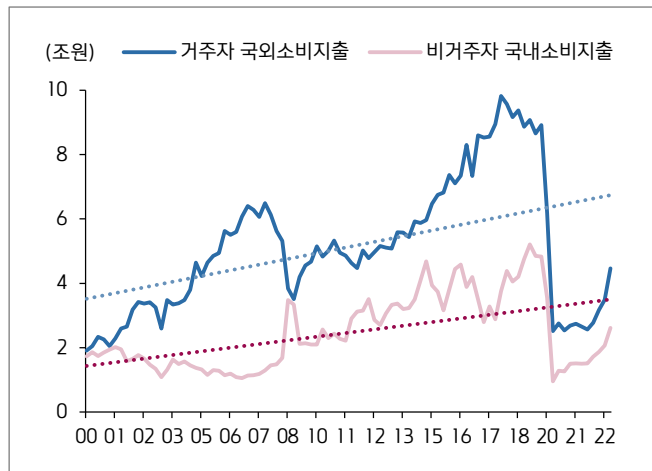
자료: 국토교통부, 키움증권 리서치센터

10.

소비는 완충 요인 있으나 전체적으로 회복 모멘텀 약화

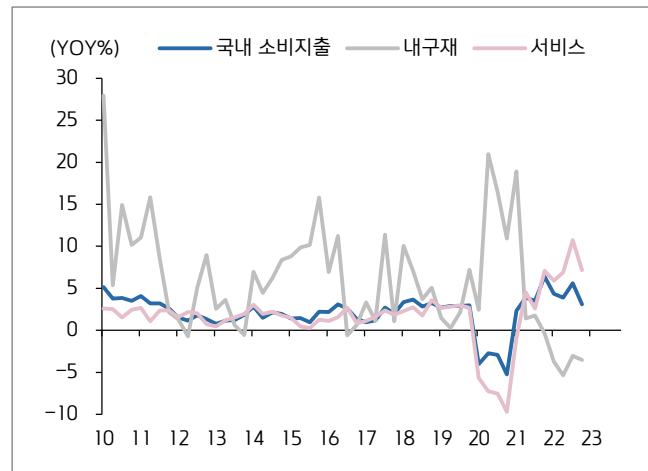
- ▶ 국내 소비지출은 서비스를 중심으로 양호했으나 고물가 및 부채 조정 등을 고려할 때 부진할 가능성 물론 가계의 유동성 상황이 완충 역할을 해줌에 따라 급락보다는 둔화 흐름 전망
- ▶ 해외 관광객 유입에 따라 비거주자의 국내 소비지출이 회복되겠으나 거주자의 해외 여행 역시 늘어날 것으로 보는 만큼 내수를 통한 수요 흐름은 약화될 가능성이 높을 것으로 전망

한국 거주자 국외소비지출과 비거주자 국내 소비지출



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

국내 소비지출과 내구재와 서비스 소비



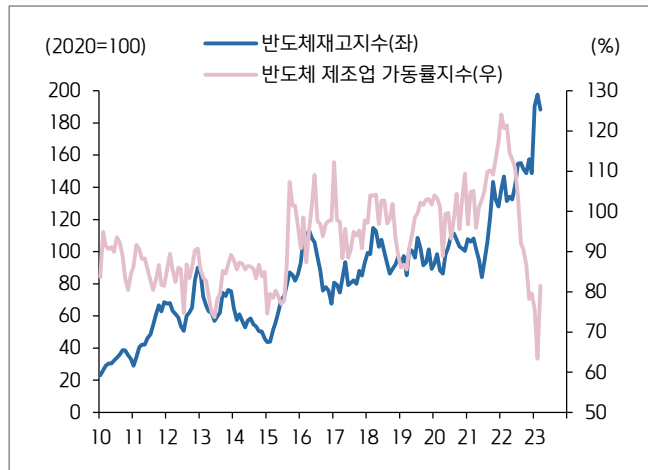
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

11.

반도체 중심으로 생산활동 감소세, 성장 전망치 하향 조정

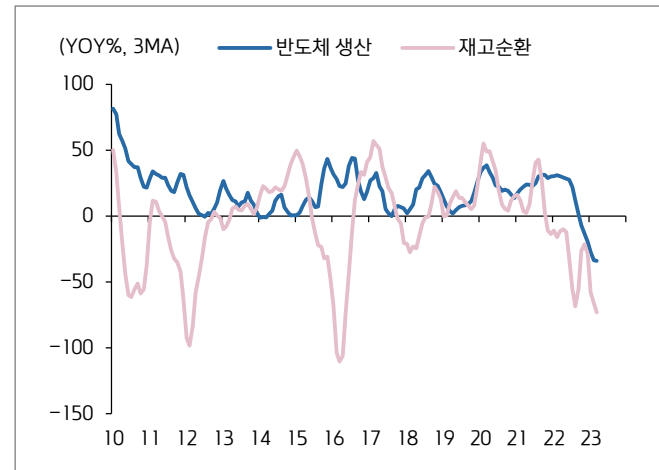
- ▶ 3월 반도체 생산이 급증하고(전월대비 35.1%), 반도체 제조업 가동률 지수가 반등했지만 글로벌 수요가 불안정한 만큼 생산 감소 추세는 하반기에도 지속될 것으로 전망
 - 반도체는 고부가가치 산업으로 수출 및 GDP 영향력 큼. KDI에 따르면 반도체 수출물량이 10%감소하면 GDP는 0.78% 줄어들고 수출물량 변동없이 반도체 가격만 20% 하락하면 GDP는 0.15% 감소할 것으로 추정
- ▶ 한국 반도체 재고지수는 고점 형성 이후 소폭 하락, 반도체 생산과 재고 순환 지표의 감소세 지속
- ▶ 반도체 재고 조정 과정은 당분간 불가피하며 전체 생산활동 및 수출실적의 회복 속도가 더딜 가능성을 높임

한국 반도체재고지수와 반도체 제조업 가동률지수



자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

한국 반도체 생산과 재고순환(출하-재고)



자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

12.

단, 재고 소진 정도에 따라 산업별 회복 모멘텀도 차별화될 전망

- ▶ 재고 조정 정도에 따라 업종 또는 산업별 회복 모멘텀은 차별화될 것으로 전망
- ▶ 재고 조정의 압력이 지속되면서 적자 기업의 발생 가능성도 배제할 수 없으나 적정 재고 수준에 근접하면서 단가 또는 가격에 미치는 긍정적인 영향 또는 기대도 조금씩 증가할 것으로 예상
- ▶ 이를 위해서는 수요 전망이 변하고 있다는 인식이 필요. 연말 정도 연준이 금리 인하를 단행할 경우 글로벌 수요 회복 기대가 조성되면서 재고소진이 상당부분 진행된 기업을 중심으로 회복 모멘텀이 높아질 것으로 전망

한국 업종별 재고 순환



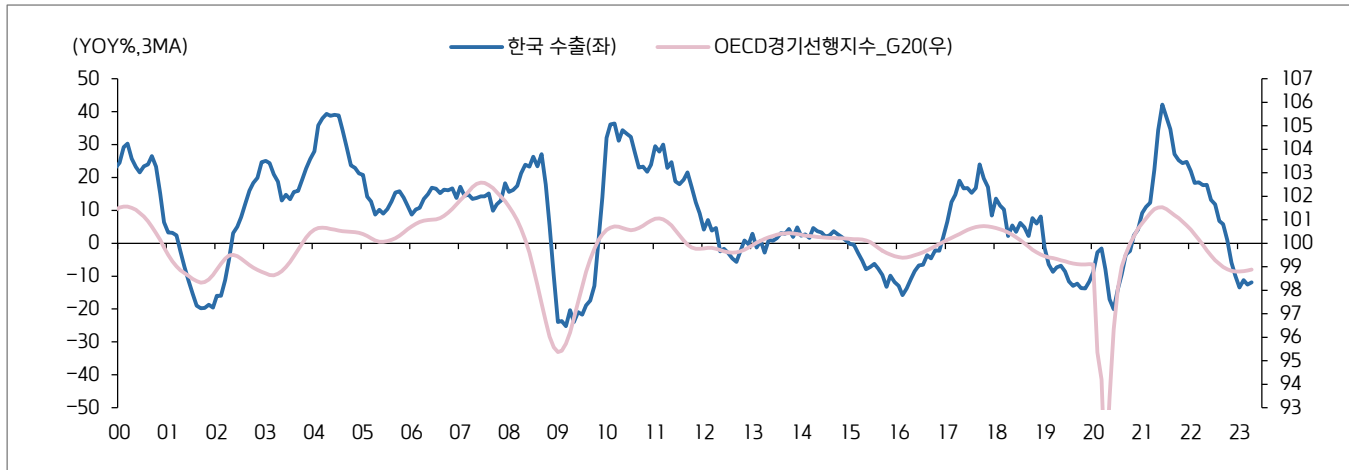
자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

13.

체크 포인트 1) 수출 방향성, OECD 경기선행지수는 바닥을 다지는 상황

- ▶ 한국 수출과 밀접하게 움직이는 OECD경기선행지수(G20)는 올해 1월을 저점으로 점진적으로 반등 중
- ▶ 한국 수출 증가율도 3개월 이동 평균 기준으로 바닥을 다지며 대외 수요 회복 기대감 높이는 상황

한국 수출과 OECD경기선행지수(G20)



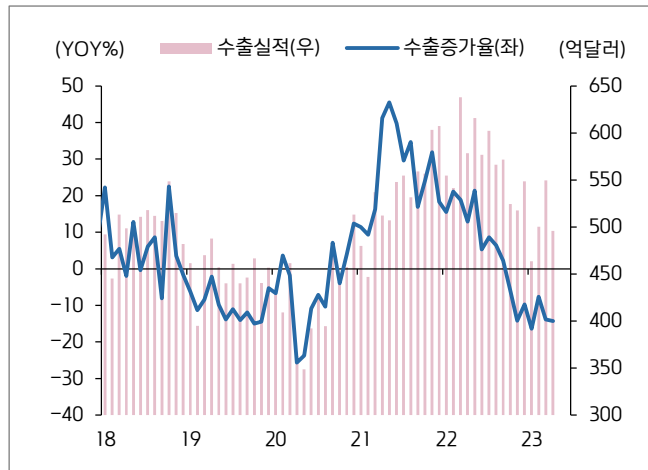
자료: 산업통상자원부, OECD, 키움증권 리서치센터

14.

하반기 수출, 기저효과는 우호적이나

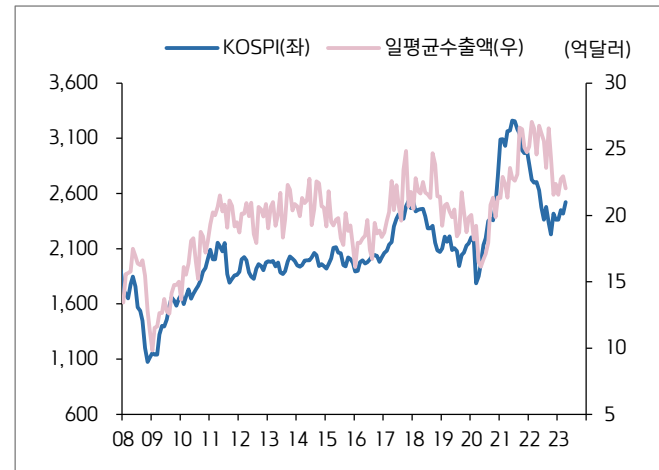
- ▶ 2022년 9월 이후 수출은 7개월 연속 마이너스 증가율. 지난 해 5월(21.4%,YOY)이 수출 고점이었다는 점에서 하반기에는 기저효과가 수출 증가율에 우호적으로 반영될 전망
- ▶ 일평균 수출 증가율은 올해 3월을 저점으로 반등. 다만, 코스피와 밀접하게 움직이는 일평균 수출실적을 보면 올해 22억 달러 내외에서 머물며 회복세가 제한적인 상황
 - 일평균 수출액 평균(억 달러) : '16년 18.2, '17년 21.3 '18년 22.1, '19년 19.9, '20년 18.8, '21년 23.6, '22년 25.1

한국 수출 실적과 수출 증가율



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

한국 일평균 수출 실적과 KOSPI지수



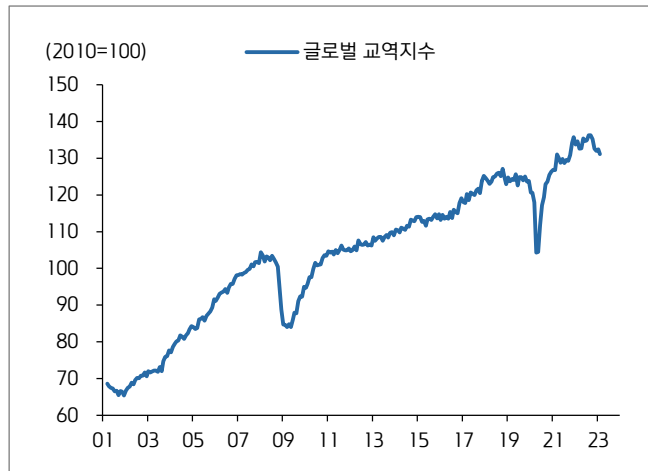
자료: 산업통상자원부, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

15.

글로벌 수요는 아직 불안정한 상황

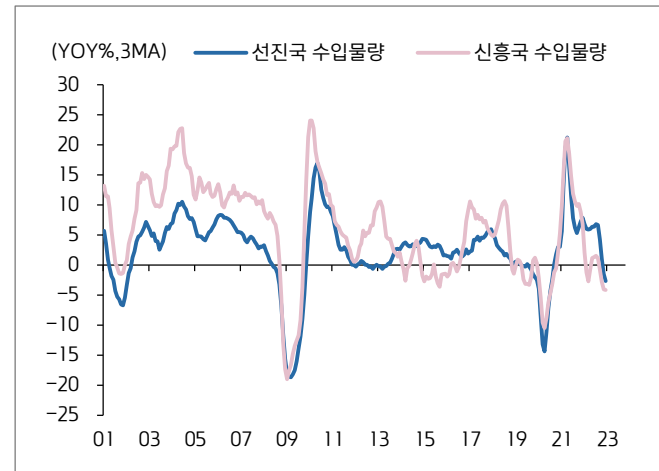
- ▶ CPB(네덜란드 경제정책국)에 따르면 글로벌 교역지수는 2022년 8월을 정점으로 하락, 2023년 2월 현재 4개월 연속 마이너스 성장을 기록
- ▶ 선진국과 수입물량이 모두 줄어들며 글로벌 수요는 여전히 불안정한 상황
- ▶ 하반기 수출 증가율이 지난 해 낮았던 기저효과로 바닥을 다지며 반등하지만 실적 개선 폭은 미미한 수준에 그칠 가능성이 있음을 시사

글로벌 교역지수



자료: CPB, 키움증권 리서치센터

선진국과 신흥국 수입물량



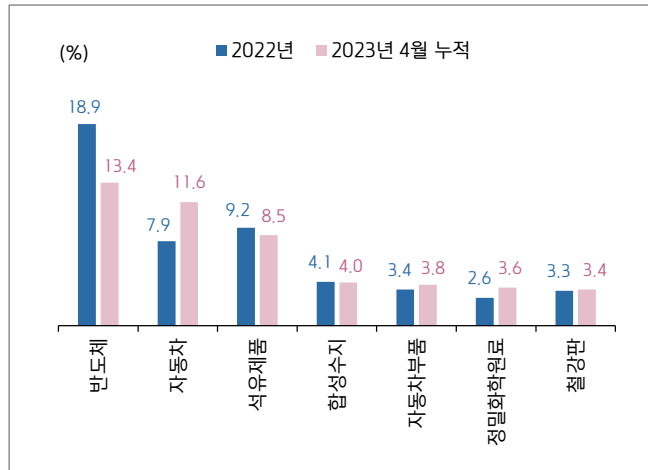
자료: CPB, 키움증권 리서치센터

16.

한국 주력 수출 품목 중심으로 P와 Q 점검 필요

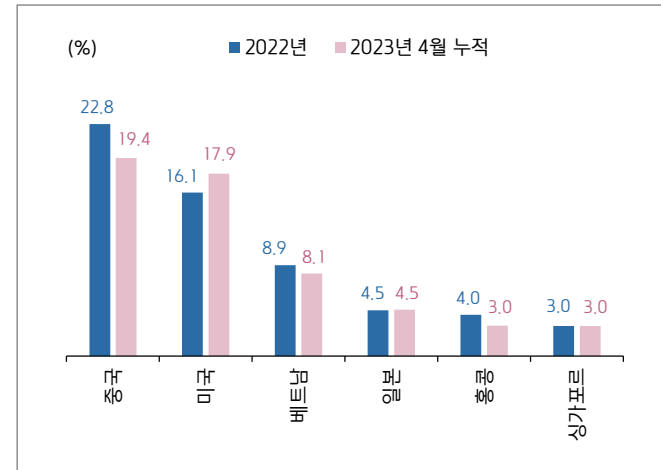
- ▶ 2023년 4월 기준 주력 수출품목은 반도체와 자동차. 2022년에는 반도체 비중이 높았으나 올해 들어 자동차와 비슷한 수준으로 감소. 이는 한국 수출의 주요국 비중 변화에서도 확인 가능
- 2023년 들어 한국의 국가별 수출 비중을 보면 중국과 미국의 격차 축소
- ▶ 향후 수출의 방향성 점검은 주력 품목의 수입 수요 비중이 높은 지역의 수요(물량)뿐만 아니라 가격 측면에서 해당 품목의 재고 및 생산, 출하 흐름 변화에 주목할 필요
- ▶ 과거와 달리 2022년에는 인플레이션 환경이 이어지면서 수요 약화 전망에 기업들이 재고 및 생산 조정을 선제적으로 진행함에 따라 하반기 수요 부진에도 가격 하락폭은 제한적이거나 일부 산업에서는 반등 여지 있음

한국 수출 주력 품목 비중



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

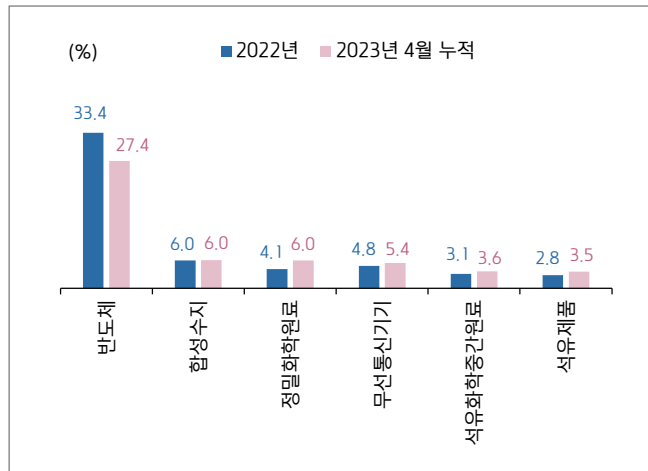
한국 전체 수출 주요국 비중



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

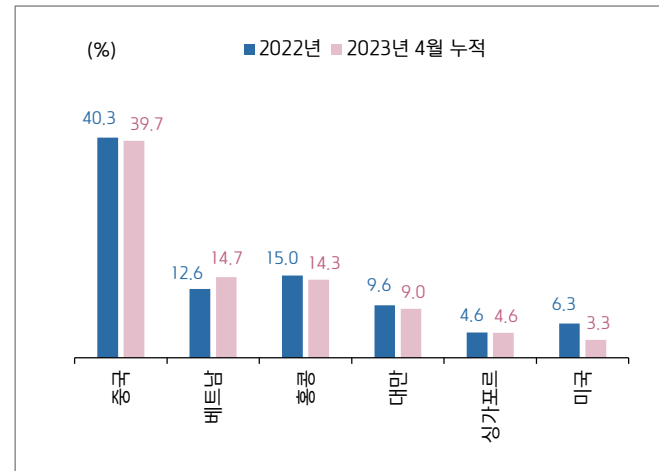
- ▶ 한국 수출에서 대중국 비중은 2022년 22.8%에서 2023년 4월 현재 19.4%로 축소, 한국의 대중국 수출에서 반도체가 차지하는 비중도 27% 내외로 축소. 한국의 대중국 수출과 반도체의 높은 상관관계를 반영
- ▶ 한국 반도체의 대중국 수출 비중은 대략 40% 내외로 여전히 높은 수준, 반도체 수출 회복을 위해서는 중국 수요 개선이 필요
 - 한국무역협회, 2021년 우리나라의 對중국 총수출은 현지 내수용 76.1%(최종재 20.2%, 내수용 중간재 55.8%), 중국 내에서 조립·가공하여 제3국으로 우회 수출(23.9%). 우회수출 국가를 살펴보면 중국을 경유해서 미국에서 최종 소비되는 비중이 對중국 수출의 4.8%, 이어 일본(1.5%), 독일(1.4%), 한국(0.9%) 등 순으로 크게 나타남

한국 대중국 수출 중 상위 수출 품목 비중



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

한국 반도체 수출, 주요 수출국 비중



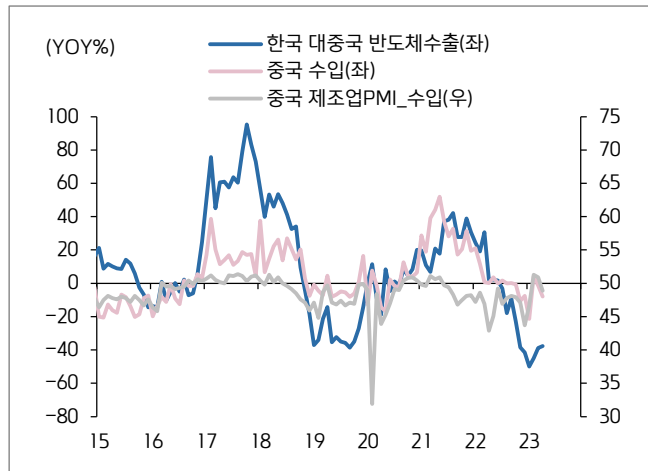
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

18.

중국 수요 회복, 서비스 수요 중심이라는 한계

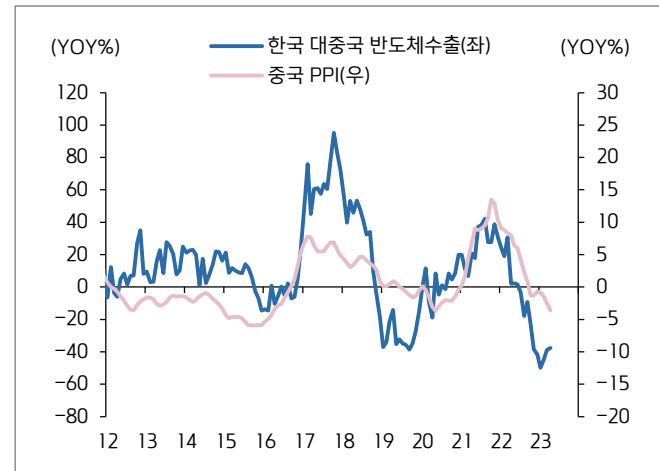
- ▶ 중국 리오프닝 수요 개선이 2023년 들어 서비스업과 소비를 중심으로 나타나고 있으나 제조 및 생산활동 관련 수요 회복은 더딘 상황
- ▶ 중국 수입과 제조업PMI지수 내 수입 지수가 불안정한 흐름을 보이고, 생산자물가의 감소폭은 추가로 확대. 중국의 수요 회복이 고르게 확산되지 못하고 있음을 시사
 - 소비 역시 청년층 실업률 상승 등 소비 여력이 취약하고, 부동산 경기가 불안정한 만큼 리오프닝 수요 개선 효과는 하반기 들어서는 약화될 수 있음.

한국 대중국 반도체 수출과 중국 수입과 PMI 수입 지수



자료: 산업통상자원부, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

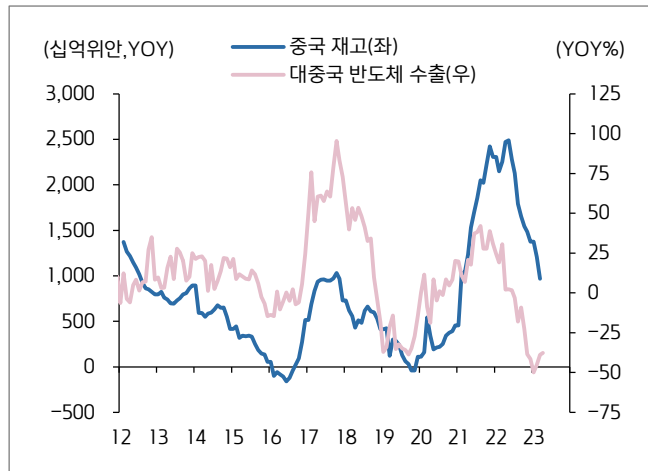
한국 대중국 반도체 수출과 중국 생산자물가



자료: 산업통상자원부, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

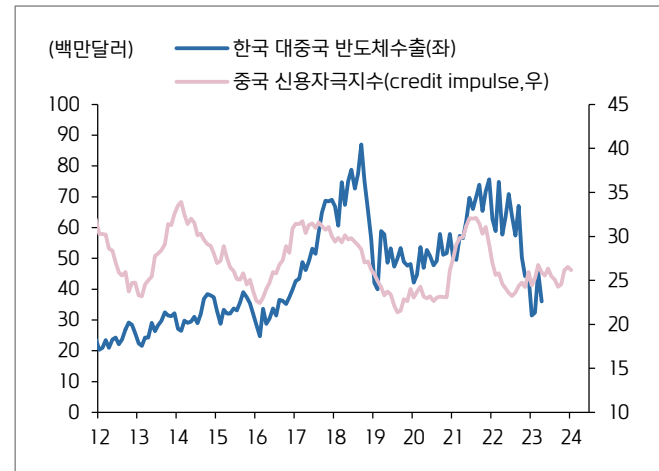
- ▶ 중국 재고 조정 과정이 진행되면서 반도체를 중심으로 한 수입 수요 회복은 더딜 가능성
- ▶ 중국 신용자극지수는 작년 12월을 저점으로 좁은 레인지에서 등락 중. 경기나 수출에 3분기 정도 선행한다고 고려할 경우 올해 하반기에도 대중국 수입 수요의 회복 강도는 시장 기대보다 약할 수 있음
 - 신용자극지수(credit impulse)= 신용창출규모/GDP
- ▶ 한국의 대중국 수출이나 반도체 수출 증가율이 하반기 중 우호적인 기저효과에 의해 반등세는 보이나 중국 수요 개선의 수혜가 제한적임을 고려할 때 반도체 수출 실적은 바닥권에서 미약한 회복에 그칠 수 있음

한국 대중국 반도체 수출과 중국 재고



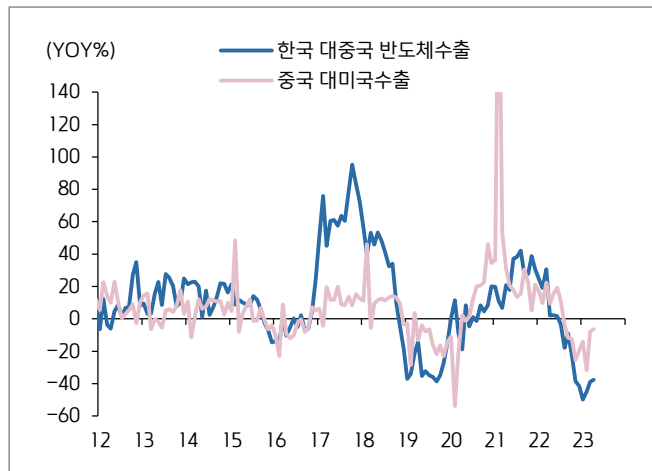
자료: 산업통상자원부, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 대중국 반도체 수출과 중국 신용자극지수

자료: 산업통상자원부, Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 차트 중 중국 신용자극지수는 3분기 정도 선행

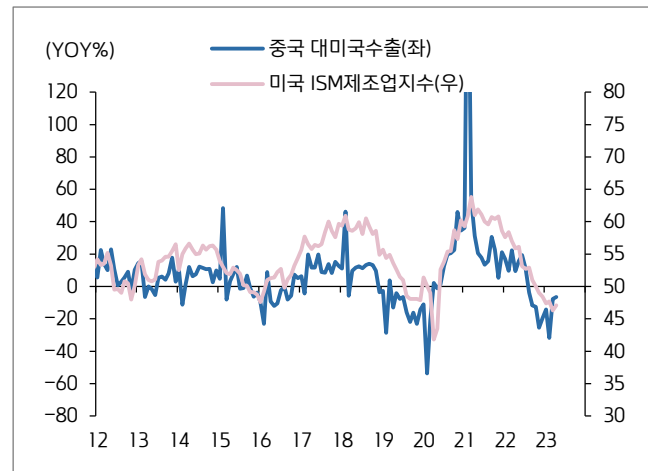
- ▶ 한국의 대중국 반도체 수출 회복을 위해서는 중국의 대미 수출 수요 개선이 필요
- ▶ 한국 대중국 반도체 수출과 중국 대미 수출 모두 마이너스권에 머물러 있으나 바닥을 다지는 모습
- ▶ 하지만, 미국 ISM제조업지수는 기준선(50)을 지속해서 하회. 중국 대미수출을 통한 한국의 대중국 반도체 수출의 회복 과정이 불안정할 수 있음을 시사
 - 미국의 반도체 규제가 강화될 경우 수입 수요 개선에도 불구하고 중국의 대미 수출이 부진하면서 한국의 대중국 반도체 수출도 부정적인 영향을 받을 수 있음.

한국 대중국 반도체 수출과 중국 대미 수출



자료: 산업통상자원부, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

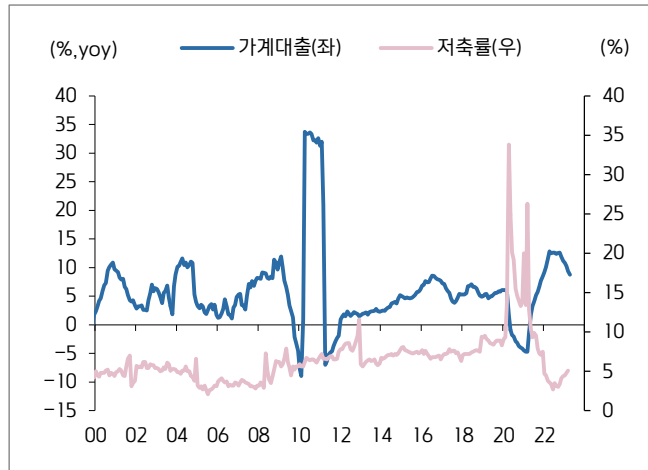
중국의 대미 수출과 미국 ISM제조업지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

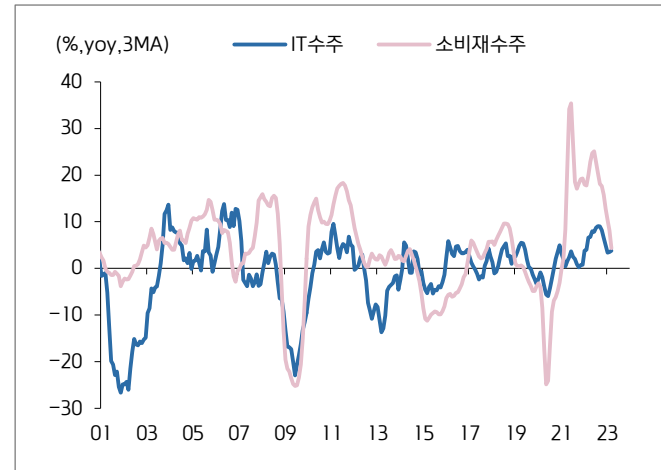
- ▶ 미국 금융기관 대출태도 강화에 따른 신용 긴축은 민간 신용 창출을 제약하며 수요에 부정적
- ▶ 미국 소비 수요를 이끌어왔던 초과 저축의 긍정적인 효과가 약화되고 신용카드 대출 등 레버리지 여건도 타이트해지면서 가계의 소비 지출이 부진할 것으로 전망
 - 가계 저축률, 코로나 이전 3년 평균은 7.9%. 3월 현재 5.1%, 불확실한 전망에서는 초과저축을 통한 소비도 약해질 듯
 - 전체 소매판매 증가율(YOY)은 올해 1월을 정점으로 둔화, 전자제품 소매판매는 4월 현재 전월비 3개월 연속 감소

미국 가계대출과 저축률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 IT와 소비재 수주



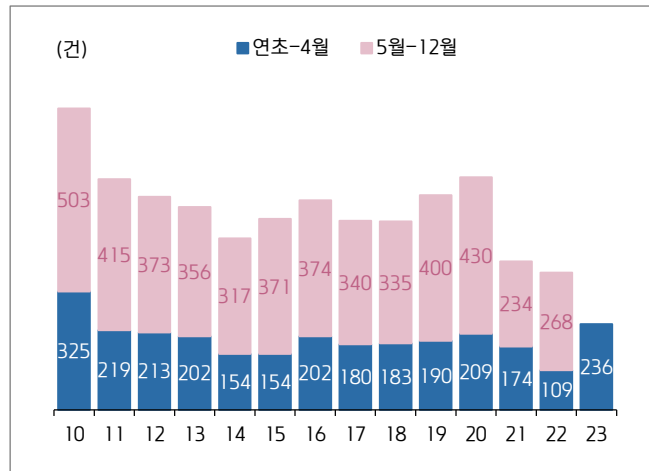
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

22.

미국 고금리와 신용 긴축, 비우호적인 소비 여건

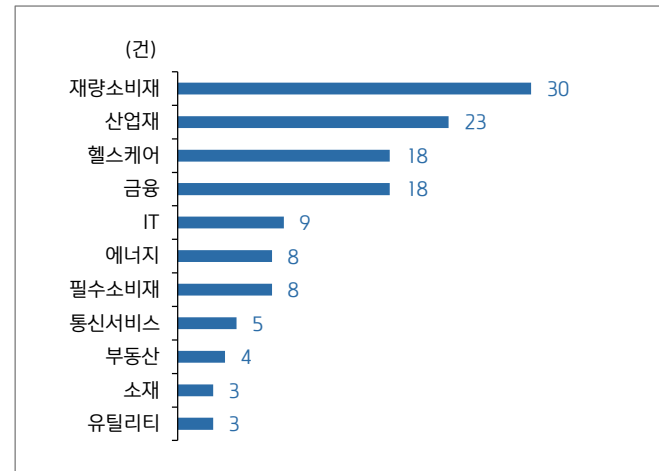
- ▶ 미국 금융기관 대출 강화에 따른 유동성 축소와 수요 약화는 기업의 파산 건수 증가로도 반영 중
 - S&P 집계에 따르면 올해 4월 누적 기준 기업 부도건수는 지난 2010년 이후 가장 많은 수치를 기록
- ▶ 섹터별로 보면 재량 소비재와 산업재를 중심으로 빠르게 늘어나고 있는 상황
 - 소매업의 구인건수 감소와 재량 소비재 섹터의 기업 부도 증가는 미국 소비 수요에 대한 우려를 반영
- ▶ 기업의 파산 증가는 시차를 두고 고용 감소 등 가계 소비 여력을 약화. 하반기 후반으로 갈수록 미국의 소비 부진은 가시화될 것으로 전망

미국 S&P 기업 부도건수



자료: S&P, 키움증권 리서치센터

미국 주요 섹터 부도건수 (2023년 4월 기준)



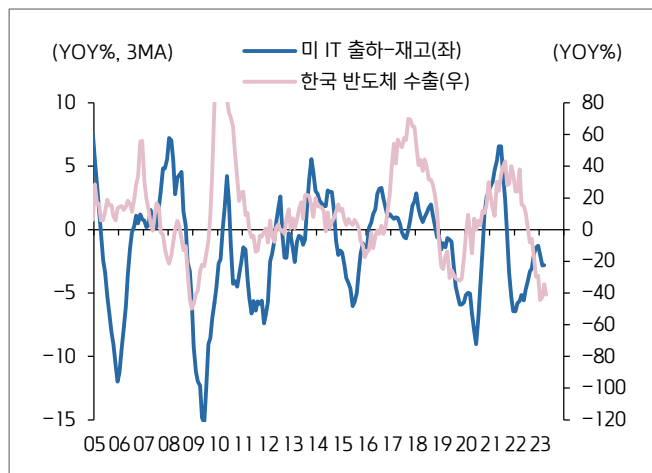
자료: S&P, 키움증권 리서치센터

23.

반도체 수출물가 반등, 예상보다 지연될 수 있으나

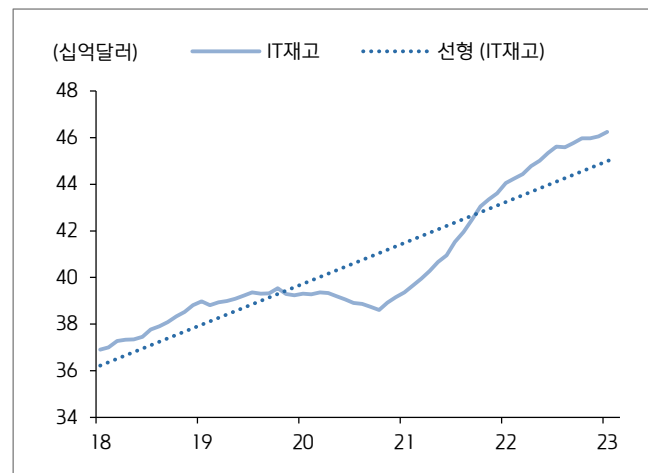
- ▶ 미국 IT 재고순환 지표가 3개월 이동 평균 기준으로 다시 하락하며 아직은 불안정한 상황
 - IT 재고가 추세를 상회하는 만큼 재고 조정 과정 필요
- ▶ IT재고 조정 과정이 좀더 지속된다면 수요 둔화와 더불어 한국 반도체 수출 물가의 반등 시기도 예상보다 지연될 가능성 상존
 - 미국 IT 재고순환지표는 한국 반도체 수출 물가에 부분적으로 선행하며 밀접한 관계를 보여줌

미국 IT 재고순환과 한국 반도체 수출물가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

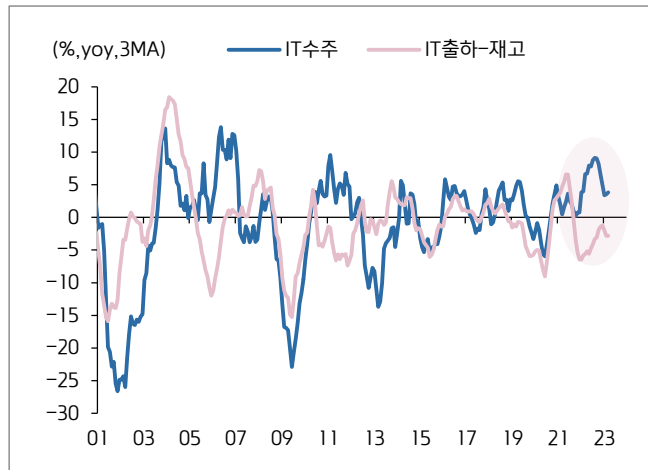
미국 IT재고 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

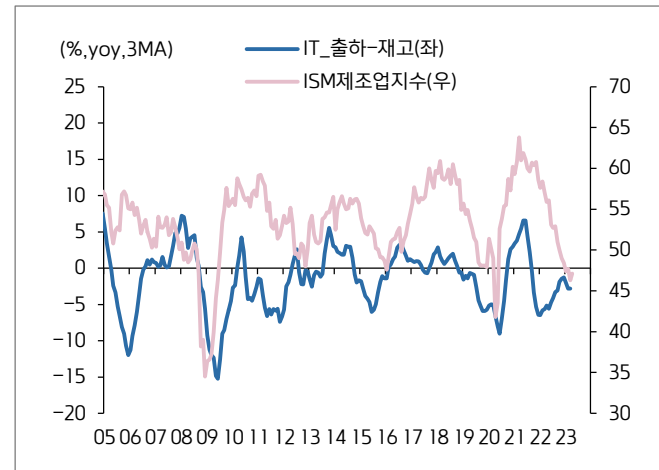
- ▶ 미국 인플레이션 환경하에서 기업은 수요 부진을 가격 인상으로 대응
- ▶ 지난 해 하반기부터 미국 수요 부진에 대한 우려가 높게 형성되면서 과거와 달리 재고 조정 과정이 선제적으로 진행한 측면을 고려할 필요
- ▶ 이는 수요 부진이 하반기에 나타나더라도 과거 경기 위축기에 비해 생산 급락의 가능성을 상대적으로 완화 소비와 생산이 동시 위축되지 않음에 따라 가격의 추가 하락을 제한해줄 수 있으며 반등 여건도 조성 가능

미국 IT 수주와 재고순환



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 IT 재고순환과 ISM제조업지수



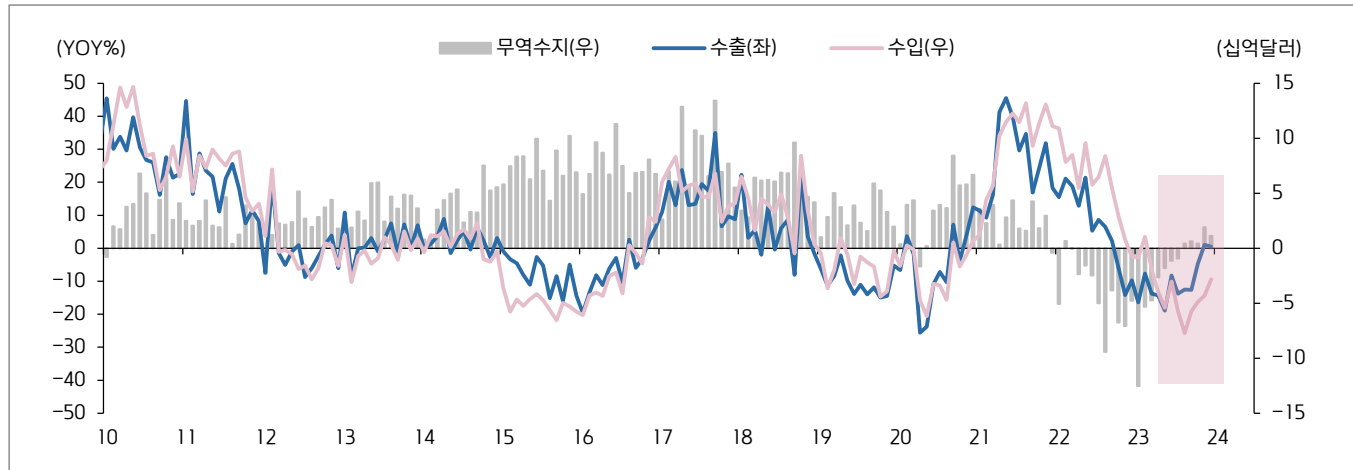
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

25.

하반기 수출 증가율 반등하나 회복 속도에 대한 기대치는 낮추고 접근

- ▶ 하반기 한국 수출금액은 평균 500억 달러 내외에서 움직이며 수출 감소폭을 줄여가는 흐름을 전망
- ▶ 무역수지는 3분기 중 수입 감소에 의해 흑자로 전환될 것으로 예상하며 수출 증가율의 플러스 전환은 4분기 후반 정도에나 가능할 것으로 예상

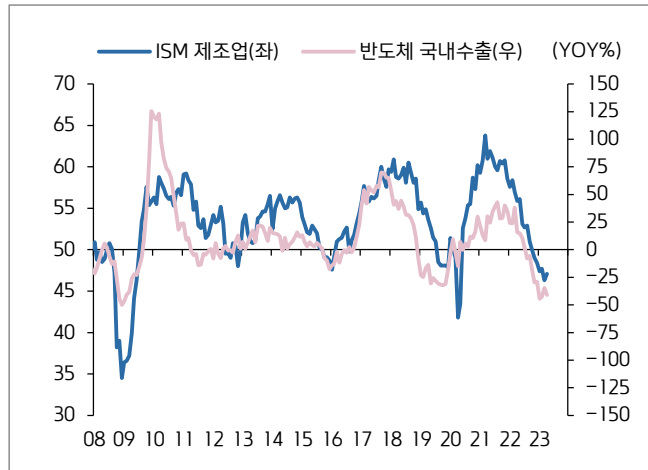
한국 수출과 수입 증가율, 무역수지



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터
주: 붉은 음영은 당사 전망치

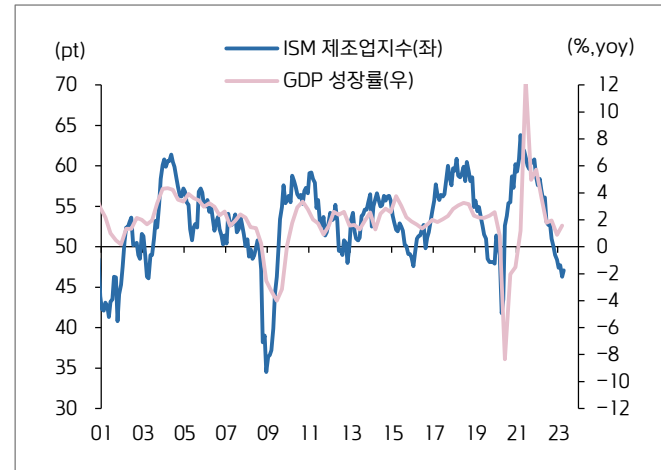
- ▶ 한국 반도체 수출 및 미국 경제성장률은 과거 ISM제조업지수와 밀접한 관계를 보여옴
- ▶ 선행성을 보이는 미국 ISM제조업지수가 바닥을 다지며 반등할 수 있다면 하반기 수요는 부진하더라도 회복 기대감은 조성될 수 있음. 이는 미국 경기의 급격한 위축을 방어해줄 것으로 기대
- ▶ ISM제조업지수 등 선행성 지표의 반등을 위해서는 통화정책의 변화가 필요

미국 ISM제조업지수와 한국 반도체 수출



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

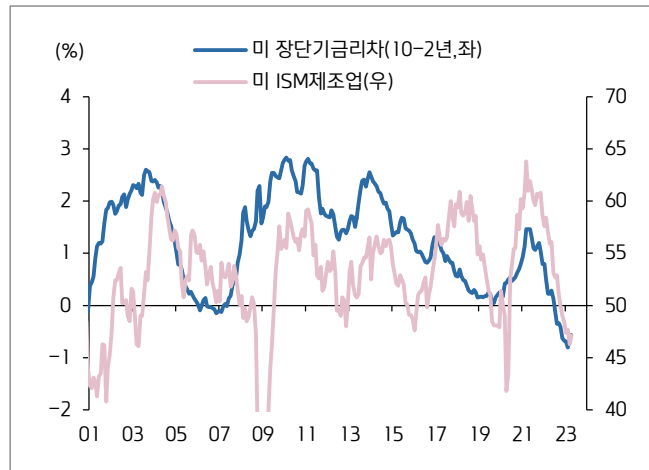
미국 ISM제조업지수와 미국 경제성장률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

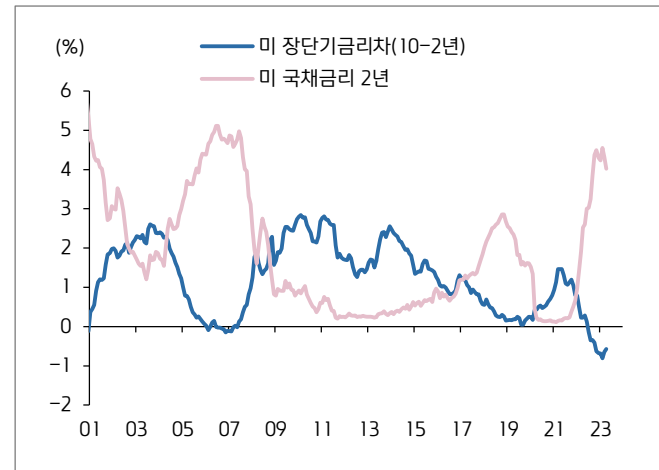
- ▶ ISM제조업지수는 과거 장단기금리차 역전이 완화되면서 저점을 형성하면서 반등하는 패턴을 보여줌
- ▶ 장단기금리차 역전 해소 여부는 결국 미국 통화정책 전환이 중요. 기준금리 인하 기대가 조성되는 시기에 주목할 필요
- ▶ 금리 인하 기대가 조성될 경우 국채 2년의 하락과 함께 장단기 금리 역전이 완화되면서 ISM제조업지수의 반등도 기대, 수요 부진에도 재고 순환에 의한 가격의 반등 가능성 열어둘 수 있어
- ▶ 연말 연준은 고용시장 둔화와 실업률 상승 등에 금리 인하를 단행할 것으로 전망

미국 ISM제조업지수와 미 장단기금리차(10년-2년)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

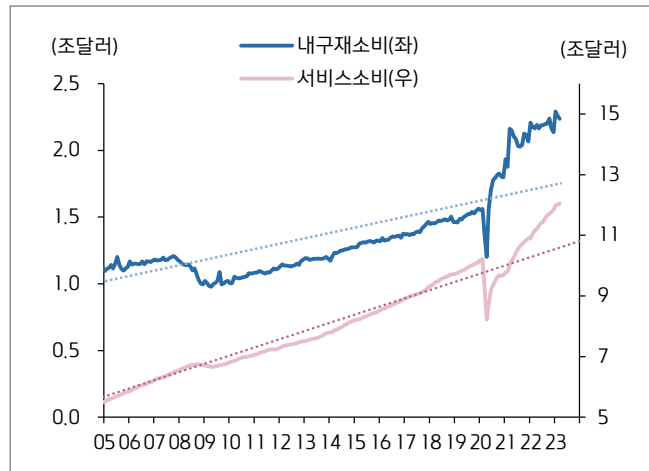
미국 장단기 금리차(10년-2년)와 국채금리 2년



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

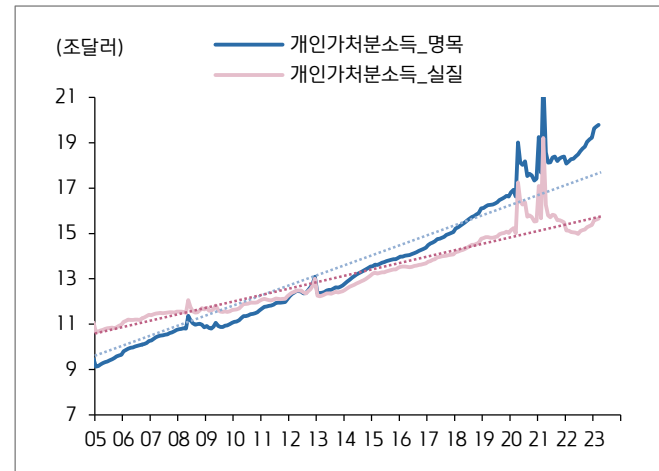
- ▶ 미국 내구재와 서비스 소비는 추세선을 상회하며 급격하게 증가. 과잉 소비 구간으로 정상화 과정에 따른 소비 감소 가능
- ▶ 개인 명목 가처분소득은 이전 소득 등이 늘어나면서 추세선을 상회하는 반면 실질 가처분소득은 추세선 수준
- ▶ 미래 경기 불확실성 등에 가계 저축률은 5.1% 반등. 남은 가계 초과저축이 소진 보다는 저축으로 활용되었을 가능성. 하반기 후반으로 갈수록 고용 및 레버리징 여건이 위축되면서 소비 부진 불가피

미국 내구재와 서비스 소비



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

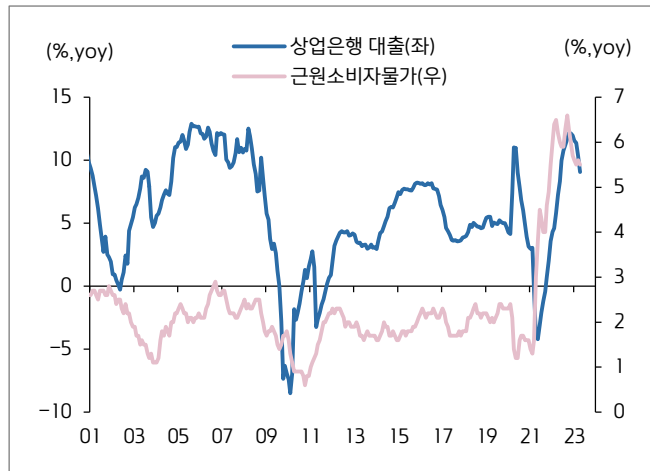
미국 개인가처분소득 실질과 명목 기준



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

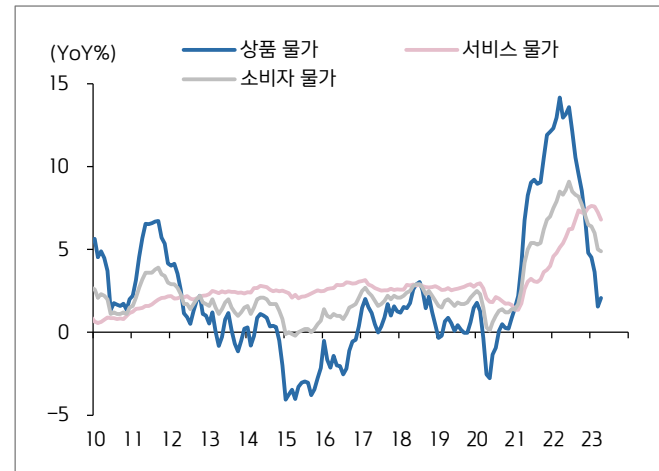
- ▶ 미국 금융기관의 대출태도 강화에 따라 민간 신용 창출이 제약되며 시차를 두고 민간 수요 둔화는 불가피, 수요 측면에서의 인플레이션 압력을 완화시키는 요인으로 작용
- ▶ 2022년 6월이 CPI 상승률(9.1%) 고점이었던 만큼 하반기에는 높았던 기저효과는 약화되나 서비스물가가 지난 해 하반기 이후 올해초까지 7%대에서 높게 유지되었던 만큼 근원물가를 낮추는 요인으로 작용할 듯

미국 상업은행 대출과 근원 소비자물가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

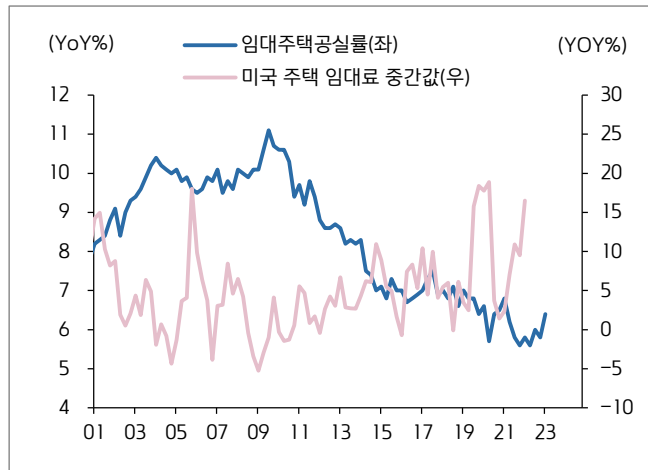
미국 상품, 서비스, 소비자물가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

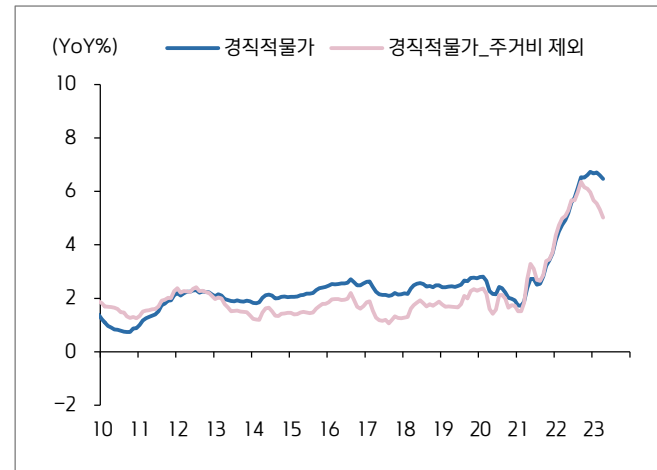
- ▶ 주거비의 물가 상승 압력에 대한 우려 잔존하나 2023년 1분기 임대주택공실률은 6.4%로 2021년 1분기 이후 최고치, 임대료 가격 상승을 제한해줄 것으로 기대. 하반기에는 주거비 중심으로 근원물가의 둔화 유도 가능
- ▶ 미국 경직적(sticky)물가가 여전히 높은 수준에 있으나 주거비 물가의 둔화와 노동시장 내 인플레이션 압력이 완화된다면 연준의 금리 인하는 연말 정도 가능할 것으로 기대
 - 연준의 물가 목표치 2%까지 도달은 어려우나 노동시장 둔화가 동반될 경우 3%대 물가에도 금리 인하는 가능할 듯

미국 임대주택공실률과 주택임대료지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

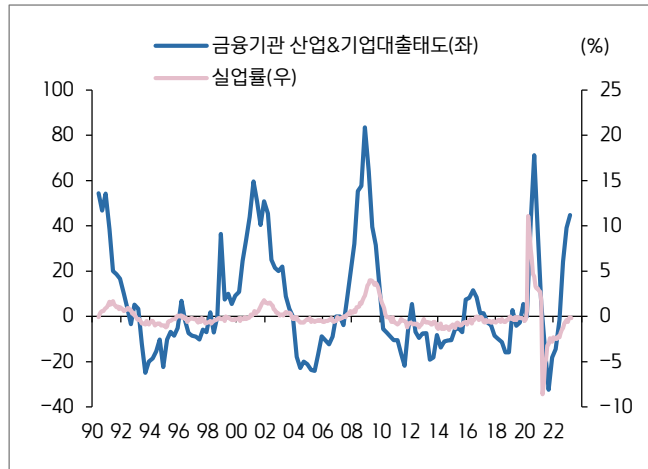
미국 경직적(Sticky)물가와 주거비 제외 경직적 물가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

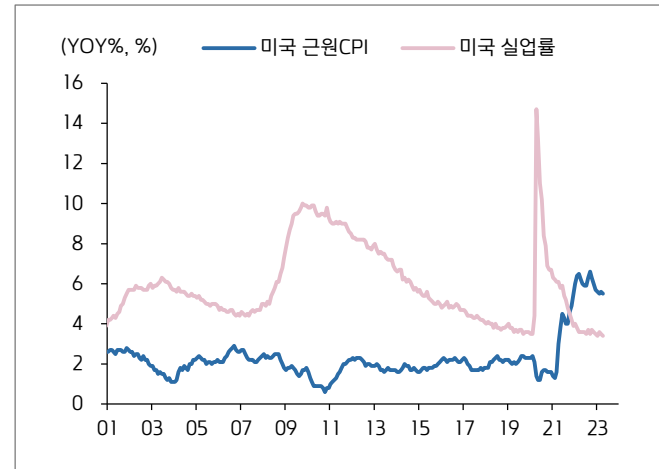
- ▶ 미국 실업률이 3.4%로 낮은 수준이나 과거 금융기관의 대출태도가 강화된 이후 시차를 두고 실업률이 급등하는 패턴을 보여옴
- ▶ 실업률 상승이 3분기 후반 이후 가시적으로 나타날 경우 4분기 연준의 금리 인하는 가능할 것으로 전망
- 연준의 올해 실업률 전망은 4.5%로 과거 최저 실업률 수준에서 1.5%p 이상 상승한 이후에는 경기가 침체를 보여옴
- ▶ 실업률이 의미있는 수준까지 상승하려면 침체가 선제적으로 나타나고 노동시장이 둔화되어야 함

금융기관 대출태도와 실업률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

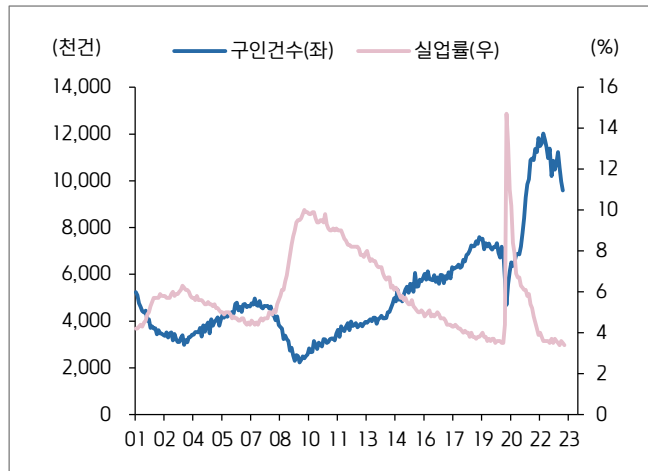
미국 근원 CPI와 실업률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

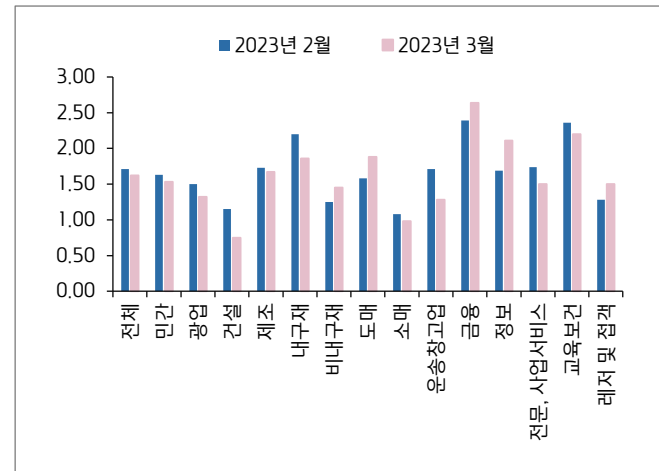
- ▶ 실업률이 후행지표인 만큼 선행성 노동지표에 주목할 필요. 구인율과 실업률은 역의 상관관계
- ▶ 구인율은 정점 형성 후 하락세. 물론, 일부 업종에서 노동 수요가 높으나 전체적으로 이전보다 둔화되는 상황. 특히, 건설과 소매업에서는 구인건수/실업자수가 1을 하회하며 타이트한 수급이 조금씩 완화
 - 현재 미국 고용 비중은 주로 레저와接客업, 소매업, 금융보건에서 높게 나타나고 있음

미국 실업률과 구인건수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 업종별 구인건수/실업자수



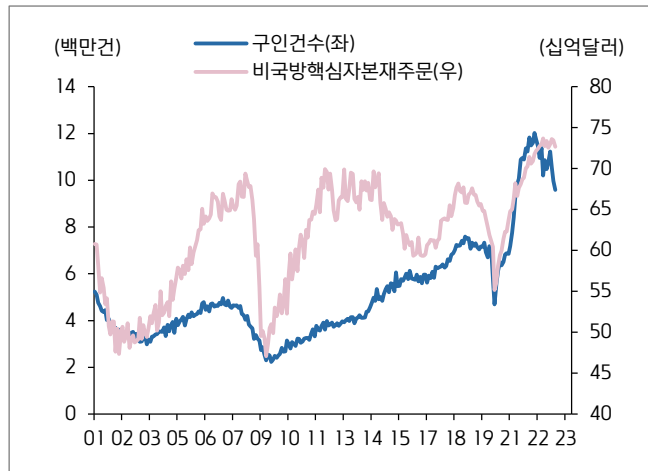
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

33.

기업 고용 여건도 조금씩 보수화될 가능성 높아

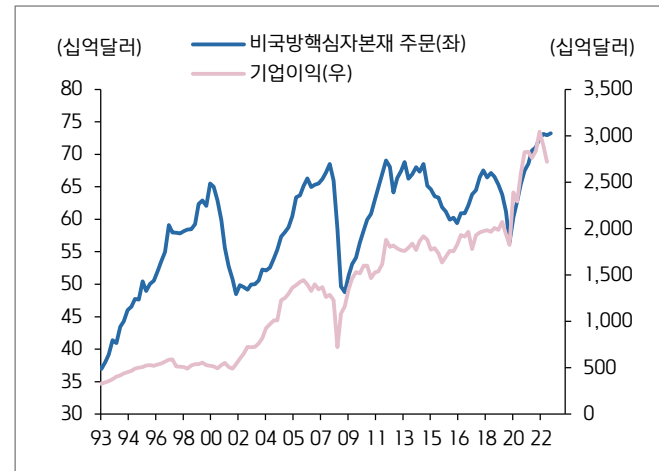
- ▶ 기업의 설비투자 선행지표로 간주하는 미국 비국방 핵심자본재수주는 정점을 형성하고 감소하는 중. 이는 기업이 설비투자뿐만 아니라 고용 여건도 보수적으로 전환할 수 있음을 시사
- ▶ 기업 설비투자과 고용 여건을 가늠하기 위한 선행 지표인 기업이익 역시 하락 전환
- ▶ 기업이익과 수주 감소 등 선행성 지표의 둔화는 시차를 두고 노동시장에 부정적인 영향을 미칠 것으로 전망

미국 구인건수와 비국방 핵심자본재수주



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

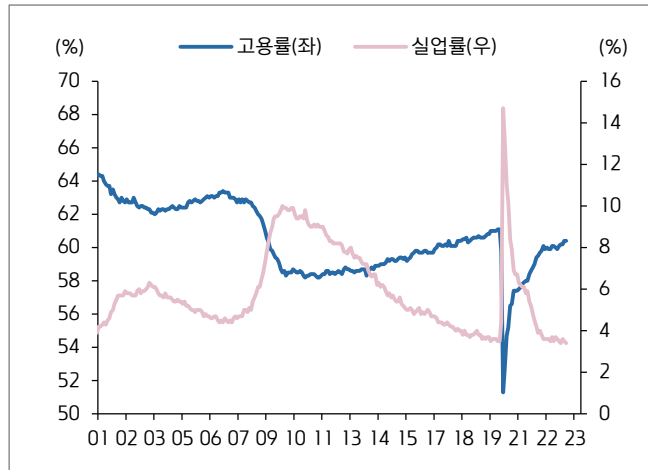
미국 비국방 핵심자본재수주와 기업이익



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

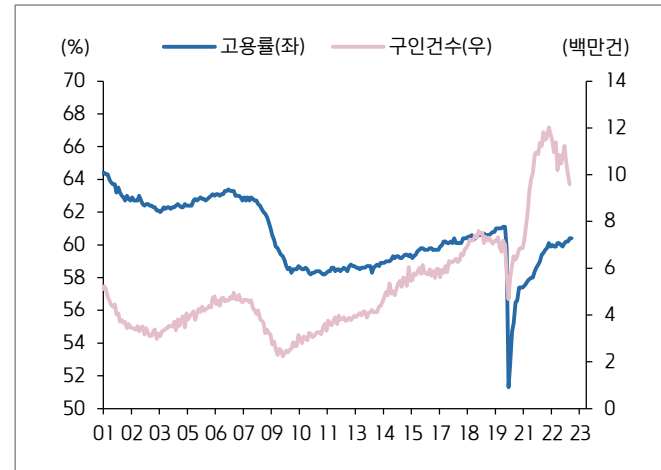
- ▶ 미국 고용률과 실업률은 역의 상관관계가 높게 형성. 고용률이 높아지면서 실업률이 매우 낮은 수준을 기록
- ▶ 고용률에 선행하는 구인건수가 정점 형성 이후 계속해서 줄어들고 있음을 고려할 때 고용률의 우상향 흐름은 주춤해질 것으로 보이며 실업률도 시차를 두고 상승 압력이 높아질 것으로 전망

미국 고용률과 실업률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

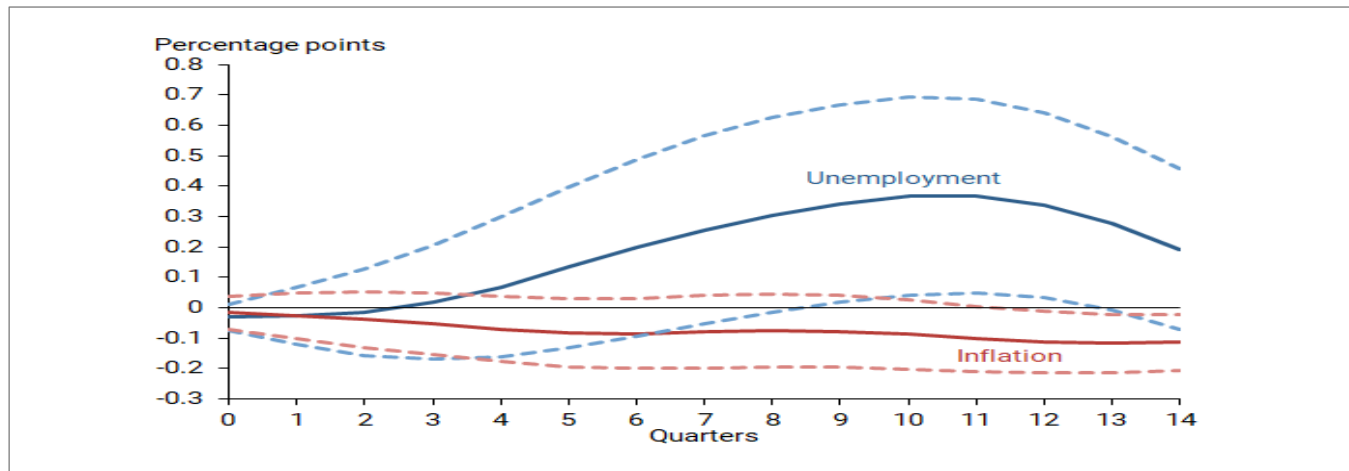
미국 고용률과 구인건수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 샌프란시스코 연은 보고서는 통화정책이 실물경제에 미치는 시차와 인플레이션과 실업률의 상충관계에 대해 기술(1990-2007년 기준금리 25bp 인상이 실업률과 인플레이션에 미치는 영향)
- ▶ 통화정책이 인플레이션에 충분히 영향을 주는 데는 최소한 1년이 소요. 2년 후에 인플레이션을 0.1%p 하락시킬 만큼의 기준금리 인상은 같은 기간 실업률을 0.3%p 상승시킬 것으로 분석
- ▶ 인플레이션이 하락하는 속도보다 실업률의 상승 속도가 약 1.5~3배 더 빠르다는 것을 의미하며 물가 둔화가 3% 내외에서 머물더라도 실업률이 4% 후반 이상으로 급등한다면 연준의 정책 전환 가능성은 높아질 듯

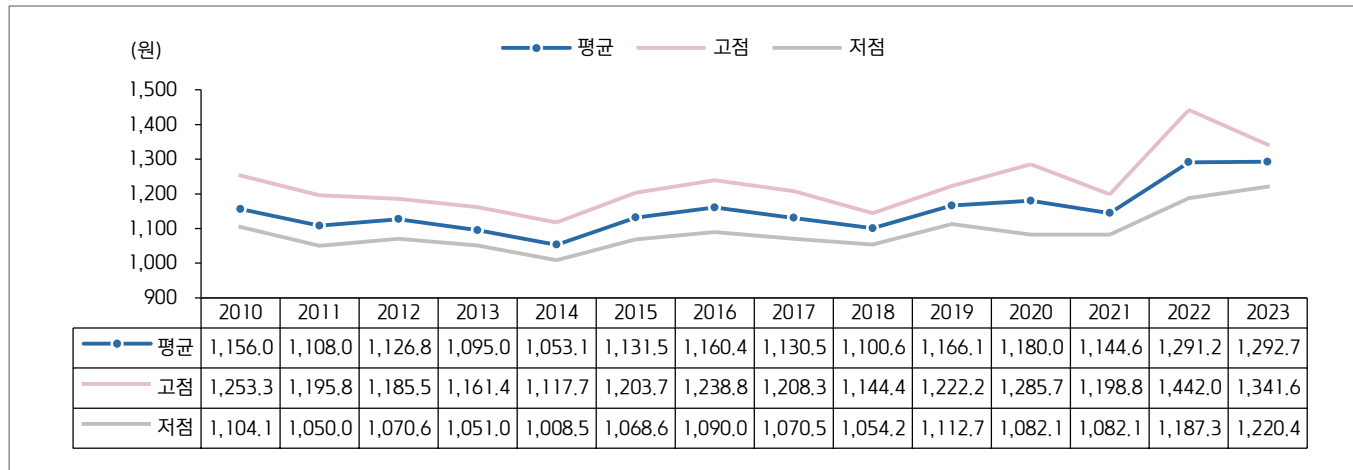
미국 정책금리가 실업률과 인플레이션에 미치는 효과



자료: 샌프란시스코 연은보고서(2022), 키움증권 리서치센터

- ▶ 달러/원 환율은 최근 5년간 평균 1,100원대에서 등락을 보였으나 2022년 들어 1,400원대로 상승 이후 달러가 약세를 보이면서 2023년 상반기 달러/원 환율은 1,200원 초반에서 1,300원 중반 사이 등락
- ▶ 미 달러화는 3분기 중 연준발 통화정책 불확실성과 대외 불안요인 등에 소폭 강세를 보이겠으나 4분기 중에는 연준 금리 인하 기대 등을 반영해 완만한 하락세를 보일 것으로 전망
- ▶ 하반기 달러/원 환율은 3분기 중 1,300원 중후반에서 등락을 보이며 1,400원까지도 근접할 것으로 보이나 4분기 중에는 달러 약세와 경기 회복 기대감 등이 이어지면서 다시 1,200원 후반대로 하향 조정 전망

달러/원 환율 연간 고점과 저점, 평균



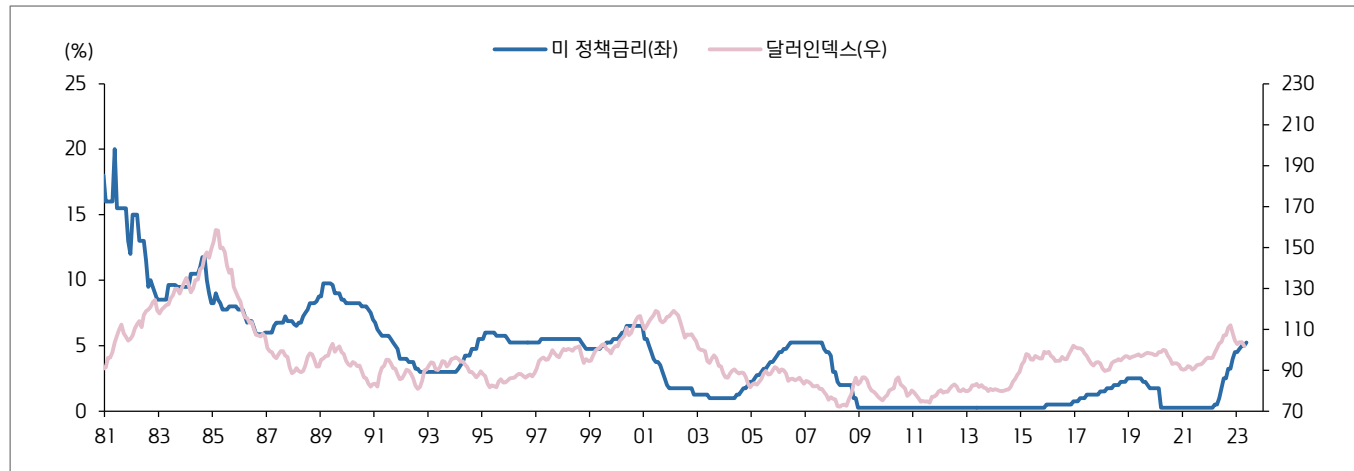
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 2023년 평균은 5/19일 기준

37.

미 달러, 소폭 강세 이후 점진적 완화

- ▶ 2023년 3분기 중 미 달러화는 국제금리의 변동성 확대 가능성 및 금융시장 내 안전자산 선호 수요, 유로화의 추가 강세가 제한되면서 소폭 강세를 보일 것으로 전망
- ▶ 4분기 중에는 미국 연준의 금리 인하 가능성이 높게 형성되고, 국제금리가 하향 안정화되면서 미 달러화는 소폭 약세로 전환될 것으로 예상

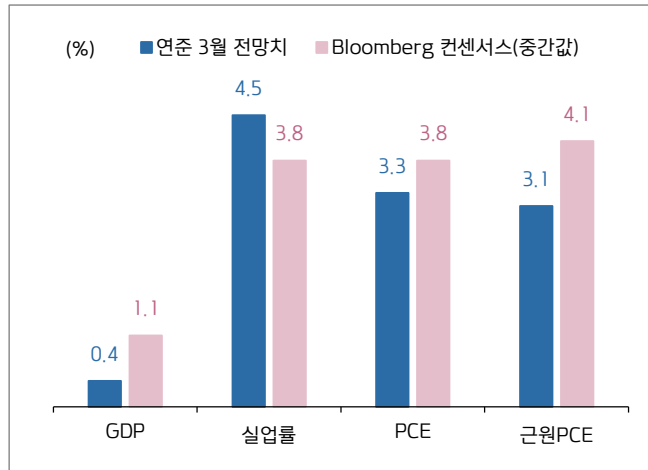
미국 정책금리와 미 달러인덱스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

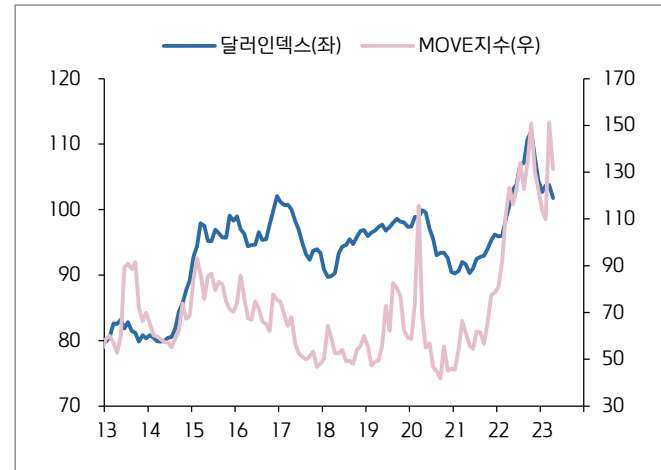
- ▶ 연준은 연내 금리 인하 가능성을 낮게 전망하나 금융시장 참가자들은 여전히 3분기부터 금리 인하 전망
- 연내 금리 인하 가능성을 낮게 보는 연준의 성장 전망치가 금융시장 컨센서스보다 현재 더 보수적
- ▶ 기대인플레이션 상승에 대한 경계감이 높은 연준 입장에서는 물가상승률의 수준이 충분히 낮아지지 않은 상황에서 단기적으로 금융시장의 금리 인하 기대를 낮추는 작업이 필요
- 6월 FOMC와 8월 잭슨홀 미팅에서 매파적인 입장이 이어질 가능성도 염두
- ▶ 연내 금리 인하 기대가 약화될 경우 미 국채금리의 변동성이 확대될 수 있으며 금융시장 내 위험회피성향이 높아지면서 미 달러화가 강세를 보일 수 있음.

미국 2023년 연준과 시장의 성장, 실업률, 물가 전망치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 달러인덱스와 MOVE지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

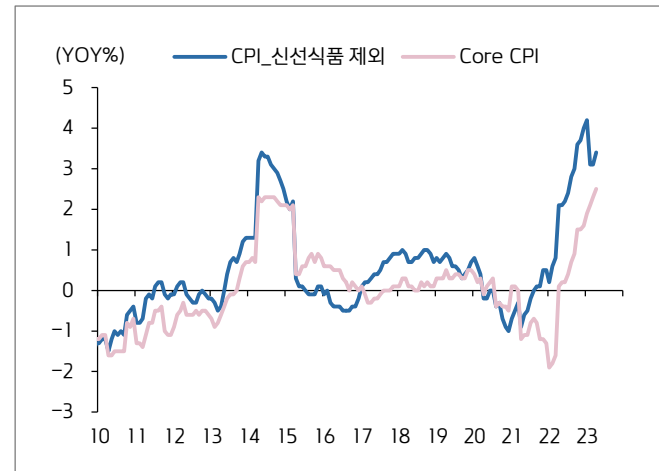
- ▶ 미국 부채한도 협상 타결 이후 국채 발행에 따른 수급 부담이 국채금리의 상승 압력으로 작용할 가능성
 - 정부의 국채 발행이 재개될 경우 국채 수요를 은행의 지준 감소 또는 MMF 등을 통해서 흡수할 수 있으며 이 과정에서 은행의 유동성 불안이 다시 높아질 수 있으며 수요 주체가 불안할 경우 금리의 변동성을 키울 수 있음.
- ▶ 일본은행 YCC정책의 변화 가능성을 열어둘 필요. 신임 일본은행 총재가 완화적인 통화정책 지속을 밝히고 있으나 근원물가의 오름세를 고려할 때 YCC 정책의 변화 가능성은 남아있음.
 - YCC정책 수정 등 완화적인 정책에 변화를 줄 경우 일본 해외 자산 회수 우려와 일본 국채금리 변동성 확대 등 금융시장 내 불안심리를 자극할 수 있음.

미일 금리차와 달러/엔 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

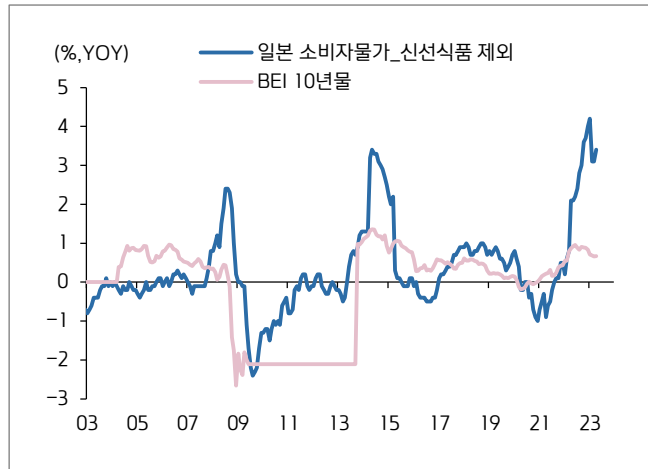
일본 소비자물가와 근원 물가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

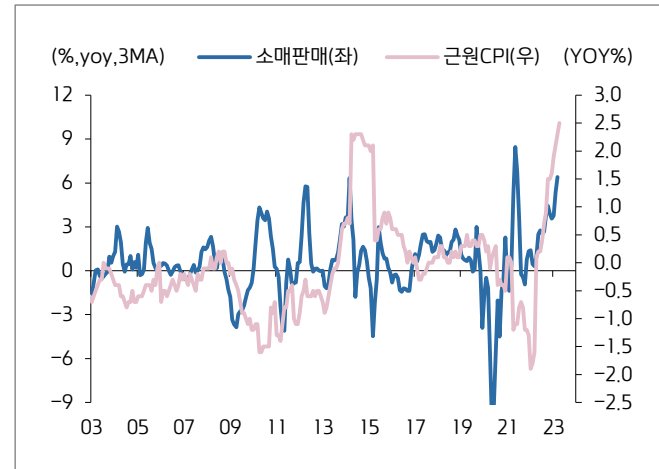
- ▶ 일본 BEI10년 금리는 소폭 하락하며 기대인플레이션은 등락을 보이는 상황. 디플레이션 상황이 길었던 만큼 물가 흐름의 지속성 여부를 두고 일본은행은 고민할 가능성
- ▶ 일본 소비를 중심으로 내수의 개선은 엔화 약세에 따른 수입물가 상승과 더불어 물가의 상승 압력을 높일 수 있는 요인. 이에 일본은행 입장에서는 급진적인 정책 변화를 피하기 보다는 YCC정책의 금리 범위 확대 등의 방식을 우선적으로 선택할 것으로 예상

일본 소비자물가_신선식품 제외, BEI10년



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

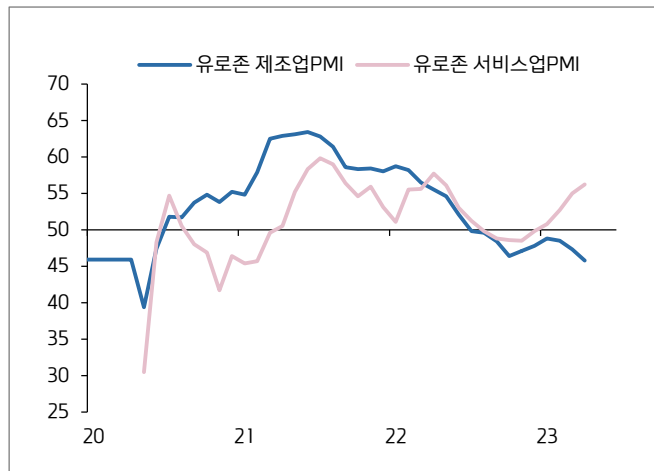
일본 소매판매와 근원CPI



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

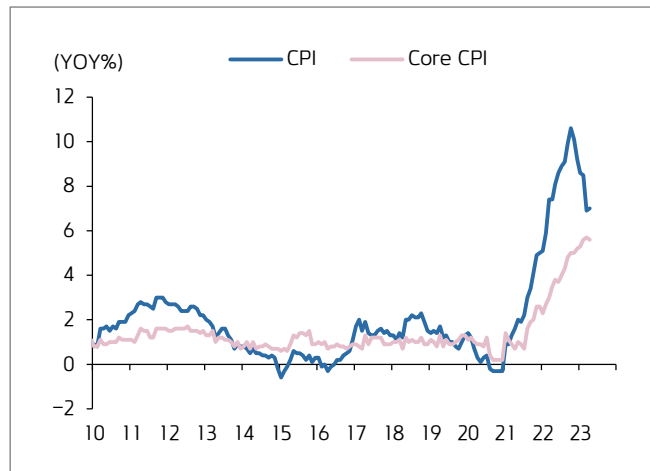
- ▶ 유로존 스태그플레이션 우려가 제기될 경우 3분기 중 유로화가 달러 대비 약세를 보일 수 있음
- ▶ 유로존 근원물가는 높은 수준이 지속되며 ECB의 추가 긴축 가능성을 열어두고 있는 상황
 - 여름철 천연가스 소비 수요가 늘어나면서 관련 가격 상승이 인플레이션 우려를 자극할 수 있음.
- ▶ 특히, 리오프닝 수요 등으로 관광업을 중심으로 서비스업이 양호한 흐름을 보이는 점도 통화 긴축의 명분을 제공할 것으로 예상

유로존 제조업과 서비스업 PMI지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

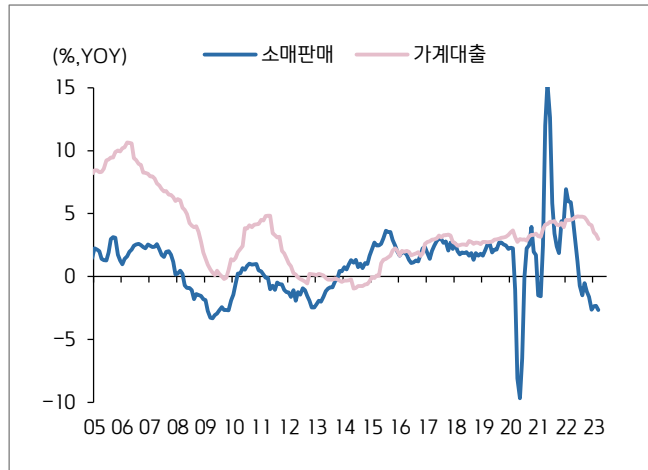
유로존 CPI와 근원 CPI



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

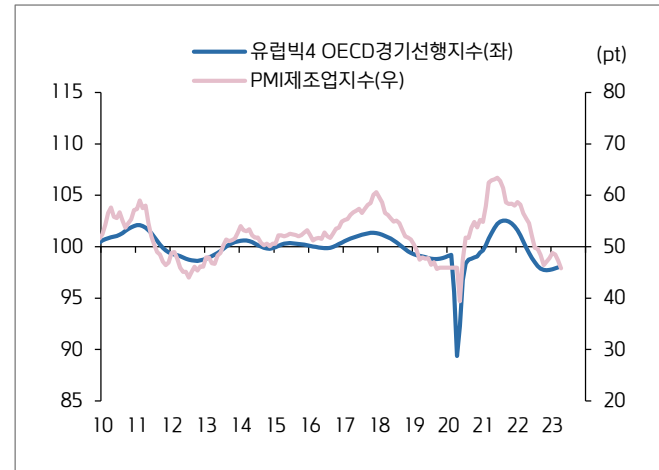
- ▶ 하지만, 제조업을 중심으로 경기 둔화 우려 확산, 유로존 경제에서 비중이 가장 높은 독일 성장 부진
 - 1분기 경제성장률을 보면 제조업 중심의 독일의 성장은 부진한 반면, 서비스업 호조로 남유럽 성장은 상대적으로 양호
- ▶ ECB 금리 인상 효과의 시차를 고려할 때 신용 긴축에 따른 민간 수요 둔화도 나타날 것으로 전망
 - 유로존 민간대출 및 M2증가율 둔화. 유로존 내 기업과 가계는 대출 수요를 통한 투자 및 소비의 의존도가 높은 상황
- ▶ 유럽 OECD경기선행지수가 반등세를 보이며 경기 회복 기대를 보이고 있으나 민간수요의 둔화 가능성을 고려할 때 실제 경기 방향성이 기대를 충족하지 못할 수 있음.
- ▶ 3분기 중 미국의 금리 인하 기대가 약화되고 유로존은 성장 우려가 높아진다면 유로화 약세 가능

유로존 소매판매와 가계대출



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

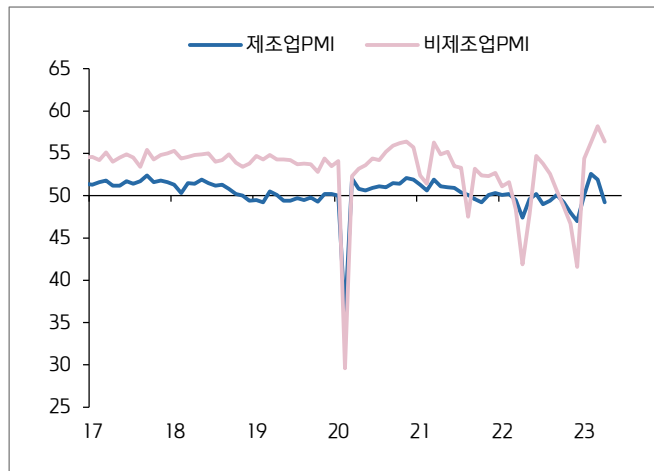
유로존 제조업PMI와 유럽빅4 OECD경기선행지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

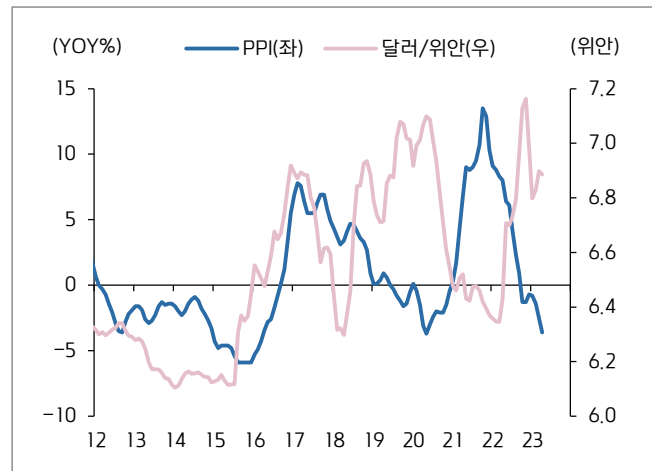
- ▶ 중국 리오프닝 수요에 따른 서비스업 개선 및 기저효과 등으로 지표 개선 가능. 하지만 하반기에는 정책 효과가 상반기에 비해 약화되고, 약한 소비 여력 등에 지표의 개선 강도는 기대보다 약할 것으로 예상
- ▶ 부동산 관련 가계의 심리가 급격하게 위축된 상황에서 높은 부채에 따른 부담이 수요를 제약하는 상황이 이어질 수 있음.
- ▶ 부동산 등 부양 조치에 따른 완화적인 통화 여건이나 대외 수요 감소에 따른 수요 부진은 위안화 측면에서는 약세 요인으로 작용. 미국 연준 금리 인하 기대 가시화 이전까지는 위안화는 불안정한 흐름을 보일 것으로 전망

중국 제조업과 서비스업 PMI지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

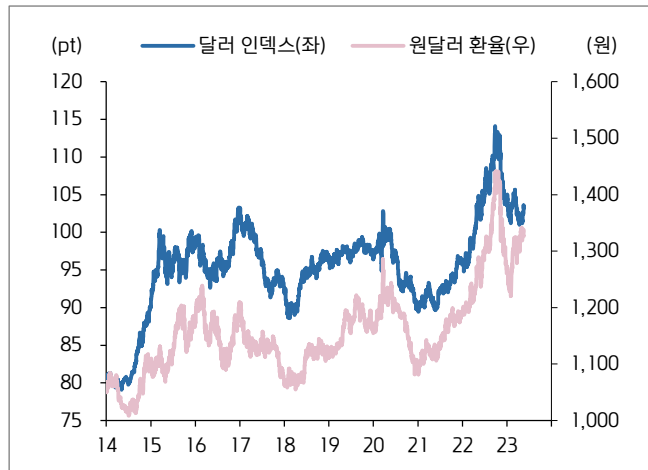
중국 생산자물가 상승률과 달러/위안



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

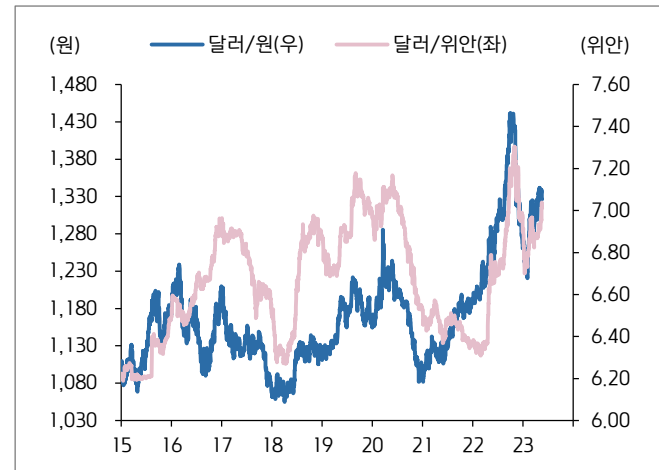
- ▶ 달러/원 환율은 미 달러와 대외여건에 보다 민감하게 움직일 것으로 전망. 달러 강세 요인이 우세한 3분기 중에는 1,300원 중후반에서 일시적으로 1,400원을 상회할 가능성 있음.
- ▶ 4분기 중 연준 금리 인하에 따른 달러 약세와 한국 수출 증가율 반등 기대, 위안화 약세 제한 등이 이어지면서 달러/원 환율도 1,200원 후반대로 다시 하락할 것으로 전망
 - 펀더멘털 측면에서 한국 무역흑자 전환이 3분기 중 이어질 것으로 보이나 수입 감소 영향이 클 것으로 보임에 따라 이보다는 수출 증가율 플러스 전환 등이 뒤따르는 4분기 중반 이후에 성장 모멘텀이 원화에 우호적일 것으로 전망.

달러/원 환율과 달러 인덱스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러/원 환율과 달러/위안 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



II. 주식: 극심한 여름과 따뜻한 겨울

01.

(요약) 하반기 코스피 예상 경로와 상승 및 하락 요인



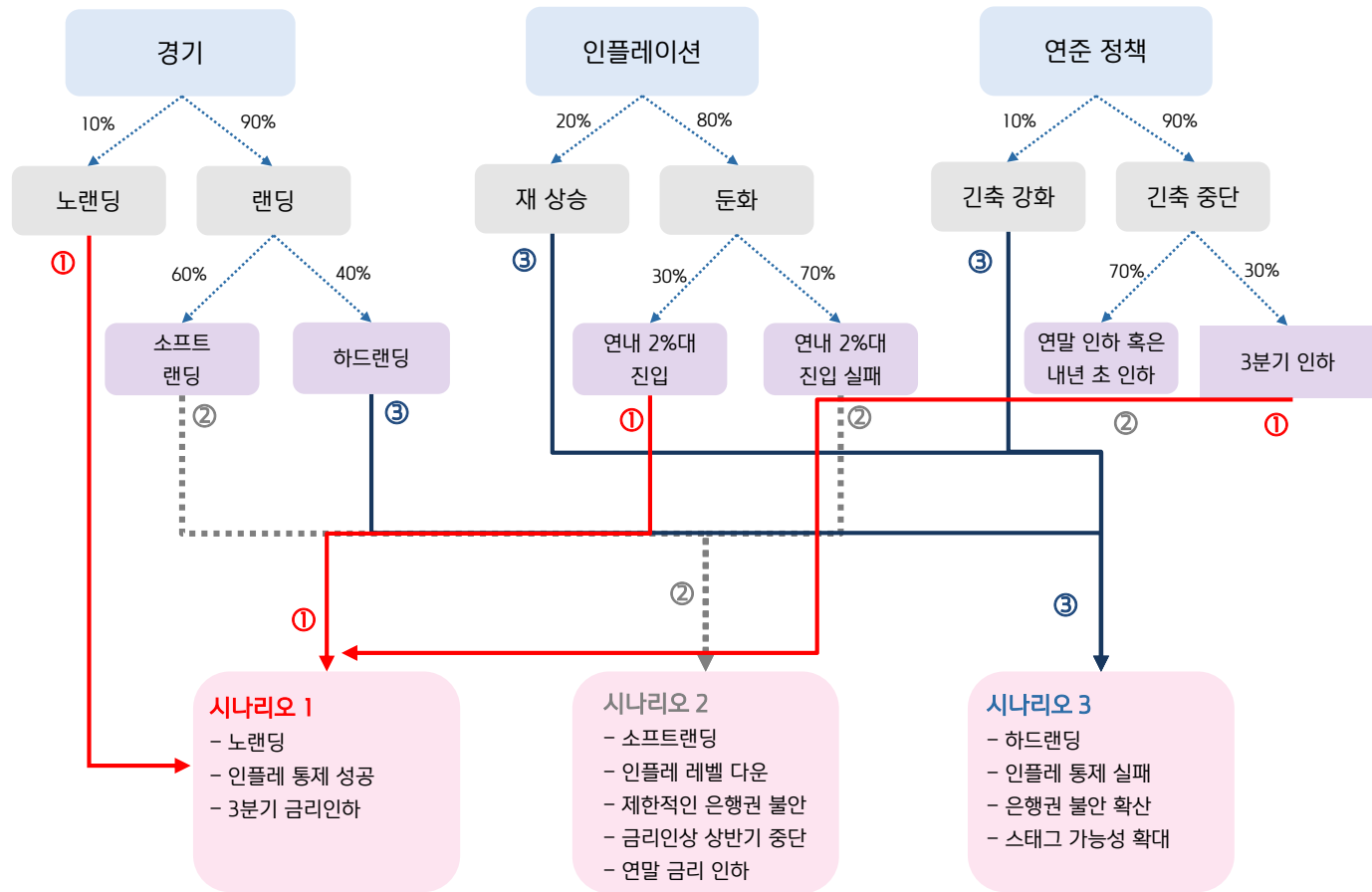
- [하반기 상승 요인]**
- 2~3분기 사이 실적 저점 통과 유력
 - 미국의 **얇은 침체** 및 '24년 회복기 진입
 - 한국 수출 성장률의 연말 이후 (+) 국면 진입
 - 반도체 업황 **뒤틀려온** 기대
 - 실적 저점 구간에서의 **외국인 지분을 확대**
 - 중국 등 아시아 **신흥국들의 경기 모멘텀**
 - 한국 **5대 신성장 품목들의 수출** 및 기업 실적 견인

- [2023년 하반기 코스피 예상 레인지]**
- * Base : 2,400~2,800pt
 - 12개월 선행 PER 11.5배~13.5배 적용
- [2023년 하반기 업종 및 스타일 대응 전략]**
- * 하반기 코어 업종: 반도체
 - * 3분기: 필수소비재, 금융(업종), 저변동성(스타일)
 - * 4분기: IT, 바이오, 소프트웨어(업종), 성장(스타일)

- [하반기 하락 요인]**
- 여름 기간 중 미국 경기 침체 강도 불확실성 증폭
 - 8월 말 잭슨홀 및 9월 FOMC 전후 **연준 불확실성**
 - 그에 따른 **금리 및 환율 변동성 확대**
 - 타이트한 수급 여건으로 인한 **원유 가격 변동성**
 - 상품가격 디스인플레이션 전망 일시 후퇴
 - 중국 자립도 증가로 인한 **한국의 대중 실적 약화**
 - 미중 갈등으로 인한 **지정학적 불확실성**

02.

(요약) 하반기 시장이 직면할 수 있는 3가지 시나리오



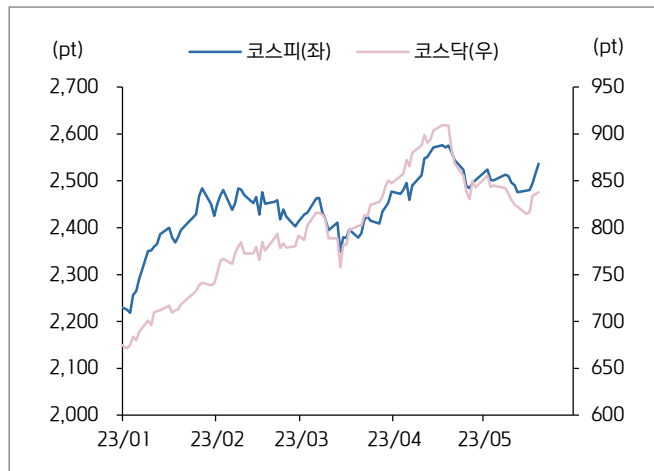
← 확률과의 싸움, 여름 구간에서 확률 변화 수시로 일어날 전망 →

03.

지난해 예상했던 것에 비해 긍정적인 주가 흐름을 연출했던 상반기 증시

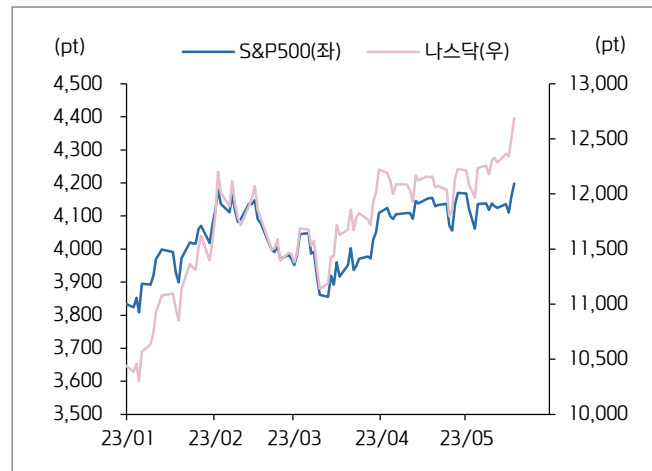
- ▶ 상반기 주요국 주식시장은 지난해 연말에 예상했던 것에 비해 선방하는 주가 흐름을 연출
- ▶ '22년 급락에 따른 기술적 반등, 연준 금리 인하 기대 등에 따른 1월 새해 랠리 이후 2~3월 중 연준 긴축 우려 재부각, SVB 발 은행권 위기 출현으로 인한 시스템 리스크 우려 등으로 부침을 겪기도 했음
- ▶ 하지만 4월 들어 은행권 위기의 시스템 리스크 전이 가능성 하락, 연준 긴축 사이클 종료 기대, 기업 실적 저점 통과 전망 등에 힘입어 상승세로 전환한 이후 현재는 방향성을 모색중인 구간에 진입

코스피와 코스닥



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

S&P500과 나스닥

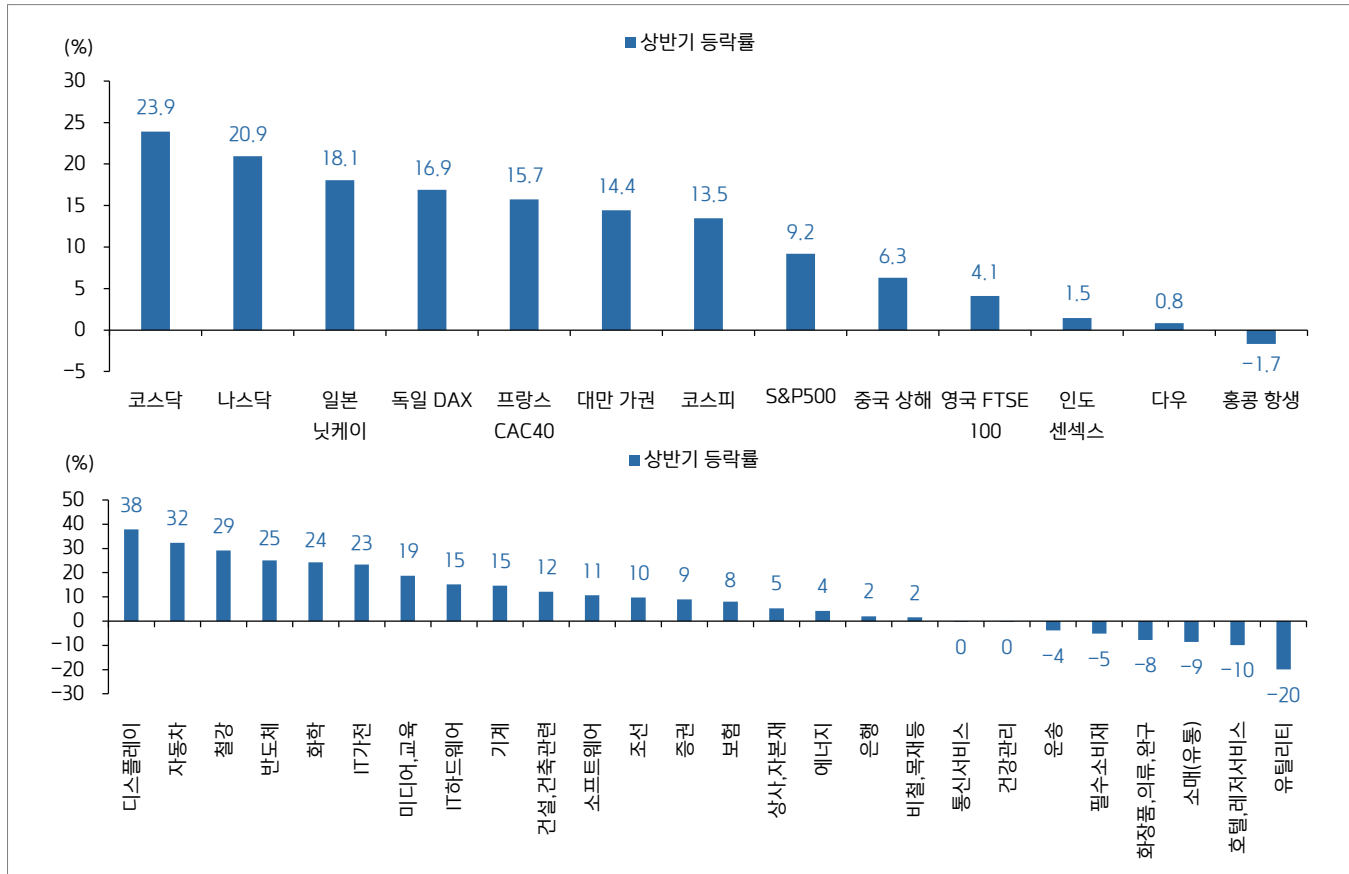


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

04.

국가 및 업종 별로는 차별화된 주가 흐름을 연출

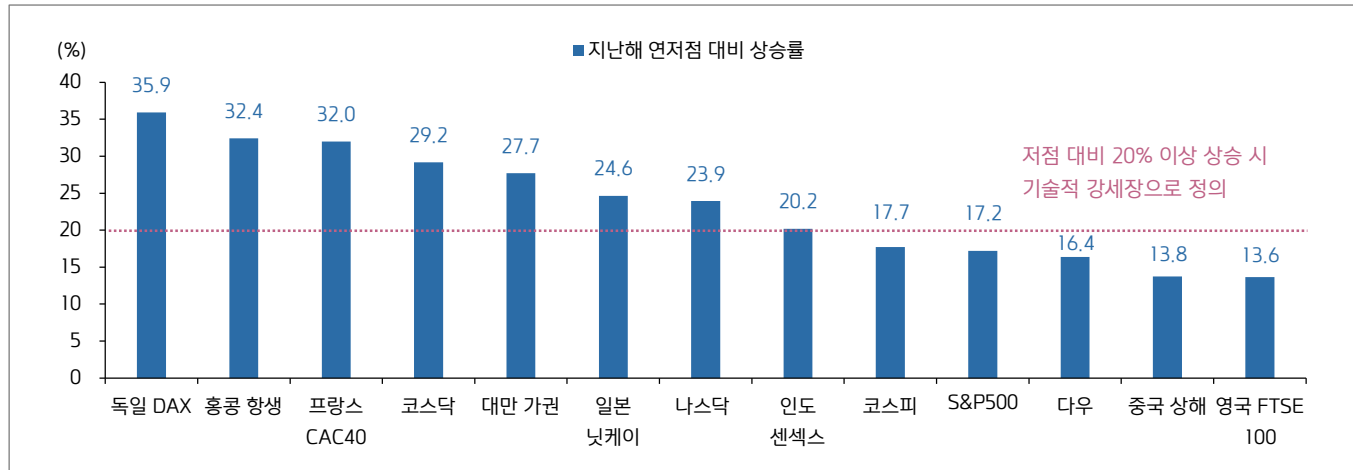
상반기 주요국 지수 및 업종별 성과



자료: Bloomberg, Quantiwise, 키움증권 리서치센터

- ▶ 최근 증시 분위기가 호전되다 보니 지난해 약세장에서 벗어나 새로운 강세장을 준비해야 하는 의견도 등장
 - 기술적인 정의 상으로 고점 대비 20% 이상 하락하면 약세장, 저점 대비 20% 이상 상승하면 강세장
- ▶ 하지만 과거 사례를 보면, 금번 저점대비 20% 이상의 반등은 베어마켓 랠리라는 가짜 강세장일 가능성도 열어 두는 것이 적절. 진짜 강세장 vs 가짜 강세장을 판별하는 것은 여름 구간에서 결정될 것
 - 1929~1932년 약세장(S&P500 -86%) : 저점대비 20% 이상 반등 사례 5회
 - 1939~1942년 약세장(S&P500 -46%) : 저점대비 20% 이상 반등 사례 2회
 - 2000~2002년 약세장(S&P500 -49%) : 저점대비 20% 이상 반등 사례 2회
 - 2007~2009년 약세장(S&P500 -57%) : 저점대비 20% 이상 반등 사례 1회

주요국 증시, 지난 저점 대비 현재까지의 등락률

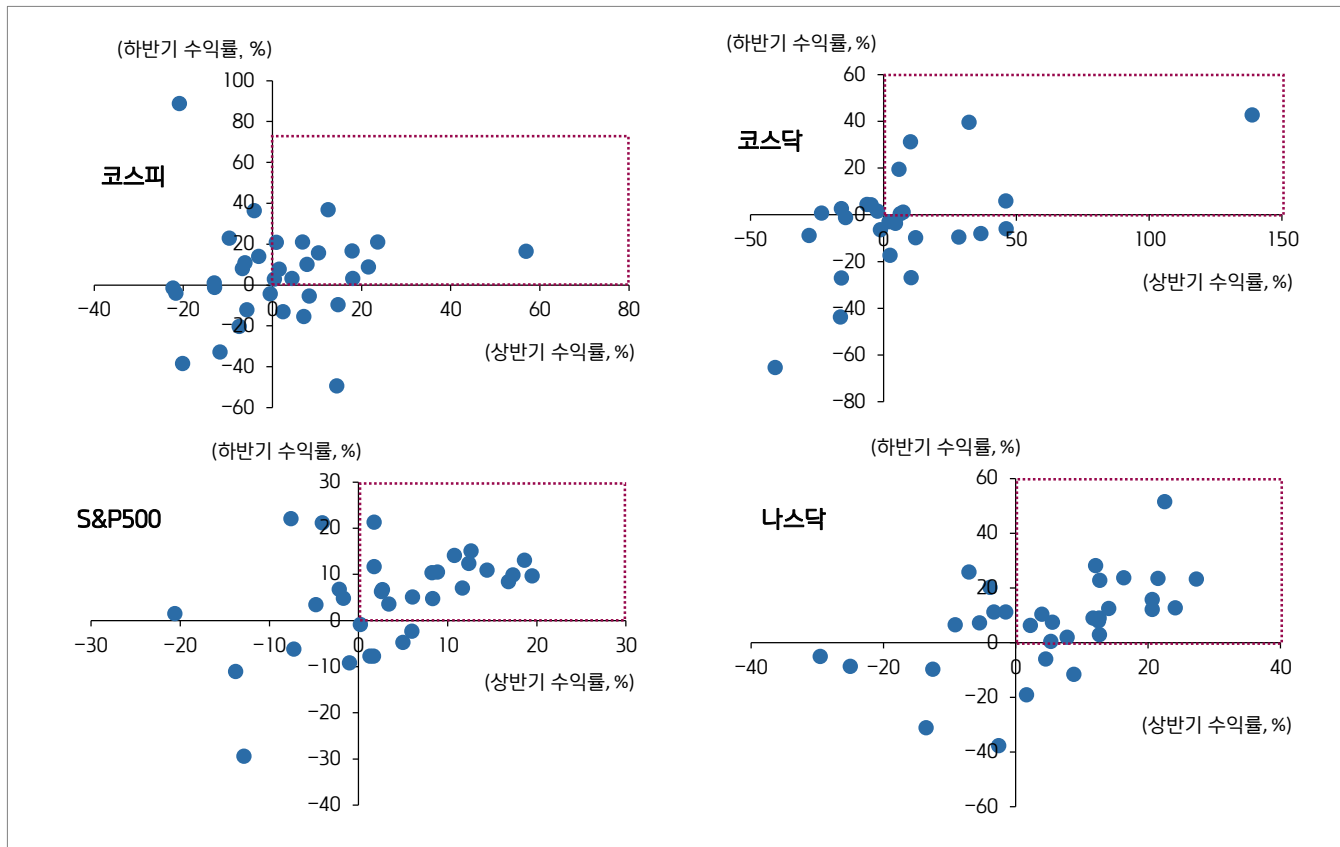


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

06.

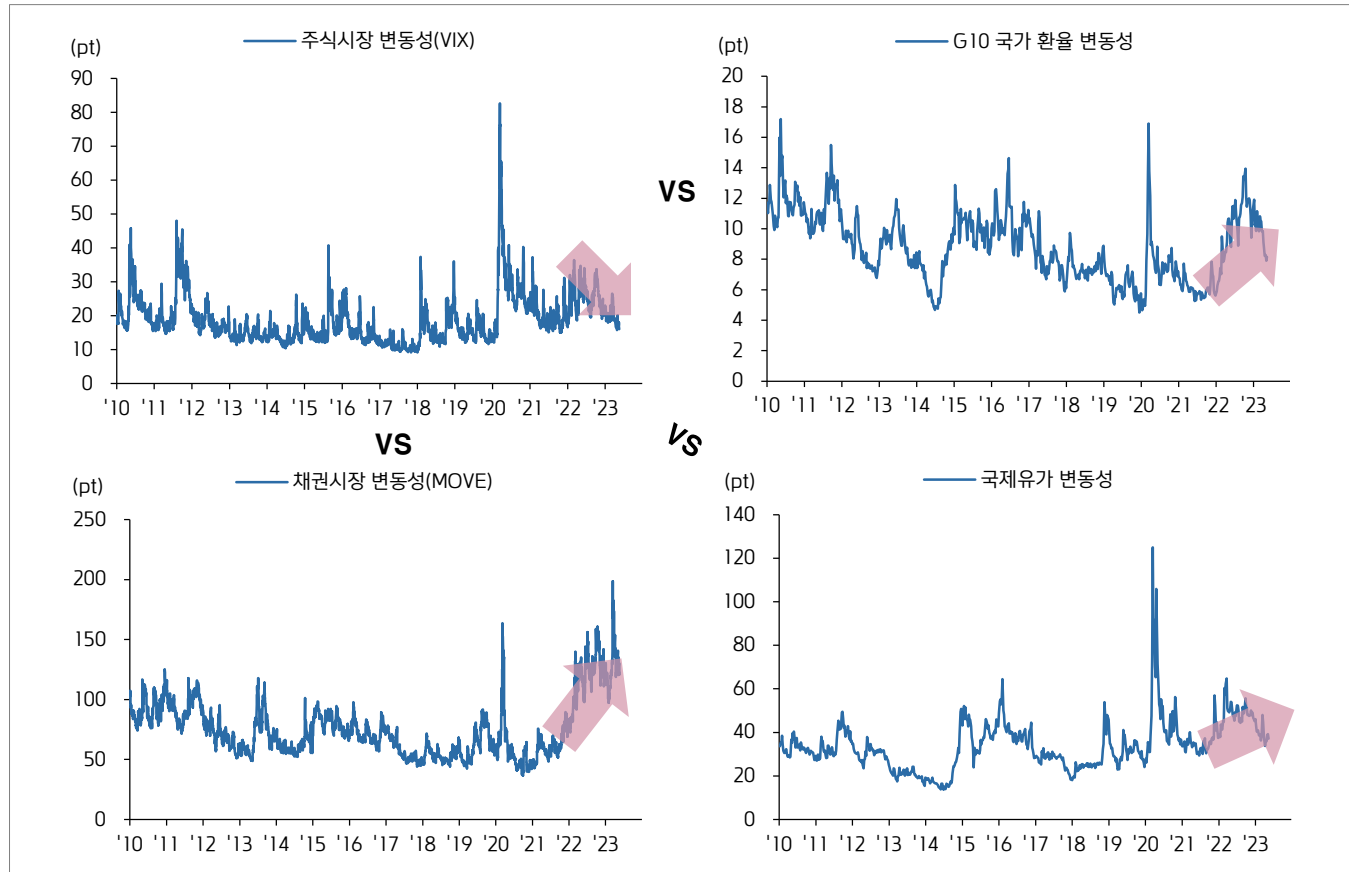
통계상으로는 상반기 증시가 좋으면 하반기 증시도 좋았던 경향

- ▶ 시기의 문제일 뿐 이번 사이클이 새로운 강세장일 가능성이 대두되고 있는 것은 과거 통계상 데이터도 한 몫
2000년 이후 주식시장의 상반기 및 하반기 수익률

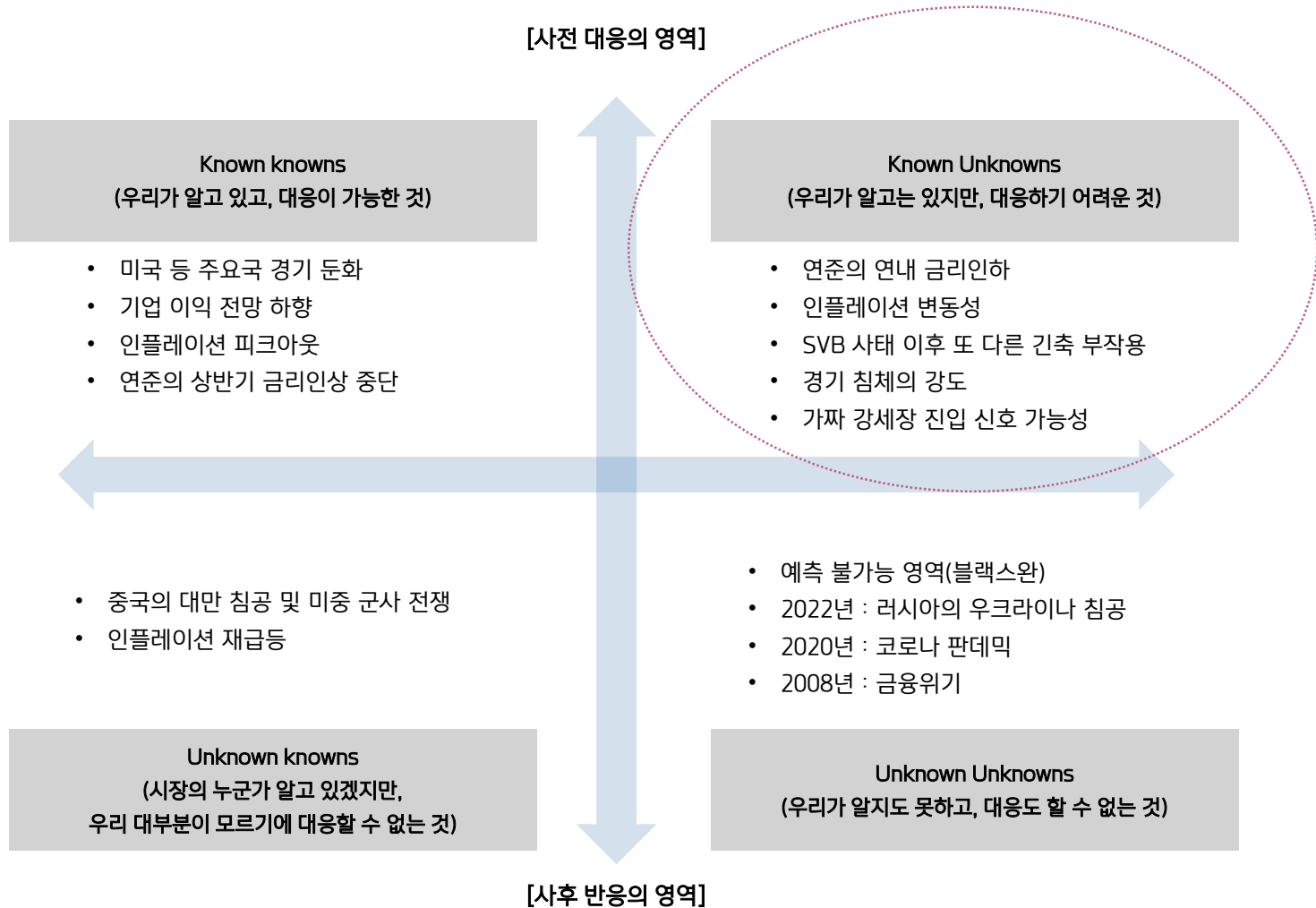


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 자산군들의 변동성 지표 비교

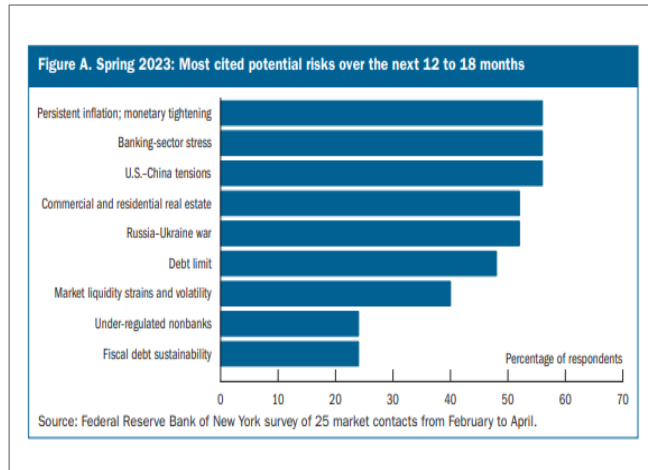


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



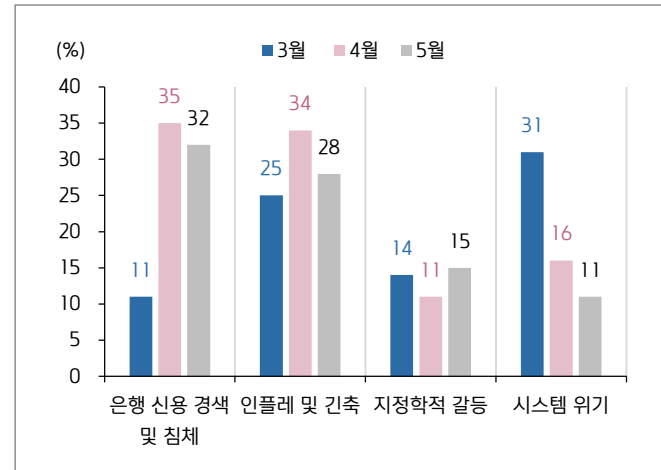
- ▶ 상기 Known Unknowns 영역에 해당하는 불확실성은 여러 시장 서베이에서도 확인
- ▶ 연준의 상반기 금융안정보고서에서 시장 전문가(25명)들이 향후 12~18개월 동안 금융시장에 잠재적인 리스크 요인으로 1) 인플레이션 지속 및 긴축, 2) 은행 스트레스, 3) 미중 갈등, 4) 부동산 위기, 5) 러-우 전쟁 등이 상위권을 차지
 - 지난 하반기에는 러-우 전쟁, 시장 변동성, 높은 에너지 가격 등이 최상위권을 차지
- ▶ 글로벌 펀드매니저 서베이 상으로도 5월 현재 시장의 잠재적인 큰 위험으로 은행 신용경색 및 침체(32%), 고인플레이션 및 중앙은행 긴축(28%) 순으로 지목하고 있는 상황

연준 서베이 상 향후 12~18개월 동안 위험요인



자료: Fed, 키움증권 리서치센터.

글로벌펀드매니저 서베이 상 시장의 대형 위험 요인



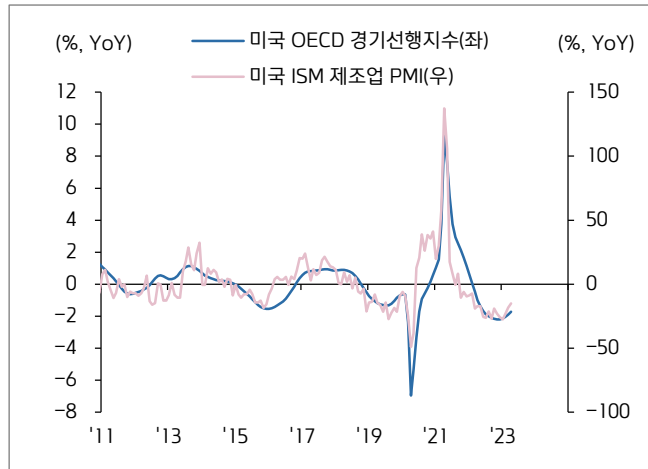
자료: BofA Survey, 키움증권 리서치센터.

10.

미국 경기 경로를 둘러싼 문제들이 하반기 증시 방향성의 결정 요인

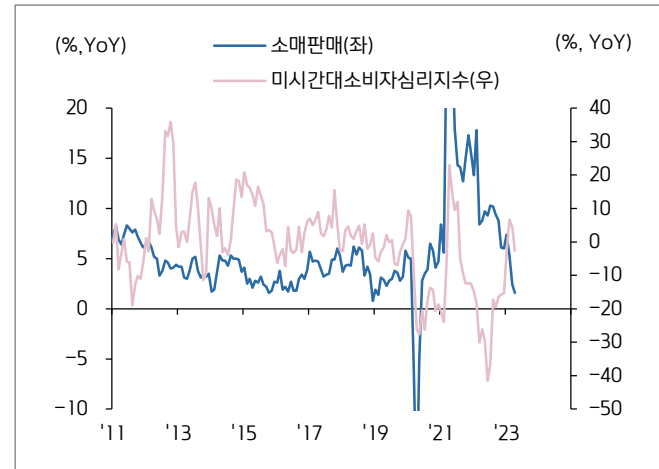
- ▶ 최근 미국의 ISM 제조업 PMI와 OECD 경기선행지수가 전년동월대비 기준으로 마이너스폭을 축소하면서 반등하고 있다는 점은 미국 경기의 양호함을 시사
- ▶ 또 코로나 팬데믹 이후 초과저축, 자산시장 강세로 인한 재산 증가 등으로 소비 여력이 아직까지 남아있는 모습이나, 3월 이후 소매판매 등 소비지표 둔화에서 추정해볼 수 있듯이 미국 경기 모멘텀은 시간이 지날수록 취약해질 가능성이 높음
- ▶ 1) 은행권 위기 출현 이후 은행들의 대출 심사 강화, 2) 추가적인 긴축 부작용 발생 가능성, 3) 부채한도 증액 이후 재정지출 여력 축소 및 그에 따른 잠재적인 성장 동력 약화 등을 고려하면 미국 경기는 침체가 기정사실화되어 있으며, 침체의 강도를 둘러싼 불확실성이 3분기까지 지속될 것으로 보임

미국 경기선행지수와 ISM 제조업 PMI



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

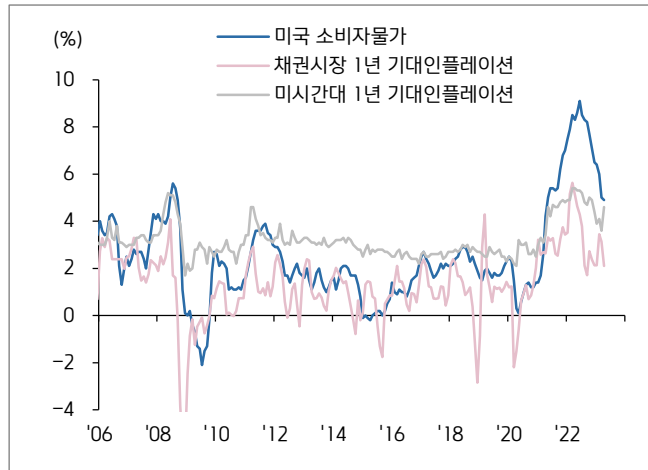
미국 소비 관련 실물 및 심리 지표



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

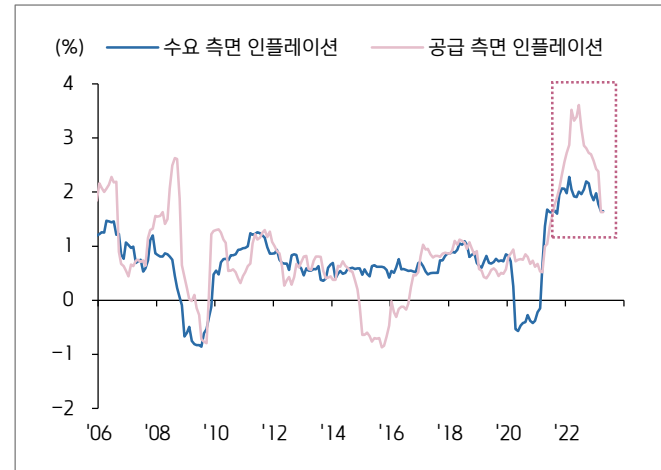
- ▶ 4월 미국의 소비자물가(CPI)가 4.9%(YoY)로 전월(5.0%) 및 컨센(5.0%)을 상회. 파월 의장이 중시하는 지표로 알려진 슈퍼코어 물가(코어 서비스 물가에서 주거비를 차감한 물가)도 3월 5.8%에서 5.1%로 둔화.
- ▶ 주거비(8.2%→)8.1%YoY, 0.6% → 0.4%MoM)도 하락하는 등 연준 입장에서도 추가 긴축에 대한 부담감을 덜어낼 수 있는 명분을 확보. 여전히 코어(5.5%YoY가 헤드라인(5.0%)에 비해 높다는 점은 부담이나, 그 역전 관계가 오래 지속되지 않을 전망.
- ▶ 인플레이션이 잡히고 있다는 점은 다분히 반길만한 일이지만, 연초 이후 우호적인 인플레이션 지표 발표 이후 증시 반응에서 유추해볼 수 있듯이, 앞으로 인플레이션이 주가에 미치는 민감도는 갈수록 낮아질 것으로 예상.

미국 실제 인플레이션과 기대인플레이션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

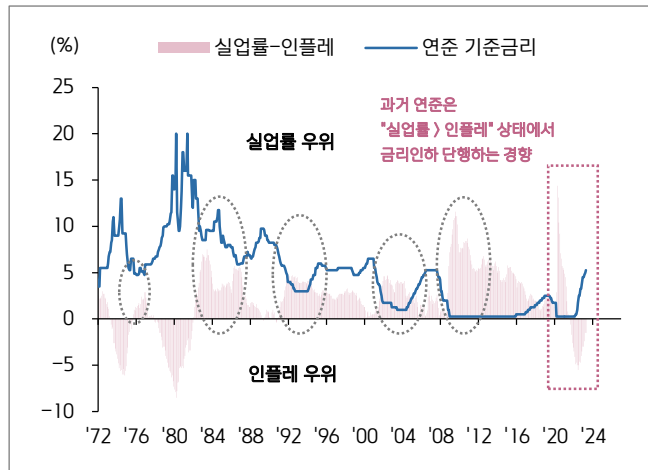
수요와 공급 요인으로 분해한 미국의 인플레이션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

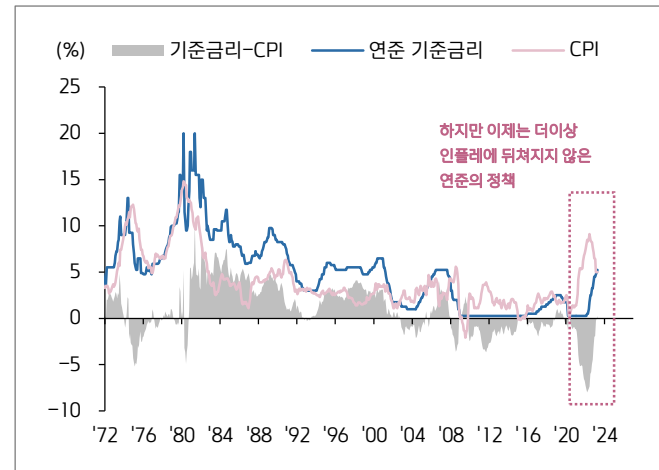
- ▶ 과거 연준의 인하 사이클을 살펴보면, “실업률 > 인플레이션”이라는 전제조건이 충족되어야 금리인하가 가능했던 것은 맞음. 하지만 과거 정책 사이클과는 현재 인플레이션에 대한 맥락이 다르다는 점에 주목할 필요. “연준 기준금리-미 CPI”간 스프레드는 작년 상반기 중에는 -8%p까지 벌어졌으나, 이들의 스프레드가 역전된 만큼 5월 FOMC를 기점으로 연준의 긴축 사이클은 종료될 것으로 예상.
- ▶ 향후 인플레이션과 연준을 둘러싼 관건은 금리인상 사이클 종료가 아니라 인하 사이클 진입 여부가 될 것. 현재 시장에서는 7월부터 인하할 것이라는 기대감을 전망에 반영하고 있는 모습(연말 금리 상단 컨센 2.5%).
- ▶ 7월 인하는 어렵겠지만, 연말로 갈수록 경기둔화 영향 누적에 따른 수요 단의 물가 압력이 내려가면서 3%대 이하 CPI를 확보할 가능성이 상존한다는 점을 고려 시, 연말(11월~12월 FOMC 중) 금리인하를 전제로 증시 대응 전략을 수립할 필요.

연준 기준금리 vs 미국 실업률과 인플레이션 차이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

연준 기준금리와 인플레이션 차이



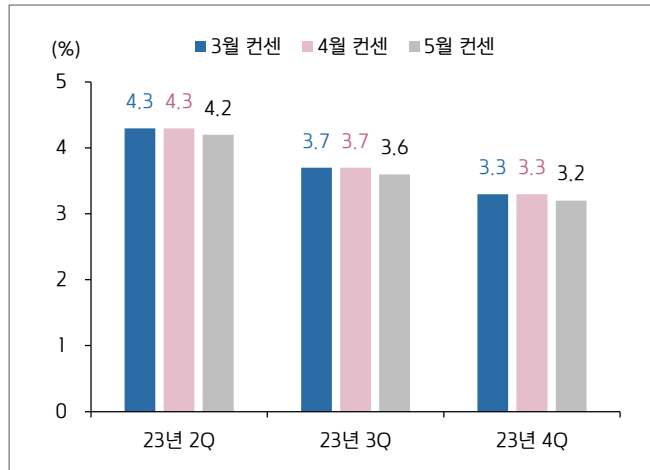
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

13.

다만 여름 구간을 지나는 과정에서 상품가격 인플레이션 변동성 주의

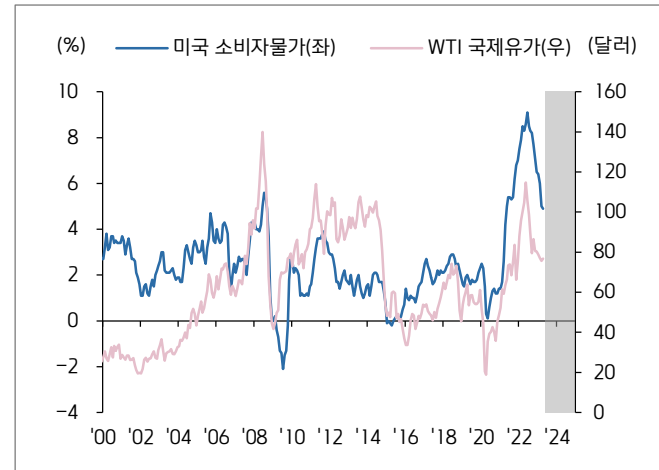
- ▶ 현재 블룸버그 컨센서스 상 인플레이션은 레벨다운 추세를 상정하고 있으나, 둔화 속도는 뒤로 갈수록 느려질 가능성을 배제하지 않고 있는 모습
 - 미 헤드라인 CPI 기준, 2Q 컨센 4.2% → 3Q 3.6% → 4Q 3.2%
- ▶ 그 가운데 여름 기간 중 타이트한 원유 수급 여건(초과 공급 해소, 재고 감소, 산유국 추가 감산 여력 등) 속 드라이빙 시즌 수요와 맞물림에 따라, 그동안 시장에서 디스인플레이션으로 취급했던 상품 가격 인플레이션 변동성이 재차 확대되면서 증시 혼란을 유발할 수 있음에는 유의할 필요
- ▶ 동시에 8월말 잭슨홀 미팅 또는 9월 FOMC까지 연준의 금리인하 전망이 가시화되지 못할 시에는 증시 혼란의 정도는 한층 높아질 가능성

2023년 분기말 미국 소비자물가 컨센서스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미국 소비자물가와 국제유가

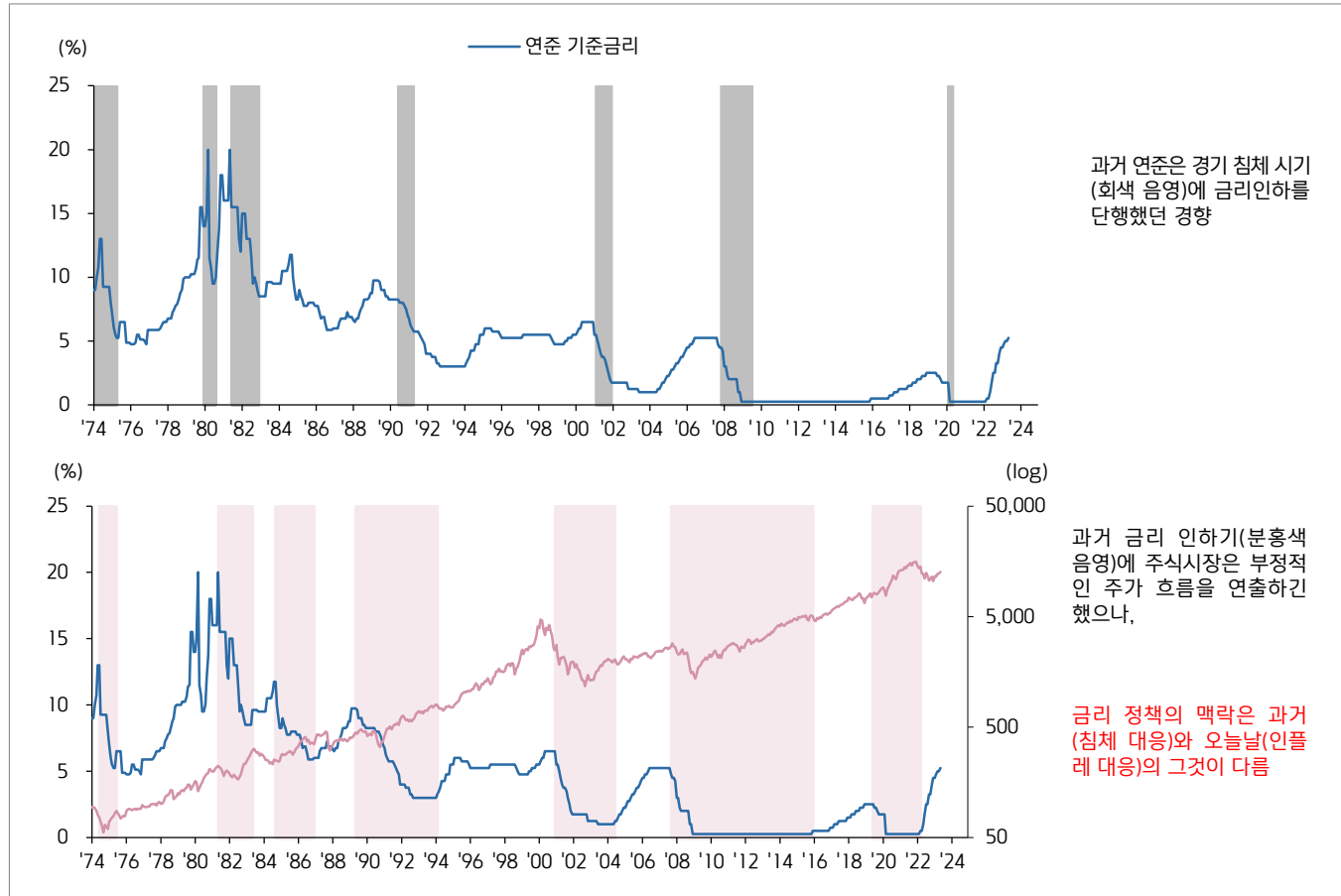


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

14.

실제로 금리인하 하더라도, 과거처럼 증시가 무너지지는 않을 것

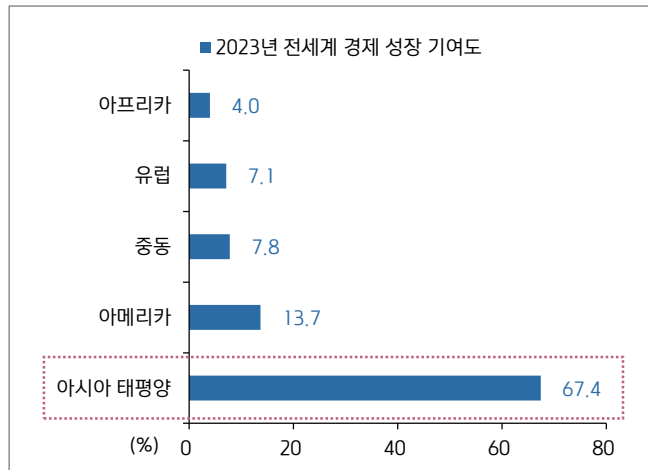
침체 시기에 금리인하를 단행했던 연준 + 금리인하 시기에 하락했던 주식시장 => 이번에는?



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

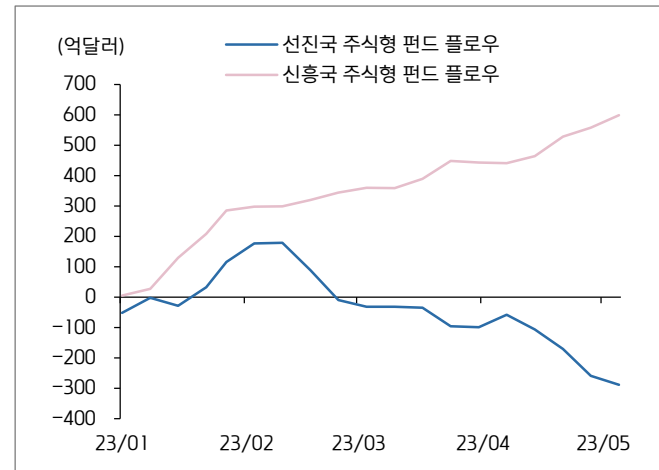
- ▶ 3분기 중 미국 경기 침체 강도 불확실성, 9월 FOMC 이전까지 연내 금리인하 시그널 미제공 우려 등 미국발 불안 요인들이 증시의 진폭을 키울 것이나, 신흥국들의 성장 및 수급 모멘텀이 완충 역할을 해줄 것으로 판단 .
 - IMF 전망에 의하면, 2023년 전세계 성장률에 가장 큰 기여를 하는 권역이 중국 등 아시아태평양(67%)
 - 연초 이후 5월 10일까지 주식형 펀드 자금 유출입 : 선진국 -288억달러 vs 신흥국 +599억달러
- ▶ 중국 리오프닝으로 “중국 경제 개선 → 중국 수요 확대 → 주요국들의 대중국 수출 증가 → 주요국들의 경기 개선”이 가능할 것으로 예상
- ▶ 중국 기업 대비 중국 가계의 수요 부진, 고소득 층에 집중된 초과 소비 여력 등을 감안 시 중국 소비의 대폭 개선 기대는 어려울 것으로 보이나, “코로나 이후 본격적인 중국 경기 정상화”라는 전제에 변함이 없다는 점을 감안 시, 중국발 훈풍은 주식시장에 중립 이상의 환경을 조성하는데 기여할 전망

IMF의 2023년 권역별 전세계 경제성장 기여도



자료: IMF, 키움증권 리서치센터.

연초 이후 선진국 vs 신흥국 펀드플로우



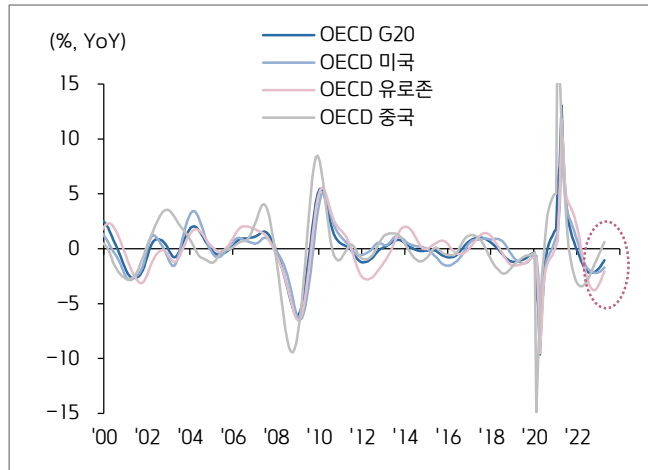
자료: 국제금융센터, 키움증권 리서치센터.

16.

성장 가시성이 상대적으로 높은 것은 맞지만, 단기적으로는 기대 감소 국면

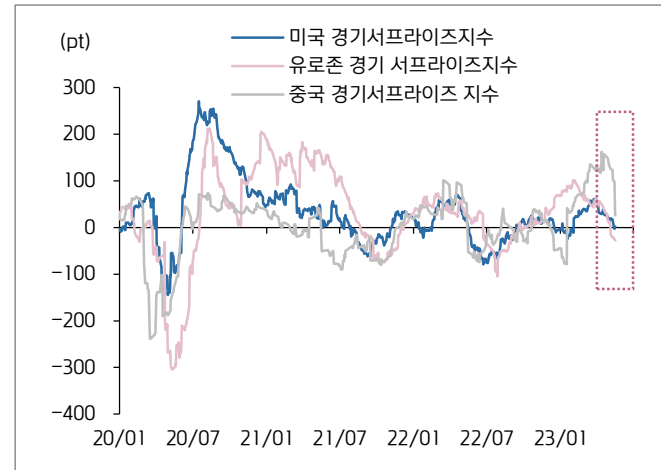
- ▶ 미국, 유로존, 중국 등 주요국 경기가 순차적으로 턴어라운드 하고 있다는 점은 미국, 한국 등 주요국 증시 전반에 걸쳐 완충 역할을 제공할 것이라는 전망은 유효
- ▶ 하지만 중국의 4월 소매판매(18.4%YoY vs 컨센 21.9%), 산업생산(5.6%YoY vs 컨센 10.9%) 등 실물경제지표가 시장 참여자들의 실망감을 유발했던 상황. 이처럼 5월 이후 발표된 중국의 경제 지표가 잇따라 부진한 흐름을 보인 가운데, 경기 모멘텀에 대한 기대치를 보여주는 중국 경기 서프라이즈 지수의 급락(16일 기준 26.4pt vs 4월말 148.3pt)을 초래

주요국 OECD 경기선행지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

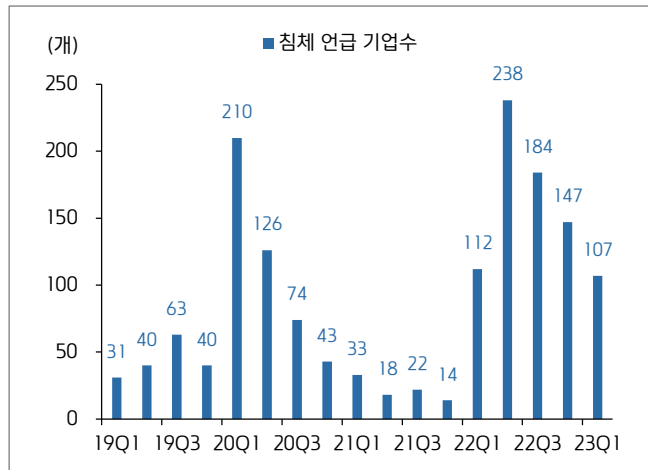
주요국 경기서프라이즈 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

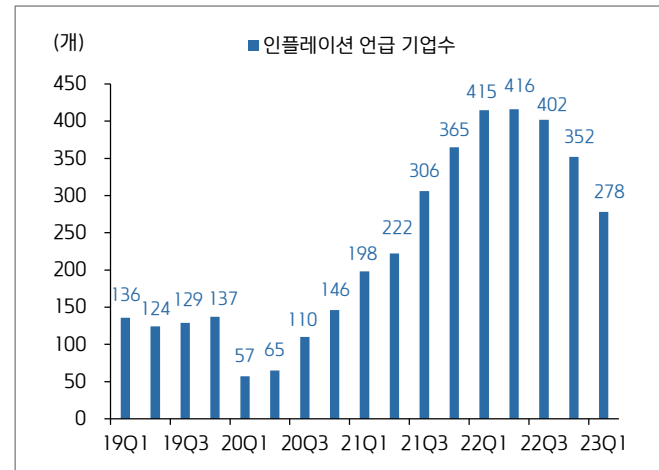
- ▶ 상반기 증시 반등의 동인 중 하나는 “기업 실적 저점 통과 기대감의 점증”에서 찾아볼 수 있으며, 실제로 실적 시즌에서 기업들이 “침체”와 “인플레이션” 언급하는 빈도가 지난해 2분기를 정점으로 낮아지고 있는 추세
 - S&P500 기업들의 컨콜에서 “침체”를 언급한 기업수는 '22년 2분기 238개에서 '23년 1분기 107개로 감소
 - S&P500 기업들의 컨콜에서 “인플레이션”을 언급한 기업수는 '22년 2분기 416개에서 '23년 1분기 278개로 감소
- ▶ 물론 기업들이 침체를 대비하거나 혹은 인플레이션에 익숙해진 상태라는 것으로 해석할 수 있겠으나(주식시장에서는 선반영), “침체 강도 및 인플레이션 둔화 속도”를 둘러싼 과제는 시장이 당분간 안고 가야할 것. 매크로에 증시와 주요 기업이 종속된 상태에서 쉽게 벗어나기 어려운 것은 사실이지만, 국가 혹은 업종별 실적 및 펀더멘털 점검을 통해 알파를 낼 수 있는 국가 혹은 업종을 발견할 수 있음

컨콜에서 “침체” 언급한 S&P500 기업 수



자료: Factset, 키움증권 리서치센터.

컨콜에서 “인플레이션” 언급한 S&P500 기업 수



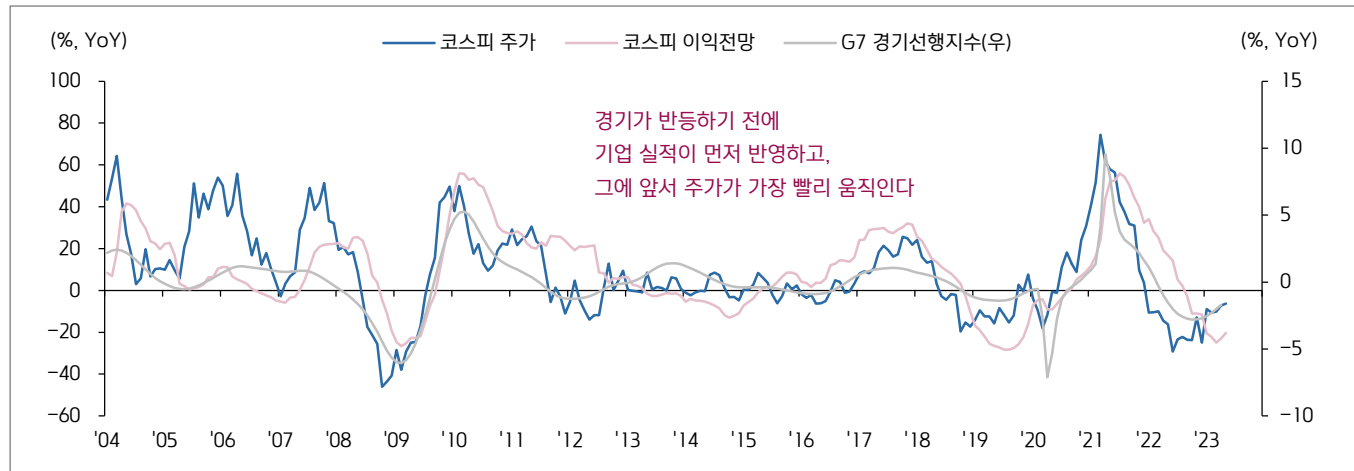
자료: Factset, 키움증권 리서치센터.

18.

주가는 그 어떤 것보다 먼저 반응, 침체의 강도가 깊지만 얇으면 된다

- ▶ '23년 하반기는 '24년 이후 본격적인 강세장 진입을 위한 준비 과정에 있을 것
- ▶ 한국의 주요 수요처인 미국 경기 침체 강도 불확실성, 침체 강도에 따른 실적 반등 시점 변화 가능성 등이 현시점에서 증시에 제약적인 환경을 제공할 수 있기는 함
- ▶ 하지만 “주가 → 실적 → 경기” 순으로 변동한다는 것이 주식시장의 역사였다는 점을 상기해볼 필요
- ▶ 앞서 실적시즌 컨콜 상 “침체” 언급 빈도에서 유추해볼 수 있듯이, 경기 침체는 예고되어 있으며 침체의 강도가 Deep(=하드랜딩) 하게 진행되지 않는 한, 기업 실적의 바닥 다지기 국면있고, 이에 선반영하는 주가는 상승 추세를 형성하고 있다는 판단은 유효

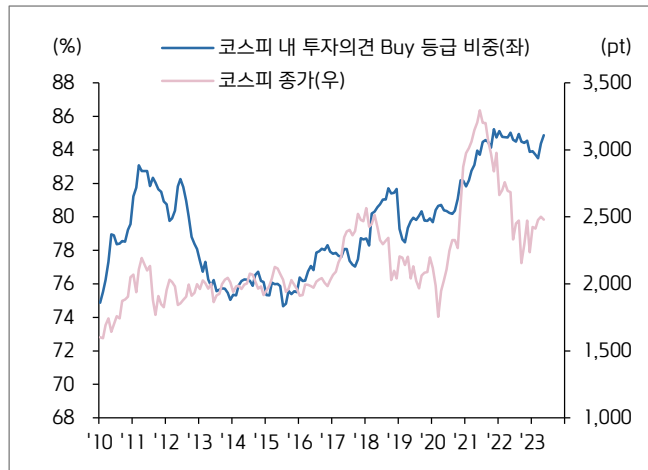
코스피 주가 vs 코스피 12개월 선행 이익 전망 vs G7 경기선행지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

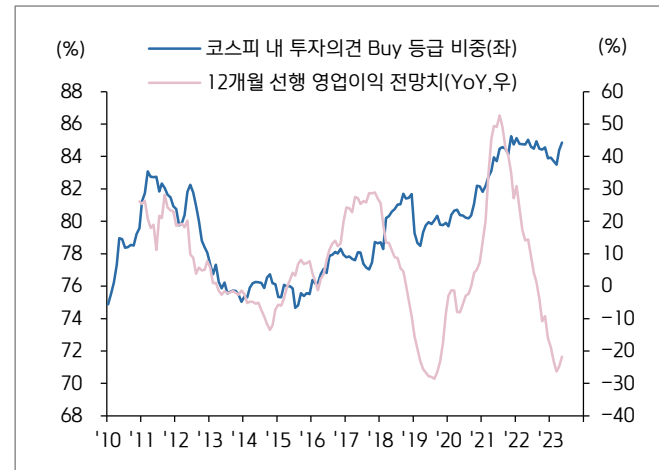
- ▶ 코스피 이익 모멘텀은 2021년초를 기점으로 줄곧 하향세를 겪으면서 지난해까지 코스피 약세장을 견인해왔지만, 올해 들어 '22년 중 과도한 주가 조정 인식 속 올 1분기 실적 시즌 이후 반전 신호들이 포착
 - 블룸버그에서 집계하는 코스피 내 투자의견 Buy 등급 기업들이 전체 기업에서 차지하는 비중은 '21년 11월말 85.4%를 고점으로 올해 3월말까지 83.4%로 감소했으나, 4월을 기점으로 반등하면서 5월말 현재 84.9%대로 복귀
 - 코스피 12개월 선행 영업이익 전망치는 '22년 5월 267,8조원을 고점으로 올해 3월말까지 192.7조원으로 급감했으며, 4월을 기점으로 반등에 나서면서 현재 209.2조원대까지 회복
- ▶ 앞서 언급했듯이 여름 구간을 지나는 과정에서 매크로 불확실성이 실적 전망의 변동성을 유발할 소지는 있겠으나, 연준의 인하 사이클 돌입, '23년 중국 및 신흥국 -> '24년 미국으로 이어지는 순차적인 경기 모멘텀 호전을 감안 시 이익 전망 상향 추세의 연속성은 훼손되지 않을 것으로 판단

코스피 내 Buy 의견 기업 비중과 코스피 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

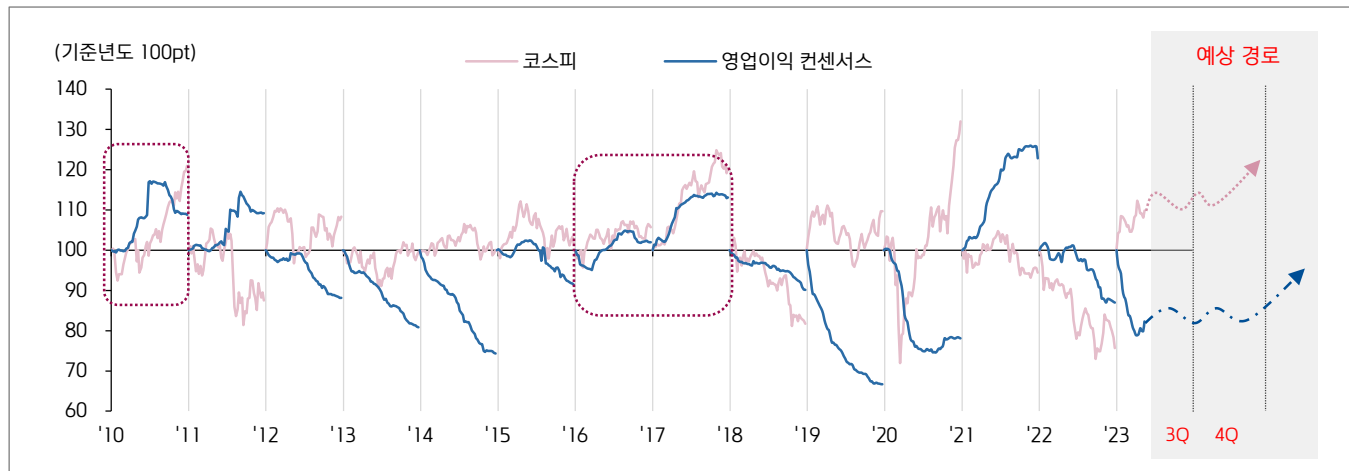
코스피 내 Buy 의견 기업 비중과 코스피 이익전망



자료: Bloomberg, Quantwise, 키움증권 리서치센터.

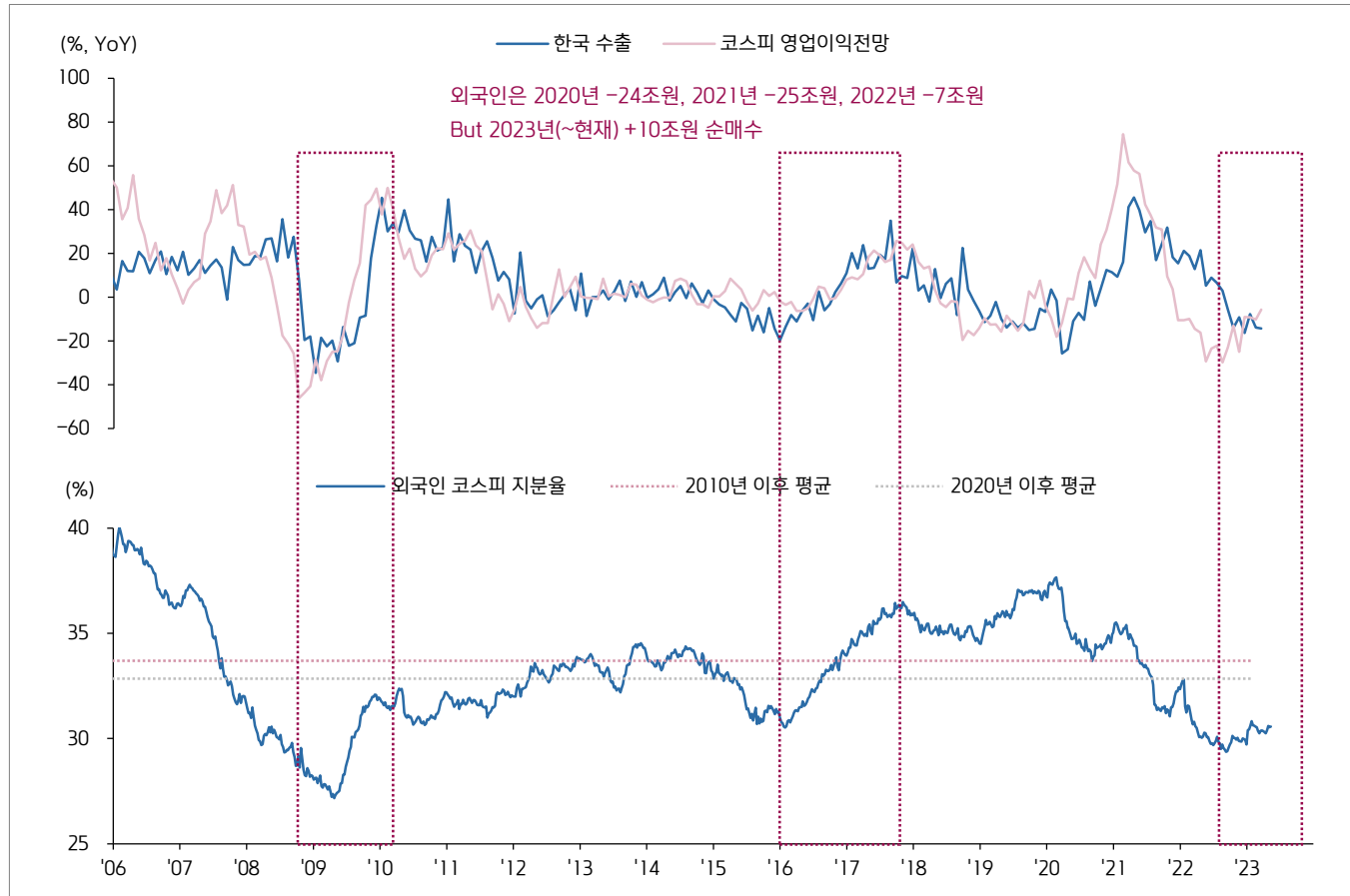
- ▶ 증시 바닥은 낙폭 과대 인식, 밸류에이션 매력 등이 만들어 내지만, 바닥 확인 이후 추세적 반등을 넘어서 강제장에 진입하기 위해서는 이익 전망의 개선이 필요
 - 연초 이후 코스피가 14.3% 상승한 반면 12개월 영업이익 전망치는 3.2% 상승하는데 그치는 등 주가와 이익이 탈동조화를 보이고 있는 상황
- ▶ 연말로 갈수록 1) 미국 소비 경기 침체에서 회복국면으로 이행, 2) 연준의 인하 사이클 가시화, 3) 기업들의 증익 사이클 진입 전망 등을 고려 시 주가는 3분기 후반부터 이를 선반영해서 상승흐름을 전개할 것으로 예상
 - 다만, 여름을 지나는 구간에서 1)~3)의 요인들을 둘러싼 단기 불확실성이 증시에 유입에 따라 주가 변동성을 키울 수 있음에 대비

2010년 이후 코스피 주가와 영업이익 컨센서스 변화 and 향후 예상 경로



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터.

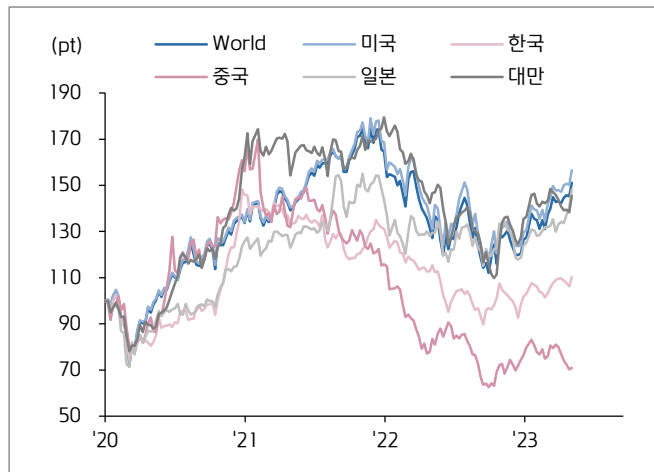
한국 수출 및 코스피 이익전망과 외국인 지분율(5월 30.5%) 현재 변화와의 관계



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

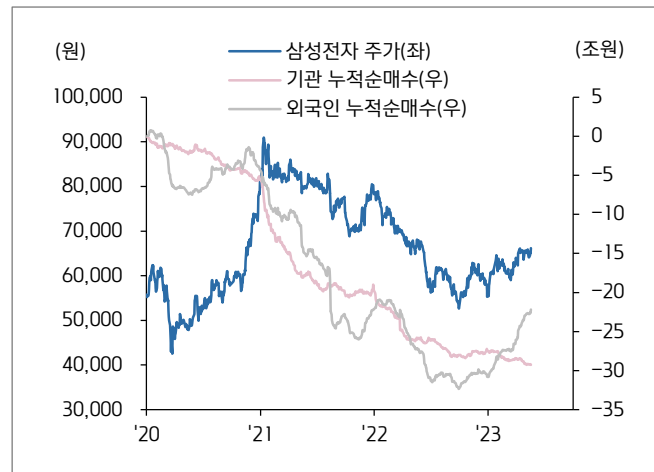
- ▶ 5월 이후 주가 강세를 시현하고 있는 반도체 업종은 하반기에도 주도 업종으로 자리매김할 것으로 예상
- ▶ 최근 삼성전자 등 반도체주의 시가총액 증가에도, 한 때 코스피 전체 시가총액에서 32%를 상회했던 이들의 시가총액 비중은 현재 25%대에 불과하며, 이는 역설적으로 외국인과 기관의 수급 빈집 플레이를 유도
- ▶ 반도체 업종의 전방 수요는 미국 등 주요국 소비 경기와 같이 매크로 상황과 직결되어 있으며 현재 매크로 환경이 불투명한 것은 사실
- ▶ 하지만 AI 산업 성장으로 인한 신규 수요 발생 기대, 실적 저점 통과 전망, 낮은 수급 부담, 밸류에이션 매력 등 매크로 이외의 여타 요인들이 긍정적으로 맞물리면서 이들 주가에 우호적인 환경을 조성해가고 있는 모습

주요국 IT 업종 지수 비교(MSCI IT 지수기준)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

삼성전자 주가와 외국인 및 기관 순매수



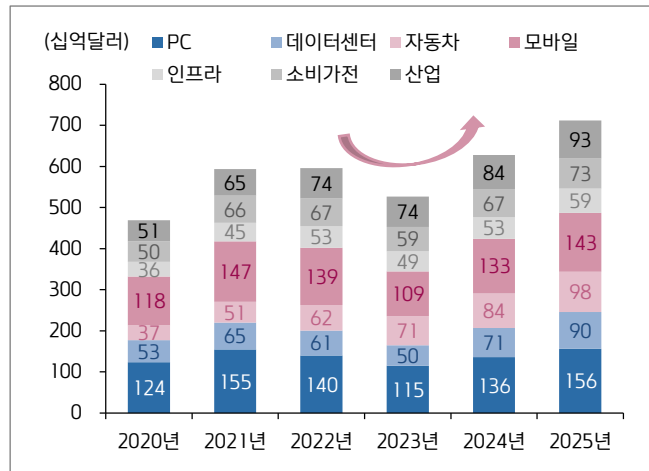
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터.

23.

본격 실적 반등은 지켜봐야 하나, 최악의 상황을 지나고 있는 반도체 업종

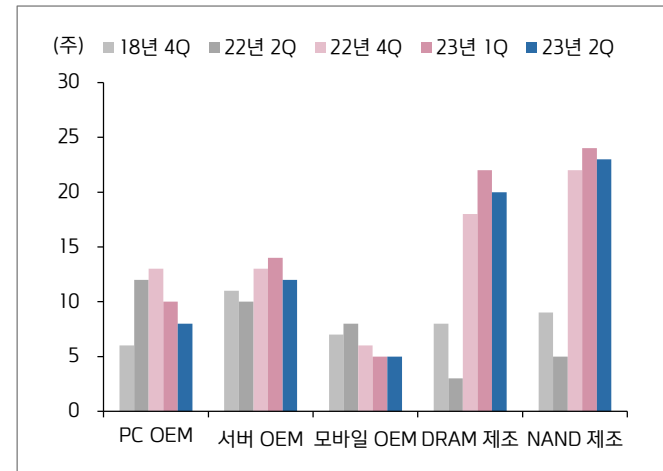
- ▶ 업황 관점에서 보면 , 그동안 반도체 주는 매크로 환경과 맞물린 글로벌 소비 위축, IT 기기 출하 감소, 서버 오더컷, 과잉 재고 축적 등 전방수요가 취약했던 상황
- ▶ 하지만 현재 시장에 형성된 컨센서스는 다음과 같음. 삼성전자, 마이크론 등 메모리반도체 업체들이 인위적 감산을 통한 재고조정으로 가격 방어 나서고 있으며, 이는 연말로 갈수록 매크로 상 IT 수요의 회복과 함께 본격적인 실적 개선 모멘텀을 받을 수 있음을 시사
- ▶ 매크로 관점에서 바라봤을 때, 반도체 업종에서는 2분기에도 재고조정이 지속됨에 따라 업황 저점은 2~3분기 중에 확인될 것으로 기대. 주가는 업황과 실적에 선행하는 경향이 있는 만큼 현시점에서부터 반도체주 비중 확대는 적절한 전략이라고 판단

주요 수요처별 글로벌 반도체 매출 변화



자료: 가트너, 국제금융센터, 키움증권 리서치센터.

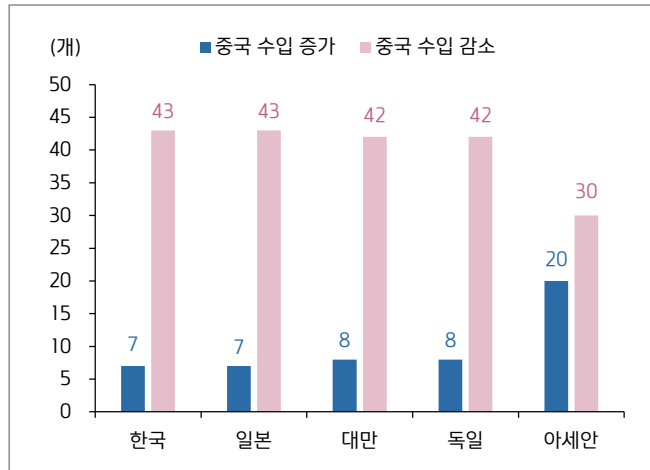
반도체 주요 채널별 재고 변화



자료: JPMorgan, CS, 국제금융센터, 키움증권 리서치센터.

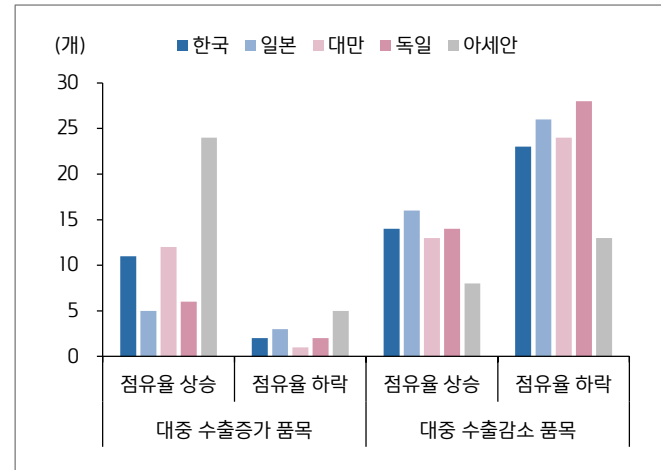
- ▶ 앞서 언급했듯이, 본격 리오프닝으로 인한 중국 경기 개선은 신흥국 전반에 걸쳐 외국인 수급을 개선시키는 동인으로 작용할 수 있는 것은 맞음
- ▶ 하지만 중국의 내수 중심의 성장 및 생산자급도 향상으로 인해 이들의 수입 수요는 이전만큼 회복되지 못할 수 있다는 점이 우려스러운 부분. 이는 반도체, 자동차, 이차전지 등 국내 주력 업종에게 중국발 수혜가 그리 크지 않을 수 있음을 시사
- ▶ 중국의 수출 자립도 증가로 인해 한국, 일본 등 주요국들의 대중 50대 품목 수입은 감소 중에 있으며, 한국은 대중 수출 상위 품목 50개 중 37개가 수출이 감소했으며, 이중 점유율이 상승한 품목은 14개 품목에 불과
- ▶ 또한 최근 대만문제를 둘러싼 미중 갈등 고조 국면에서 한국이 양자택일을 해야하는 입장에 처해있다는 정치적인 불확실성도 고민거리

중국의 주요국들에 대한 50대 품목 수입 현황



자료: 국제무역통상연구원, 키움증권 리서치센터. 주: 2022년 기준

주요국들의 대중 수출 상위 50개 품목의 점유율 변화



자료: 국제무역통상연구원, 키움증권 리서치센터. 주: 2022년 기준

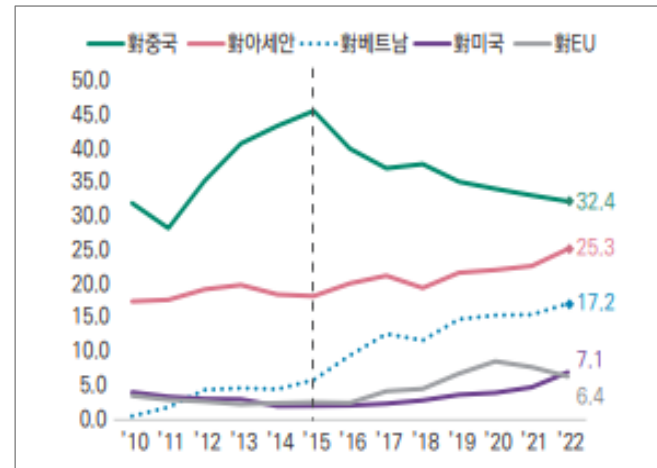
- ▶ 중국의 자립도 상승 뿐만 아니라 한국은 최근 5년동안 전세계 수출 시장에서 수출 점유율이 '17년 3.2%에서 '22년 2.7%로 감소하는 어려운 문제에 직면한 상황
- ▶ 그러나 대안은 존재. 반도체, 디스플레이, 2차전지 등 IT를 포함한 5대 신성장 산업이 국내 전체 수출에서 차지하는 비중이 증가하면서 전체 수출 성장에 완충 역할을 하고 있다는 점에 주목
 - 5대 신성장 산업의 수출 비중은 '12년 9.4% -> '17년 18.9% -> '22년 24.0%로 단계적 레벨업 중
- ▶ 5대 신성장 산업의 전세계 수출 규모는 3.1조달러(전체 수출의 14.1%, '21년 기준)로 형성된 가운데, 한국의 5대 신성장 품목의 대중 수출 비중은 '15년 45%대에서 32%대로 감소했으나, 아세안(25.3%), 베트남(17.2%), 미국(7.1%) 등을 중심으로 수출 비중이 큰 폭 늘어났다는 점이 고무적인 부분

한국의 5대 신성장산업 수출 비중 변화

품목명	'12	'17	'22
차세대반도체	7.5	15	16.5
바이오헬스	0.7	1.3	2.4
차세대디스플레이	0.8	1.4	2.2
2차전지	0.4	1.0	1.5
전기차	0.0	0.2	1.4
5대 신성장 산업	9.4	18.9	24
총수출	100	100	100

자료: 국제무역통상연구원, 키움증권 리서치센터.

한국의 5대 신성장 산업 국가별 수출 비중 추이



자료: 국제무역통상연구원, 키움증권 리서치센터.

26.

다른 경쟁국들과 경합은 치열하나, 비교 우위에 있는 국내 신성장 업종들

- ▶ '16년~'21년까지 5년 간 한국의 5대 신성장 산업의 수출 시장 점유율은 차세대 반도체(+0.6%p), 전기차(+2.4%p), 바이오헬스(+0.3%p) 등이 확대된 반면, 2차전지(-3.5%p), 차세대 디스플레이(-3.3%p) 등은 중국의 점유율 확대(중국 2차전지 +8.5p, 차세대 디스플레이 +2.8%p로 상대적으로 부진을 면치 못하고 있음
- ▶ 하지만 RSCA라는 비교우위 지수 관점에서 봤을 때, 한국은 전세계 수출시장의 점유율 대비 높은 수준의 5대 품목별(바이오헬스는 비교 열위) 수출 시장 점유율을 확보하고 있기에 상대적으로 이들 5대 산업의 수출 경쟁력이 우위에 있다는 점에 주목할 필요
 - RSCA(대칭적 현시비교우위지수): 특정 국가의 품목별 세계수출 점유율과 해당 국가의 세계수출점유율(전품목)을 비교
- ▶ 이처럼 반도체 등 IT를 중심으로한 신성장 산업의 경쟁력 강화는 하반기 증시에서도 주력 업종으로 부상할 가능성이 높을 것이라는 전망에 힘을 실어주는 요인이 될 것

5대 신성장산업별 주요국 수출 점유율 변화

	바이오헬스		차세대반도체		차세대 디스플레이		전기차		2차전지					
	'16	'21	'16	'21	'16	'21	'16	'21	'16	'21				
독일	10.4	11.2	중국	12.6	15.6	중국	31.2	34.0	독일	17.0	27.1	중국	25.4	33.9
미국	10.9	10.1	한국	10.4	11.0	베트남	4.0	13.4	미국	34.6	10.4	한국	12.2	8.7
중국	7.1	8.7	미국	6.7	5.2	한국	14.0	10.7	중국	1.5	9.5	독일	6.0	8.5
일본	2.0	1.9	일본	4.5	3.1	일본	3.3	2.1	한국	4.2	6.6	일본	6.0	8.5
한국	0.9	1.2	독일	2.5	1.6	미국	3.2	1.9	일본	2.5	4.4	미국	10.1	5.6
베트남	0.2	0.3	베트남	1.0	1.4	독일	1.7	1.7	베트남	0.0	0.0	베트남	7.8	3.6

자료: 국제무역통상연구원, 키움증권 리서치센터.

한국의 5대 신성장산업 수출경쟁력평가(2021년 기준)



자료: 국제무역통상연구원, 키움증권 리서치센터.

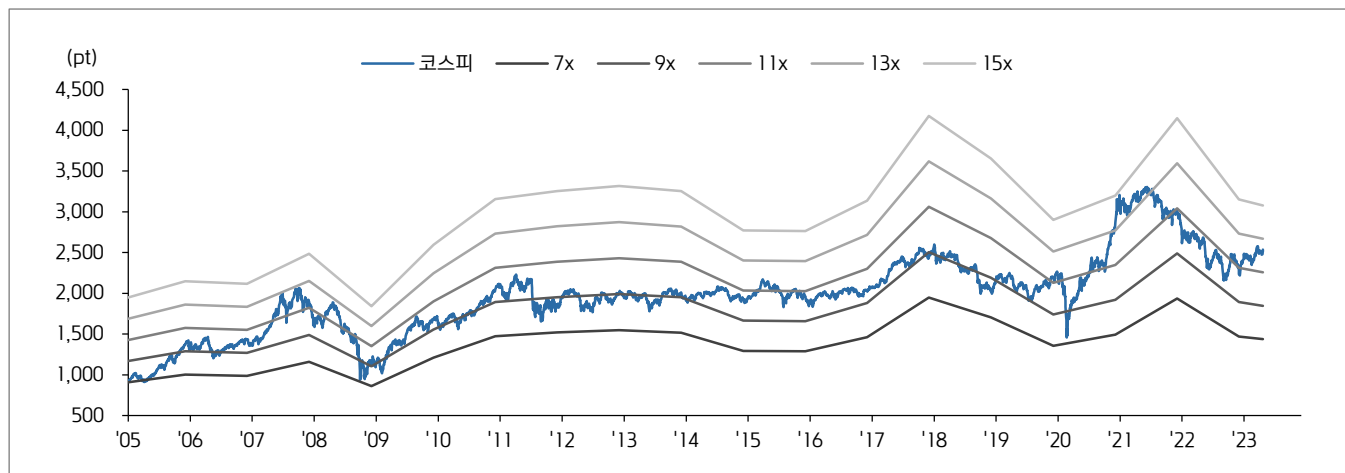
5대 신성장 산업 분류

품목	산업 범위	응용 분야
차세대 반도체	연산, 제어, 전송, 변환, 저장 등 지능형 서비스를 수행하며 소프트웨어(SW)와 기술 집약적 반도체(System on Chip)가 융합된 고부가가치 반도체	인공지능(AI), 자율주행 자동차, 지능형 로봇, 웨어러블 디바이스, 사물인터넷(IoT), 스마트 가전, 헬스케어 등 차세대 산업 전분야
차세대 디스플레이	LCD(액정디스플레이), OLED(유기 발광 다이오드) 등 기존 디스플레이 기술을 대체 하거나 보완하는 새로운 디스플레이 기술	마이크로 LED, QD(LED와 양자점 결합 기술), 유연성 디스플레이 기술
전기차	전기를 일부 혹은 모든 동력으로 사용할 수 있는 자동차를 포괄적으로 포함하며, 동 보고서는 플러그인 하이브리드 및 순수전 기차를 포함	자율주행차, 도심항공모빌리티(UAM, Urban Air Mobility), 전기선박 등
2차전지	외부 전기에너지를 화학에너지로 바꾸어 저장 후 사용하거나, 화학에너지를 전기 에너지로 변환시켜 전원을 공급하는 전지	리튬이온전지, 리튬금속전지, 전고체전지 등으로 기술 발전 예상 무선가전, 전기차, 에너지저장장치(ESS), 드론, 로봇, 전기선박 등으로 광범위하게 활용
바이오헬스	바이오 기술(Biotechnology)과 헬스케어 (Healthcare)가 결합된 용어로, 인간의 건강과 관련된 다양한 분야에서 바이오 기술을 응용한 산업	의학적 진단, 치료, 예방, 건강식품, 바이오 의약품, 의료기기, 진단키트, 개인 맞춤형 의료 서비스, 조직 공학 기술, 유전자 치료, 면역치료 등

자료: KITA, 키움증권 리서치센터,

- ▶ '22년 극심한 약세장에서 탈출한 국내 증시는 기업 실적 저점 통과, 인플레이션 통제 성공 및 연준 금리인하 사이클 돌입, 미국 경기의 얇은 침체 등의 재료들에 힘입어 연말로 갈수록 지수 레벨업이 가능할 전망
- ▶ 다만 여름을 지나는 구간에서 미국 침체 강도, 인플레이션 변동성, 8월 잭슨홀 및 9월 FOMC 전후 연준의 정책 불확실성 등을 소화하는 과정에서 변동성이 수시로 높아질 가능성에는 대비하는 것이 적절
- ▶ 진폭은 있겠지만 지수 우상향 전망은 유효하기에 지수 플레이로 대응하는 것도 방법. 그러나 분기 단위로 업종 및 스타일 별 로테이션 전략으로 대응하는 것이 낫다고 판단
- ▶ 하반기 코스피 레인지 2,400~2,800pt로 제시(12개월 선행 PER 11.5배~13.5배 활용)
- ▶ 하반기 코어 업종은 반도체 등 IT업종으로 제시, 다만, 3분기에는 저변동성 스타일 편입 후 4분기에 성장 스타일 편입으로 교체하는 것을 추천

코스피 밸류에이션 밴드



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터.

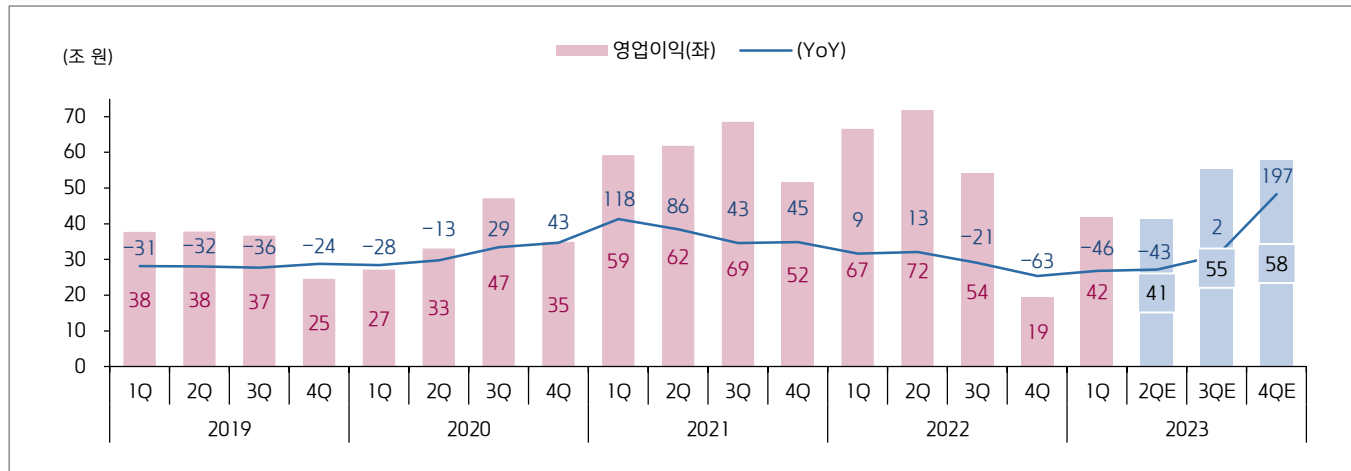


III. 퀀트: 이익 사이클 저점 확인 구간

01. 코스피 분기별 영업이익 추이

- ▶ 코스피 기준, 2Q23 영업이익 시장 컨센서스는 41.3조원 (YoY -42.5%, QoQ -1.4%)으로 역성장 지속
- ▶ 한편, 3분기 55.1조원(YoY +1.7%, QoQ 33.5%), 4분기 57.8조원(YoY +197%, QoQ +4.8%)이 예상되며 하반기부터 턴어라운드가 이루어질 것으로 전망

코스피 분기별 영업이익 추이

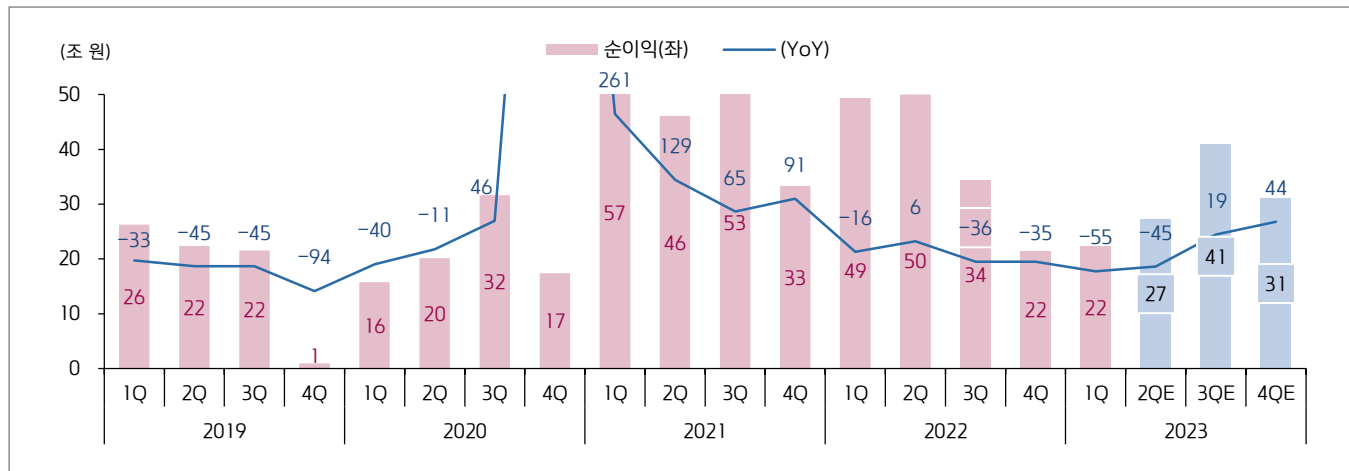


자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터
주) (E)표시 분기는 추정치

02. 코스피 분기별 순이익 추이

- ▶ 코스피 기준, 2Q23 순이익 시장 컨센서스는 27.4조원 (YoY -45.3%, QoQ +22.1%)로 전년 대비 역성장 전망
- ▶ 한편, 순이익 역시도 3분기 41조원(YoY 19.3%, QoQ 49.8%), 4분기 31.1조원(YoY 44.4%, QoQ -24.2%) 영업이익과 같이 하반기부터 전년 동기 대비 실적 턴어라운드로 전환될 것으로 예상

코스피 분기별 순이익 추이



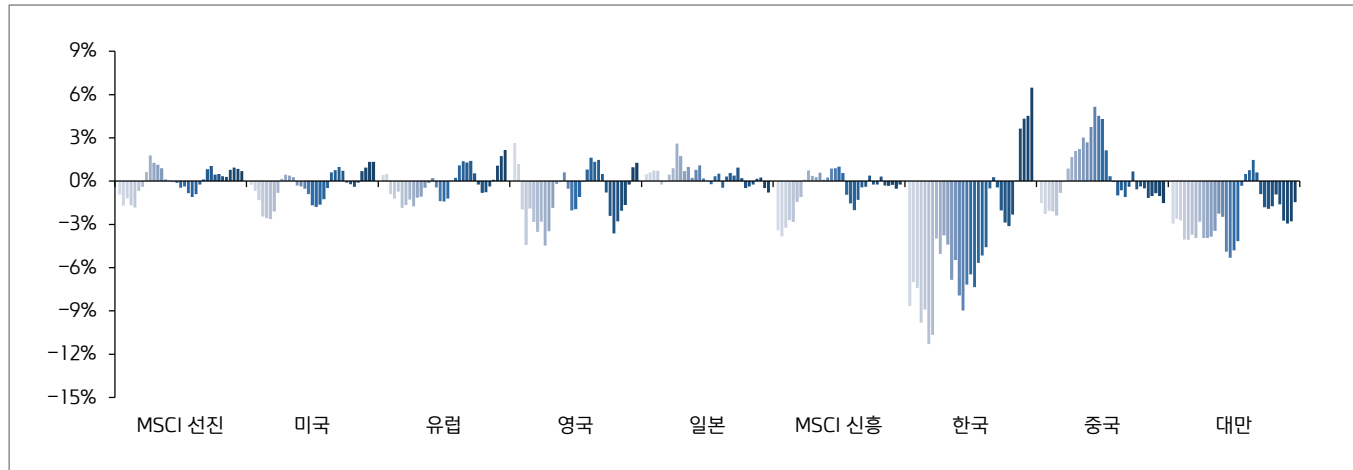
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터
주) (E)표시 분기는 추정치

03.

가팔랐던 하향 조정만큼 주요국 대비 강한 실적 전망 반등 탄력

- ▶ 연말 경기침체 현실화에 대한 우려가 상존한 가운데, 중국발 리오프닝 효과도 중국내 재고 소진부터 이뤄지며 글로벌 증시 전반의 실적 개선 탄력은 기대보다 약한 상황
- ▶ 한편, 한국은 작년 하반기부터 반도체 업종을 중심으로 실적 조정이 급격하게 이루어진 영향으로 주요국 중 가장 가파른 이익 전망이 조정 경험
- ▶ 그러나 1분기 실적 발표 이후 우려했던 것보다 양호한 모습을 보이며 실적 전망이 상향되는 업종들이 생겨나기 시작했고, 반도체 업종 또한 2분기 실적 저점 이후 반등 기대감이 높아지는 상황은 그간의 하향 조정폭을 축소 시키는 배경

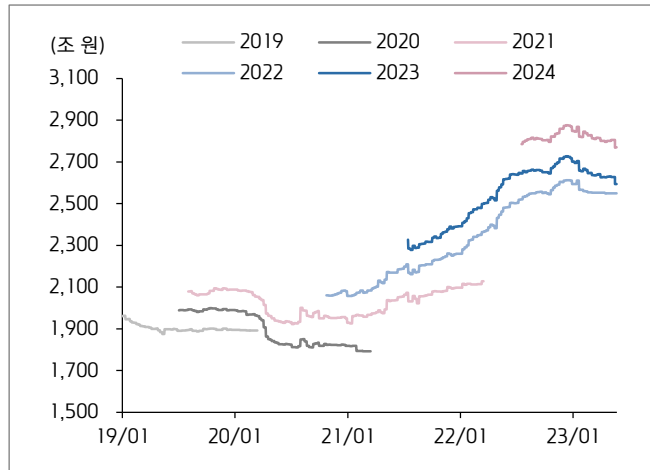
주요국별 선행 12개월 EPS의 월간 변화율 (작년 10월 이후, 주간 단위)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

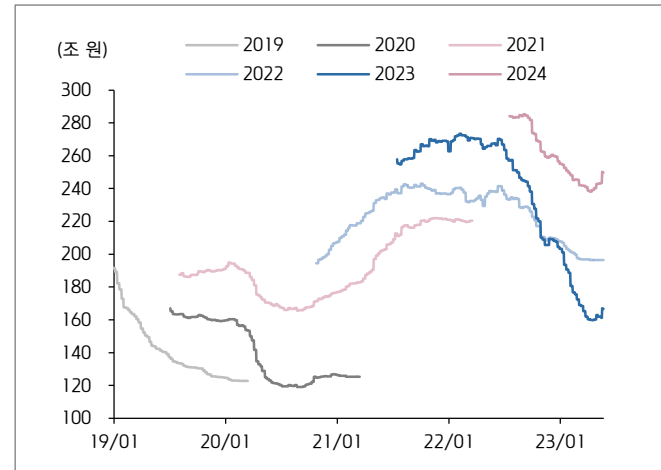
- ▶ 매출액은 일반적으로 증시에 강력한 외부 충격이 발생하는 경우를 제외하고는 성장세를 보임. 코스피200 기준, 코로나19 여파가 직접적으로 반영된 2020년 매출액 성장률이 -1.96% (YoY)를 기록한 이후 두 자리 수 성장을 기록. 다만, '23년 매출액 성장률은 0.97% (YoY)로 상대적으로 부진하지만, '24년에는 6.8% 성장이 예상되는 등 올해 이후 평년 수준의 성장세 회복 전망
- ▶ 한편, 영업이익은 '21년 이후 급등락을 이어오고 있음. '21년 코스피200의 영업이익은 큰 폭으로 상향된 결과 전년 대비 68.7% 라는 기록적인 성장 경험. 그러나 이후 '22년에는 -14.2% 를 기록하고, '23년에도 -9.7% 성장률 예상. 다만, 최근 그간의 하향 조정폭을 되돌리는 모습이 연출되며, 추가적인 감익폭 축소 가능성 존재('24년도에는 49.9% 성장 전망)

코스피200 연도별 매출액 전망 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

코스피200 연도별 영업이익 전망 추이



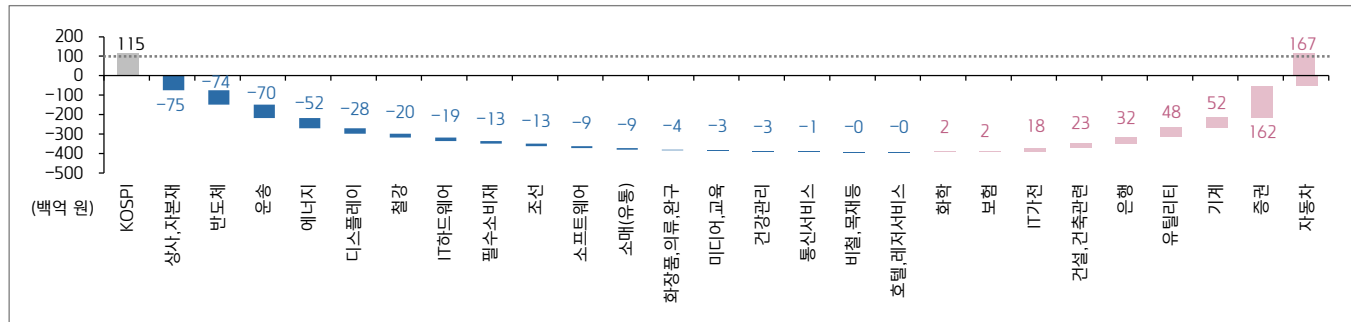
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

05.

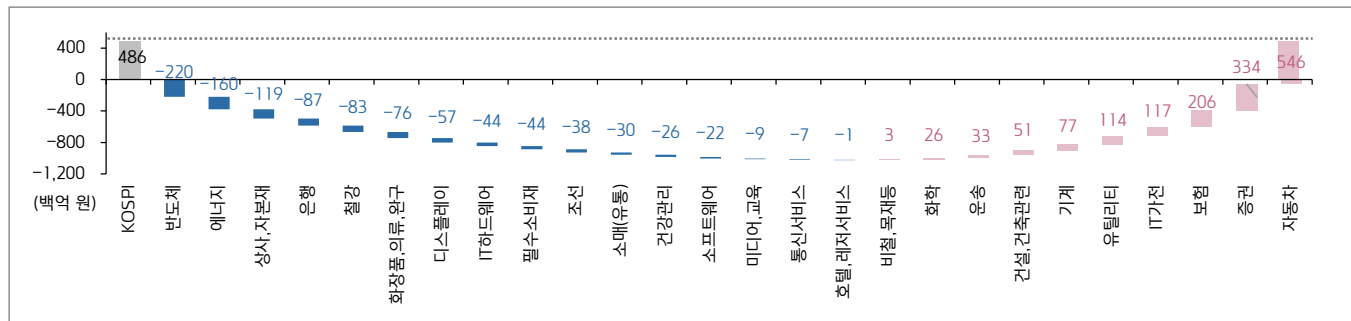
1Q 어닝 시즌 이후, 업종별 이익 전망 변화

- ▶ 1Q 실적 발표 이후, 우려보다 양호한 이익 전망을 확인하며 올해 남은 분기의 이익 전망 개선. 특히 하반기를 중심으로 이익 전망의 개선 탄력이 상대적으로 강한 모습
- ▶ 업종별로는 자동차 업종의 이익 전망 상향이 가장 탄력적으로 나타나고 있고, 그 외 금융(증권, 보험), IT가전, 기계 등 또한 개선. 반면, 반도체, 상사자본재, 에너지 등이 이익 전망 개선폭을 축소

코스피, 업종별 2Q23 영업이익 전망치 금액 변화 (3월말 대비 현재)



코스피, 업종별 FY23 영업이익 전망치 금액 변화 (3월말 대비 현재)



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

06. 업종별 2Q23E 매출액 성장률(YoY)

- ▶ '23년 2분기 매출액 기준 전년 동기 대비 성장률 상/하위 업종은
 Top: 조선(+33.8%), 기계(+23.6%), 유틸리티(+22.0%), IT가전(+18.6%), 필수소비재(+15.1%)
 Bottom: 반도체(-27.1%), 운송(-17.5%), 디스플레이(-15.8%), 에너지(-11.1%), IT하드웨어(-10.2%)

업종별 매출액 전망(YoY)

(YoY, %)	2023E	1Q23	2Q23E	3Q23E	2024E	(YoY, %)	2023E	1Q23	2Q23E	3Q23E	2024E
K200	1.0	7.9	-1.2	-0.1	6.8	미디어,교육	7.1	9.8	8.0	5.3	9.7
KSQ150	17.6	16.7	20.2	23.4	19.2	소매(유통)	2.6	0.3	3.1	3.1	6.0
에너지	-4.9	14.8	-11.1	-13.0	3.4	필수소비재	6.3	15.7	15.1	12.2	5.2
화학	10.1	4.0	8.5	9.3	14.6	건강관리	-4.8	-15.6	-7.8	-2.3	10.9
비철,목재등	-3.2	-3.5	-5.7	-1.0	2.4	은행	10.7	54.5	5.0	-6.4	3.7
철강	-1.6	-9.3	-8.3	-0.5	3.4	증권	-31.1	25.7	-	-	-17.2
건설,건축관련	9.5	26.5	8.8	7.3	0.4	보험	0.8	-19.7	1.6	1.6	3.6
기계	21.1	39.0	23.6	22.1	4.6	소프트웨어	0.2	-5.8	-5.1	3.1	12.7
조선	31.7	20.1	33.8	37.3	15.9	IT하드웨어	0.8	-4.8	-10.2	3.4	9.4
상사,자본재	-1.0	1.1	-5.3	-1.9	3.8	반도체	-15.9	-24.6	-27.1	-13.4	16.0
운송	-9.8	-10.9	-17.5	-18.6	5.0	IT가전	13.6	16.9	18.6	10.8	14.4
자동차	11.2	25.9	14.4	3.5	4.9	디스플레이	-14.7	-31.8	-15.8	-10.1	10.6
화장품,의류,완구	0.5	-7.6	-2.6	3.2	7.1	통신서비스	2.8	2.8	3.4	2.8	2.7
호텔,레저서비스	8.6	-5.0	4.5	10.1	25.4	유틸리티	12.9	29.7	22.0	8.0	-0.1

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

07. 업종별 2Q23E 매출액 성장률(QoQ)

- ▶ '23년 2분기 매출액 기준 전 분기 대비 성장률 상/하위 업종은
 Top: 미디어,교육(+16.0%), 기계(+12.7%), 건설,건축(+11.6%), 조선(+10.0%), 자동차(+8.8%)
 Bottom: 유틸리티(-26.3%), IT하드웨어(-13.6%), 디스플레이(-6.5%), 반도체(-3.2%), 에너지(-0.5%)

업종별 매출액 전망(QoQ)

(QoQ, %)	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	(QoQ, %)	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E
K200	-12.1	3.1	1.1	5.0	3.4	미디어,교육	10.6	-22.2	16.0	2.9	10.5
KSQ150	0.8	-4.9	10.1	14.5	2.8	소매(유통)	-1.9	-8.9	5.6	6.6	-0.2
에너지	-8.6	-5.8	-0.5	5.3	1.1	필수소비재	22.0	-20.3	7.5	6.5	-4.5
화학	-0.7	-3.7	3.8	3.7	1.8	건강관리	-6.2	-8.9	3.0	7.2	3.0
비철,목재등	6.4	-12.0	3.6	-1.2	6.4	은행	-67.8	158.9	6.9	-1.8	3.5
철강	-9.9	1.6	4.7	0.2	2.3	증권	-39.2	75.9	-	-	-
건설,건축관련	17.4	-8.8	11.6	-4.0	9.2	보험	-18.1	-24.8	8.2	10.9	-5.8
기계	21.6	-2.4	12.7	-0.9	5.2	소프트웨어	1.4	-9.3	2.0	5.4	6.3
조선	20.5	-2.5	10.0	0.8	14.9	IT하드웨어	5.8	-23.5	-13.6	43.0	13.2
상사,자본재	-1.1	-6.7	0.3	5.0	1.9	반도체	-11.7	-12.4	-3.2	14.3	3.5
운송	-10.0	-14.0	0.6	2.7	0.7	IT가전	6.8	-5.4	0.2	9.4	5.3
자동차	3.7	-1.2	8.8	-4.1	4.5	디스플레이	7.8	-39.6	-6.5	28.9	14.8
화장품,의류,완구	-3.1	-6.0	5.2	3.5	2.8	통신서비스	1.9	-1.6	1.0	1.8	1.4
호텔,레저서비스	-5.3	-25.8	5.5	26.8	4.1	유틸리티	23.5	4.6	-26.3	10.1	8.2

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

08.

업종별 2Q23E 영업이익 성장률(YoY)

- ▶ '23년 2분기 영업이익 기준 전년 동기 대비 성장률 상/하위 업종은
 Top: 호텔,레저(+354.2%), IT가전(+46.3%), 자동차(+27.4%), 증권(+21.6%), 조선(흑전)
 Bottom: 운송(-76.2%), IT하드웨어(-72.9%), 에너지(-67.3%), 반도체(적전), 디스플레이, 유틸리티(적지)

업종별 영업이익 전망(YoY)

(YoY, %)	2023E	1Q23	2Q23E	3Q23E	2024E	(YoY, %)	2023E	1Q23	2Q23E	3Q23E	2024E
K200	-9.7	-42.0	-44.2	0.8	49.9	미디어,교육	3.5	10.9	-9.5	1.5	14.5
KSQ150	11.8	-35.3	-2.1	27.7	40.0	소매(유통)	22.6	0.0	10.0	13.2	20.4
에너지	-35.1	-50.2	-67.3	-21.0	21.6	필수소비재	2.5	-14.0	0.0	11.9	14.2
화학	20.8	-42.5	-13.2	31.2	59.2	건강관리	-26.9	-69.5	-35.3	-31.5	29.6
비철,목재등	-5.2	-33.4	-43.6	57.7	12.9	은행	7.5	6.7	9.0	-0.8	3.6
철강	-6.8	-60.7	-47.7	26.6	20.6	증권	37.5	26.9	21.6	13.3	2.1
건설,건축관련	8.2	0.9	2.1	10.6	9.0	보험	67.7	125.7	19.4	-31.0	5.1
기계	24.3	81.1	14.1	5.1	2.4	소프트웨어	1.1	-26.8	-11.2	15.4	25.0
조선	흑전	적지	흑전	흑전	164.9	IT하드웨어	-16.9	-69.0	-72.9	-6.4	31.5
상사,자본재	-5.1	-35.4	-43.3	-0.1	14.3	반도체	적전	적전	적전	-90.9	흑전
운송	-56.1	-66.1	-76.2	-73.0	5.8	IT가전	47.9	-1.6	46.3	40.5	35.5
자동차	37.0	73.5	27.4	92.2	2.1	디스플레이	적지▲	적전	적지▼	적지▲	흑전
화장품,의류,완구	14.3	-23.6	12.0	38.9	20.5	통신서비스	5.3	-6.0	8.4	3.5	5.7
호텔,레저서비스	1120.2	흑전	354.2	156.3	40.1	유틸리티	적지▲	적지	적지▲	흑전	흑전

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

▶ '23년 2분기 영업이익 기준 전 분기 대비 성장률 상/하위 업종은

Top: 조선(+254.4%), 보험(+109.2%), 철강(+79.0%), 호텔,레저(+78.4%), 미디어,교육(+59.1%)

Bottom: 운송(-37.6%), IT하드웨어(-33.9%), 상사,자본재(-18.4%), 반도체, 디스플레이, 유틸리티(적지)

업종별 영업이익 전망(QoQ)

(QoQ, %)	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	(QoQ, %)	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E
K200	-67.0	124.1	15.1	32.9	-3.7	미디어,교육	-20.2	-13.7	59.1	-2.3	-3.1
KSQ150	-42.9	19.9	22.8	44.3	-7.1	소매(유통)	-35.1	-0.8	-4.5	58.9	-3.1
에너지	-94.0	1044.6	2.1	29.8	0.1	필수소비재	-31.2	7.5	9.0	22.3	-33.2
화학	-75.7	220.3	42.3	24.6	4.2	건강관리	-68.8	4.0	-8.9	23.0	-2.5
비철,목재등	-20.3	51.6	18.7	7.2	12.3	은행	-44.9	94.2	-3.7	-0.3	-25.6
철강	적전	흑전	79.0	8.6	12.5	증권	-44.2	282.2	-4.4	-12.6	-18.0
건설,건축관련	4.3	-5.8	27.3	0.7	14.7	보험	-50.9	323.8	109.2	-41.8	43.1
기계	-9.6	46.5	31.6	-9.4	2.3	소프트웨어	-14.3	18.6	3.6	16.9	9.0
조선	적지▼	적지	254.4	57.9	52.3	IT하드웨어	-81.1	64.4	-33.9	287.6	7.5
상사,자본재	-70.8	170.2	-18.4	28.9	-11.0	반도체	-87.1	적전	적지▼	흑전	206.9
운송	-40.8	-39.3	-37.6	6.7	-10.7	IT가전	-55.5	198.7	8.5	18.4	-4.3
자동차	107.7	4.2	23.6	-16.1	4.3	디스플레이	적지▼	적지	적지▲	적지▲	흑전
화장품,의류,완구	-23.2	44.8	9.9	13.3	-8.1	통신서비스	-42.5	79.2	1.9	-1.5	-31.2
호텔,레저서비스	적전	흑전	78.4	43.2	-19.9	유틸리티	적지▼	적지	적지▲	흑전	적전

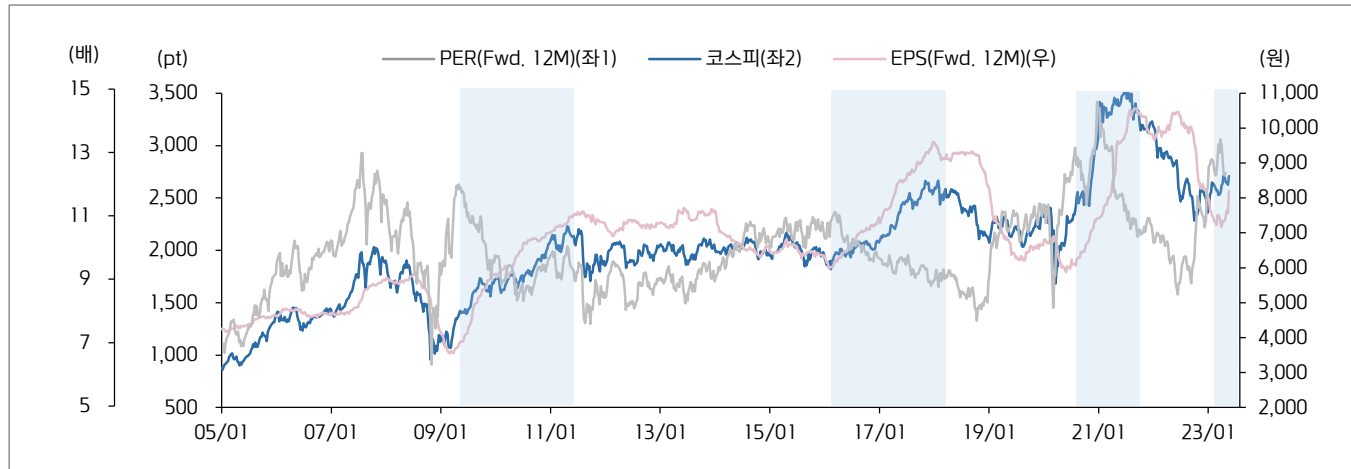
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

10.

제조업 사이클이 두드러진 한국 증시, 고 PER에 사서 저 PER에 판다

- ▶ 경기 사이클의 영향이 큰 한국 증시에서는 ‘고 PER 구간에 사서, 저 PER 구간에서 파는 전략’이 자주 통용
 - 이는 경기방어 업종보다는 경기민감 업종에 유효하고, 특히 고 PER 구간이 가격 상승 보다는 실적 악화(실적 사이클)로 연출되는 경우에 적합
- ▶ '22년 하반기 이후 연출된 실적 전망의 급격한 조정으로 코스피 PER(Fwd. 12M)는 한 때 13배를 상회하기도 하며 고 PER 흐름이 이어짐(현재 12배 초중반 선 등락). 1분기 실적 발표 이후 실적 전망 반등이 동반되며 PER 밸류에이션 부담이 완화되고 있는 현 상황은 위 전략의 적용을 떠올리게 만드는 배경
 - 특히 이익 사이클 경향이 두드러지는 에너지, 화학, 자동차, IT 등의 업종 중, 위 요건에 부합한 것으로 보이는 IT(반도체, IT하드웨어) 업종은 '23년 하반기 Core 업종으로 판단

코스피 주가, EPS(Fwd. 12M), PER 밸류에이션 추이



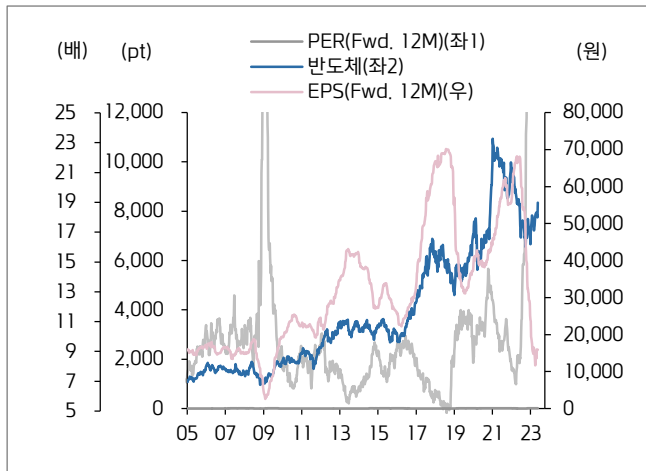
자료: FnGuide 컨센서스, 한국은행, 키움증권 리서치센터

11.

IT 업종은 이익 전망 개선에 따른 주가 개선 기대

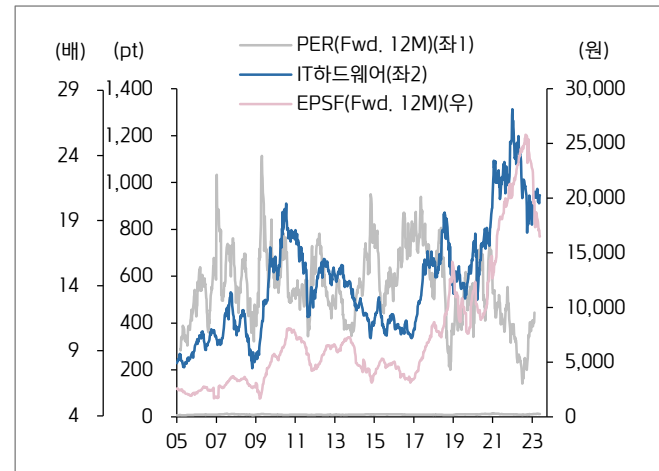
- ▶ 반도체와 IT하드웨어 업종은 작년 하반기 이후 급속한 실적 전망의 하향 조정이 연출
 - 실적 급락 영향으로 반도체 업종은 역사적인 PER(Fwd. 12M) 고점을 기록 중이고, IT하드웨어는 국지적 고점 형성. 최근 반도체 업종의 선행 12개월 이익 전망은 반등을 모색 중. IT하드웨어 업종의 실적 또한 바닥을 확인하는 모습이 나타나는 경우 향후 실적 사이클에 기반한 접근 유효
- ▶ 그 외 에너지, 화학, 자동차 업종 역시도 실적의 사이클이 두드러짐. 다만, 최근의 주가/실적 움직임이 만들어낸 밸류에이션 변화를 살펴보면, 에너지 업종은 역사적 저 PER 구간, 화학 업종은 가격 상승에 따른 고밸류 구간 진입, 자동차 업종은 실적 전망의 최고점을 경신하는 등 IT업종의 흐름과는 상이
 - 다만, 위 전략이 실현되기 위해서는 실적 하향으로 연출된 고밸류 부담이 펀더멘털의 개선으로 해소가 되어야 함. 즉, 하반기 실적 개선 현실화가 관건

반도체 업종, 주가/EPS & PER(Fwd.12M)



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

IT하드웨어 업종, 주가/EPS & PER(Fwd.12M)

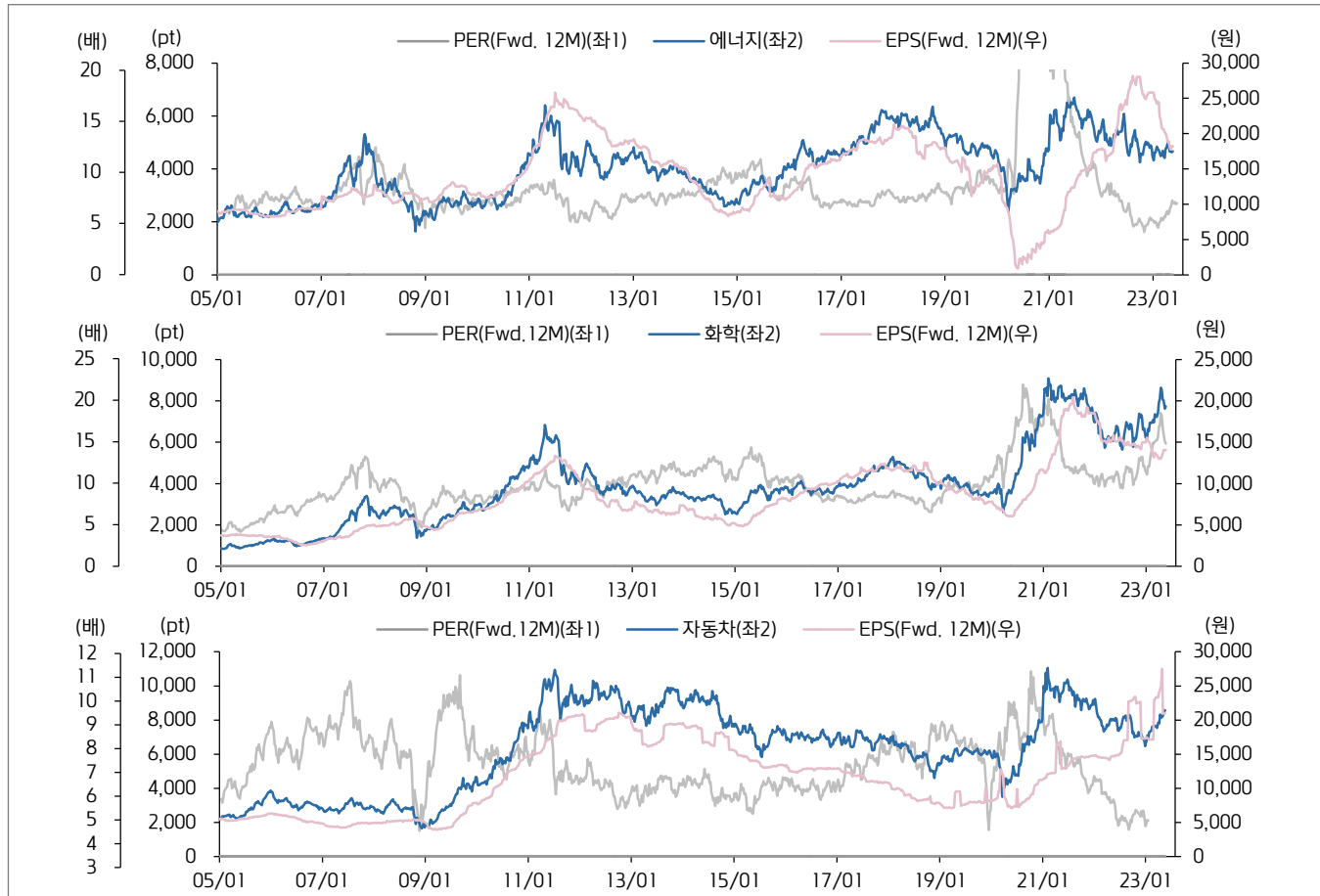


자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

12.

(참고) 그 외 이익 전망 사이클이 두드러지는 업종

에너지 / 화학 / 자동차 업종의 주가, EPS & PER(Fwd. 12M)



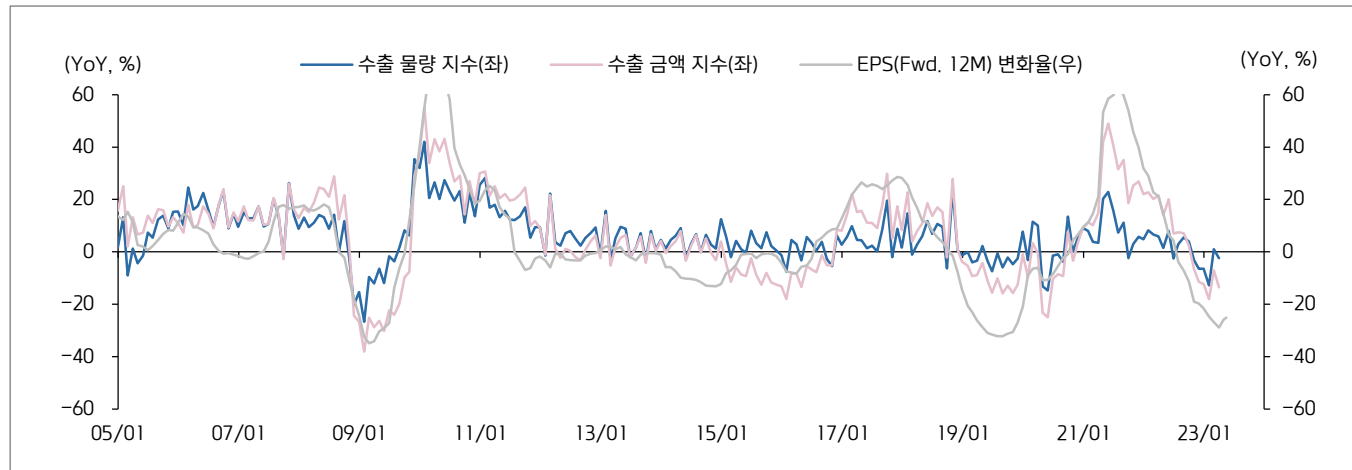
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

13.

실적 반등은 희소식이나 생각해 볼 부분은? (Feat. P x Q)

- ▶ 선제적으로 반영된 경기침체 우려로 급감했던 이익 전망은 최근 개선 중. 다만, 우려되는 부분은 여전히 글로벌 경기침체 시점 그리고 경기 연/경착륙을 둘러싼 의견이 대립되고 있다는 점
- ▶ '21년 이후 수출 물량 둔화에도 높은 물가 압력에 따른 가격 인상이 이루어지며, 기업들의 이익 성장이 이어졌음. 다만, 하반기 경기침체 우려는 물량 측면의 개선을 제약할 것으로 예상되는 가운데, 인플레이 압력이 점차 완화되는 상황은 기업들의 가격 마진을 축소시킬 가능성 존재

코스피 EPS(Fwd. 12M) 변화율(1Y)과 제조업 수출 물량(Q)/금액(P) 지수 증감률



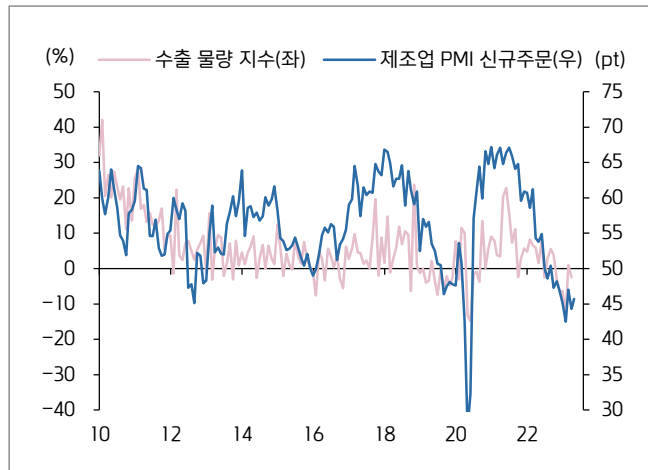
자료: FnGuide 컨센서스, 한국은행, 키움증권 리서치센터

14.

수출 물량(Q)의 개선 지연 가능성은 존재

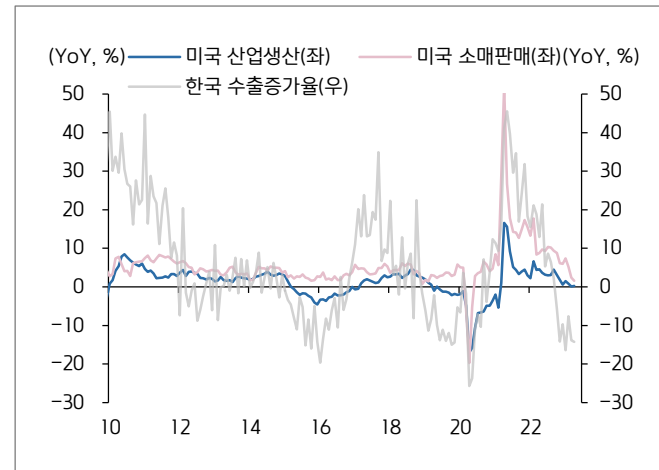
- ▶ 기업들의 수출 물량은 글로벌 경기 및 제조업 동향과 긴밀하게 움직임. 특히 미국 제조업 신규주문 지수와 밀접한 모습을 보이는데, 제조업 신규주문 지수는 '23년 1월 42.5pt를 기록한 이후 저점을 높이는 시도를 하고 있지만, 여전히 기준선(50)을 하회하고 있음
- ▶ 더불어, 제약적인 대출 환경 등과 맞물려 소비 둔화가 연출될 수 있는 상황은 미국을 중심으로 한 소매 판매 및 산업 생산 둔화 그리고 더 나아가 국내 수출 반등 지연 등으로 이어질 개연성이 높음

한국 수출 물량 지수와 미국 제조업 PMI 신규주문



자료: Bloomberg, 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 수출과 미국 소매/산업 지표



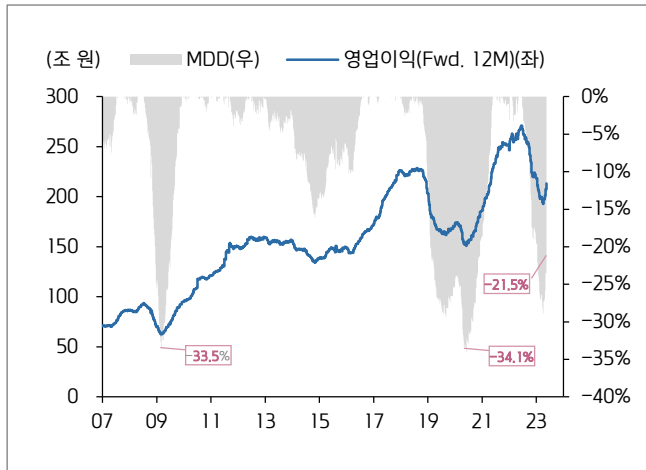
자료: Bloomberg, 한국은행, 키움증권 리서치센터

15.

급속한 하향 가능성보다는 하반기 반등에 초점을 ...

- ▶ 코스피 선형 12개월 영업이익 전망의 최근 반등으로 현재 이익 전망은 최근 고점 대비 21.5% 낮은 수준(이번 하향 사이클에서 최대 하락했던 것은 전 고점 대비 28.9% 수준)
- ▶ 고점 대비 하락폭이 30%를 넘었던 과거 두 시기는 시스템 리스크 가능성이 제기됐던 구간. 이를 감안 오는 하반기에는 당시만큼의 이익 전망 하락 가능성은 낮음
 - 다만, 글로벌 수요 둔화 그리고 물가 압력 완화가 기업들의 실적에 대한 하방 압력으로 작용한다면 이익전망 개선 흐름 제약 또는 소폭의 하향으로 작용할 가능성 배제할 수 없음
- ▶ 최악의 경우를 상정하더라도 QoQ 기준 3분기 부터는 실적 성장이 예상되고, YoY로도 역성장 폭이 크게 줄어들 것이라는 점은 하반기 중 관련 우려를 해소시켜줄 것으로 판단

코스피 영업이익(Fwd. 12M)과 최대하락률(MDD)



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

코스피 영업이익 전망치 조정폭에 따른 규모 및 성장률 변화

(조원, %)	현재	YoY	25%하향	YoY	30%하향	YoY
1Q	41.9	-45.7%	-	-	-	-
2QE	41.3	-42.5%	39.2	-45.4%	36.6	-49.1%
3QE	55.1	1.7%	52.4	-3.4%	48.9	-9.9%
4QE*	57.8	197.3%	54.9	182.2%	51.2	163.4%

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터
 주) 조정폭은 최근 고점인 '22년 6월 전망치 대비

16. 업종별 실적 성장 연속성 (FY23 & FY24)

- ▶ 하반기 경기침체 압력에 따른 실적 개선 지연 또는 하방 압력 우려를 상쇄할 수 있는 것은 결국 기업 실적의 지속성. 올해 뿐 아니라 내년도 이익성장이 지속되고, 최근 이익개선 모멘텀이 동반되는 업종 중심의 관심
 - 자동차 부품, 제약, 전기장비 등은 올해와 내년 모두 실적 성장 전망. **소프트웨어, 디스플레이 장비** 등은 올해 역성장에도 내년도 성장 그리고 최근 이익모멘텀 견조.
 - 리오프닝(기계, 의류, 레저 등) 관련 업종들 또한 이익 개선 흐름이 전망. 또한, 3분기 침체 우려에 따른 실적 변동성이 높아질 수 있는 구간 음식료 및 금융 등도 하방 안정성 확보의 대안

코스피, 세부 WI26(중분류) 업종 기준, 최근 이익모멘텀과 FY23~24 이익성장률

(단위: %)	영업이익(YoY)		이익조정비율(1M)		(참고) 업종 내, 시총 상위 3개 종목	(단위: %)	영업이익(YoY)		이익조정비율(1M)		(참고) 업종 내, 시총 상위 3개 종목
	FY23	FY24	FY23	FY24			FY23	FY24	FY23	FY24	
코스피	-8.13	48	9.4	5.5		교육	흑진	72.8	-25.0	-33.3	웅진씽크빅, 대교, 비상교육
에너지	-34.54	21.54	-7.5	7.5	SK이노베이션, S-Oil, HD현대	백화점	24.48	20.7	-5.3	-9.3	BGF리테일, GS리테일, 이마트
화학	18.89	57.32	3.5	-5.3	LG화학, 포스코퓨처엠, 한화솔루션	기타유통	32.31	51.32	-16.7	-16.7	케이아, 현대홈쇼핑, 셀마테라퓨틱스
포장재, 종이와목재	-2.62	21.65	0.0	0.0	동원시스템즈, 영풍제지, 율촌화학	식품, 음료	4.9	16.21	-9.1	5.5	오리온, CJ제일제당, 롯데지주
비철금속	-4.08	11.91	10.5	-15.8	고려아연, 풍산, 삼아알미늄	담배	-4.07	7.63	10.0	-10.0	KT&G
철강	-5.36	18.81	50.0	25.0	POSCO홀딩스, 현대제철, 동국제강	제약	12.97	22.74	15.1	9.3	삼성바이오로직스, 셀트리온, SK바이오사이언스
건설, 건축제품, 건축자재	8.21	9.39	30.9	26.8	삼성엔지니어링, 현대건설, 쌍용C&E	건강관리장비, 서비스	-93.23	193.3	0.0	0.0	덴티움, 에스디바이오센서, 바이오노트
가구	적지	흑진	20.0	20.0	한샘, 지누스, 퍼시스	은행*	4.91	3.47	12.8	2.0	KB금융, 신한지주, 하나금융지주
기계	18.08	2.23	41.7	42.9	두산에너빌리티, 두산밥캣, 현대로템	기타금융*	10.71	-12.98	0.0	-28.6	삼성카드, 우리금융, SK디앤디
전기장비	56.39	13.66	6.9	37.0	LS, LS ELECTRIC, 대한전선	증권*	54.76	1.95	69.4	16.7	메리츠금융지주, 미래에셋증권, 삼성증권
조선	흑진	156.14	-3.2	-3.2	HD현대중공업, HD한국조선해양, 삼성중공업	보험*	60.73	2.62	7.1	7.1	삼성생명, 삼성화재, DB손해보험
복합기업	-8.12	16.06	0.0	8.7	삼성물산, LG, SK	소프트웨어	9.02	20.87	-9.1	-4.6	NAVER, 카카오, 삼성에스디에스
상사	-9.6	-5.24	20.0	20.0	포스코인터내셔널, LX인터내셔널, GS글로벌	게임소프트웨어	-8.63	34.82	21.6	21.6	크래프톤, 엔씨소프트, 넷마블
기타자본재	55.52	18.84	7.1	7.7	한화에너지로스페이스, 한국항공우주, 한화시스템	핸드셋	89.12	34.48	33.3	33.3	영풍, 드림텍, 엠씨넥스
운송	-49.58	4.5	3.4	-10.2	HMM, 대한항공, 현대글로벌	전자장비, 사무용전자제품	-20.94	41.84	-14.8	-16.4	삼성전자, LG이노텍, 롯데에너지머티리얼즈
자동차	39.03	-1.39	64.9	59.5	현대차, 기아, KG모빌리티	반도체	적진	흑진	15.1	-5.8	삼성전자, SK하이닉스, SK스퀘어
자동차부품	34.44	17.55	2.5	13.6	현대모비스, 한온시스템, 한국타이어엔테크놀로지	전자제품	25.24	12.1	-68.8	-18.8	LG전자, 아남전자, 경인전자
화학품	24.03	29.08	-13.8	-12.1	LG생활건강, 아모레퍼시픽, 아모레GM	전자제품	73.69	55.37	15.7	2.0	LG에너지솔루션, 삼성SDI, SK아이이테크놀로지
의류	9.71	17.36	27.3	12.1	F&F, 필라홀딩스, 영원무역	디스플레이패널	적지	흑진	-54.6	0.0	LG디스플레이, 일진디스플레이
문구, 가정용품	3.78	9.59	0.0	0.0	코웨이, 경동나비엔, 큐쿠홀딩스	디스플레이장비	-13.95	50.81	25.0	33.3	LX세미콘, 와이투스루션, 한솔테크닉스
호텔, 레저서비스	851.96	39.03	42.9	35.7	강원랜드, 호텔신라, GKL	통신서비스	5.26	5.7	-4.8	0.0	SK텔레콤, KT, LG유플러스
미디어	18.85	20.67	1.9	-11.3	하이브, 제일기획, 이노션	유틸리티	적지	흑진	-2.9	2.9	한국전력, 한전기술, 한국가스공사

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

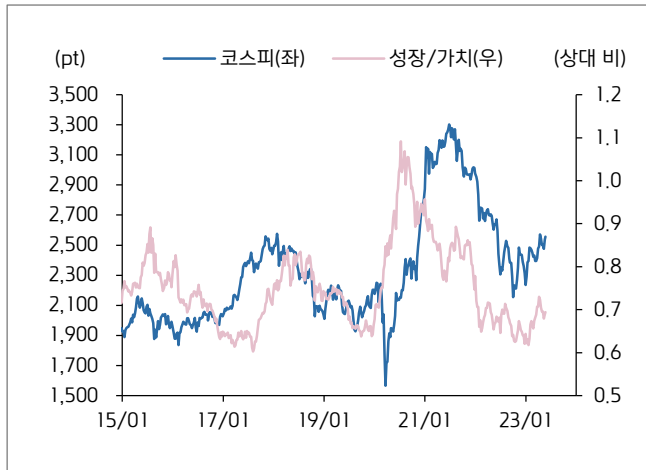
주1) 금융 업종의 경우 순이익 증가율 기준, 주2) 푸른 음영은 이익조정비율 상승, 붉은 음영은 이익조정비율이 상승하고, FY23 & FY24 이익성장이 유의미하게 지속되는 경우

17.

금리 인하 기대감을 둘러싼 성장 스타일의 단기 로테이션

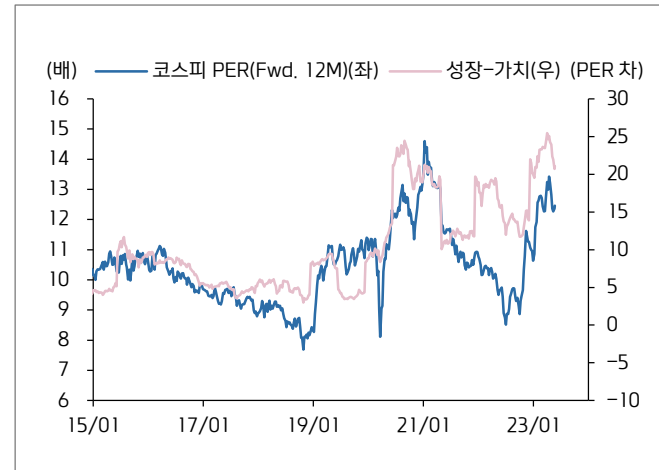
- ▶ 하반기 경기침체의 강도 및 시점에 따라 연준의 금리 인하 결정 또한 연말 또는 내년 초가 될 것으로 전망. 시장은 해당 시점을 확인하는 과정에서 변동성을 자아낼 수 있지만, 불확실성 해소와 함께 금리 부담이 완화되는 구간마다 성장 스타일 중심의 단계적 반등 가능성 높음
 - 다만, 최근 성장 스타일의 이익 전망 개선에도 주가 상승 속도가 더 빠르게 연출되며 '15년 이후 성장 그리고 가치 스타일의 밸류에이션 차이는 여전히 '21년 초반과 같은 높은 스프레드를 기록 중. 이는 단순히 성장 스타일로의 전환 보다는 스타일 내 선별 대응의 필요성을 높이는 배경

코스피 지수와 성장/가치 스타일 상대 주가 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

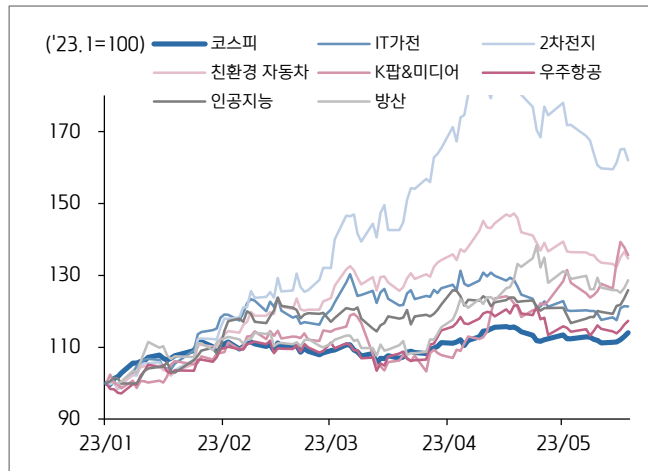
코스피 PER(Fwd. 12M)과 성장-가치 밸류에이션 차



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

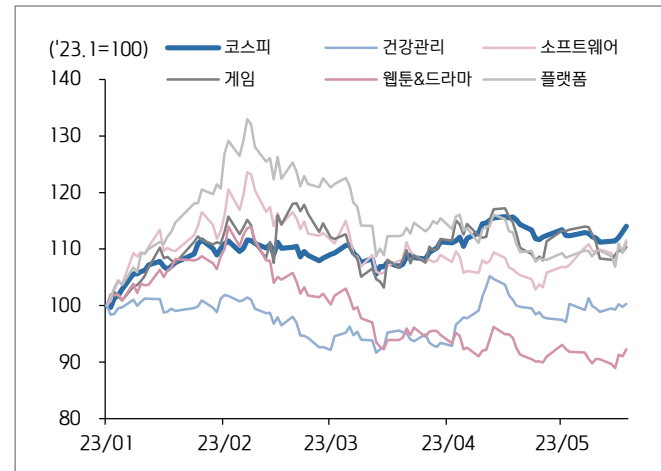
- ▶ 연초 이후 연준 금리 인하 기대감과 함께 성장 스타일의 반등 연출. 특히 2차전지를 비롯해, 친환경 자동차, K팝 - 미디어, 우주항공, 인공지능 등의 테마들이 순환하며 상승 주도
- ▶ 반면, 성장 색채가 강한 업종/테마 중, **건강관리, 소프트웨어, 게임, 플랫폼, 웹툰&드라마** 등은 여전히 BM 대비 부진한 모습을 지속 중
 - 앞서 살펴본 바와 같이 성장 스타일 전반의 밸류 부담이 상존하고 있는 상황은 금리 인하 기대감에 기댄 성장주 중심의 반등 탄력이 두드러지는 구간에서 그간 소외되어 있던 업종/테마의 반등을 선제적으로 이끌 것으로 판단

주요 성장 업종/테마 중, 연초 이후 코스피 상승



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

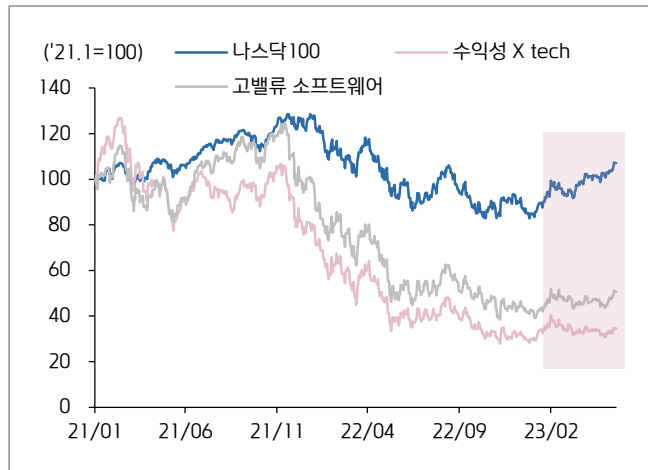
주요 성장 업종/테마 중, 연초 이후 코스피 하회



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

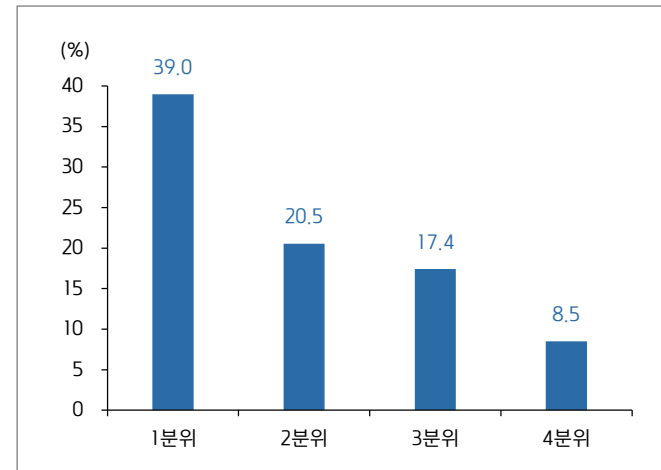
- ▶ 금리 경로 전환에 대한 기대감은 성장주에 온기로 작용하겠지만, 과거와 같은 저금리 수준이 아닌 최근의 고점 대비 하락으로 금리는 4%대 초중반에 머물 가능성 높음. 금리 부담은 차츰 완화되지만 여전히 고금리 수준을 감내할 우량 기업들을 중심으로 접근할 필요
 - 미국의 경우 연내 금리 인하 기대감이 반영되기 시작한 올해 연초 이후 나스닥 100은 26.2% 상승. 반면, 수익성이 없는 기술주와 고밸류 소프트웨어 기업들은 각각 15.5%, 19.3% 반등에 그침(같은 기간 S&P 500 9.18%, 나스닥 20.94%)
- ▶ 한국 역시도 같은 성장 스타일 내에서도 수익성 전망에 따라 연초 이후 성과가 차별화되고 있음. 구성 종목을 ROE(Fwd. 12M)가 높을수록 1분위 - 낮을수록 4분위로 나누어 살펴보면, ROE가 높은 종목 군들의 연초 이후 성과가 여타 분위에 비해 월등히 높은 모습

미국, 성장주 유형별 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

MKF500 성장주, ROE(Fwd. 12M) 분위별 YTD 수익률



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

- ▶ 금리 부담이 완화되는 국면, 아직까지 주가 수익률의 반등이 제한적으로 이루어진 종목 가운데 높은 수익성과 이익모멘텀을 통해 초과 알파를 만들어 낼 수 있을 것으로 기대되는 종목군

WMI500 순수성장 중, ROE(Fwd. 12M) 상위 40% & 이익모멘텀 보유 종목

종목코드	기업	W126 업종 분류	시가총액 (십억 원)	ROE (Fwd. 12M) (%)	매출액(Fwd. 12M) 변화율(3M) (%)	PER (Fwd. 12M) (배)	1M 수익률 (%)	3M 수익률 (%)	W126 업종 내 상대수익률3(M) (%)
A068270	셀트리온	건강관리	26,043	14.85	1.83	37.29	5.77	19.4	11.39
A028050	삼성엔지니어링	건설,건축관련	5,958	19.51	3.56	9.5	2.01	11.56	7.65
A012450	한화에어로스페이스	상사,자본재	5,620	17.59	9.53	9.79	4.23	28.18	23.39
A047810	한국항공우주	상사,자본재	5,254	15.13	0.44	21.59	-6.26	17.81	13.02
A383220	F&F	화장품,의류,완구	5,179	43.89	3.25	9.45	0.37	-5.06	1.94
A079550	LIG넥스원	상사,자본재	1,775	15.68	2.16	10.87	0.25	8.47	3.68
A267260	HD현대일렉트릭	기계	1,745	18.23	6.79	9.94	-5.1	20.4	6.48
A365340	성일하이텍	IT가전	1,721	14.2	28.83	44.05	1.7	9.28	0.87
A095660	네오위즈	소프트웨어	1,005	14.14	0.02	13.84	13.86	-2.36	0.33
A114090	GKL	호텔,레저서비스	1,253	20.59	2.29	13.42	12.19	1.3	6.2
A248070	솔루엠	IT하드웨어	1,240	26.74	9.45	12.36	15.89	15.35	14.45
A137400	피엔티	IT가전	1,173	25.86	17.37	12.5	-6.35	22.42	14.01
A348210	넥스틴	반도체	655	39.09	1.82	12.05	0.15	12.67	0.47

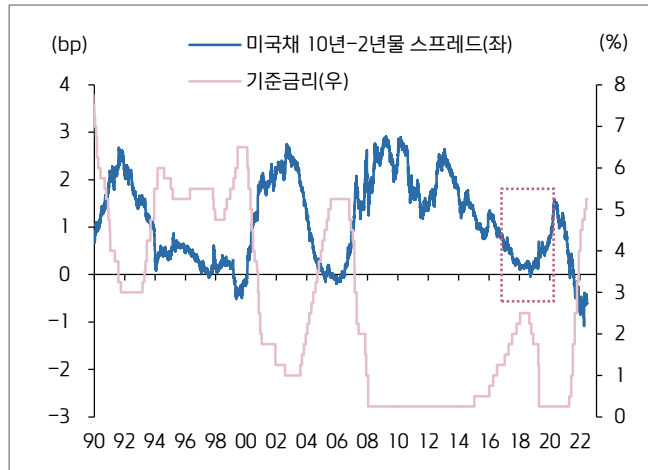
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터
주) 해당 업종 내, 주가 모멘텀 과열/부진 case 제외



IV. 시황: 금융장세 초입이 가까워진다

- ▶ 팬데믹 직전인 2019년 하반기에도 경기 침체 우려는 존재. 코로나19로 인해 대유동성 장세를 맞으며 장기 불황을 극복했던 것에 가까움.
- ▶ 2017~2019년 약세장, 장단기 금리차 역전, 저성장으로 인한 침체 우려로 연준은 2018년 12월 인상을 마지막으로 금리를 동결, 2019년 하반기(7, 9, 10월) 3번의 보험성 금리 인하 단행
- ▶ 10년물 국채 금리는 2018년 10월 고점 이후 2019년 8월까지 하락. 금리인하 단행한 이후 2019년 말부터 경기 반등 기대감 유입되며 상승하기 시작
- ▶ 이번 경기사이클에서 10년물 금리는 2022년 11월 고점 이후 하락 중. 하반기 금리인하 기대감 역시 유효한 상황

2017~2019년 약세장: 장단기 금리차 역전



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

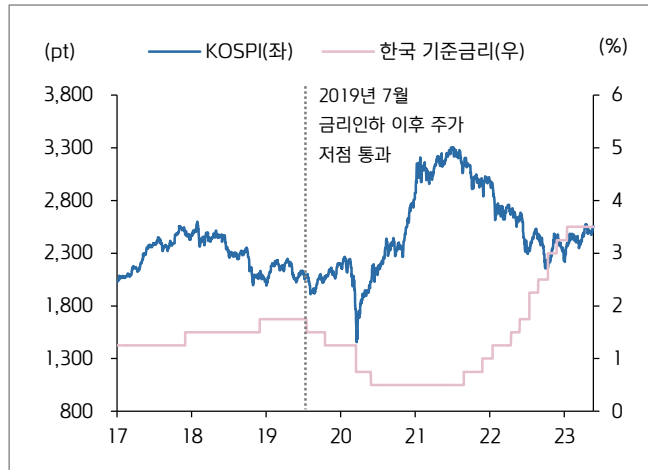
미 10년물 국채금리 경로: 2018년 10월 vs 2022년 11월



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

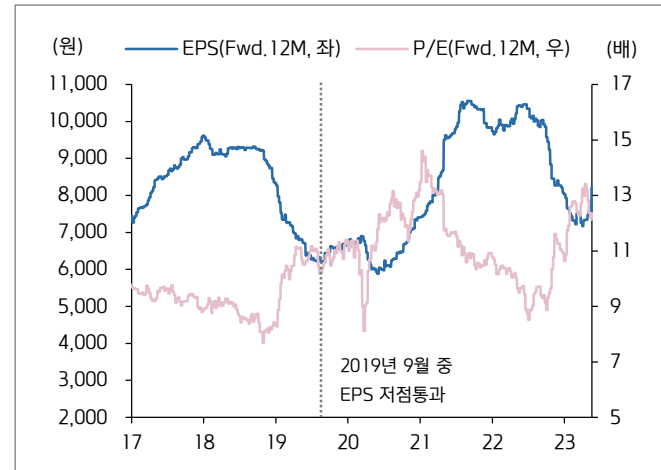
- ▶ 한은은 2019년 7월 선제적으로 금리 인하, 10월까지 25bp 씩 인하 단행. 당시 ‘기준금리 1% 시대’, ‘가보지 않은 길’ 등 저성장, 저물가, 저금리, 뉴노멀로 대표되는 장기 불황이 키워드
- ▶ 18~19년 이익은 감소하고 주가도 하락하며 EPS, PER 모두 정체된 역실적장세 통과 중이었음
- ▶ 2019년 9월 중 12개월 선행 EPS는 저점 통과
- ▶ 이에 선행하여 주가는 금리인하 이후 저점 기록한 뒤 8월부터 반등. 12개월 선행 PER 함께 반등하기 시작하며 10.2배에서 2020년 2월 11.4배까지 상승

코스피 지수와 한국 기준금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

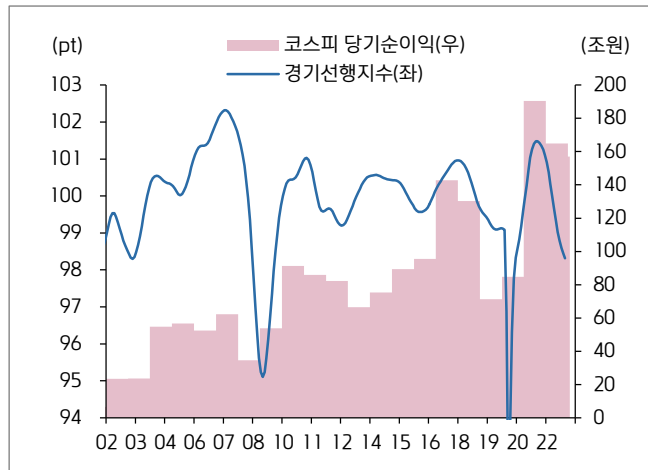
코스피 12개월 선행 EPS, PER



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터.

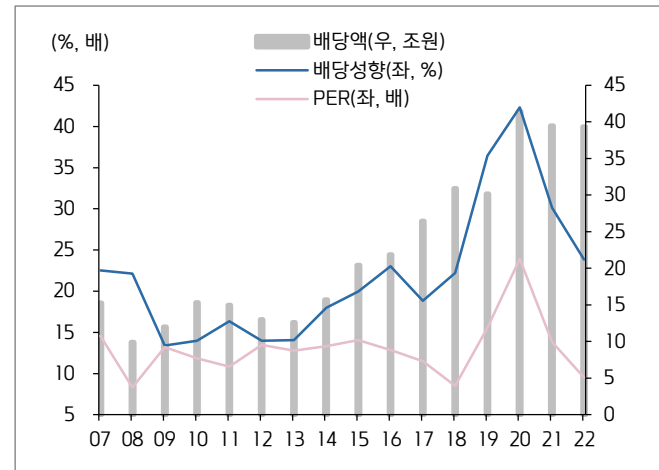
- ▶ 올해 역시 하반기 한은이 선제적으로 금리인하 단행할 것으로 예상. 12개월 선행 EPS는 2분기 중 바닥 통과할 것으로 기대
- ▶ 현재 12개월 선행 PER은 12.2배, 과거 대비 하단이 높아진 상태로 추가 상승 여력 존재한다고 판단 (PER 하단 19년도 9배 vs 22년도 10배)
- ▶ 1) 23년 순이익 추정치는 경기확장기인 2017년도를 상회하는 수준으로, 현재 글로벌 경기가 아직 부진한 상황임을 감안할 때 이익 레벨이 상승했고, 2) 올해 배당성향이 증가할 것으로 예상되며 PER 하단을 지지하고 있기 때문인 것으로 판단

코스피 순이익과 OECD 경기선행지수



자료: Bloomberg, FnGuide, 키움증권 리서치센터.

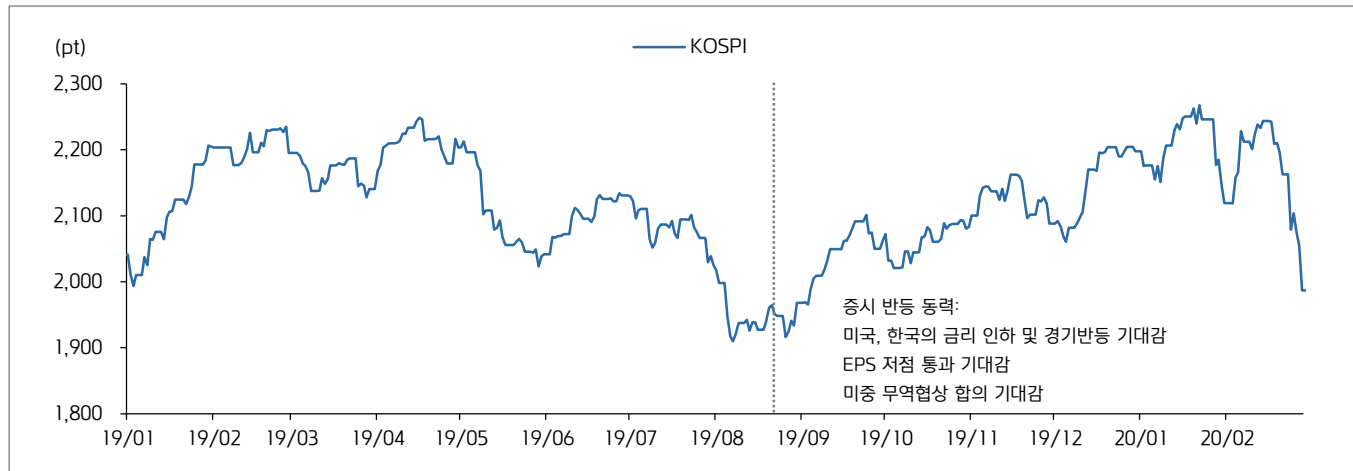
코스피 배당성향, 배당액, PER



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 2018년 3월 트럼프 대통령이 중국 수입품에 연간 500억달러 규모의 중국 수입품에 25%의 고율관세를 부과하며 발발한 미중 무역갈등.
- ▶ 2019년 10월 무역협상에서 관세율을 30%로 인상하기로 했던 방침을 보류하며 잠정적 휴전상태 돌입
- ▶ 합의 기대감은 8월 말부터 유입 (9/12, 트럼프 대통령, 'Interim trade deal을 고려할 수 있다'), 국내 증시의 저점 통과 및 반등에 기여한 측면
- ▶ 미중갈등 심화 및 코로나19 봉쇄 경험으로 글로벌 생산거점의 중국 이탈은 가속화되고 있으며, 대만 둘러싼 지정학적 갈등 역시 증시 상단을 제한하는 요인으로 작용할 가능성

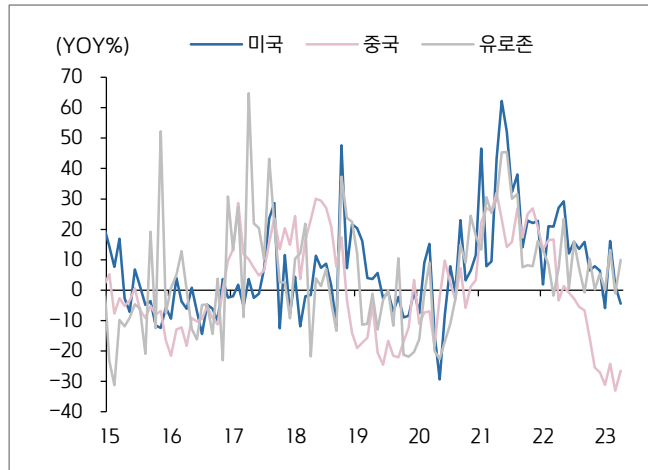
2019년 8월 지수 저점 이후 반등 요인



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터.

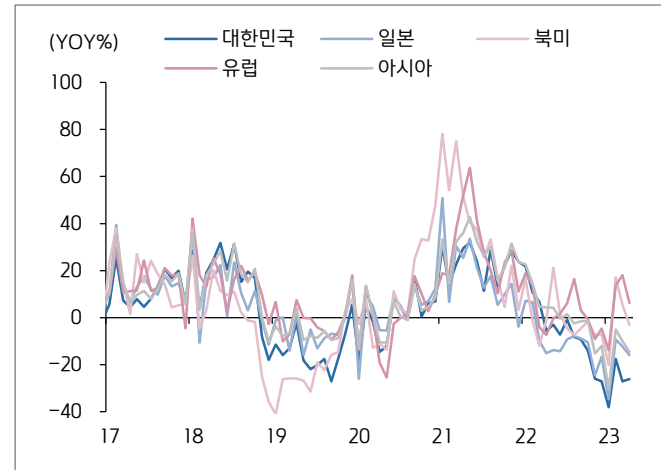
- ▶ 19년도 증시 반등에 기여한 미중 관계 개선을 기대할 수 없는 상황에서, 중국으로부터 한국이 받을 수 있는 수혜 역시 제한적
- ▶ 중국 4월 수입증가율은 YOY -7.9%로 낙폭 확대한 가운데, 한국으로부터 수입 증가율은 북미, 유럽 등 다른 지역 대비 낮은 수준. 국내 중국향 수출 역시 주요국 대비 부진하며 수출 경쟁력 약화 우려 부각.
- ▶ 2010년대와 비교했을 때 중국 경기회복 모멘텀에서 받을 수 있는 수혜는 제한적이라고 판단.

한국 국가별 수출 증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

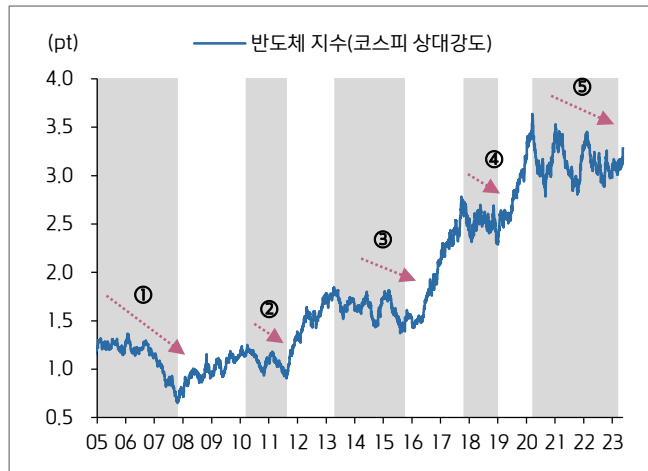
중국 국가별 수입 증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

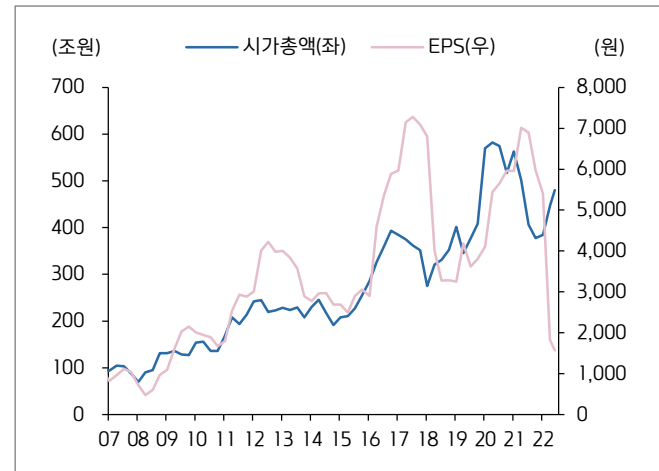
- ▶ 2019년 하반기 반도체 수출 부진, 반도체 지수의 코스피 대비 상대강도 약화되던 시기
- ▶ 당시 반도체 주가 저점은 18년 4분기, 국내수출은 19년 11월 부터 반등하기 시작.
- ▶ 과거 추이를 봤을 때 삼성전자와 SK하이닉스 합산 시가총액은 이익에 약 10개월 선행하여 반등, 올해 3월 주가는 저점 통과했으며 2~3분기 중 이익 바닥 통과 기대감 형성

코스피 대비 반도체 지수 상대강도



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터.

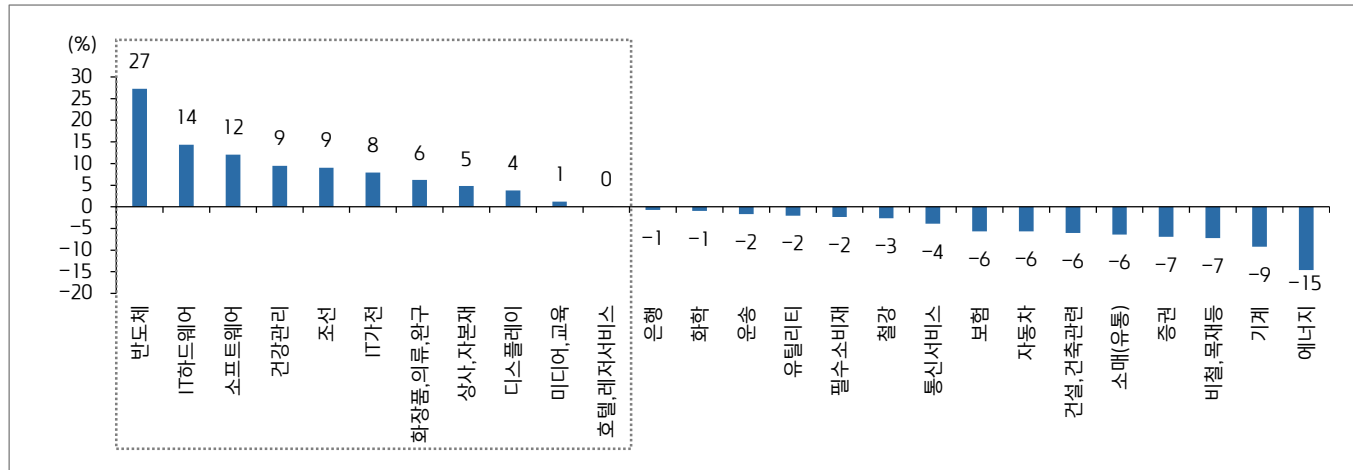
삼성전자, SK하이닉스 합산 시가총액 및 EPS



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 금리인하 기대, 선행 EPS 및 PER 박스권인 역실적장세 통과, 증시 상단을 누르는 미중 갈등, 반도체 업황 저점 통과 등 19년도 하반기와 유사한 환경
- ▶ 당시 성장, 가치 스타일 차이는 뚜렷하지 않았음
- ▶ 실물경기는 아직 부진하지만 금리 인하로 할인율이 낮아지며 성장주 강세 + 금융장세 초입 기대감으로 경기민감업종 강세 동시에 나타나는 모습 보임
- ▶ 2023년 하반기에도 유사한 흐름 나타날 수 있음

주가 저점 도달한 2019년 8월 ~ 2020년 2월까지 수익률



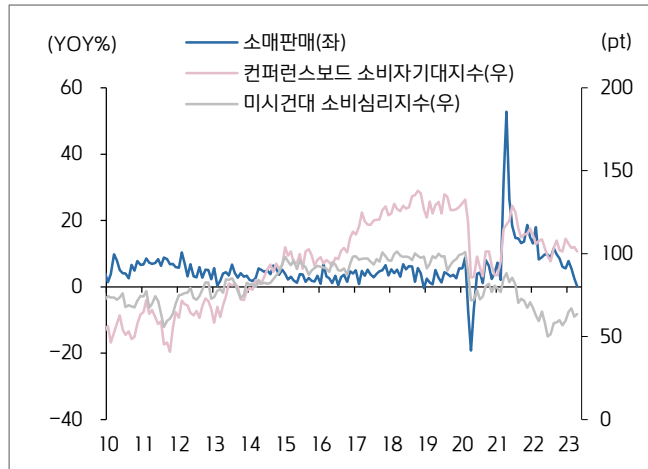
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터.

08.

소비심리는 부정적이나 재고조정은 마무리 국면에 진입

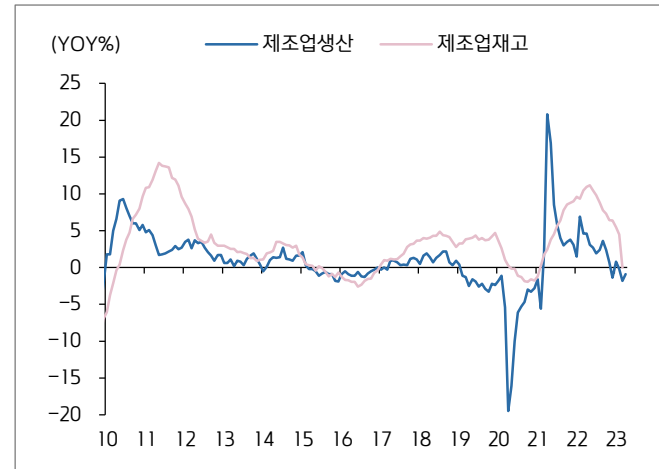
- ▶ 그러나 팬데믹을 거치며 대내외 환경이 변했고, 미국 침체 가능성 및 중국 경기회복 등에 대한 불확실성으로 경기 반등이 지연되면서 사이클이 길어질 가능성 존재.
- ▶ 소비 심리는 여전히 좋지 않지만, 긍정적인 부분은 재고가 감소하고 있다는 점.
- ▶ 미국 4월 기업재고는 전월대비 -0.1%(예상 0.0%, 전월 0.0%)로 감소 전환하며 재고조정의 마무리 국면임을 시사

미국 소매판매와 소비 심리지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

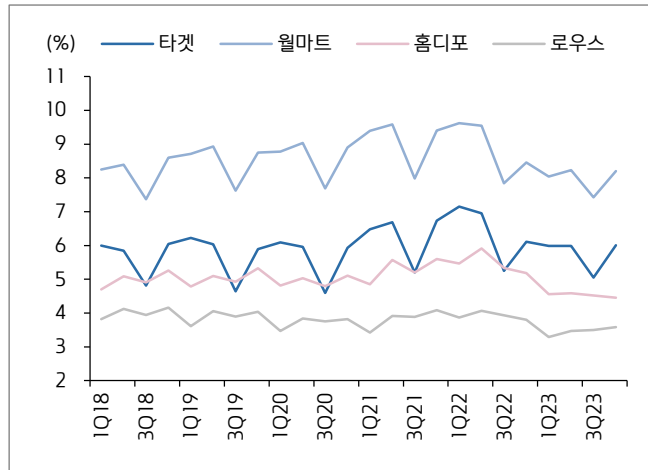
미국 전체 제조업 재고 증가율 둔화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

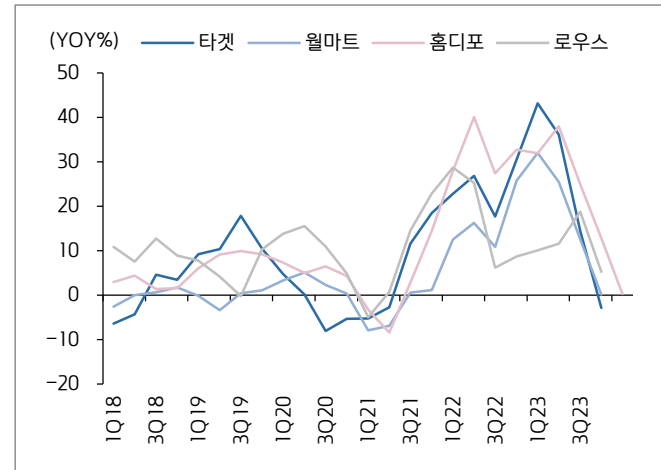
- ▶ 기업 측면에서도, 작년 하반기 실적 시즌 이슈가 되었던 월마트, 홈디포, 로우스, 코스트코 등 주요 유통 기업들의 과잉재고 부담 역시 작년 3분기를 기점으로 하락.
- ▶ 재고자산 회전율은 아직 낮은 수준이지만, 역사적으로 최대치를 기록했던 재고 증가율은 두드러지게 둔화

미국 주요 유통기업들의 재고자산 회전율은 아직 낮은 수준



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

그러나 22년 3분기를 기점으로 재고자산 증가율 둔화 뚜렷



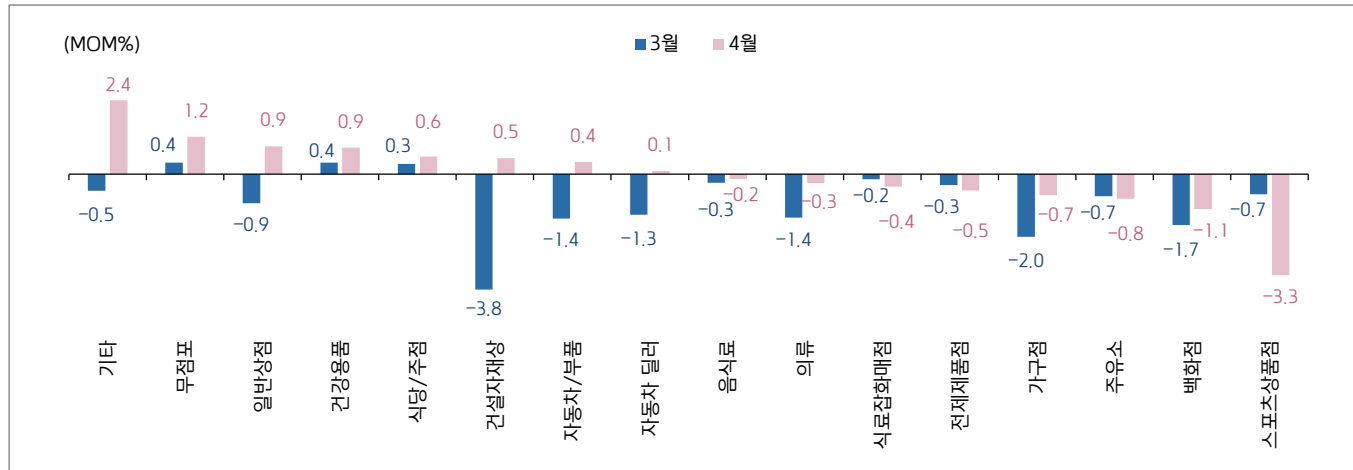
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

10.

금리인하와 함께 나타날 리스탁킹(Q 증가)에 대비할 필요

- ▶ 컨센서스를 하회하여 경기침체 우려를 부각시켰던 미국 4월 소매판매의 세부항목에서도 자동차 및 부품, 건설 자재 등은 전월대비 상승, 의류, 백화점 등에서 감소폭을 축소한 것에 주목.
- ▶ 일부 경기 소비재 수요가 우려 대비 견조한 모습을 보이고 있다는 점을 감안할 때 수요에 대한 과도한 우려보다는 4분기 금리 인하와 함께 경기확장기 초입 및 리스탁킹(Q 증가) 수혜를 볼 수 있는 업종을 선별해야 한다고 판단

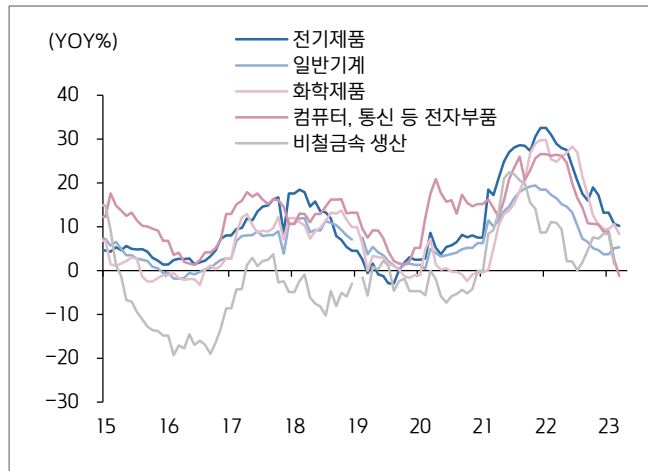
미국 소매판매 월간 증감률: 일부 경기소비재 부문에서 반등하거나 감소폭 축소



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

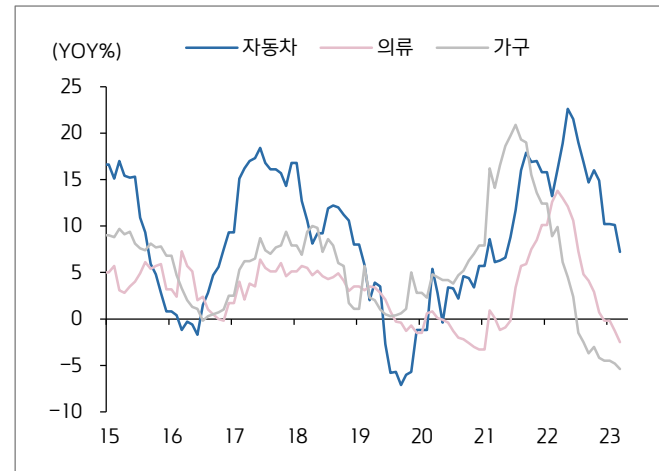
- ▶ 중국 제조업 재고 증가율 역시 가파르게 하락하며 재고조정 국면이 마무리되고 있음을 시사
- ▶ 연초에 국내 화학, 철강 등 경기 민감주가 강세를 보였던 이유 역시 제조업PMI 서프라이즈, BDI운임 반등, 중국 경기와 동행하는 원자재 가격의 상승 등 선행지표들이 긍정적이었기 때문

중국 재고 증가율: 전기제품, 일반기계, 화학제품, 전자부품



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

중국 재고 증가율: 자동차, 의류, 가구



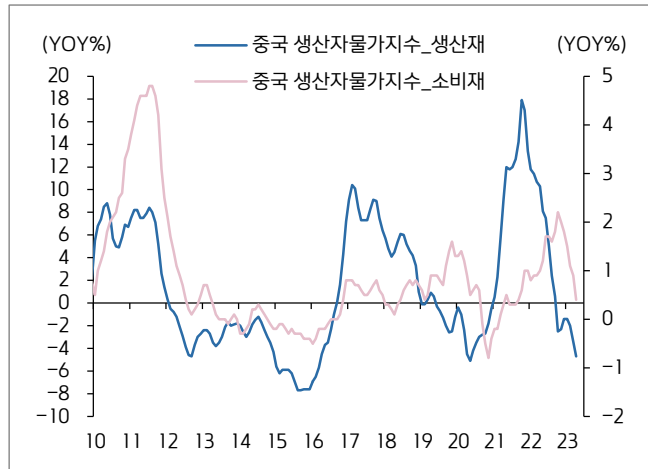
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

12.

중국 경기회복 양상은 소비자 > 산업재

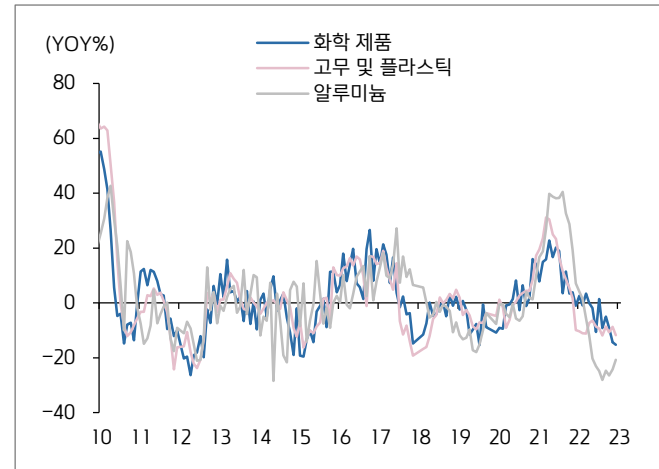
- ▶ 지금 중국 경기회복국면에서 산업재가 아닌 소비재가 먼저 반응하고 있음.
- ▶ 일반적으로 금융장세 초입에서 정책적 지원으로 SOC 투자 유도 → 에너지, 소재, 산업재 강세 → 경기활성화 → 소비재 강세
- ▶ 그러나 산업재 및 소재의 공급과잉으로 원자재 수입단가 하락하며 생산자물가는 정체되어 있고, 팬데믹이라는 특수성 때문에 늘려있던 서비스 수요가 가장 먼저 가시화
- ▶ 중국 4월 소매판매 MOM 증가율 상위는 의류/신발(32.4%), 레저(25.7%), 화장품(24.3%) 등 오프라인 경제활동 관련
- ▶ 생산자물가(전체 물가의 75% 비중)는 YOY -4.7% 하락하며 감소 폭이 확대, 광업(-8.5%), 원자재(-6.3%), 제조업(-3.6%) 생산자 물가 감소폭 확대

중국 생산자물가지수 세부: 생산재 vs 소비재



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

중국 수입물가: 중간재 중심으로 하락세 지속



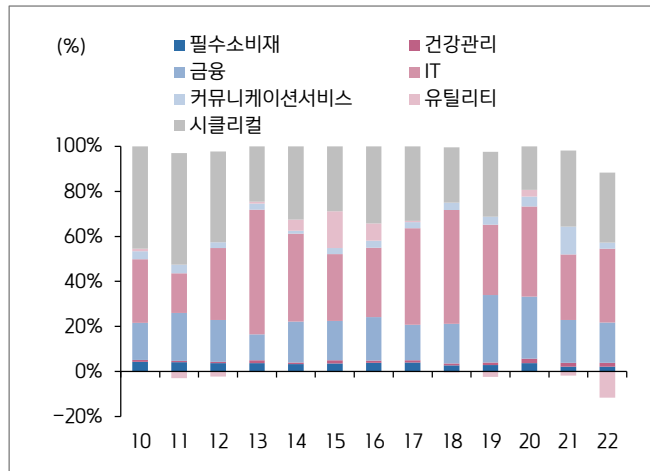
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

13.

코스피 내 시클리컬 순이익 비중 감소, CAPEX 부담은 큰 상황

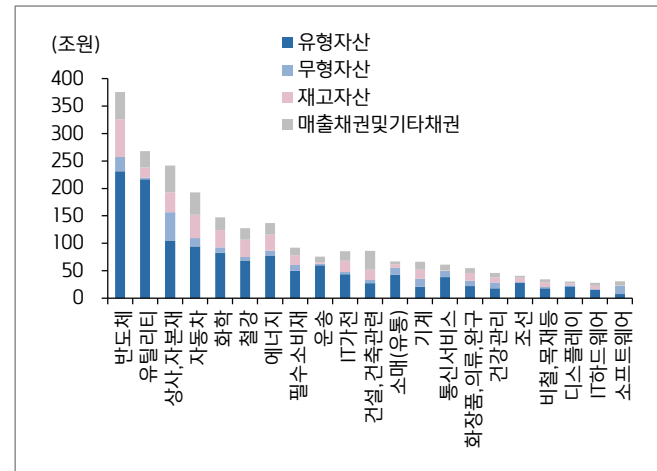
- ▶ 한국의 중국향 수출 품목 중 가장 큰 비중을 차지하는 품목은 전자기기 및 장비로 46.5%. 대중수출의 80%가 중간재, 소비재는 3.8%에 불과
- ▶ 코스피 내 시클리컬(소재, 산업재, 경기관련소비재)이 차지하는 순이익 비중은 감소하고 있는 반면, CAPEX 부담은 큰 상황
 - 2011년 48.7% → 2022년 38.6%, 화학 8.2% → 3.8%, 철강 6.0% → 4.4%, 조선 5.6% → -1.9%, 자동차 18.6% → 10.9%
- ▶ 이번 사이클에서는 과거 중국 성장과 함께 수출이 증가했던 전통적인 중국 인프라, 소비 관련 업종들의 반등은 제한적일 것

코스피 내 업종별 순이익 비중



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터.
참고: 시클리컬=소재+산업재+경기관련소비재

CAPEX 부담 큰 업종: 반도체, 자동차, 화학, 철강



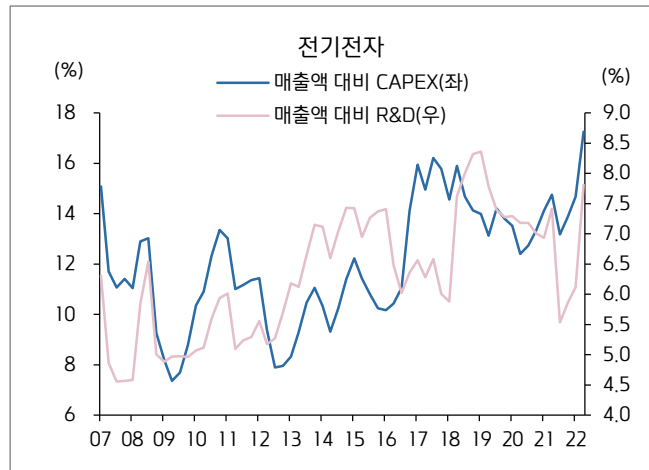
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터.

14.

금리인하 -> 할인을 하락 수혜 성장주 + 금융장세 초입 경기민감주 강세

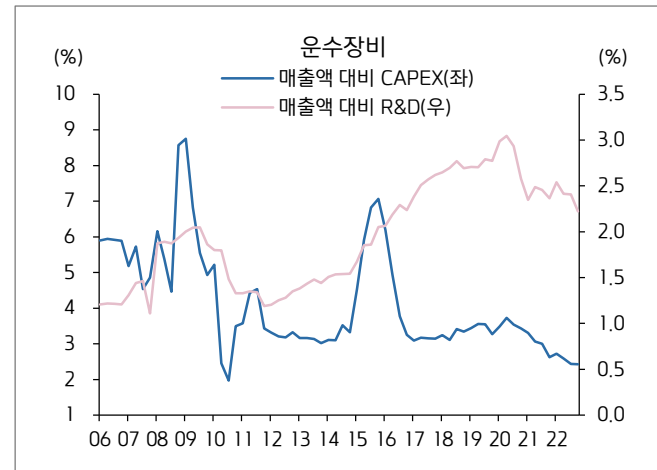
- ▶ CAPEX 부담이 큰 경기민감 업종 중에서는 1) 과거에 산업의 구조조정이 이미 이루어졌고(CAPEX 투자 비중 감소), 2) 동시에 사업구조를 고도화하는 R&D 투자를 늘려 경쟁업체들 대비 진입장벽이 높고(중국 의존도 하락), 3) 시장점유율이 높아 향후 매출 증가(Q 증가) 수혜를 받을 수 있는 업종이 유리
- ▶ 반도체, 자동차, 조선 업종을 추천, 신사업 중에선 기존 산업에 새로운 돌파구를 제공할 AI(반도체), 자율주행(자동차, 전기전자), 수소(화학)

매출액 대비 CAPEX, R&D 비중: 전기전자(반도체)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

매출액 대비 CAPEX, R&D 비중: 운수장비(자동차, 조선)



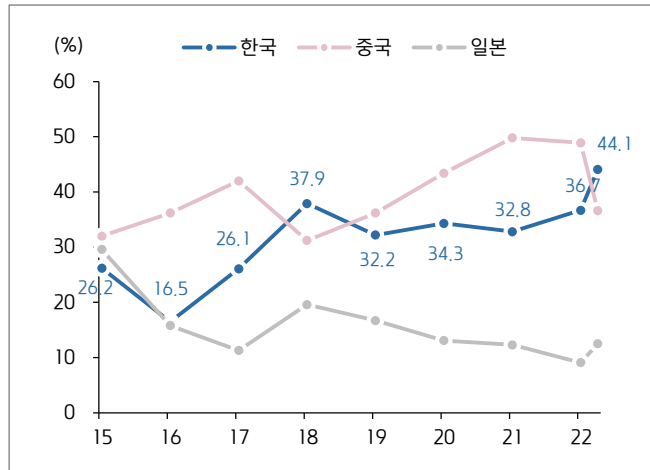
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

15.

조선, 기자재: 수익성 훼손 요인들이 점차 해소되는 중

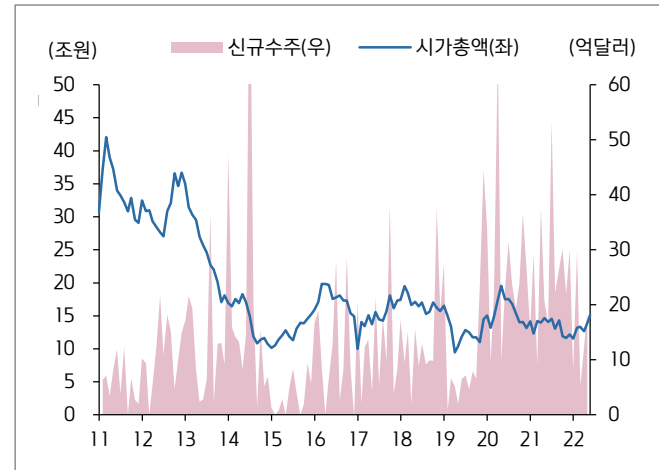
- ▶ 국내 조선3사 수주 잔고는 20년 말부터 급증했으나, 낮은 선가, 원자재 가격 급등, 인건비 부담으로 수익성 악화, 수주 잔고의 증가가 이익 증가로 이어지지 못했기 때문에 주가는 부진
- ▶ LNG선과 대형 컨테이너선 등 고가 선박의 수주는 지속
 - 1분기 국내 조선사들이 수주한 신조선 물량 중 선종 구성을 살펴보면 수주량(CGT) 기준 LNG선 41.9%, 컨테이너선 33.2%로 2개 선종이 약 75%를 차지 (Clarkson)
- ▶ 그러나 국내 조선사의 주력 선종 중 하나인 탱커 시장의 수요가 기대에 미치지 못하는 점이 조선 주가 반등을 제한

한국, 중국, 일본 수주 점유율



자료: Clarkson, 키움증권 리서치센터.
참고: 2023년은 3월 기준

한국 조선업종 신규수주 및 조선 3사 합산 시가총액



자료: FnGuide, 각 사, 키움증권 리서치센터.
참고: HD한국조선해양, 대우조선해양, 삼성중공업 3개사 합산

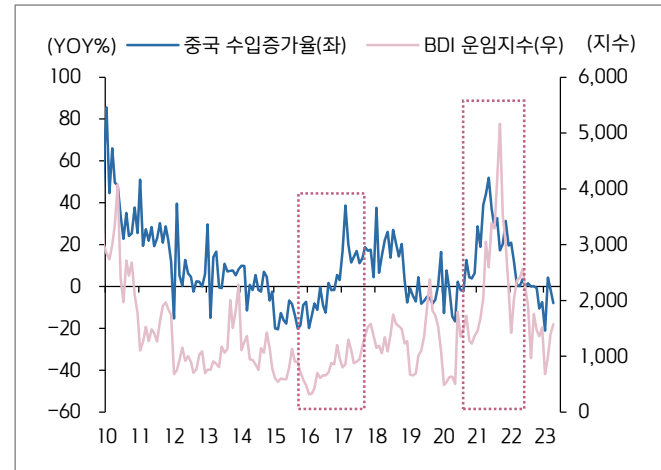
- ▶ 21년부터 상승했던 선가로 계약된 물량들이 이익에 반영(약 2년 래깅)되기 시작, 원자재 가격 하락으로 이익 개선 예상
- ▶ 과거에 산업 구조조정 단행된 결과 공급은 제한적인 가운데, 한국 수주 점유율이 중국과 일본을 상회
- ▶ 운임 상승, 수주 증가, 원자재 가격 하락 등 선행지표는 우호적, 하반기 중국 경기 반등으로 시장 규모가 가장 큰 벌크선, 탱커선 운임 회복 기대
- ▶ 향후 탱커선 수주가 증가하고, 이익 개선으로 올해 흑자 전환한다면 03~07년도 슈퍼사이클과 같이 수주에 주가가 후행할 가능성

중국 열연, 후판 등 조선 원재료 가격의 하락



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

중국 수입증가율과 BDI 운임 동행성



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

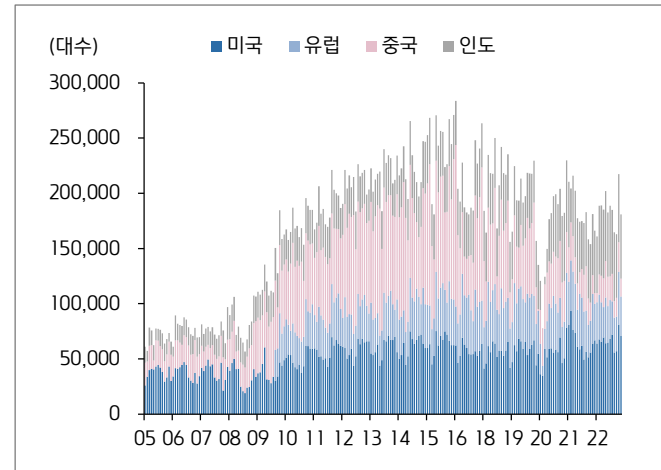
- ▶ 자동차는 대표적인 경기민감 소비재로, 올해 소비경기 둔화로 부정적인 전망이 우세했으나 실적, 수출 서프라이즈를 기록하며 주도주로 자리 잡음.
- ▶ 과거 사이클에서 현대차는 대규모 CAPEX를 단행, 규모의 경제 실현하며 2010년 연간 영업이익 160% 증가, 영업이익률 10% 기록.
- ▶ 올해 역시 주가는 글로벌 경쟁업체 대비 큰 폭으로 아웃퍼폼 중이며, 기존 CAPEX로 규모의 경제를 실현할 수 있을 뿐만 아니라 전기차, 자율주행 등 확장성이 넓은 분야에 투자 집행 중
- ▶ 이번 실적 서프라이즈 요인이었던 북미향, 인도향 판매대수 증가로 중국 의존도가 낮아진 점 역시 긍정적

현대차 주가, MSCI 자동차 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.
참고: 2005.01.01=100

현대차 국가별 판매대수: 중국 비중 감소



자료: 현대차, 키움증권 리서치센터.

18.

참고 23년 내 가시화되는 정책 모멘텀: 모빌리티(자율주행, AI), 수소

신성장 4.0 전략: 3대 분야 15대 핵심 프로젝트 내용 및 타임라인

분야	프로젝트	23년 총 사업비(+α)	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년	2028년~
신기술	모빌리티	617억원	1단계 실증사업 (비도심, 전남 고흥)	2단계 실증사업 (수도권) 주요 고속도로 C-ITS 구축	인증체계 마련 등 상용화		지역시험사업 완전자율주행 상용화	전국 도로 C-ITS 구축 ('30)
	우주탐사	1,825억원	우주항공청 신설					
	양자기술	399억원	20큐비트 양자컴퓨터 시연	20큐비트 양자컴퓨터 클라우드 서비스	50큐비트 양자컴퓨터 시연	50큐비트 양자컴퓨터 클라우드 서비스	500큐비트 이상 양자컴퓨터 구축 착수	
	미래 의료 기술	3,432억원		디지털치료·재활기기 제품화				
	에너지	245억원	수전해 수소생산기지 구축			12.5MW급 수전해 실증 (제주)	청정수소 생산기술 국산화 ('27년 1~2MW급, '30년 10MW급)	SMR(소형원자로) 표준설계 완성
신일상	내 살 속의 디지털	7,790억원		AI 제품·서비스 개발·보급, 5G 전국망 구축		Pre-6G 기술 시연		6G상용화 기술 개발 ('30)
	차세대 물류	4,658억원			민간 주도 스마트장비(로봇, IoT 센서, AI 등) 도입 및 물류센터 운영	스마트항만 구축(부산) 로봇·드론('27) 배송 서비스 전국확대	폴드체인 구축	
	탄소중립도시	-						탄소중립도시 10개소 조성 ('30)
	스마트 농업	636억원				대규모 스마트양식 클러스터 6개소 조성	도심형 복합수직농장 구축	
	스마트 그리드	814억원	공공 ESS 구축(태양광, 연료 전지, 전기가차 충전기 등)		재생e 통합관제시스템 구축			
신시장	전략산업(반도체, 디스플레이 등)	1,177억원	반도체 신규산단 입지확보 추진(평택, 용인)	파운드리-팹리스 협력사업, 첨단 기반 기술개발 추진		이차전지 전고체 배터리 개발·상용화	Ex-OLED 상용화	
	바이오	664억원			한국판 보스턴 바이오 클러스터 조성			
	관광	199억원					청와대 관광클러스터 구축	한국형 칸쿤 5개소 조성 ('30)
	콘텐츠	1,699억원	메타버스·확장현실 R&D		특수영상 클러스터 구축			
	빅딜 수주 릴레이	-	UAE 하일·가사 가스전 기술입찰		인니 신수도 이전			사우디 네옴시티('30)

자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터,

19.

참고 23년 내 가시화되는 정책 모멘텀: 모빌리티(자율주행, AI), 수소

미래형 모빌리티, 스마트 물류 정책 타임라인

	항목	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년	2028년~
	목표: '30년까지 자율주행 인프라 완비					완전자율주행 상용화	완전자율주행 대중화('32)
자율주행	C-ITS	C-ITS 통신간 해킹방지, 익명성 보장을 위한 보안 인증관리체계 구축 추진	주요 고속도로 C-ITS 구축			도심 및 전국 주요도로 C-ITS 구축	전국 도로 C-ITS 구축 ('30)
	3차원 공간정보			4차로 이상 지방도			전국 모든 도로
	자율주행 부품			중소·중견기업이 개발한 자율주행 부품 상용화 콤플렉스 구축사업 신규 예타 추진(1.3조원)			
	제도개선	자율주행 기반의 여객 및 화물 운송 제도개선 (여객자동차운수법 및 화물자동차운수법 개정) 자율주행차 산업생태계 활성화를 위한 레벨4 성능인 증제도(자율주행자동차법 개정)					
	목표: '25년 민간 도심항공 모빌리티 상용화				상용화 시작		본격 상용화('30)
UAM	기체 및 운용체계 안전성 확인	1단계 실증사업 (비도심, 전남 고흥)	2단계 실증사업 (수도권)	UAM인증을 위한 기술기준 등 안전성 인증체계 마련			
	버티포트, 통신장비 등 인프라		5년 동안 200개소 이상 설치 목표 (김포, 인천 등에 우선 구축)				
	제도개선	UAM법 제정		운항·안전 기준, 사업자 요건, 운수권 배분, 보험 제도 등 제도화			
목표	세부항목	내용					
차세대 물류 서비스 조기 구현	로봇 배송('26년)·드론 배송('27년) 조기 상용화	민·관 협의체 구성·운영, 기술 개발 및 사업화 지원 추진('23~)					
	AI 기반 전국 당일배송 체계 구축	도심 내 MFC* 허용('23)					
	차세대 물류 기술 구현	자율주행 화물차가 주행 가능한 시범운행 지구를 지정('23)하고 안전기준을 마련('24) 지하물류 배송 체계, 콜드체인 모니터링 시스템 등 구현(~'27)					
세계 최고 수준의 물류 네트워크 구축	도심 물류 인프라 구축	도시첨단물류단지 조성 추진					
	글로벌 물류기지 조성	인천공항과 신공항에 첨단 물류인프라를 조성 스마트 항공 화물조업체계*도 구축 개발제한구역 입지규제를 완화 등 제도적 기반 조성					
첨단 기술 기반 물류 안전망 구축	물류정보 통합 플랫폼 구축	물류정보 통합 관리 및 민간 개방					
	ICT 기반 화물차 모니터링 강화	화물차 실시간 관제 구축('27)					
	물류시설 안전관리 시스템 구축	'교통안전관리구역' 지정 추진					

자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터,

참고: C-ITS(Cooperative Intelligent Transport Systems): 차량과 차량, 차량과 인프라 간통신으로 교통상황과 사고정보를 실시간 공유하는 시스템
3차원 공간정보(정밀도로지도): 자율차가 스스로 위치파악, 도로·교통규제 인지하도록 사전구축한 3차원 공간정보
버티포트(Vertiport): 수직 이착륙 비행체가 충전·정비 등을 할 수 있는 터미널

청정수소발전의무화제도(CHPS) 개요 및 청정수소 인증제 세부내용

법안	내용	
청정수소발전의무화제도(CHPS)	신재생에너지의무공급제도(RPS) 제도에서 수소발전을 분리, 재생에너지와 수소발전 각각의 특성에 부합하는 지원체계를 마련하고, 수소발전에서 청정수소의 사용을 촉진하기 위한 제도	
	연료전지, 수소엔진 등 다양한 수소발전 기술이 경쟁하도록 입찰시장을 구축	
	수소발전 구매 대상과 가격을 정해 시장 경쟁을 유발하고 발전 단가를 낮추는 것이 목적	
	2022년 6월 수소법 개정, 올해 1월 수소발전 입찰기관으로 한국전력거래소 최종선정. 상반기 중 수소발전 입찰시장 개설 예정 향후 수소 생산-저장-운송-충전 등 활용 분야별 R&D, 실증, 시범사업 적극 추진 예정 연료전지의 경우 수요처와 거리가 먼 해안지역 등에 설치할 경우 발전비용이 높고 전력계통, 송배전망 부담이 가중되는 단점을 보완 또는 대체하는 수단으로 활용 계획	
청정수소인증제	다양한 생산 기술들의 온실가스 감축 잠재성과 경제성을 파악해 기술 간의 경쟁을 유도 배출량 산정 범위를 단계적으로 확대	
배출량 산정범위(Well-to-Gate)	수소 원료의 채굴부터 수소 생산까지를 범위로 하되 한국의 지형적 특성을 고려해 수소의 원료 조달 시 선박에서 나오는 배출량은 산정범위에서 한시적으로 제외 청정수소로 인증받기 위한 온실가스 배출량을 수소 1kg 생산 시 4kg 미만으로 규정	
수소 유형별 배출량	그린수소	재생에너지 수전해 기술을 통해 생산. 현재 표준 경로 및 배출량 선정 체계를 구축한 수소 생산국 내 관련제도가 미비한 점, 초기 수소 경제성 확보 등을 고려해 재생에너지 설비와의 직·간접 연결방식(REC, PPA)을 유연하게 허용
	블루수소	화석연료를 통해 생산, 시스템 확장을 통해 탄소포함물질의 최종 폐기까지 온실가스 배출량 집계범위를 확장하고 향후 국제동향을 고려해 구체화
	그레이수소	화석연료를 통해 생산, 기존 열·전력 생산용으로 활용되고 있었을 경우 해당 수소의 외부 판매에 따른 대체 열·전력원의 CO ₂ 배출량을 산정
	바이오수소	생물자원, 폐기물 매립가스 등이 포함, 국내 대다수 자원회수시설이 폐기물 매립지 가스(CH ₄)를 포집해 발전 및 난방에 이용 중이며 소각로에 서도 에너지 회수시설을 운영 중. 원료의 수소 생산 투입에 따른 대체 열·전력원의 CO ₂ 배출량을 산정
	원전수소	해외로부터 일련 의 원재료 조달과정에서의 배출량을 합계해 산정 할 계획

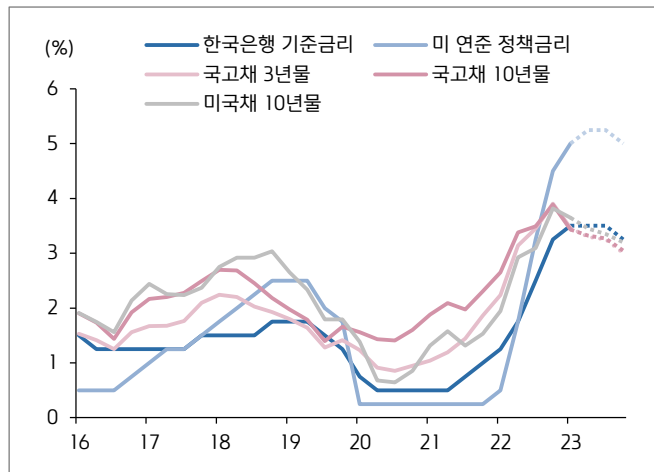
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터



V. 채권: 금리 인하의 육하원칙

- ▶ 하반기 채권시장의 화두는 연내 금리 인하 여부이며, 금리 인하를 결정하는 요인은 미국 수요에 있음. 수요가 전반적으로 양호하다는 인식이 있으나, 고금리의 영향이 미국 기업과 가계를 중심으로 나타날 것으로 예상. 이는 결국 물가 수준을 낮추면서 연말 금리 인하가 단행될 것. 한국은행 또한 4분기 금리 인하 전망
- ▶ 단, 연말 금리 인하 이전 미 연준의 금리 인하 기대 통제를 할 수 있는 6월 FOMC와 8월 잭슨홀 컨퍼런스를 전후로 한 시장 변동성 확대에 유의할 필요. 기대인플레이를 통제하기 위한 연준의 전략에 3분기 중 시장금리 변동성 확대와 더불어 신용 긴축 및 수요 둔화는 미 연준의 4분기 금리 인하 가능성을 높일 요인임
 - 금리 동결기에도 미국채 10년물 금리 3분기 중 하락폭 제한될 전망

한미 정책금리 및 시장금리 추이 및 예상 경로



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

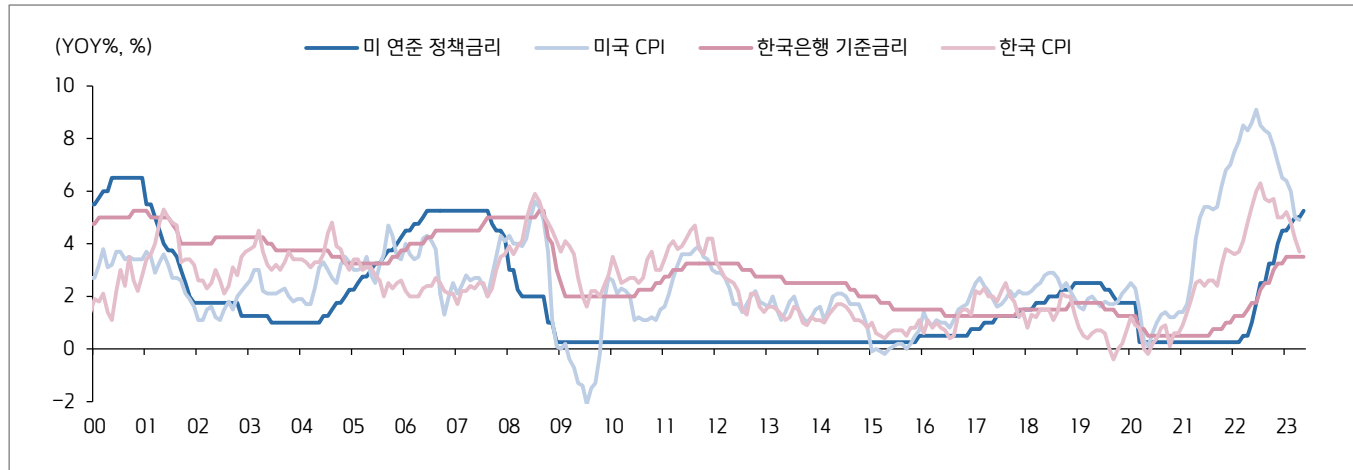
분기별 금리 전망치

(정책금리 기말, 시장금리 평균)	'22 3Q	'22 4Q	'23 1Q	'23 2Q	'23 3Q	'23 4Q
한국 기준금리	2.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.25
미국 정책금리	3.25	4.50	5.00	5.25	5.25	5.00
국고 3년물	3.45	3.90	3.46	3.30	3.25	3.00
국고 5년물	3.50	3.92	3.44	3.30	3.25	3.02
국고 10년물	3.50	3.89	3.43	3.32	3.27	3.05
미국채 10년물	3.10	3.82	3.65	3.50	3.50	3.35

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 하반기 채권시장의 가장 큰 화두는 금리 인하의 단행 여부와 그 과정일 것.
연내 동결 가능성 또한 높게 평가되는 가운데 하반기 금리 인하 여부를 둘러싼 쟁점을 육하원칙을 통해 풀어보고자 함
- 1. 무엇을: 연내 금리 인하를 단행할까, 동결기를 가질까
- 2. 왜: 금리 인하는 왜 단행하는가
- 3. 언제: 금리 인하는 언제 단행할까. 인하 시그널이 나오게 될까
- 4. 어떻게: 금리 인하와 QT를 동시에 할까
- 5. 누가: 미국과 한국 중 누가 먼저 인하할까
- 6. 어디서: 금리 인하는 어디서 멈추게 될까

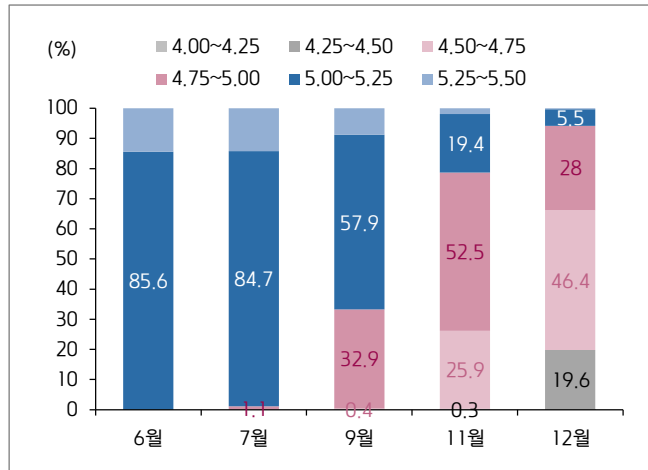
한국은행, 미 연준 정책금리와 한미 소비자물가지수 상승률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

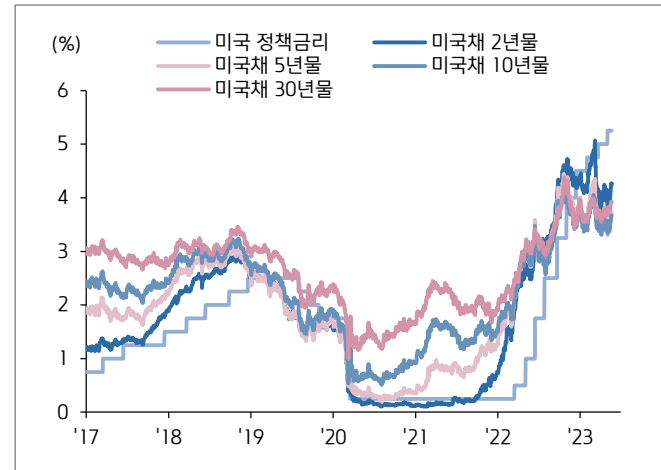
- ▶ 현재 채권시장은 향후 동결과 인하 가능성을 반영하고 있는 가운데, 최근 미 연준 위원들이 5월 들어서 추가 인상 가능성이 여전히 열려 있다는 발언을 하면서 시장 변동성 재차 확대되는 양상
 - 추가 인상과 동결에 무게를 싣는 배경에는 여전히 물가 수준이 물가 목표치를 상회하고 있다는 점과 노동시장 수급이 여전히 타이트하다는 점, 그만큼 수요가 뒷받침되고 있다는 경기 상황이라는 해석이 있음
 - 반대로 향후 인하 가능성을 평가하는 배경에는 3월 SVB 사태 등 점차 고금리의 부작용이 나타나고 있다는 점, 이에 따라 신용시장이 경색되고, 소비 여력이 점차 약화될 것이라는 점 등이 자리 잡고 있음
- ▶ 결국 향후 동결(혹은 인상)과 인하를 결정하는 가장 주된 요인은 '소비위축'이 될 것으로 판단함
 - 소비 위축과 실업률 상승 등을 확인하고 나서야 금리 인하에 나설 수 있는 여건이 마련될 것

CME Fedwatch 연말까지의 금리 수준 전망



자료: CME Fedwatch, 키움증권 리서치센터
주) 5/19 기준

미 연준 정책금리와 미국채금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

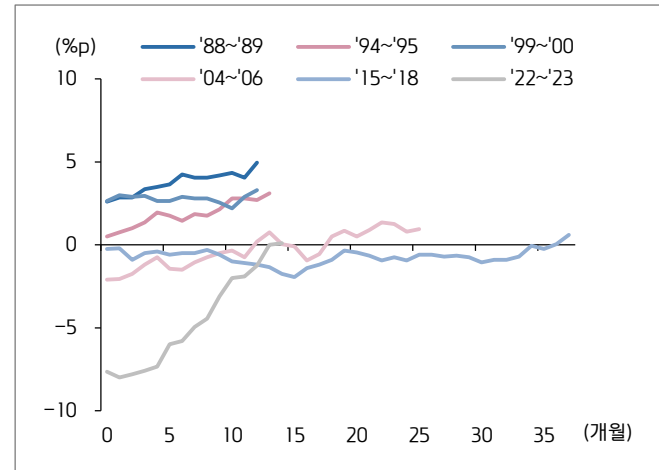
- ▶ 현재는 물가에서 성장으로 시선이 넘어가는 구간의 초기 단계. 물가 요인과 성장 요인이 혼재된 구간을 거치고 난 뒤 소비 위축을 확인하고 나서야 금리 인하가 가능해질 것. 미 연준 등 주요국 중앙은행이 확실하게 시선을 성장으로 돌리기 위해서는 물가 요인이 해소되어야 하는데, 현재는 이러한 해소의 초입 단계에 있다고 판단하기 때문
 - 과거 금리 인상기 수준의 물가 밴드 내로 물가가 하락하고 있으며, 실질 정책금리 또한 플러스로 전환된 구간인만큼 실물 수요 둔화를 확인하는 과정을 기준금리 동결기 중 거칠 것으로 판단함

금리 인상기 소비자물가 상승률 비교



자료: US BLS, 미 연준, 키움증권 리서치센터

금리 인상기 실질정책금리 비교

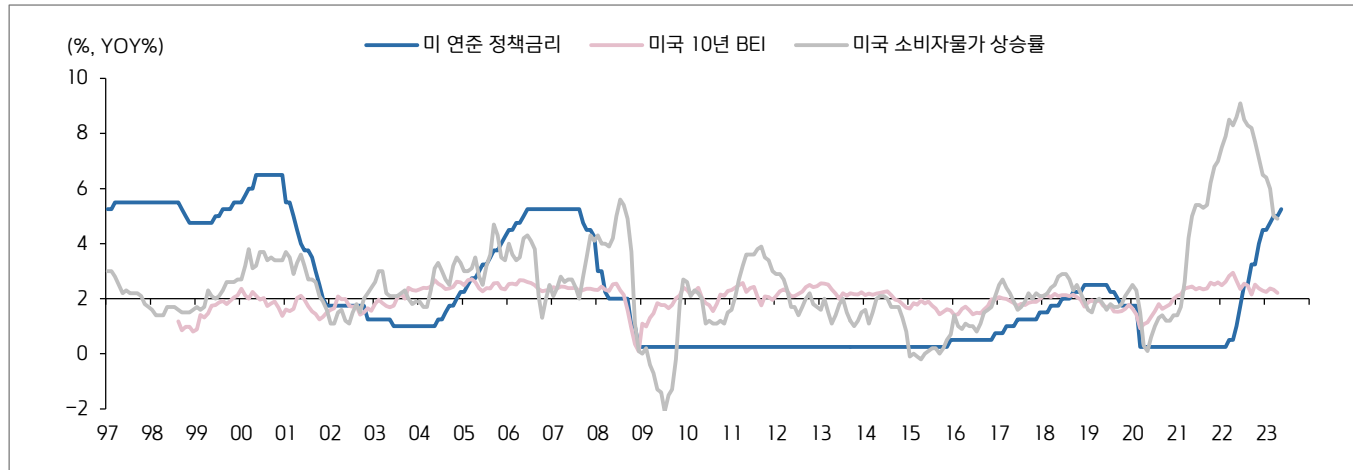


자료: US BLS, 미 연준, 키움증권 리서치센터

①무엇을: 연준은 왜 인상을 언급할까

- ▶ 미 연준이 유례없는 속도로 금리 인상을 단행하면서 정책금리를 물가 수준 이상으로 인상한 가운데 5월 FOMC 성명서 문구 수정을 통해서 동결 가능성을 시사했지만, 이후 미 연준 위원들은 아직 충분히 물가 하락을 확인하지 못했다는 등의 근거로 추가 긴축의 여지를 여전히 남겨두고 있음
- ▶ 연준 위원들 간의 이견 차이가 있다고 볼 수도 있겠으나, 이는 매파적인 스탠스를 유지해야만 하는 연준의 전략일 수도 있다는 판단임. 5%에 가까운 물가 상승률을 기록하는 상황에서 '완화' 시그널을 줄 경우 정책 실패로 돌아갈 수 있기 때문
 - 이미 지역 은행들을 중심으로 유동성 리스크가 불거진 상황에서 실제 추가 긴축을 통한 경착륙을 초래하기도 어려우며, 완화 시그널을 통해 기대 인플레이의 반등을 초래하기도 어려움. 결국 미 연준은 6월 정책금리를 5.00~5.25%로 동결하겠으나, 매파적인 스탠스를 유지하거나 더 강화할 가능성도 배제할 수 없음

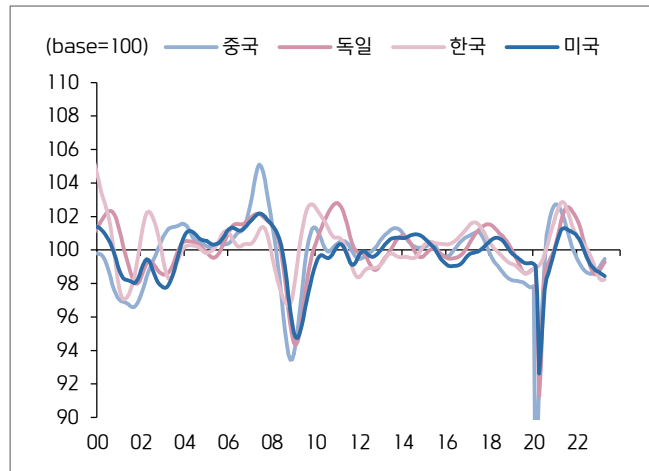
미국 기대인플레이, 미국 소비자물가지수와 미 연준 정책금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

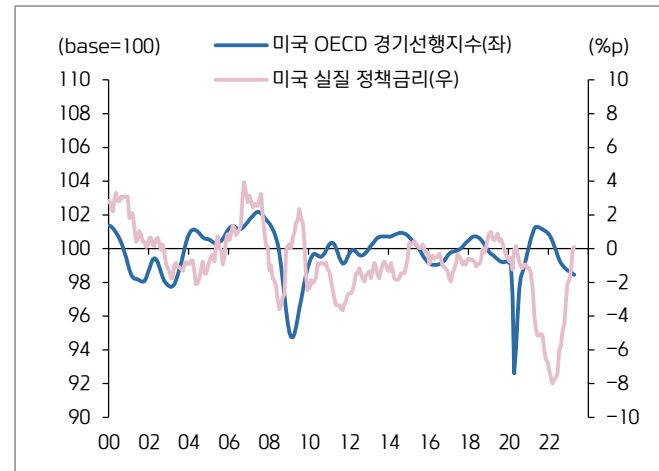
- ▶ 정책금리 인하가 어려울 수 있다는 의견에는 최근 나타나고 있는 경기 선행지수 반등이 배경에 있음.
중국과 유럽 등의 선행지수가 반등하면서 한국과 미국 또한 시차를 두고 바닥을 다지고 상승할 경우 고금리 속 견조한 수요라는 요인이 금리 인하를 제한시킬 수 있다는 것임
- ▶ 단 현재 지수의 반등이 일부 수요의 개선도 있겠으나, 긴축 경계감이 낮아지면서 나타난 선행지수의 반등이라면 긴축 경계감이 유지될 경우 선행지수는 다시 하락할 가능성도 배제할 수 없음.
실질 금리가 플러스 구간인 점을 고려할 때, 수요의 본격적인 개선세가 나타난다고 보기는 어려운 환경이라고 판단하기 때문
 - 과거 실질정책금리 플러스 구간에서 미국 OECD 경기선행지수는 늘 하락세를 보이며 경기 둔화 및 위축기를 경험했음

국가별 OECD 경기선행지수



자료: OECD, 키움증권 리서치센터

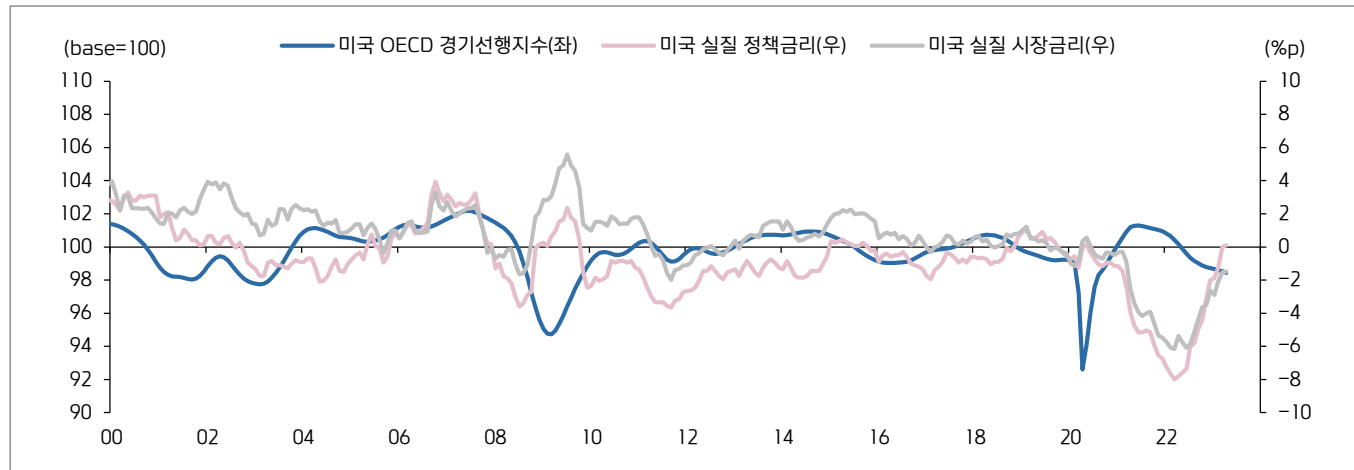
미국 OECD 경기선행지수와 미국 실질 정책금리

자료: 미 연준, Bloomberg, OECD, 키움증권 리서치센터
주) CPI 감안 실질 금리

①무엇을: 연준의 인하 기대 조절이 결국 인하를 불러올 것

- ▶ 실질 정책금리 플러스 구간이 지속되고, 실질 시장 금리 또한 플러스로 전환하면서 경기 하강이 가시화될 것으로 판단. 특히 물가 목표 달성을 위해 미 연준은 실제로 추가 인상을 단행하지 않더라도 긴축의 효과를 가져오려할 것. 이는 명목금리 하락이 제한되어야 가능함
- ▶ 특히 대부분 구간의 금리가 정책금리를 하회하는 상황에서 완화적인 정책 효과를 가져오지 않기 위해서 미 연준은 물가 하락과 실업률 상승을 명확하게 확인하기 전까지 매파적 스탠스를 유지해 시장금리 하락을 막을 것으로 판단
 - 추가 정책금리 인상보다는 시장금리 하락을 막아내면서 긴축의 효과를 지속시킬 것이며, 금리 레벨이 박스권에서 유지되면서 긴축의 효과가 3, 4분기 경기 하강으로 나타나며, 4분기 말 인하의 배경이 될 것

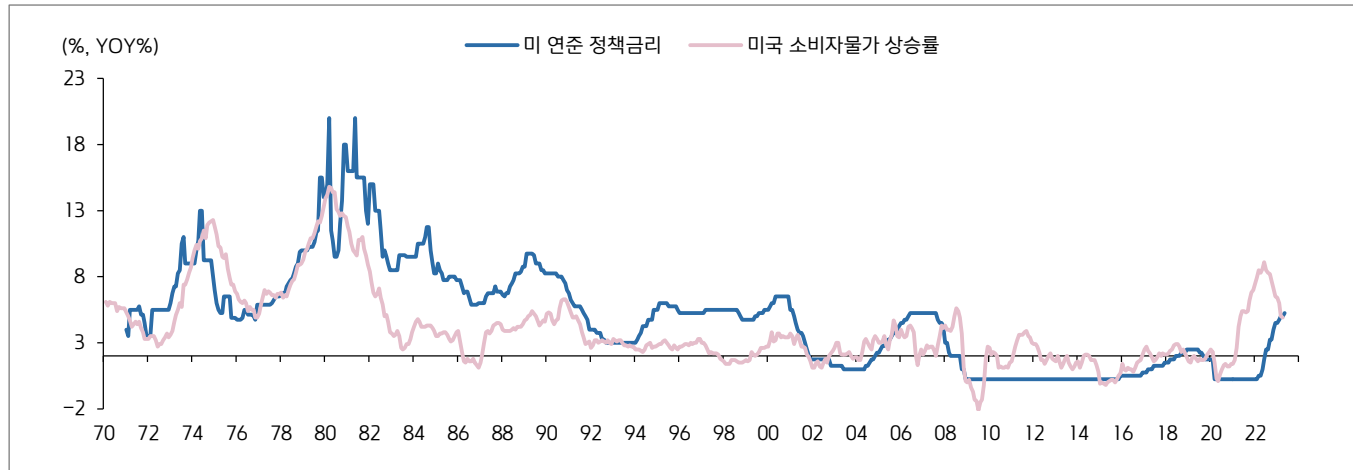
미국 실질 정책금리와 실질 시장금리, OECD 경기선행지수 추이



자료: 미 연준, Bloomberg, OECD, 키움증권 리서치센터
주) CPI 감안 실질금리

- ▶ 고금리의 부작용이 나타나는 초입 단계라는 점을 3월 SVB 사태 등을 통해서 확인함. 고금리에 따른 금융 불안 등이 수시로 제기될 수 있는 환경인 가운데, 미 연준이 실질적으로 금리 인하를 단행하기 위해서는 수요 둔화에 따른 물가 하락을 확인해야 가능
- ▶ 물가의 구조적 요인이 변화했다는 점에서 물가가 목표치인 2%에 도달하기까지는 다소 시간이 소요될 것이라 보지만, 기업 감원, 가계 수요 위축 등에 따라 2~3% 수준까지 물가가 하락할 경우 미 연준은 인하에 나서면서 수요의 급격한 위축을 막을 것으로 예상함

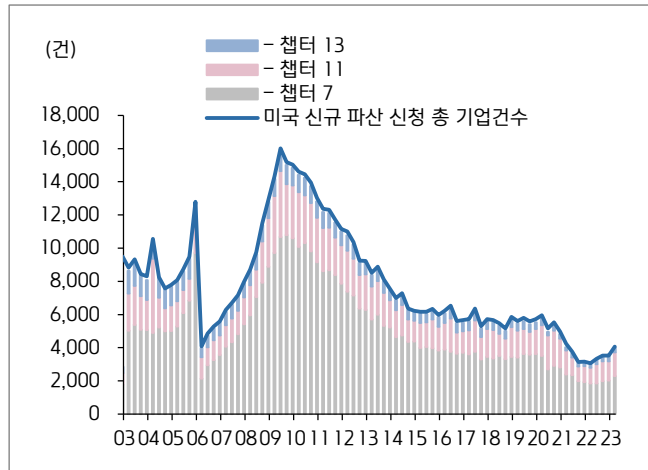
미 연준 정책금리와 미국 소비자물가 상승률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

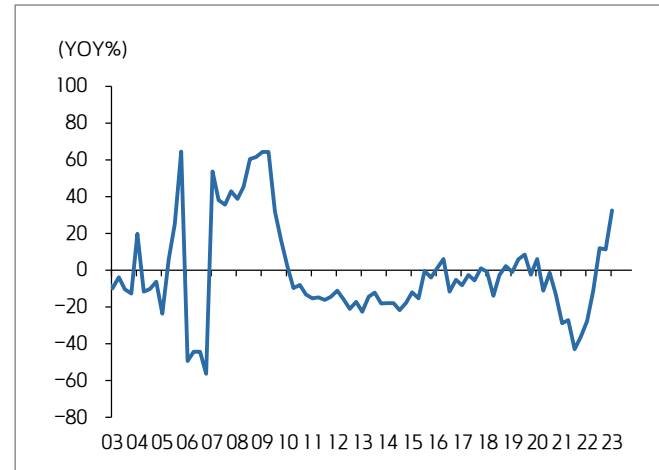
- ▶ 고금리의 여파는 미국 가계와 기업 등에서 모두 나타나고 있음. 우선, 기업 측면에서 보면 지난 1분기 미국 기업의 파산 건수가 반등하기 시작함. 2008년 금융위기 이후 처음으로 증가율이 가파르게 높아지는 양상을 보이고 있음
 - 파산 기업 수가 절대적으로 많은 것은 아니나, 점차 그 증가율이 가팔라지고 있다는 점에 주목할 필요. 특히 코로나 이후 저금리와 지원금 등으로 운영이 가능했던 기업들 가운데 고금리 여파로 선별적으로 파산이 나타나고 있을 것으로 판단됨
 - 법정관리로 들어가는 챗터 11의 파산 형태의 비중(35%)이 높아지는 것이 추세이나, 완전 기업 회생 가능성이 없다고 보는 챗터 7의 파산 형태 또한 과반수 이상의 비중(56%)을 차지한다는 점에서 기업 경제 활동 위축은 결국 가계 실업률을 높이는 요인이 될 가능성

미국 신규파산 신청 기업건수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

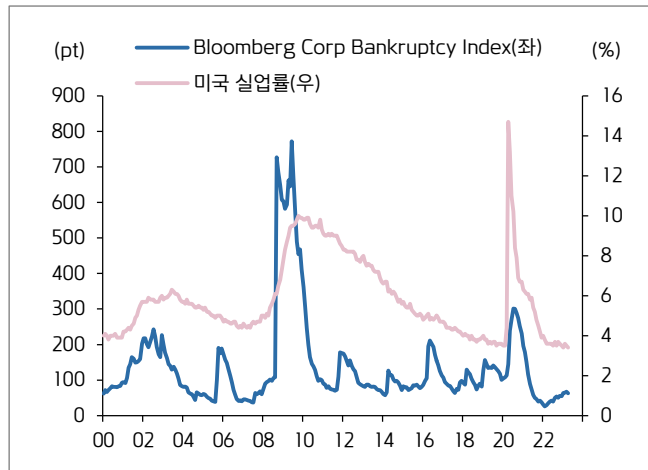
미국 신규파산 신청 기업 건수 증가율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

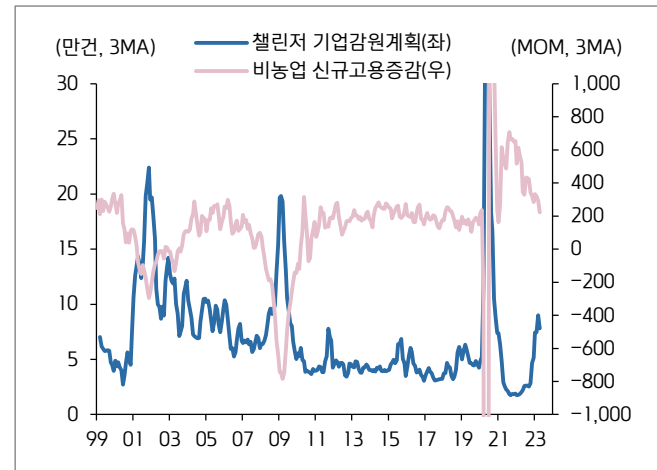
- ▶ 기업의 파산은 결국 기업들의 감원으로 이어지게 되며, 이는 가계 실업률 증가로 나타남.
물론 파산 건수와 기업의 감원 계획 등이 과거 경제 위기 등과 비교했을 때 큰 비중은 아니며 이러한 지표는 동행 및 후행성이 강하다는 한계점은 있음. 단 고금리 환경이 이어진다는 전제를 두고 볼 때 노동시장의 둔화는 점차 시차를 두고 나타날 것으로 예상함
- 연말 4% 중반 선의 실업률을 확인할 것으로 전망하며, 금리인하의 명분이 될 것으로 판단

기업 파산 지수와 실업률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

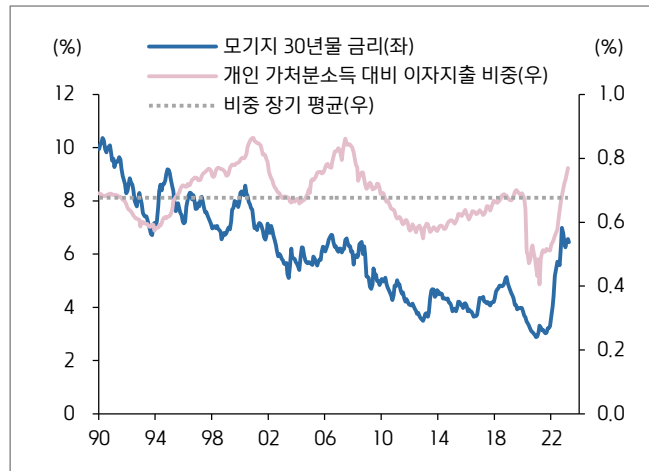
기업 감원계획과 비농업 신규고용 증감



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

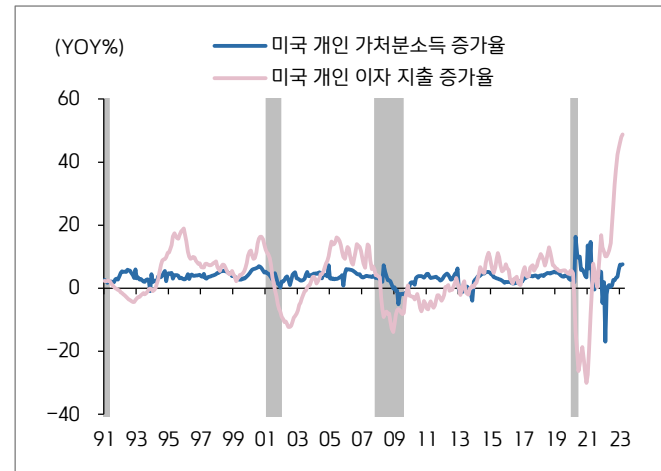
- ▶ 가계 소비여력 또한 낮아지는 것을 확인하는 구간. 미국 개인들의 주택담보대출은 고정금리 비중이 높다는 점에서 그간의 금리 상승의 영향이 제한적이었지만, 가처분 소득 증가율을 이자 지출 증가율이 상회함에 따라 시차를 두고 개인들의 소비여력이 낮아지는 것을 확인할 것으로 판단
 - 과거 미국 개인 이자 지출 증가 속도가 가처분 소득 증가 속도를 상회하고 나서는 늘 시차를 두고 경기 침체를 맞이했다는 점에서 기업들의 감원 등과 맞물려 소비 위축을 확인할 것으로 예상함

미국 신규파산 신청 기업건수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

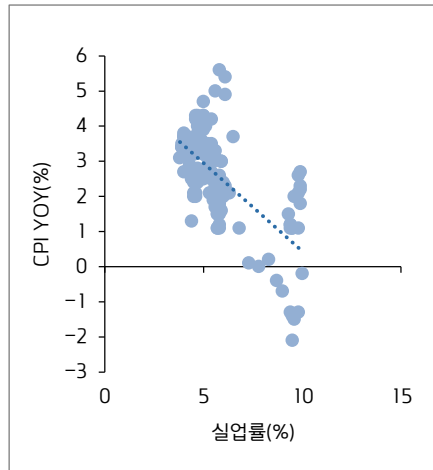
미국 개인 가처분소득 증가율과 이자 지출 증가율 추이

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
 주) 음영은 경기 침체기

②왜: 수요의 위축 없이는 물가 둔화도 확인하기 어려워

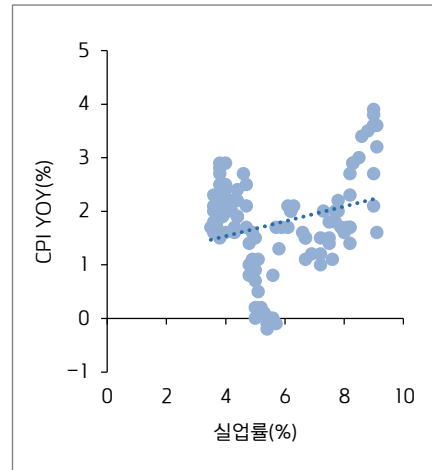
- ▶ 물가와 실업률의 필립스 곡선이 과거와 같이 가팔라졌다는 것은 그만큼 수요의 둔화가 전제되어야만 물가의 하락을 이끌 수 있다는 것을 의미하며, 이 때문에 미 연준은 수요의 둔화를 이끌기 위해 금리 동결기를 유지하고 매파적인 스탠스를 취할 것으로 판단함
- ▶ 과거 금리 동결기에는 시장금리 하락세가 나타나면서 다소 완화적 환경이 먼저부터 조성되었으나 이번 사이클에서는 '매파적 동결' 구간을 거치면서 수요의 둔화를 확인한 이후 대응하게 될 것으로 판단. 실업률과 물가 상승률의 역의 관계가 강화된만큼 수요의 위축을 확인하면서 인하로 대응하게 될 것

2000~2010년 실업률과 물가상승률 관계

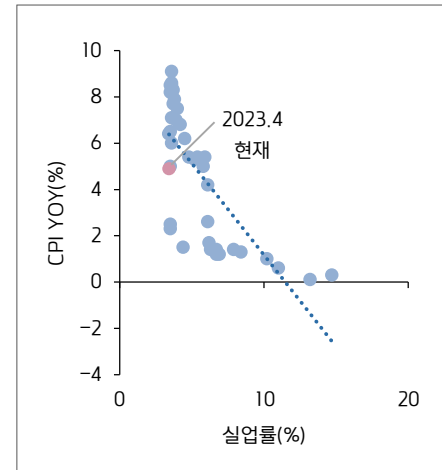


자료: US BLS, 키움증권 리서치센터

2011~2019년 실업률과 물가상승률 관계

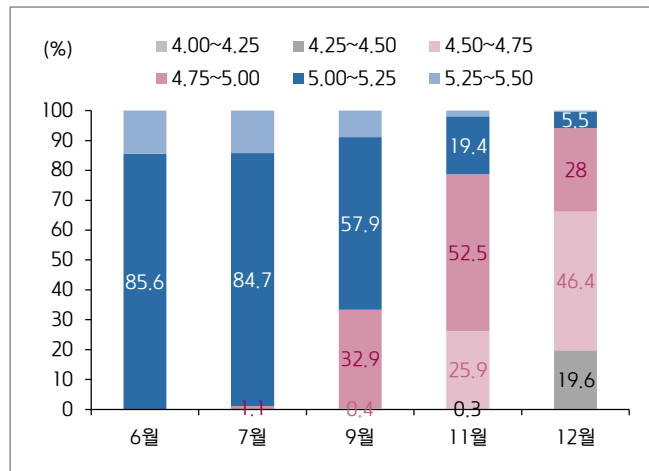


2020년 이후 실업률과 물가상승률 관계



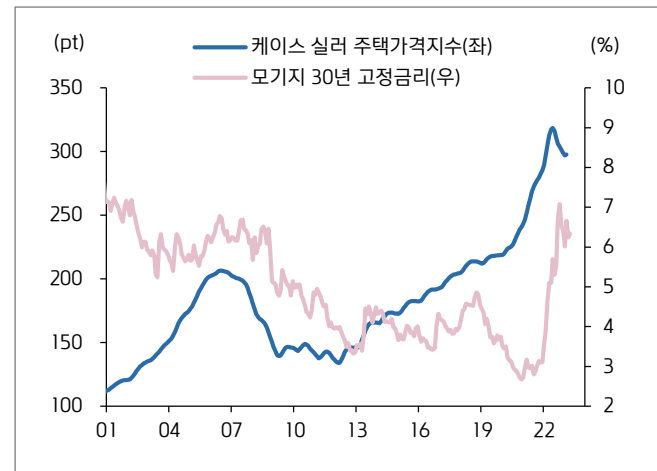
- ▶ 당사는 미 연준이 수요 위축을 위해 현재의 완화적 스탠스에 대한 기대를 3분기 중 되돌릴 수 있다고 판단함. 그 과정에서 시장금리의 반등이 나타날 수 있으며, 이로 인해 역으로 유동성 리스크와 더불어 경기 하강 리스크가 재부각되면서 4분기 말 경기 하강과 함께 금리를 인하할 것으로 전망함
- ▶ 현재는 미 연준의 금리 인하 가능성을 전제로 부동산 가격 하락세가 진정되는 등의 양상이 나타나고 있으며, 일본과 유럽 등의 주가는 큰 폭 상승하는 등 위험자산 선호가 일부 나타나고 있음. 경기 선행지수는 바닥을 다지고 반등하게 될 경우 수요의 충격은 제한적일 수 있다고 판단함. 이는 오히려 하반기 금리 인하의 기대를 되돌릴 수 있는 요인이며, 연준 또한 금리 인하 기대를 제한시키는 매파적 코멘트를 연이어 내놓으면서 시장금리의 소폭 상승이 예상됨

미국 CME Fedwatch상 미 연준 정책금리 전망



자료: CME Fedwatch, 키움증권 리서치센터
주) 5/19 기준

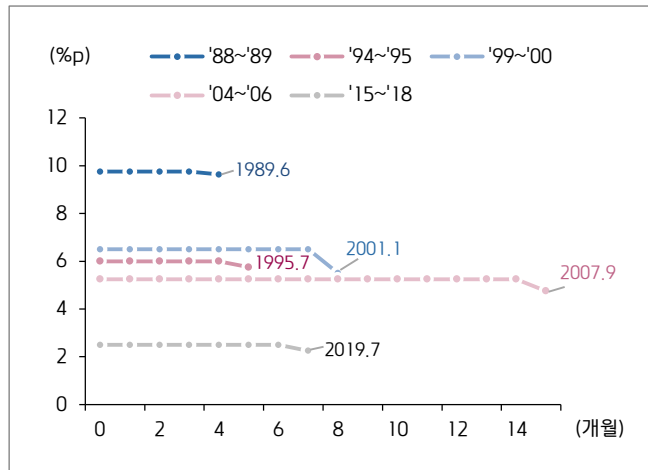
미국 주택가격지수와 모기지금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

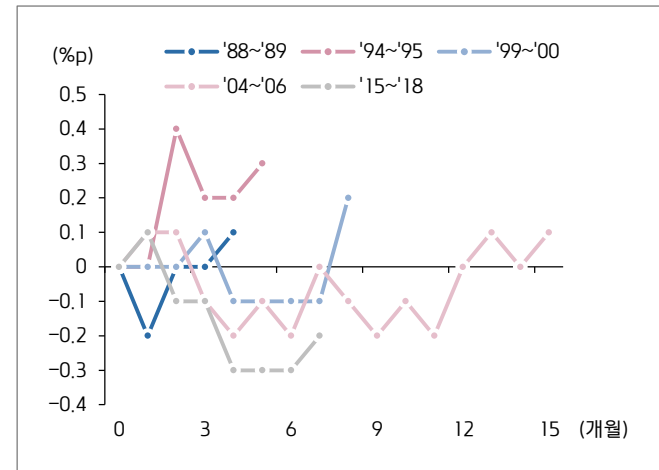
- ▶ 1988년 이후 금리 인상 사이클 이후 동결 지속 기간은 평균적으로 6~7개월 수준이었음. 2006년 이후를 제외하면 대부분 금리 동결 이후 1년 내 인하에 나섰던 것임. 이를 현재 수준에 대입하게 된다면, 2023년 6월 금리 동결 이후 2023년 말~2024년 초 금리 인하 가능성이 높다고 평가할 수 있겠음
- ▶ 그렇다면 당시 금리 인하를 결정하게 된 요인은 무엇이었을까.
우선 실업률 측면에서 보면, 당시 실업률의 반등은 뚜렷하게 나타나지 않았음. 후행적 성격을 띠는 점에서 실업률이 크게 반등하지 않아도 다른 지표들을 확인하면서 미 연준은 금리 인하의 결정을 내렸다고 볼 수 있음

과거 금리 인상 이후 동결기 지속 기간



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터
주) 금리 인상 후 첫 동결 시점=0, 표기 년도는 직전 금리 인상 사이클 시기를 의미

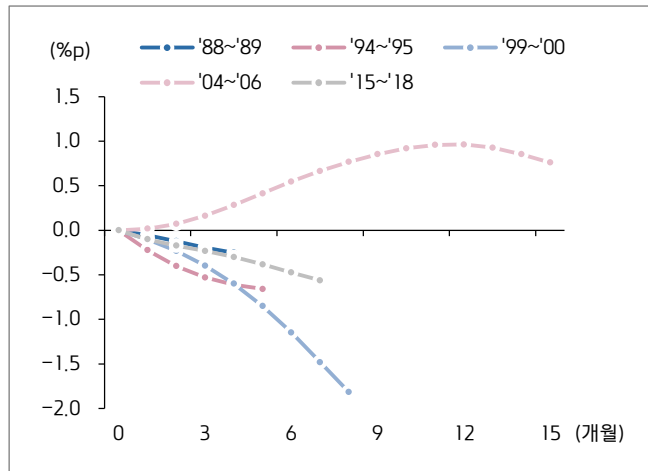
과거 금리 인상 이후 동결기 지속 기간 중 실업률 변화



자료: US BLS, 키움증권 리서치센터

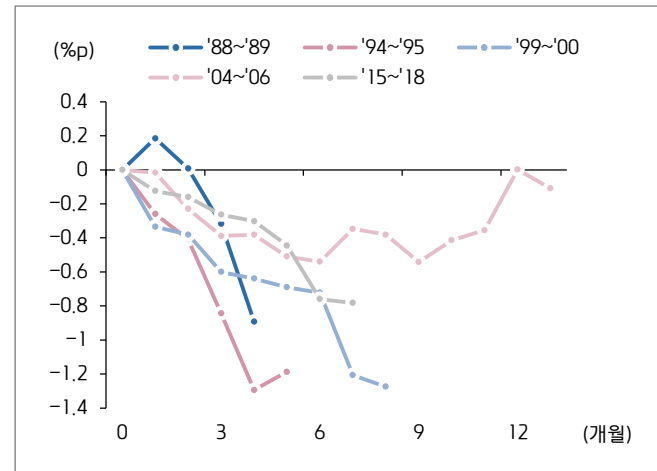
- ▶ 그렇다면 과거와 같이 실업률이 크게 반등하지 않아도 금리 인하에 나설 수 있게될까.
과거 금리 동결 구간 시장금리가 하락세를 보였던 배경에는 금리 인상 이후 경기 하강에 따른 인하 기대감의 선반영이 있었음. 특히 동결 구간 선행지수가 하락세를 보이면서 향후 인하 가능성을 뒷받침함
- ▶ 다만 과거 금리 인상기에는 경기 선행지수가 상승세를 보였던 데 반해서 이번 금리 인상 사이클에서 선행지수는 하락세를 보였다는 차이점이 있음. 이미 경기 하강을 맞이하면서 금리 인상에 나섰던만큼 이전과는 다르게 바라볼 필요가 있음.
 - 특히 고금리의 여파를 확인하는 초기 단계라는 점과 과거와 달리 미 연준이 매파적 동결 구간을 길게 가져갈 수 있는만큼 실업률의 뚜렷한 반등 없이 과거의 패턴대로 향후 인하 기대로 시장금리가 하락할 것으로 전망하는 것은 무리가 있음

과거 동결기 지속 기간 중 OECD 경기선행지수



자료: 미 연준, OECD, 키움증권 리서치센터
주) 금리 인상 후 첫 동결 시점=0, 표기 년도는 직전 금리 인상 사이클 시기를 의미

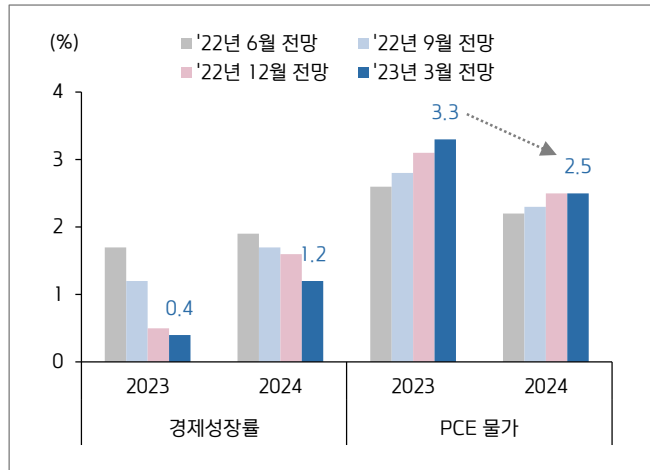
과거 동결기 지속 기간 중 시장금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 금리 인상 후 첫 동결 시점=0, 표기 년도는 직전 금리 인상 사이클 시기를 의미

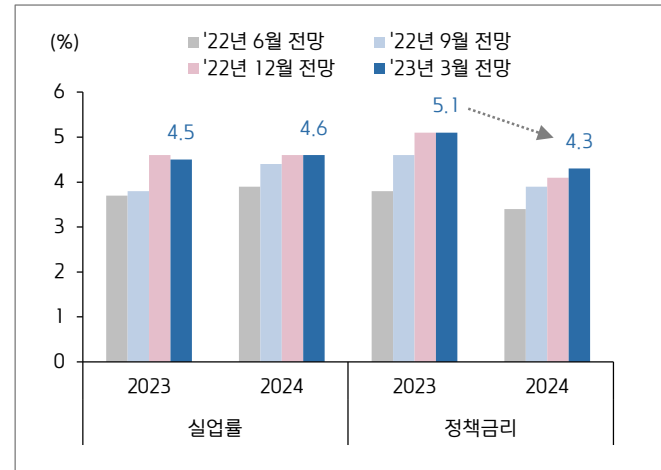
- ▶ 특히 미 연준의 경제 전망을 통해서 미 연준이 향후 지표에 후행적으로 대응할 것이라는 점을 확인할 수 있음
- ▶ 현재 물가 수준은 2023년 4월 기준으로 전년동기대비 4.9%를 기록하는 가운데, 미 연준은 2023년 물가 상승률이 3.3%를 기록하고, 2024년에는 2.5%로 낮아질 것으로 예상하고 있음. 그 가운데 현재 실업률은 3.4%인 가운데, 올해 실업률은 4.5%로 올라설 것으로 예상하고 있음. 실업률의 1%p 이상의 반등은 사실상 경기 둔화 및 침체를 의미함.
- ▶ 그럼에도 미 연준은 2023년까지 5.00~5.25%의 정책금리를 유지한 이후 2024년에는 4.3% 수준으로 낮출 것으로 전망치를 제시함. 전망의 예측 정도를 떠나서 적어도 미 연준은 연말 실업률 반등에도 후행적으로 정책금리 인하에 나설 것이라는 점을 의미한다고 볼 수 있음

미 연준 SEP 경제 성장률 및 PCE 전망치 변화



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

미 연준 SEP 실업률 및 정책금리 전망치 변화



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

③언제: 3분기 인하 기대 조정 속 변동성 확대에 대비할 필요

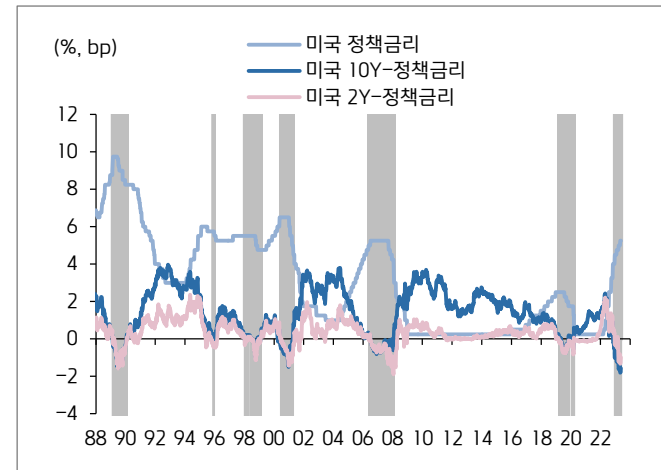
- ▶ 미 연준이 후행적인 스탠스를 취할 것이라는 점에서 당분간 미 연준은 현재 조성되고 있는 시장의 인하 기대를 한번 더 위축시킬 가능성이 높음. 시장은 미 연준의 '매파적 동결' 구간을 반영하지 않고 있기 때문
 - 특히 과거 시장금리가 정책금리를 하회하던 구간은 대부분 금리 인상 막바지 및 동결기였던 반면, 최근은 금리 인상 구간에서부터 시장금리가 정책금리를 하회하기 시작함
- ▶ 단기적으로 미 연준이 시장의 기대를 약화시킬 수 있는 이벤트는 2분기 말~ 3분기에 있음.
 - 우선 6월 FOMC에서 금리를 동결하되 기존의 성명서 문구는 유지해 추가 인상 여지를 남겨둘 수 있음.
 - 8월 24~26일에 있을 캔자스시티 연은 잭슨홀 컨퍼런스 또한 기대를 낮추게 하는 이벤트일 수 있음. 올해 컨퍼런스 주제는 '글로벌 경제의 구조적 변화'라고 알려진만큼, 구조적인 공급 요인의 변화 등에 따라 높은 물가 수준이 이어질 수 있다는 점이 언급될 수 있어 매파적인 스탠스를 경계할 필요

2021년과 2022년 잭슨홀 컨퍼런스 주요 내용

연도	주제	내용
2021년	Macroeconomic Policy in an Uneven Economy	연내 테이퍼링이 적절하다는 위원 중 파월의 장 본인도 포함된다고 언급하면서 연내 테이퍼링 가능성을 확인. 구체적인 시기 언급은 없었으나, 이후 11월부터 테이퍼링 시행됨
2022년	Reassessing Constraints on the Economy and Policy	파월 의장, '통화정책과 물가 안정'이라는 제목의 연설을 통해 물가 안정을 위해서는 시간이 소요되고, 이를 위해 통화정책 도구가 강력하게 사용되어야 한다고 주장함. 매파적인 입장을 보이면서 다음 9월에서의 추가 75bp 인상 가능성이 높아짐

자료: 캔자스시티연은, 키움증권 리서치센터

정책금리와 주요 시장금리 스프레드 추이

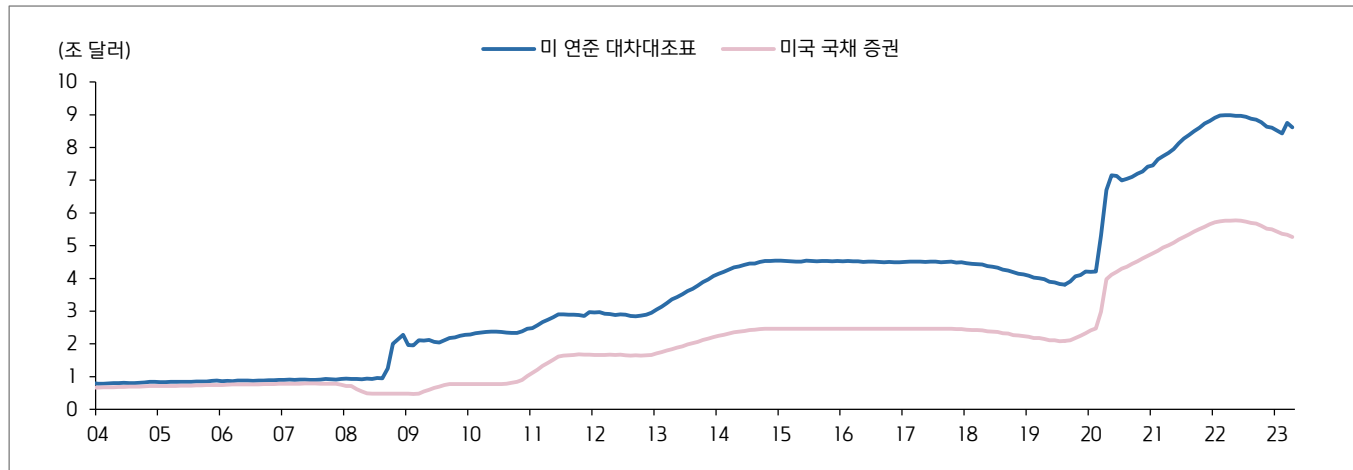


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주) 음영은 국채금리가 시장금리 하회되었던 시기

- ▶ 그렇다면 미 연준의 인하는 어떻게 진행될까. 현재 진행되는 양적긴축(QT, Quantitative Tightening)도 중단될까
- ▶ 미 연준은 2008년 금융 위기 이후 두번째로 자산긴축을 진행 중에 있음. 첫번째 자산 긴축 기간에는 QT가 단기자금시장 불안으로 이어지면서 금리 인하 및 양적긴축 중단이 나타난 바 있는 가운데, 이번 긴축 사이클에서는 금융 불안이나 급격한 경기 침체 등의 상황이 발생하지 않는다면 미 연준은 금리 기조와 관계 없이 자산 긴축을 진행해나갈 의지를 보일 것으로 판단
 - 2016.12~2019.1 인상 사이클 당시에도 인상 종료 이후 2019년 8월까지 QT를 더 진행한 바 있음.
 - QT의 경기 조절 기능보다 대차대조표 정상화에 더 큰 의미가 있는 정책이라고 볼 수 있음

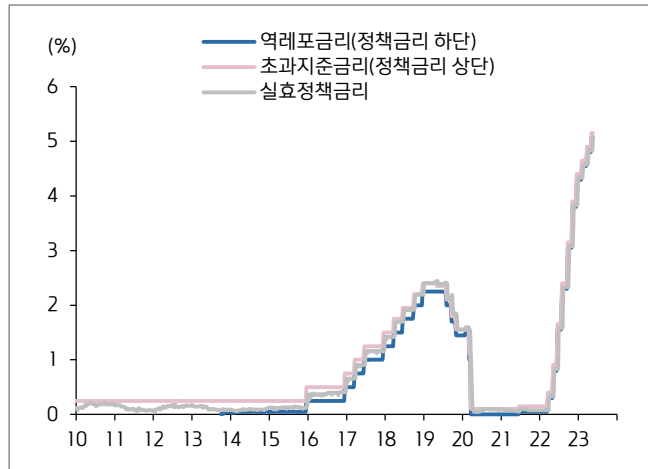
미 연준 자산 추이



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

- ▶ 그렇다면 2019년에는 금리 인하와 함께 QT가 함께 중단된 이유를 살펴보자.
2019년 1월 마지막 금리 인상 이후 2019년 7월 첫 금리 인하에 나설 당시 QT도 함께 중단되었음.
- ▶ 당시 미 연준의 자산 긴축 과정에서 유동성규제(LCR)로 은행이 대규모 고유동성 자산을 보유해야 함에 따라 기준에 대한 수요가 높은 상황이 지속되었고, 연준의 초과지급준비금이 가파르게 축소.
이에 따라 실효정책금리가 정책금리 상단 역할을 하는 초과지준금리를 상회하기도 하면서 실제보다 더 긴축적인 환경이 연출되며 단기자금시장을 중심으로 유동성 리스크가 대두됨. 이로 인해 QT 중단과 금리 인하라는 정책 결정을 하게 된 것
- 이후 미 연준은 스탠딩 레포 제도를 도입해 은행의 기준 수요를 낮추도록 함

실효정책금리와 정책금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

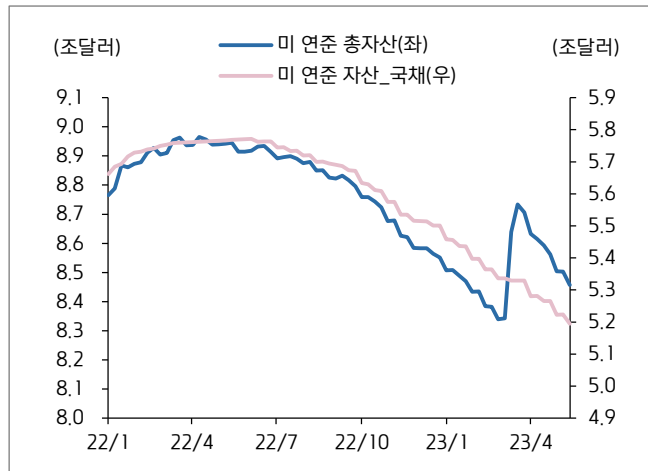
미 연준 초과지급준비금과 초과지준금리 추이



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

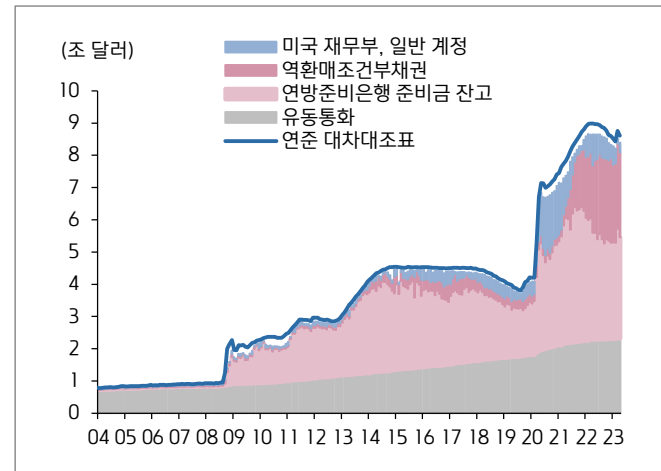
- ▶ 2023년 3월 미국 SVB발 은행위기로 연준의 대차대조표 자산이 급증한 이후 은행 위기가 다소 진정되자 다시 자산은 감소. 그 가운데 국채는 QT 속에 꾸준히 감소함. QT 정책은 지속되면서 국채 규모는 꾸준히 감소했지만, 자산이 일시적으로 늘어남에 따라 QT의 효과가 일부 상쇄된 것으로 볼 수 있으며, 향후 은행위기가 불거질 때마다 이와 비슷한 일이 반복될 수 있음을 감안하면 QT 종료에 대한 의견이 수시로 제기될 수 있음
- ▶ 특히 이번 QT 시행 이후 예금금리가 낮아 예금으로 자금이 이동하기 보다는 MMF로 유입되면서 지급준비금은 감소하고 역레포 잔액이 증가함. 재정증권 발행 감소에 따른 T-bill 금리 하락 또한 역레포 거래 확대에 영향을 미침. 역레포 거래가 현재의 높은 수준을 유지할 경우 연준의 기준이 부족 상태로 전환할 우려도 제기됨

연준 총자산과 국채 보유 규모 추이



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

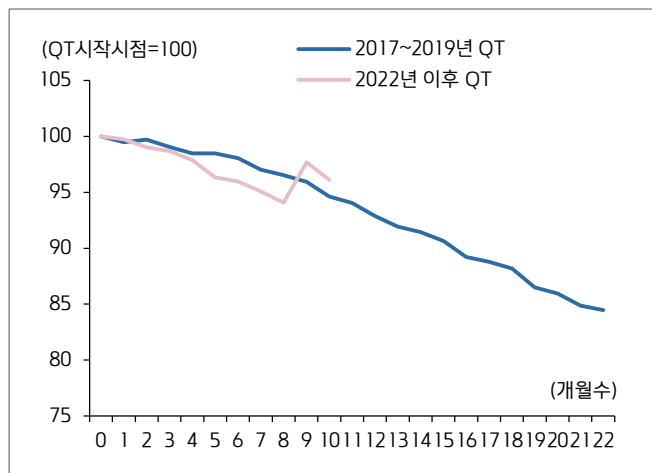
미 연준 대차대조표 부채 항목 구성 추이



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

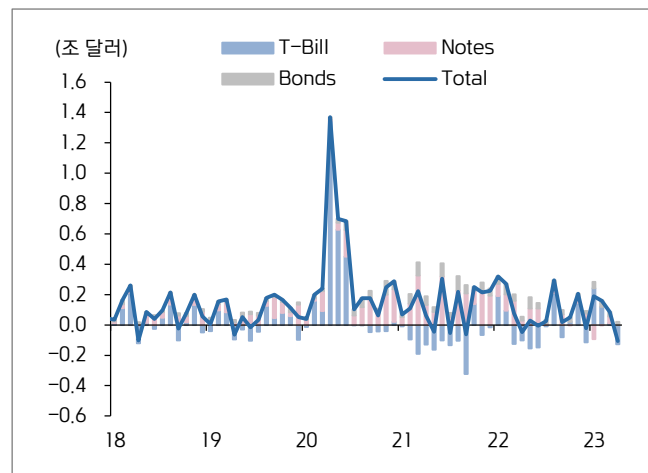
- ▶ 미 연준의 QT는 양적완화의 반대의 효과보다는 대차대조표 정상화를 위한 과정이라고 판단함. 이를 고려할 때 QT로 인한 지급준비금 부족 전환이나 유동성 리스크 대두 등을 피하고 되도록 대차대조표를 안정적으로 축소하기 위해서 리스크 요인을 완화시킬 정책을 내놓을 것으로 판단함
 - RRP 금리를 낮춰 MMF 자금 유인을 축소하거나, RRP 거래 규모 캡을 강화하는 등 RRP 거래 방식에 변화를 줄 수 있음.
 - 특히 뉴욕 연은은 지난 4월 25일 RRP 거래 참여 기관에 대한 자격 요건을 MMF의 경우 최근 6개월 연속 월말 순자산 기준 5억 달러를 20억 달러로 대폭 상향 조정함
- ▶ 부채한도 협상이 단기적인 리스크 요인이기는 하나, 부채한도 협상이 원활히 진행될 경우 재정증권 발행에 따른 T-bill 금리 상승은 RRP 유입 속도를 제한시키면서 지준부족 우려 또한 완화될 것으로 예상함

미 연준 대차대조표 자산 축소 속도 비교



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

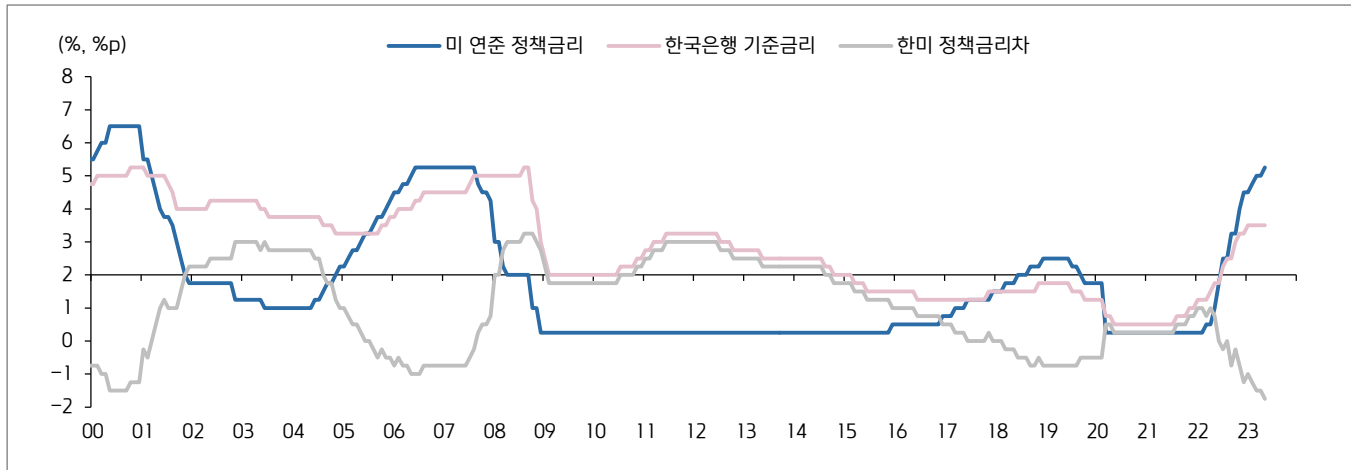
미국채 발행 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 하반기의 또다른 관전 포인트는 미 연준의 4분기 인하 단행 속에 한국은행 또한 금리 인하에 나설 수 있는지 여부임. 한미 정책금리차가 175bp로 확대된 상황에서 한국은행이 먼저 금리 인하에 나설 경우 금리차가 더 확대되면서 외국인 자금 유출 우려를 높일 수 있기 때문

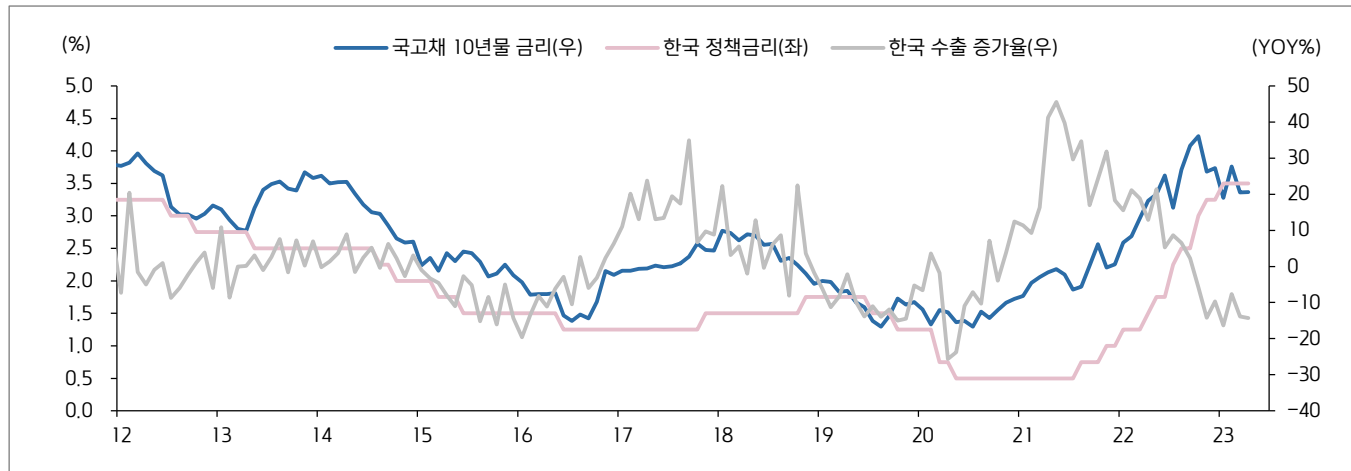
한미 정책금리 추이



자료: 한국은행, 미 연준, 키움증권 리서치센터

- ▶ 우선 과거 금리 인하의 가장 주된 요인이었다고 볼 수 있는 한국의 수출 경기를 살펴보자.
과거 수출 증가율이 마이너스인 상황에 한국은행은 금리 인상을 단행한 바 없음. 하지만 한국 또한 물가 상승에 수출 역성장에도 금리 인상에 나섰음. 과거만큼 중국 수요가 국내 경기 회복에 미치는 영향이 크지 않을 것이라는 분석 또한 제기되고 있는 상황에서 국내 경기 성장 동력이 미미한 상황
- ▶ 반도체 경기 사이클에 따라 하반기 경제 성장이 달라질 수 있는 리스크도 상존. 반도체 경기의 반등 시그널이 제기되고 있지만, 그만큼 한국 수출 경기의 의존성이 높다는 점이 리스크라는 점에서 한국은행의 금리 인하 가능성은 열려 있음

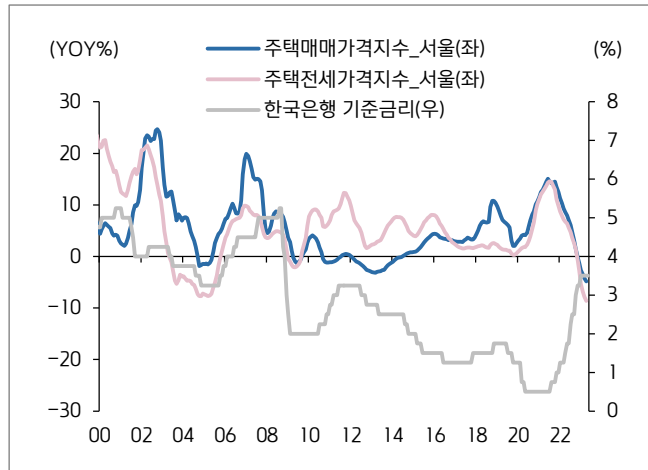
한국 수출증가율과 한국은행 기준금리, 국고채 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

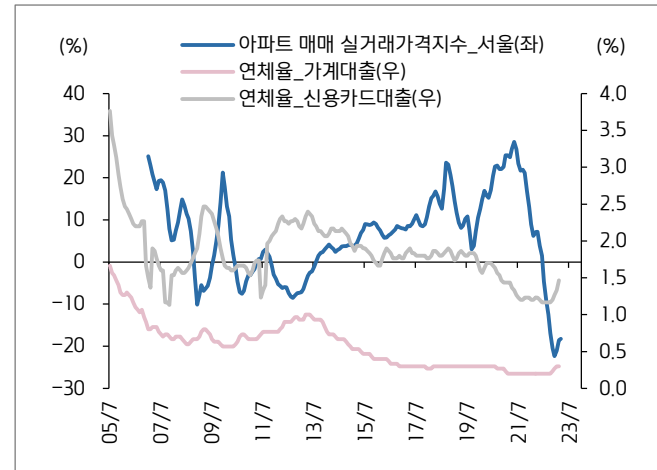
- ▶ 우리나라 기업의 경우 M2 증가율이 감소세를 보이고 있으나, 가계 M2 증가율은 여전히 플러스(+)라는 점에서 내수가 상대적으로 양호할 경우 한국은행이 미국보다 먼저 인하에 나설 가능성은 낮다고 볼 수 있겠음
- ▶ 단, 한국의 가계 자금은 부동산 시장과 연관성이 높다는 점을 감안할 때, 전세가격의 추가적인 하락은 그간 레버리지를 통해 부동산 투자를 확대한 가계에 부담을 계속해서 가중시킬 수 있는 요인임. 한국의 가계 또한 소비여력이 점차 낮아지는 구간을 하반기에 확인할 것으로 판단

한국 부동산 가격 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

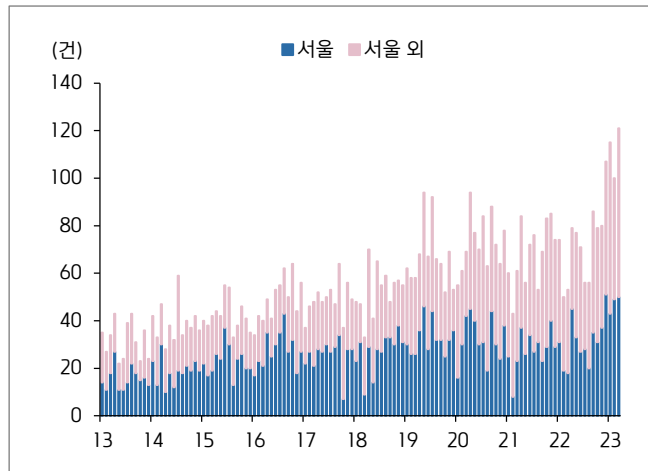
한국 가계 연체율과 아파트 가격 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

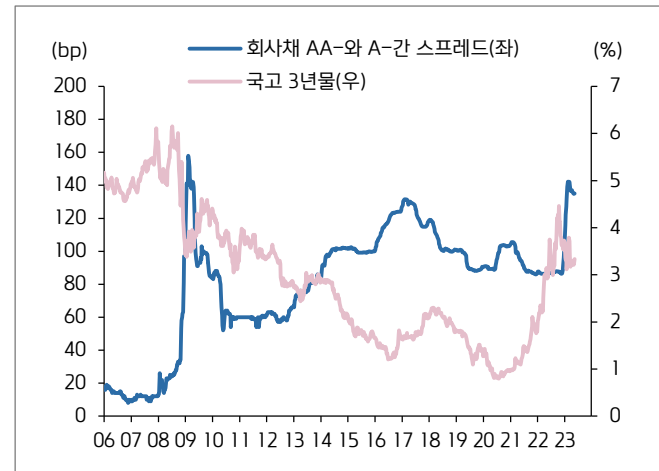
- ▶ 우리나라 기업의 경우 M2 증가율이 감소세를 보이면서 2022년 연말 이후 파산 신청 접수를 한 기업수가 급격히 확대된 것을 확인할 수 있음. 서울과 서울외 지역 모두 증가세를 보이는 양상 속에서 기업 연체율은 여전히 낮은 수준을 유지하고 있지만 고금리의 여파가 수시로 부각될 수 있는 환경임. 이를 고려하면 회사채 시장 내 양극화는 과거 2013~2017년과 같이 장기화될 가능성 높음

한국 파산 신청 기업수 추이



자료: 법원행정처, 키움증권 리서치센터

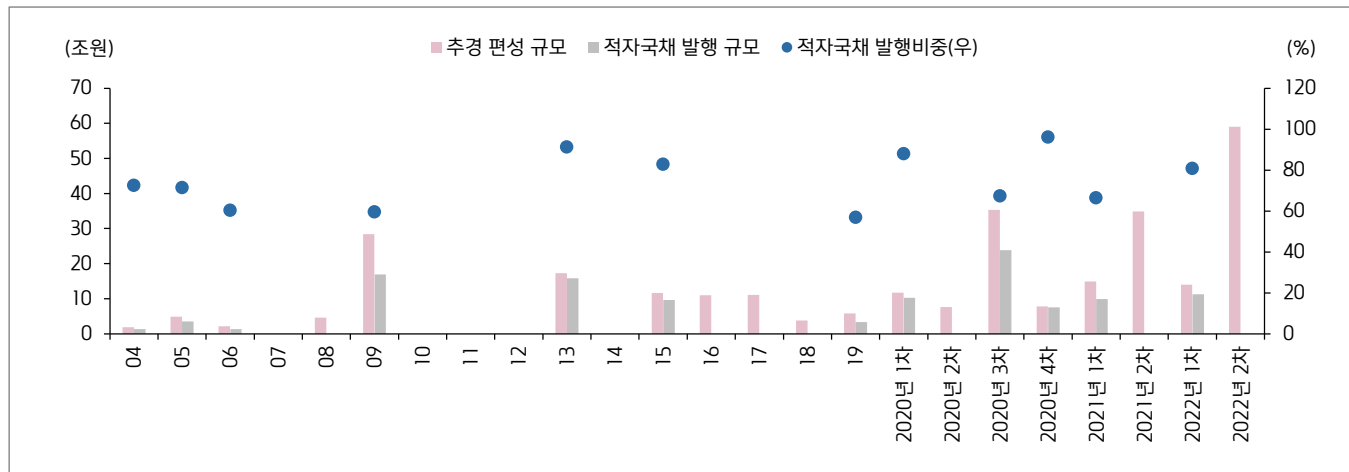
회사채 등급간 스프레드와 국고 3년물 금리 추이



자료: 금융투자협회, 키움증권 리서치센터

- ▶ 2023년 국세 수입이 결손될 것으로 예상되면서, 세수 부족에 대한 추경 편성 및 적자국채 발행에 대한 우려는 수시로 부각될 것으로 예상. 현재까지 정부는 추경에 대한 논의를 하지 않는다고 선을 긋고 있으나 하반기로 갈수록 경기 하강과 이에 따른 세수 부족 등은 결국 추경을 불가피하게 불러올 것으로 판단
- ▶ 추경 편성 시 조달 재원은 그간 60% 이상을 적자국채로 충당했다는 점을 고려할 때, 세계잉여금 9.1조원 이상으로 자금이 필요한만큼 하반기 채권시장은 공급 부담 우려가 높아질 것
- ▶ 한편, 작년 영국처럼 물가가 하향 안정화되지 않은 상황에서 재정 적자 확대 정책을 펼칠 경우 부작용이 확대될 수 있으며, 이를 고려할 때 하반기 정부의 지원과 함께 한국은행의 금리 인하가 뒷받침되어야 할 필요가 있음
- ▶ 이를 고려할 때, 한국은행은 미 연준의 12월보다 앞선 11월 금리 인하 가능성이 충분히 높다고 판단함

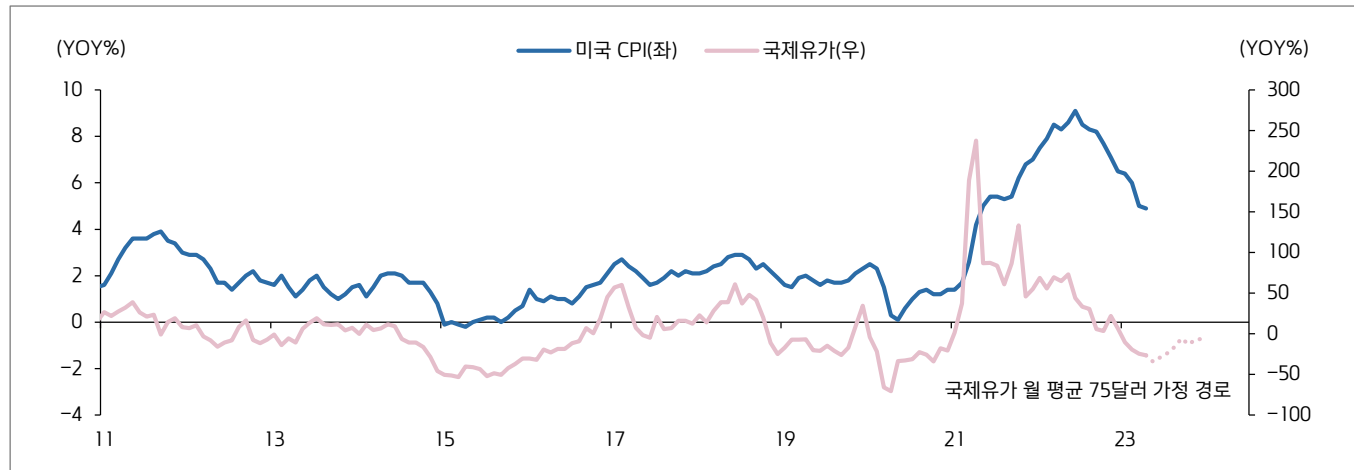
한국 추경과 적자국채 발행 추이



자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터

- ▶ 채권시장은 금리 인하 가능성을 일부 반영하고 있는 가운데, 향후 인하의 폭이 추가 강세폭을 결정하게 될 요인인만큼, 4분기부터 시작될 금리 인하 사이클의 진행 정도가 관건임
- ▶ 인하 폭을 예상하기 위해서는 다시 물가 요인을 고민할 필요. 우선 소비자물가와 동행성이 가장 강한 국제유가부터 살펴보면, 하반기 기저에 따라 국제유가는 전년동기 대비 마이너스 상승률을 기록하겠으나 연말까지 배럴당 75달러 선으로 가정해서 보면 연말 들어서는 마이너스 상승폭이 축소됨. 인하에 나서더라도 물가에 따라 인하폭이 제한될 수 있음을 의미함

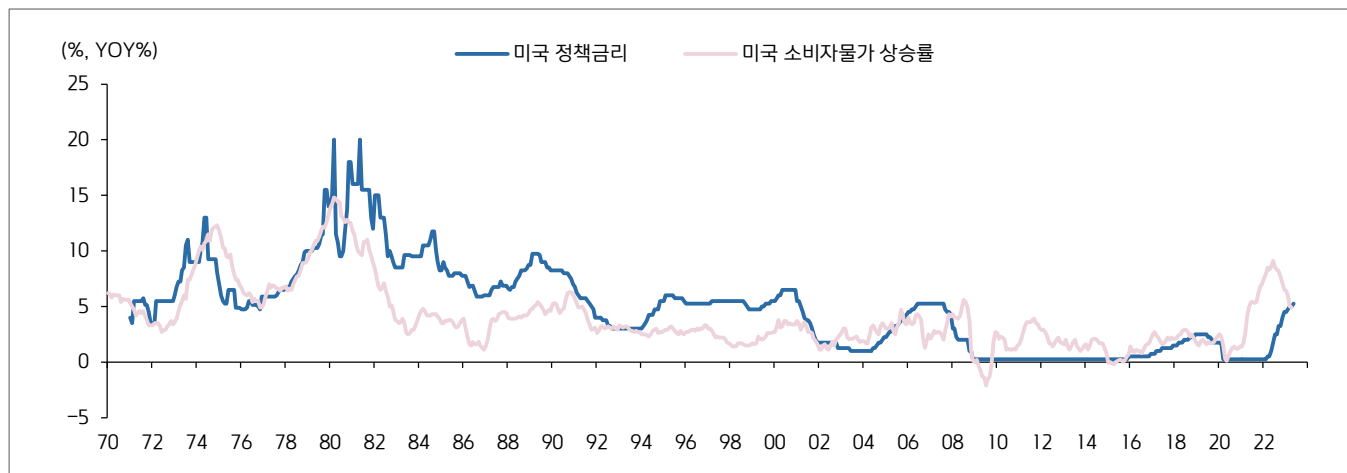
미국 소비자물가지수와 WTI 상승률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 탈세계화 등의 구조적인 물가 구조 변화가 있다면 당분간 물가는 미 연준의 목표 2%를 상회하는 구간이 지속될 가능성이 높음. 과거 1970~80년 고물가 당시에도 이를 낮추기 위해 미 연준은 플러스 실질 정책금리 수준을 유지하면서 물가를 낮추기 위한 정책 스탠스를 유지함
- ▶ 1970년대 이후 미 연준 정책금리가 미국 소비자물가 상승률을 상회하던 구간의 실질 정책금리의 평균은 2.63%p였던 가운데, 1994년 이후로는 평균 1.93%p, 2000년 이후로는 평균 1.29%p를 기록함. 미 연준의 2024년 물가 전망치 2.5%와 2000년 이후 평균 수준을 단순 대입하면 미 연준의 정책금리 수준은 3.8% 내외에서 형성될 가능성

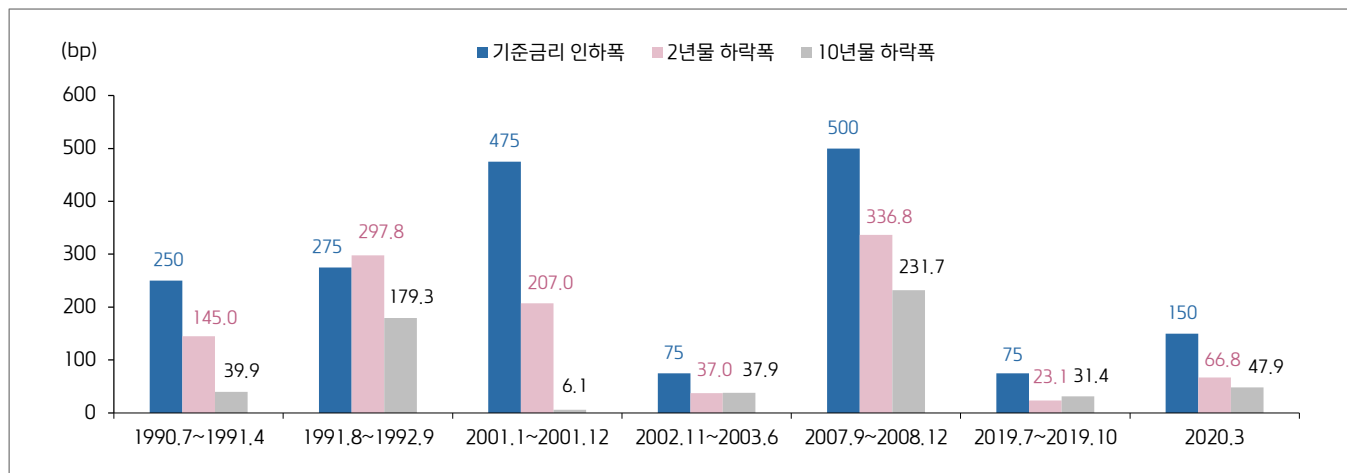
미국 정책금리와 미국 소비자물가 상승률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 미국채 2년물 금리가 2023년 3월 이후 3.8~4.3% 내외에서 거래되어왔다는 점과 미 연준이 인하할 수 있는 금리 수준이 3.8% 내외인 점을 고려하면 향후 시장 금리의 추가 하락의 폭은 제한된다고 볼 수 있겠음
 - 일정부분 선반영된 금리 수준이라는 점에서 4분기 중 인하 기대와 실제 인하를 반영하면서 시장금리 하락 후 회복할 것으로 예상
 - 3분기 미 연준의 인하 기대 차단으로 금리 반등 시 매수 여력이 확대된다고 보며, 금리 반등 시 매수 전략은 하반기 내내 유효함
- ▶ 한편, QT가 지속된다는 가정을 할 경우 QT의 효과가 1년간 0.25bp 인상 수준의 영향을 준다는 점에서 정책금리 수준은 3.6% 내외로 하향 조정할 수 있음. 이를 고려하면 단기구간 낙폭은 예상보다 확대될 것

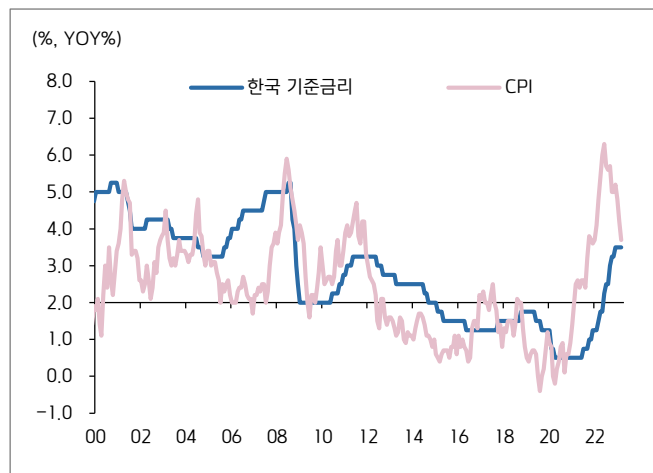
과거 미 연준 금리 인하 구간 정책금리 인하폭과 시장금리 하락폭



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

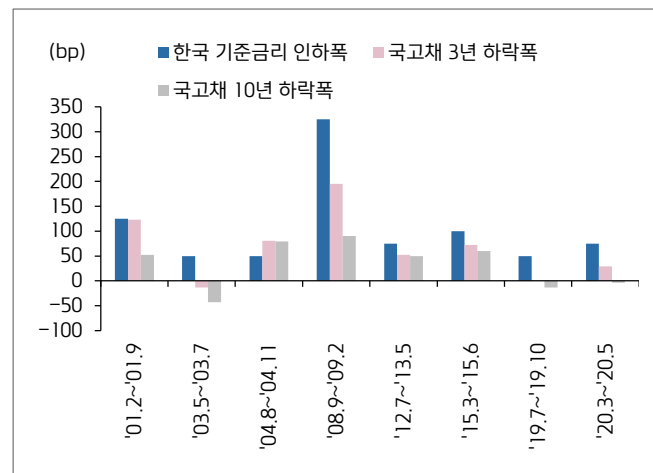
- ▶ 한국은행 또한 2024년 물가 상승률을 2.6%로 전망하고 있음을 감안하면, 목표 수준에 도달하기까지 한국은행의 금리 인하 여력은 제한될 것으로 판단함. 한국은행은 대부분 기간 동안 기준금리를 CPI를 상회하는 수준으로 책정해왔음. 이를 고려할 때 한국은행의 2.75% 아래로의 금리 인하 가능성은 제한적일 것으로 판단
- ▶ 과거 인하 기간 동안의 시장금리 등락폭을 살펴보면, 인하 기간이 짧았을수록 인하 전 선반영한 부분으로 인해서 실제 인하 기간 동안의 금리 하락폭은 제한된 것으로 나타남. 이를 고려할 때, 국고채의 경우 대외 요인으로 인한 변동성 확대시 인하 시점 이전까지 매수 확대 전략이 유효한 것으로 판단하며, 인하 단행 이후로는 포지션을 축소하는 것을 추천

한국은행 기준금리와 소비자물가 상승률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

과거 한국은행 금리 인하 구간 정책금리 인하폭과 시장금리 하락폭



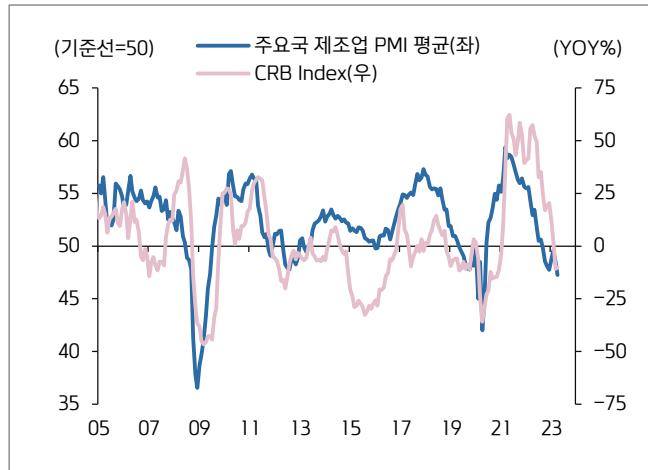
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



VI. 원자재: 유가 변동성이 확대되면?

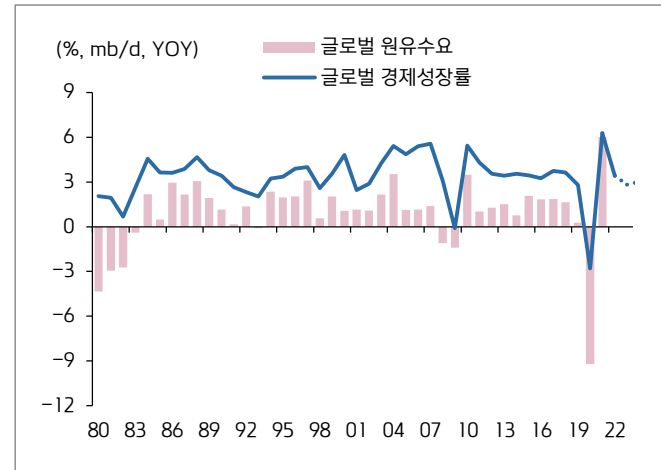
- ▶ 상품 가격은 수요 불안 높아지며 전반적으로 하락. 이는 주요국 중앙은행의 긴축과 경기 침체 우려에서 기인
 - 2023년 4월 IMF는 2023년 글로벌 경제성장률을 2.9%에서 2.8%로 하향 조정했으며, 은행 불안 등 가파른 금리 인상의 여파가 나타나고 있다는 점을 언급
- ▶ 글로벌 원유 수요는 글로벌 경제성장률과 동행하는 흐름을 보이는 만큼, IMF의 경제성장률 하향으로 향후 원유 수요에 대한 부정적인 전망 지속

주요국 제조업 PMI 지수와 CRB 상품가격 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.
주: 주요국은 미국, 유로존, 중국

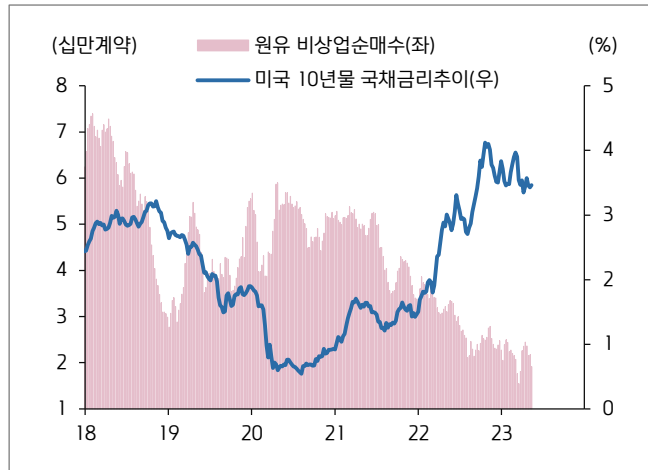
글로벌 경제성장률과 글로벌 원유 수요



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

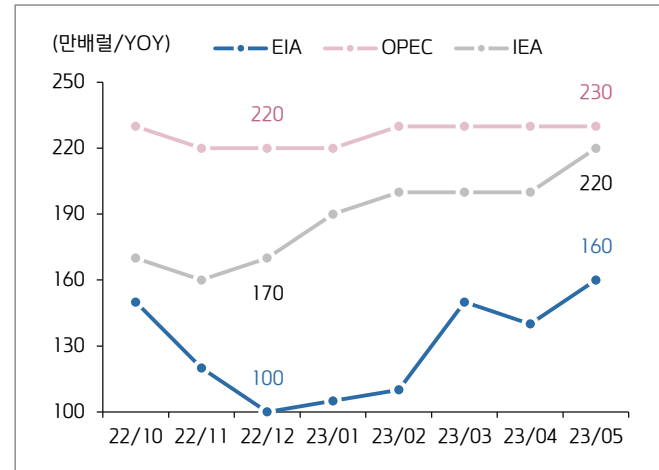
- ▶ 또한 2분기 미국 지역 은행 불안 높아지면서 금융시장 내 변동성 확대되자 원유에 대한 투자 심리 위축 지속
 - 은행 불안과 부정적인 경제 전망으로 미 연준의 금리 인상 종료 기대 확대. 이에 미국 10년물 채권금리도 2022년 말보다 낮아졌으나, 수요 불안이 상존하는 만큼 금리 하락이 원유에 대한 투기적 수요에 미치는 영향은 제한
- ▶ 그러나 미 에너지정보청(EIA) 등 주요 에너지 기관은 2022년 12월 이후 2023년 글로벌 수요 증가 전망치를 상향 조정

미 10년물 채권금리와 원유 비상업 순매수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

주요 에너지기관의 2023년 글로벌 원유 수요 증가 전망



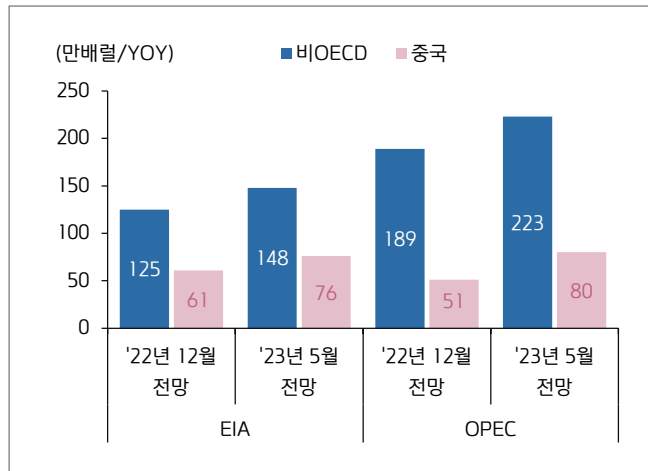
자료: EIA, OPEC, IEA, 키움증권 리서치센터.

03.

비OECD 국가의 원유 수요 전망은 긍정적

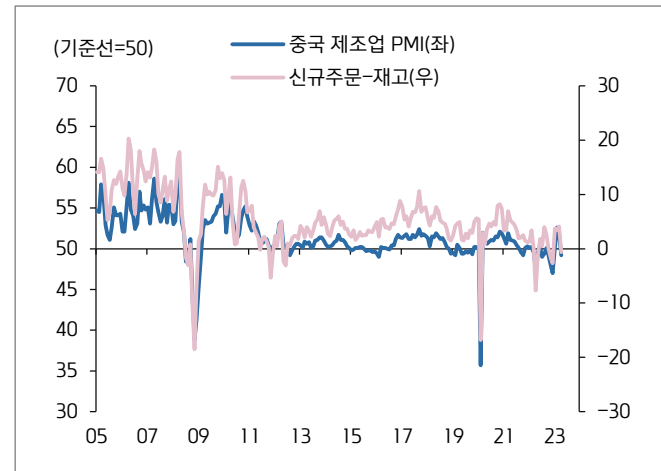
- ▶ 주요 에너지기관의 2023년 수요 증가 전망치 상향 조정의 배경으로 비OECD 국가의 견조한 수요를 언급
 - 특히 중국 리오프닝에 따른 경기 회복과 이동거리 증가에 따른 원유 수요 개선이 2023년 글로벌 원유 수요 증가를 견인할 것으로 보고 있음
 - 이런 가운데 4월 중국 제조업 PMI가 기준선(50)을 하회하며 재차 위축 국면에 들어서는 등 중국 경기 회복 속도에 대한 우려가 다소 높아진 상황. 이는 중국 원유 수요 전망에 대한 불확실성을 높이는 요인

비 OECD 및 중국의 2023년 원유 수요 증가 전망 변화



자료: EIA, OPEC, 키움증권 리서치센터.

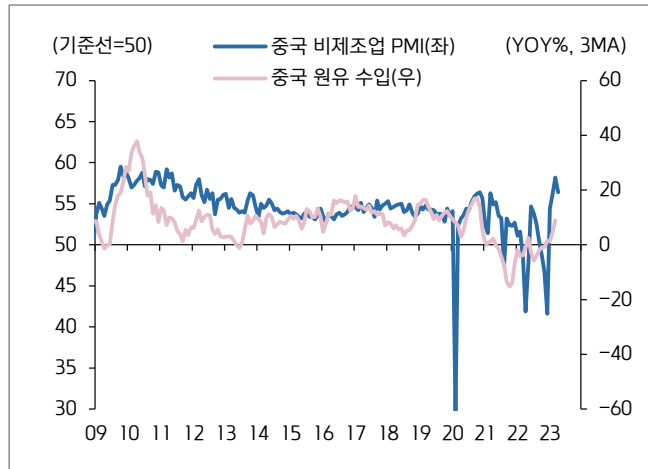
중국 제조업 PMI와 신규주문-재고 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

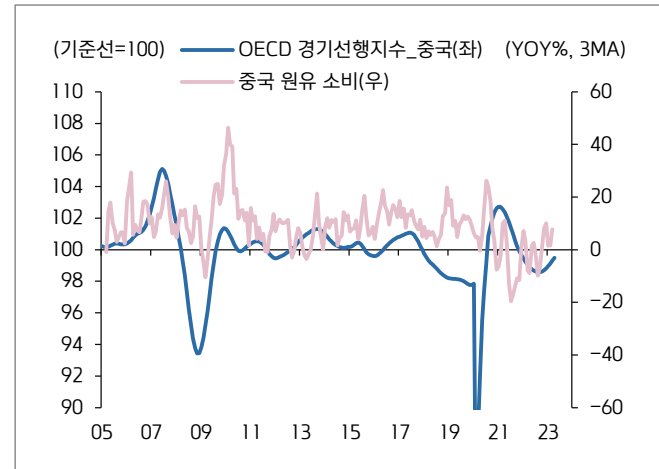
- ▶ 다만, 중국의 원유 수입과 석유 소비가 증가세를 이어가고 있다는 점은 중국 원유 수요 증가 전망을 지지
 - OPEC은 5월 월간원유시장 보고서를 통해 2023년 3월 중국의 석유 수요가 전년동월대비 일평균 139만 배럴 늘어났다고 발표했으며, 가파른 성장세를 보인 석유 제품 중 하나는 32%(YOY) 증가한 항공유
 - 중국의 OECD 경기선행지수가 기준선을 하회하고 있기는 하나, 개선세가 이어지고 있다는 점도 중국 원유 수요 전망에 대한 불확실성을 일부 완화시켜줄 수 있을 것으로 판단

중국 비제조업 PMI와 원유 수입 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

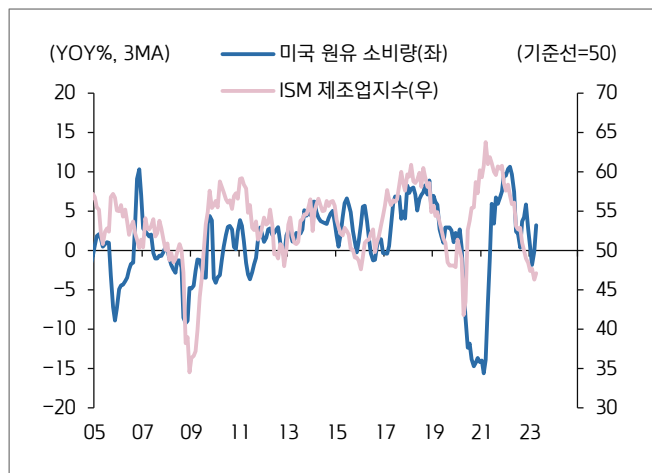
중국 OECD 경기선행지수와 중국 석유 소비 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

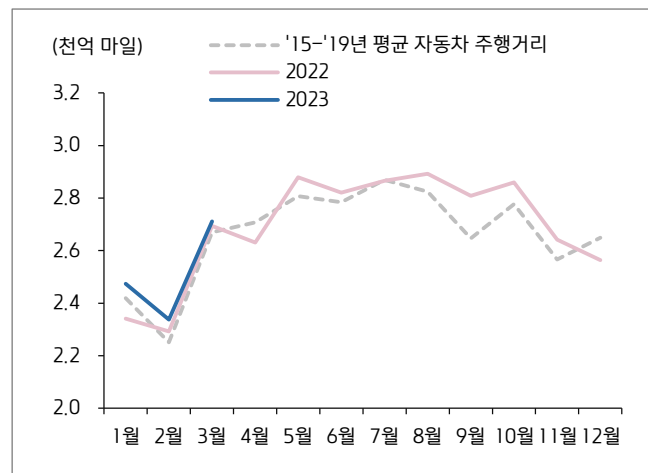
- ▶ 주요 에너지기관은 OECD국가의 원유 수요에 대해서는 다소 부정적으로 전망했으나, 최근 EIA는 2023년 OECD국가의 원유 수요 증가 전망치를 상향 조정
 - EIA는 2022년 12월 2023년 OECD의 원유 소비가 2022년 대비 일평균 25만 배럴 감소할 것으로 전망했으나, 최근 자료에서는 일평균 8만배럴 증가할 것으로 전망
- ▶ 물론, ISM 제조업 지수가 위축 국면에 들어선 가운데 미 원유 소비도 둔화되고 있지만, 미국 이동거리는 전년과 비슷한 수준을 기록
 - 미국의 원유 수요를 목적별로 나누어 보면, 수송 목적 수요가 가장 큰 비중을 차지. 따라서 이동거리 증가는 급격한 수요 위축 가능성을 낮춤

미국 ISM 제조업지수와 미국 원유 소비



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

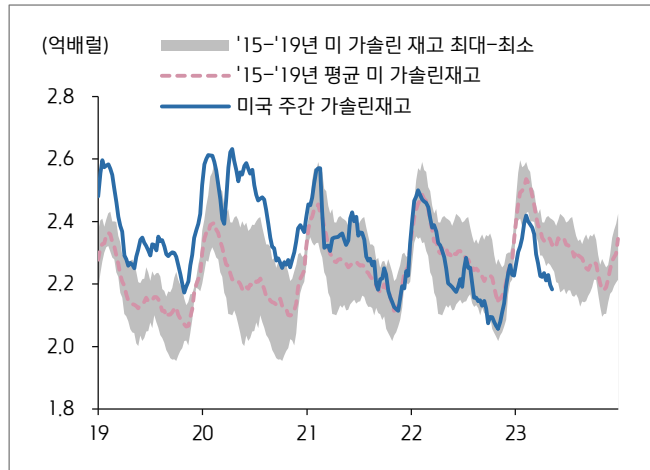
미국 월별 이동거리 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

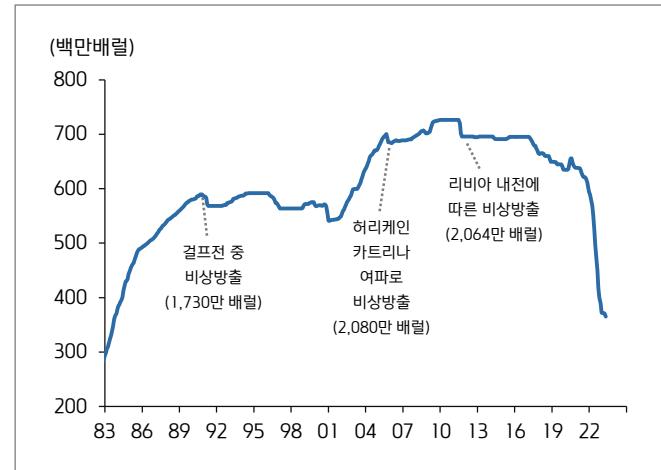
- ▶ 최근 EIA가 발표하는 미국 주간 원유재고의 증가세가 주춤한 가운데, 가솔린 재고의 경우 2015~2019년 평균 수준을 하회하며 감소세 지속. 이는 미국 내 견조한 석유 제품 수요가 이어지고 있다는 점을 시사
 - 최근 5월 말 드라이빙 시즌이 시작되는 만큼 가솔린 재고 감소 이어질 가능성 높다는 점을 감안, 3분기 중 미국 원유 수요 불안이 재차 확대될 가능성은 제한적
- ▶ 또한 미국 에너지부는 8월 300만 배럴 규모의 전략비축유 매입을 발표했으며, 연말에는 이보다 더 큰 규모의 비축유 매입 가능성도 언급

미국 주간 가솔린재고 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

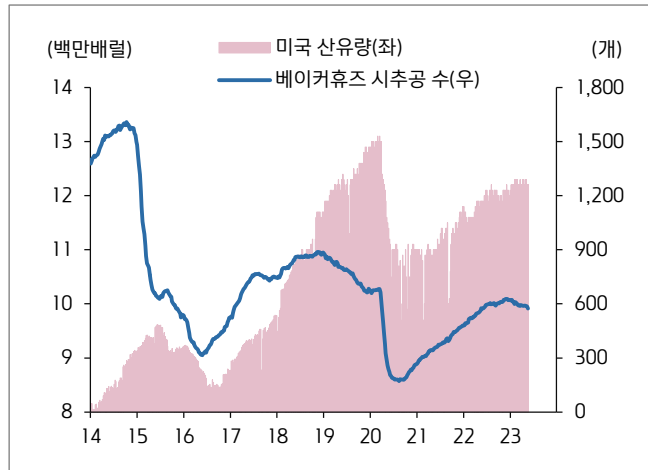
미국 전략비축유 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

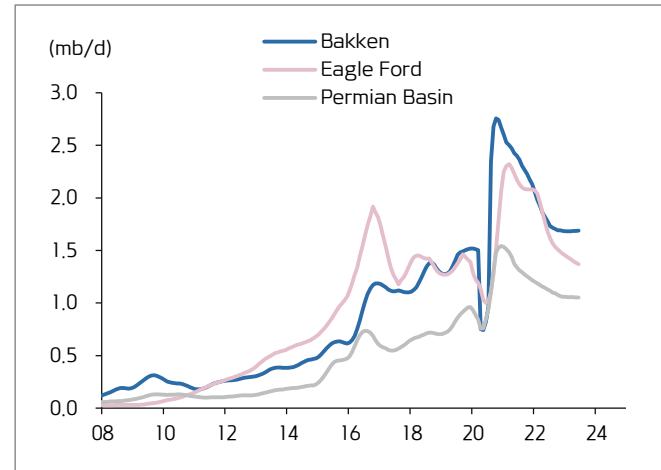
- ▶ 글로벌 원유 공급이 가파르게 늘어날 가능성은 낮아 보임. 우선, 미국 주간 산유량의 경우 2023년에도 늘어나고 있으나 최근 증가세 주춤하며 일평균 1,200만 배럴 초반 선 유지 중
- ▶ 최근 베이커휴즈 시추공수가 줄어드는 가운데 미완결 유정의 감소 및 완결 유정 증가도 크게 나타나지 않는 등 미국 원유 생산관련 선행지표는 전반적으로 둔화되고 있음
 - 또한 미국 신규 유정의 시추생산성도 계속해서 낮아지고 있다는 점을 감안하면, 연내 미국의 산유량이 가파르게 늘어날 가능성은 낮아 보임

미국 베이커휴즈 시추공 수와 미국의 주간 산유량 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

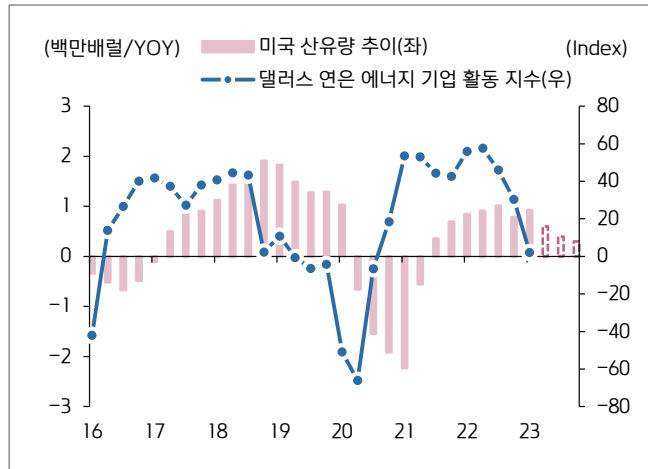
미국의 지역별 신규 유정 시추 생산성 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

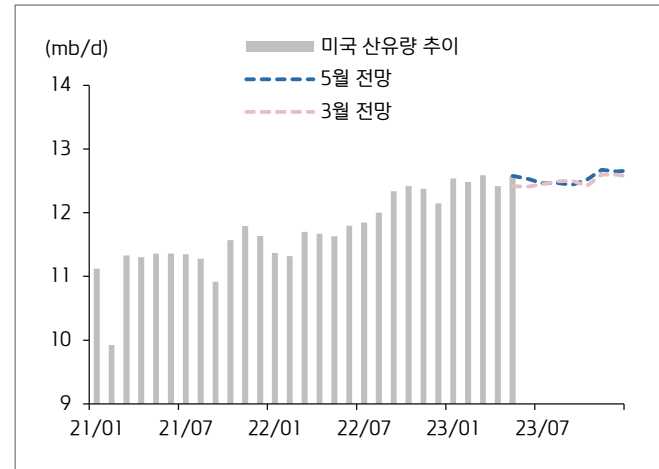
- ▶ 또한 댈러스 연은이 발표한 관할 지역의 에너지기업 활동지수는 2022년 2분기 이후 꾸준히 하락
- ▶ 현재 유가는 2022년에 비해 낮아진 반면 유정 운영 시 수익을 볼 수 있는 손익 분기 유가 수준은 2022년에 비해 상향 조정. 물론 현 유가 수준 하에서 에너지 기업이 신규 유정과 기존 유정 운영 시 수익을 얻을 수 있으나, 이전보다 높아진 비용과 낮아진 유가 수준을 감안하면 에너지 기업이 적극적으로 증산에 나설 가능성은 제한적
 - 댈러스 연은이 지난 1분기 발표한 에너지 서베이에 따르면, 2023년 기존 유정과 신규 유정의 손익분기 평균 유가 수준은 각각 배럴당 \$37, \$62. 이는 2022년과 비교했을 때 각각 \$3, \$6 가량 높아진 것

미국의 지역별 신규 유정 시추 생산성 추이



자료: Federal Reserve Bank of Dallas, EIA, 키움증권 리서치센터.
 주: 2023년 1분기 이후 미국 산유량은 EIA 전망치

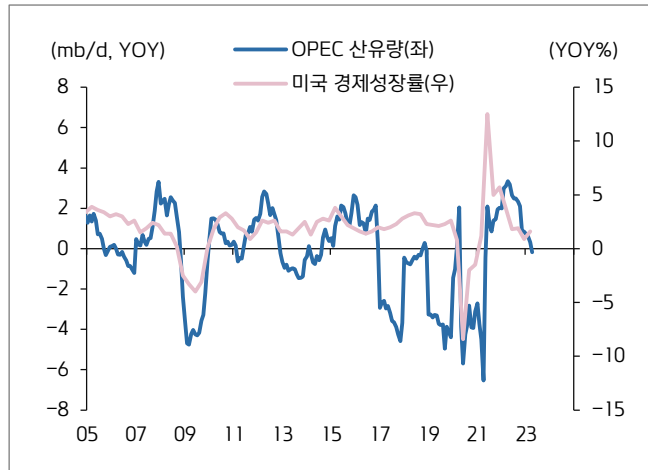
EIA 미국 산유량 추이 및 전망



자료: Bloomberg, EIA, 키움증권 리서치센터.

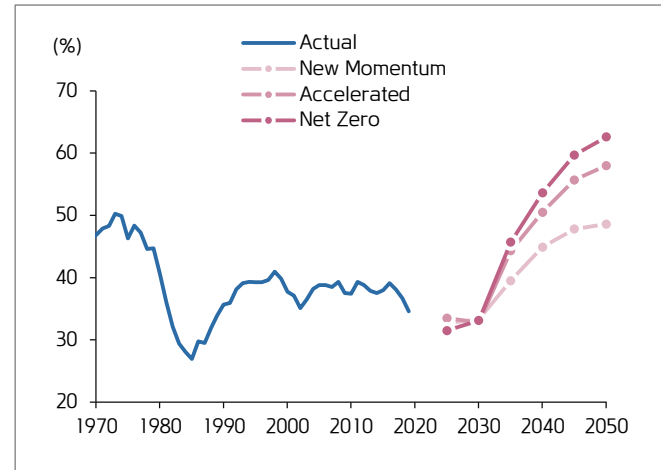
- ▶ 한편, 최근 BP는 'Energy Outlook 2023'에서 탄소 배출 감축 계획이 급진적일 수록 OPEC이 원유 공급에서 차지하는 비중이 높아질 것으로 예상. 이에 OPEC+의 공급량 유가에 미치는 영향도 점진적으로 확대될 가능성이 높음
 - 과거 2020년 3분기 미국 달러스 연은 관할 지역의 에너지기업들 중 75%도 OPEC이 향후 유가 결정에 미치는 영향력이 커질 것으로 전망
 - 미국의 산유량이 회복할 것으로 보이는 만큼, OPEC이 점유율 경쟁에 나설 유인은 다소 제한적으로 보임

OPEC 감산대상국 산유량과 미국 경제성장률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

글로벌 원유 공급에서 OPEC 비중 변화 및 전망



자료: Bloomberg, BP, 키움증권 리서치센터.

10.

OPEC+는 추가 감산을 발표하고...

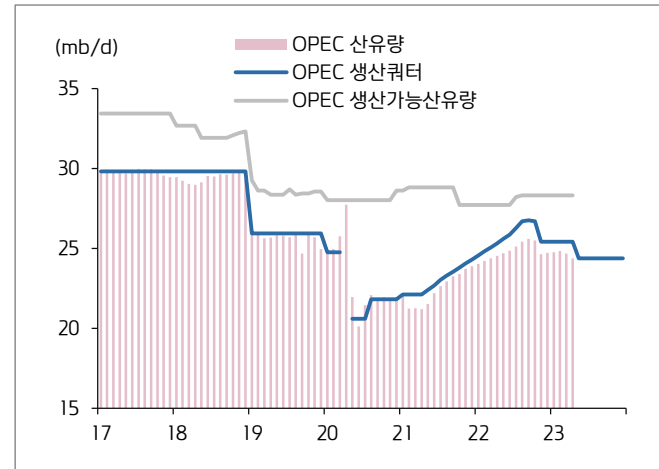
- ▶ 현재 OPEC+는 유가 하락에 감산으로 대응. 2022년 10월 이후 2023년 4월 생산 여력이 높은 산유국을 중심으로 5월부터 연말까지 추가 감산에 나설 것으로 발표
 - 아랍에미리트 등 일부 생산 여력이 높은 산유국이 생산 키퍼를 상회하는 원유 생산을 기록하기도 했으나 전반적으로 OPEC 내 감산대상 산유국의 실제 산유량은 생산키퍼를 하회
 - 이는 일부 산유국의 생산 여력이 낮기 때문인 것으로 보이며, OPEC+ 증산 경쟁 발생 가능성이 낮은 만큼 산유국간 감산 협약도 이어질 것으로 전망

4월 OPEC+의 자발적 감산 발표 내용

	감산기준 산유량(tb/d)	현 감산량 (tb/d)	자발적 감산량 (tb/d)	4월 산유량 (tb/d)
사우디	11,004	526	500	10,470
이라크	4,651	220	211	4,130
UAE	3,179	160	144	3,180
쿠웨이트	2,811	135	125	2,680
알제리	1,055	48	48	1,010
가봉	186	9	8	190
카자흐스탄	1,760	78	78	1,630
오만	881	40	40	840

자료: Bloomberg, OPEC, IEA, 언론사 정리, 키움증권 리서치센터.

OPEC 감산 대상 산유국 산유량과 생산키퍼 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

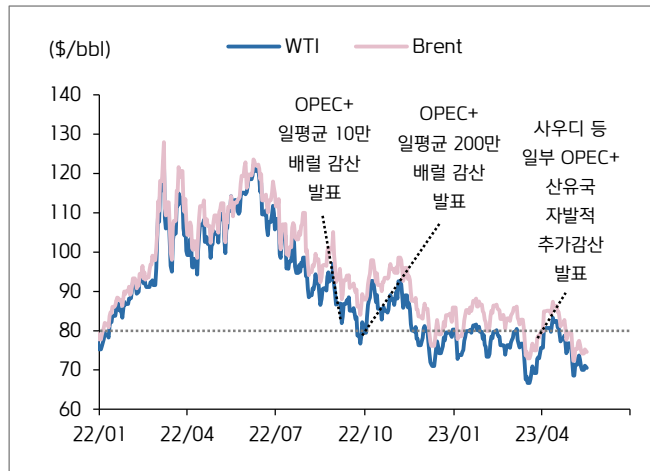
주: 2023년 5월 이후 OPEC 생산키퍼는 4월 발표된 자발적 추가 감산을 반영

11.

OPEC+의 공급 정책의 목적은?

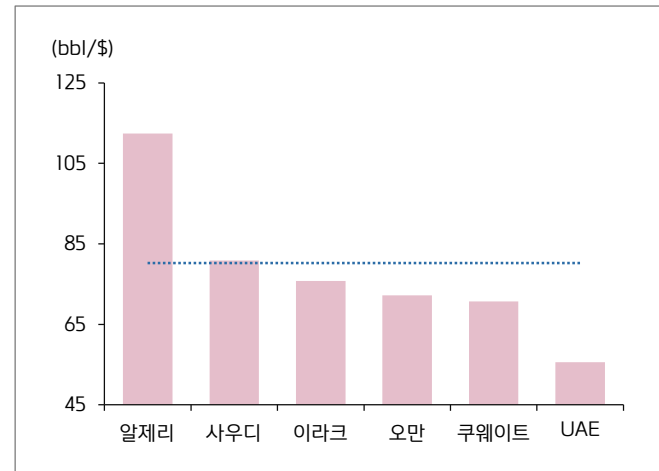
- ▶ OPEC이 2022년 2월 월간 보고서를 통해 2023년 원유 수요 증가 전망치를 상향 조정했으나 4월 감산 계획을 발표. 점유율 보다는 가격에 무게를 둔 공급 정책을 이어가고자 하는 것으로 보이며, 연중 유가의 하방 압력이 재차 강화될 경우 추가 감산에 나설 것으로 예상
 - 현재 OPEC의 감산은 연평균 유가가 사우디의 재정균형 유가 수준에 근접할 때 발표되고 있음
 - 2022년 사우디의 재정 균형 유가는 \$85선이었으며, 2022년 초부터 감산이 발표된 2022년 10월까지의 평균 유가는 브렌트유 기준 \$87
 - 2023년의 경우 1월부터 4월 초까지 평균 브렌트유 가격은 \$82이며, 2023년 사우디 재정 균형 유가는 \$80.9

최근 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

주요 OPEC+ 산유국의 재정균형 유가 수준



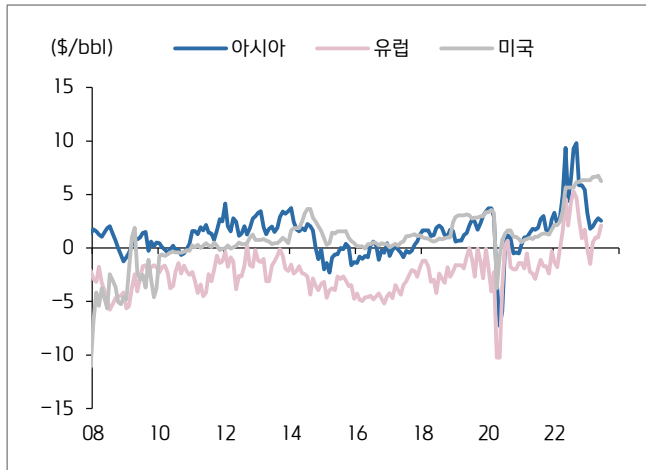
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.
주: 점선은 2023년 1월부터 현재까지 브렌트유 평균

12.

원유 시장 내 과잉 공급 우려 완화

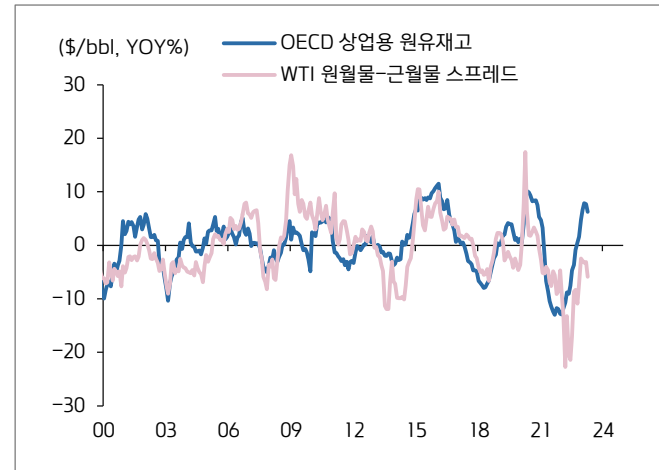
- ▶ 국제에너지기구(IEA)는 하반기 원유 수급 여건이 상반기보다 타이트해질 수 있다는 점을 언급
 - IEA는 2023년 글로벌 원유 수요는 일평균 220만 배럴, 글로벌 원유 공급은 일평균 120만 배럴 늘어날 것으로 전망하는 등 2023년 글로벌 원유 수요 증가가 공급 증가보다 강할 것으로 보고 있음
 - 사우디는 5월 원유 수출 프리미엄을 인상했고, WTI 선물의 백워데이션도 최근 확대되는 등 타이트한 수급 전망이 반영되고 있음

사우디 지역별 OSP 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

WTI 원월물-근월물 스프레드와 OECD 상업용 원유재고



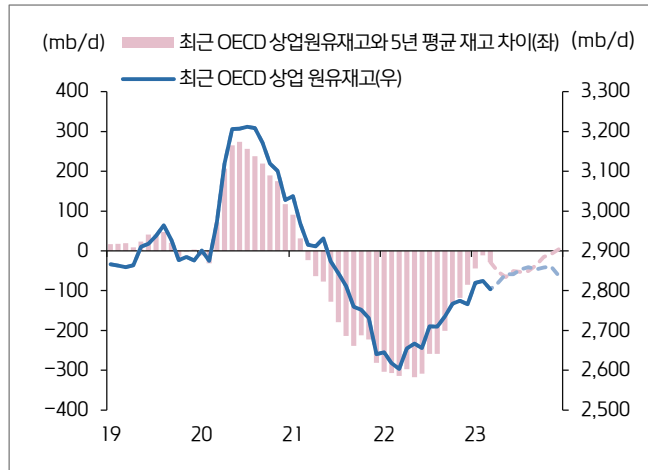
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

13.

하반기 국제유가, 3분기 변동성 확대 예상

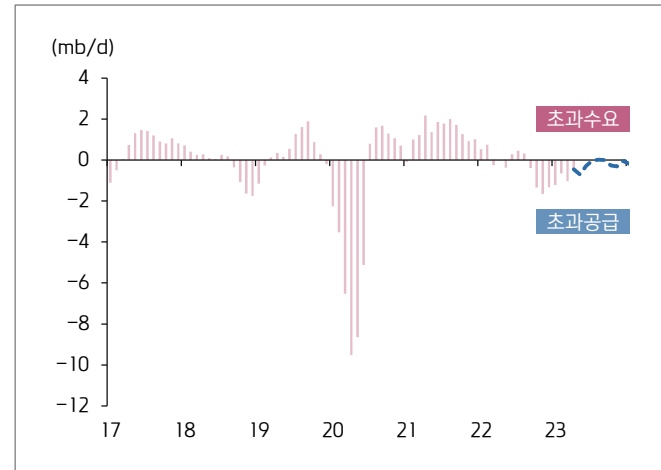
- ▶ 원유 재고 여건이 2022년에 비해 안정적인 가운데 원유 수요 전망에 대한 우려가 완전하게 해소되지 않은 상황
- ▶ 이에 원유시장 내 과잉공급 우려 완화가 가파른 유가 상승으로 연결되기 보다는 유가의 하방 리스크 완화에 그칠 것으로 전망, 하반기 국제유가는 WTI기준 배럴당 \$65~\$85 사이에서 등락 이어갈 것으로 보임
- ▶ 다만, 계절적인 수요가 유입되는 3분기 중 수요 불안이 확대될 가능성은 제한적. 이 경우 원유시장 내 타이트한 수급 전망이 재차 강화될 수 있는 만큼 3분기 유가 변동성 확대에 주의할 필요

최근 OECD 상업용 원유재고 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.
 주: 점선은 EIA 5월 STEO 전망치 기준

글로벌 원유 수요-공급 추이 및 전망



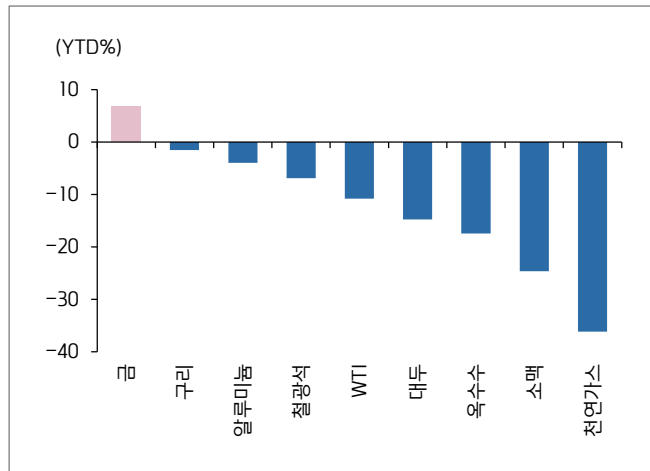
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.
 주: 점선은 EIA 5월 STEO 전망치 기준

14.

금, 연내 역사적 고점을 넘어서나?

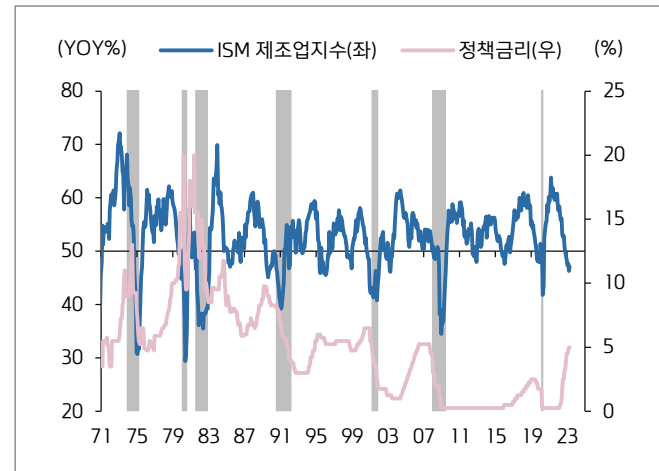
- ▶ 미 연준의 긴축 기조 속 주요 상품 가격은 전반적으로 약세를 보인 반면 금은 상승
 - 금 가격은 2022년 4분기부터 꾸준히 상승, 상반기 온스당 2,075달러 기록하며 역사적 고점 근접 (금의 역사적 고점: 2020년 8월 온스당 2,077달러)
- ▶ 미 연준이 정책금리 인상을 지속하는 가운데 미국의 체감경제지표가 둔화되고 미국 지역 은행 불안 발생 이러한 흐름 속에서 금융시장 내 경기침체 우려 확대
 - 이는 미 연준의 금리 인상 종료 및 연내 인하 기대 강화와 안전자산 선호로 연결

주요 상품가격 YTD 변화율(5월 19일 기준)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미국 ISM 제조업지수와 미국 정책금리 추이



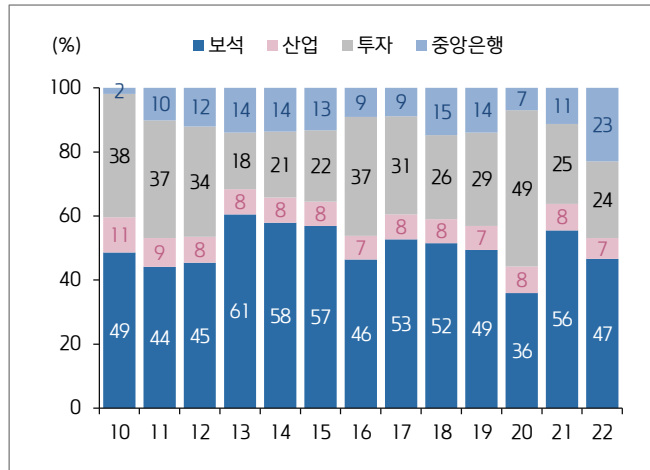
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.
 주: 회색 음영은 미국 경기침체기

15.

중국 리오프닝과 보석 수요의 증가

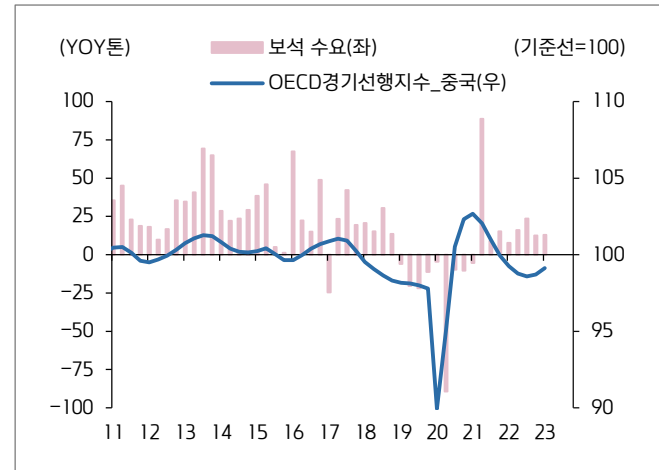
- ▶ 우선 금에 대한 목적별 수요 추이를 살펴보면, 금 수요에서 가장 큰 비중을 차지하는 보석 수요가 증가세를 이어가고 있음
- ▶ 보석 목적 금 수요에서 인도와 중국이 차지하는 비중은 60% 이상인 가운데 최근 중국 리오프닝과 경기선행지표 반등을 고려하면 보석 수요 유입은 계속해서 이어질 것으로 예상

금에 대한 목적별 수요 비중



자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터.

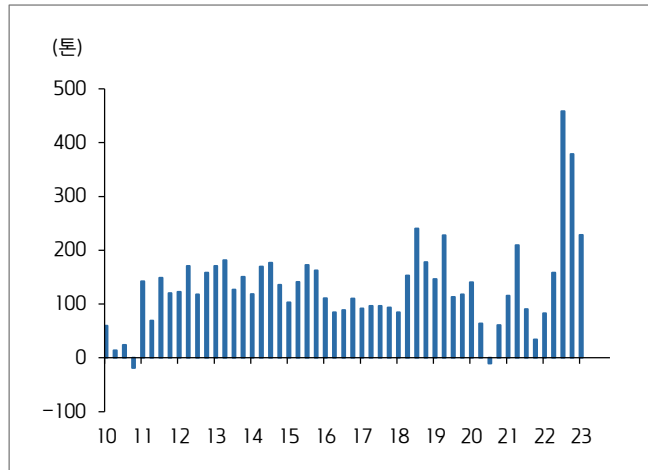
중국 OECD 경기선행지수와 보석 목적 금 수요



자료: Bloomberg, World Gold Council, 키움증권 리서치센터.

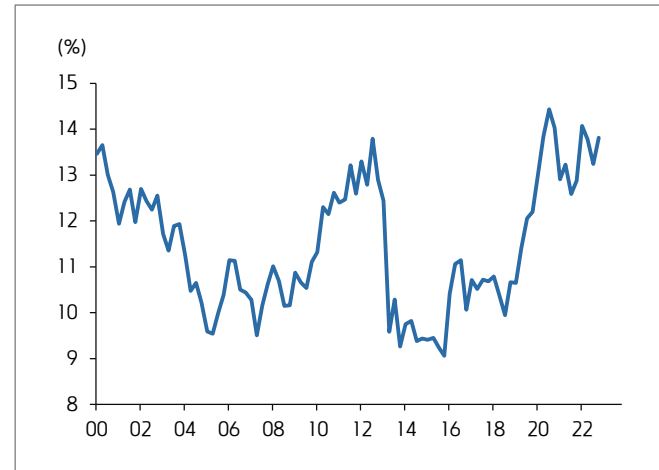
- ▶ 또한 지난해 하반기부터 중앙은행의 금 매입이 가파르게 늘어난 점도 특징적
 - 2011년 이후 금의 전체 수요에서 중앙은행 수요가 차지하는 비중은 보통 10%내외였으나, 지난해 중앙은행 금 수요 비중은 23%로 크게 확대
 - 금 매수를 주도한 국가는 싱가포르, 중국, 튀르키예, 인도 등 신흥국 중앙은행. 선진국의 경우 중앙은행 외환보유고 내 금 보유비중이 50% 이상으로 높은 반면, 튀르키예, 러시아를 제외하면 신흥국 중앙은행의 외환보유고 내 금 보유 비중이 10% 미만인 경우도 다수
 - 또한 한국은행은 최근 중앙은행 금매수에 대해 가파른 물가상승에 따른 인플레이션 헤지 수요, 지정학적 리스크 등에서 기인한 것으로 분석. 대외 여건에 큰 변화가 없고, 신흥국 중앙은행 외환보유고 내 낮은 금 비중을 고려하면, 중앙은행의 금 매수세가 이어질 가능성도 남아있음

글로벌 중앙은행 금 매수 추이



자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터.

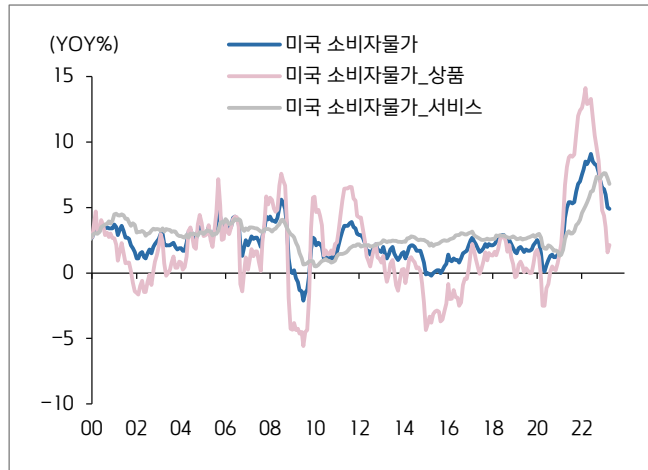
글로벌 중앙은행 외환보유고 내 금 비중 변화



자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 한편, 미 연준의 긴축 기조 완화는 금 투자 수요에 영향. 2022년 3분기 미국의 소비자물가 상승률이 점차 둔화세를 보이고 2022년 12월 미 연준은 정책금리 인상폭을 75bp에서 50bp로 축소
 - 미 연준의 통화정책이 물가 안정에 무게를 두고 있었던 만큼, 물가 상승률 둔화가 이어지자 미 연준의 정책 금리 인상 종료 기대 확대
- ▶ 미 연준은 2023년 상반기 중 3차례 금리 인상에 나서며 긴축 기조 유지. 그러나 금융시장은 정책금리 인상폭이 25bp로 재차 축소된 점에 주목

미국 소비자물가지수와 정책금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

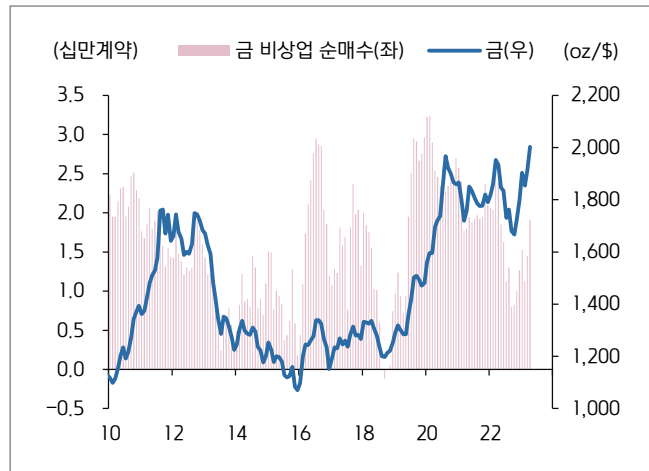
미국 소비자물가지수와 정책금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

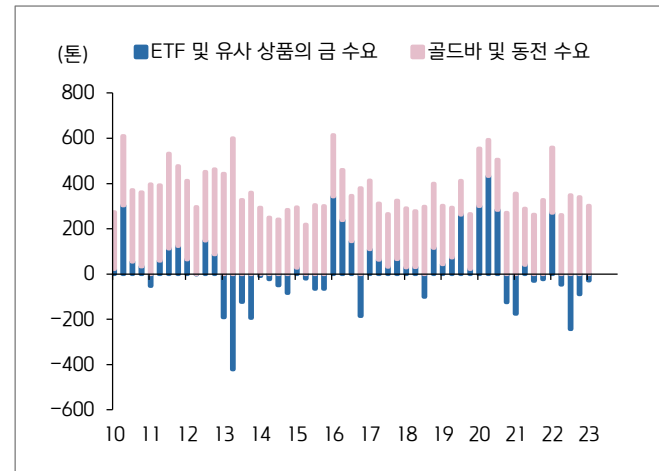
- ▶ 높아진 미 연준의 금리 인상 종료 및 금리 인하 기대는 금에 대한 투자 심리 개선으로 연결. 미 연준의 금리 인상이 금 가격에 미치는 영향 제한
 - 금에 대한 투기적 수요가 2022년 말부터 가파르게 증가했고, ETF 등 금 관련 투자 상품의 금 유출도 둔화
 - 일반적으로 금과 금리는 역의 상관 관계를 보이고 2000년대 들어 금 가격의 가파른 상승은 미 연준의 금리 인하 사이클에서 발생했기 때문
- ▶ 이러한 흐름을 감안하면, 미 연준의 금리 인하가 가시화될 경우 투자목적 수요가 유입될 것으로 보이며 이는 하반기 금 가격 상승을 자극할 수 있는 요인

금과 금의 비상업 순매수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

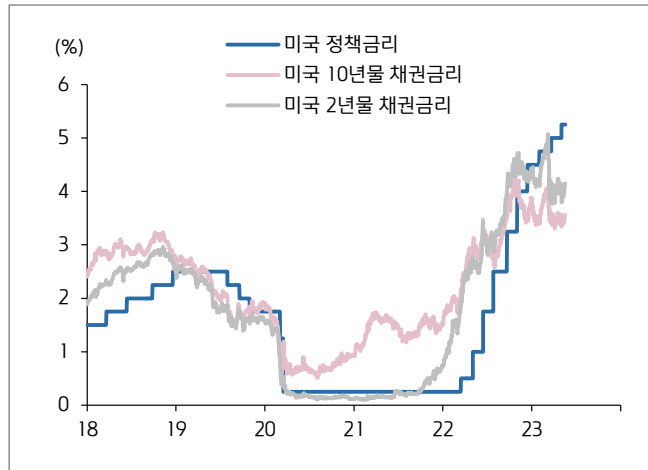
투자목적 금 수요 추이



자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터.

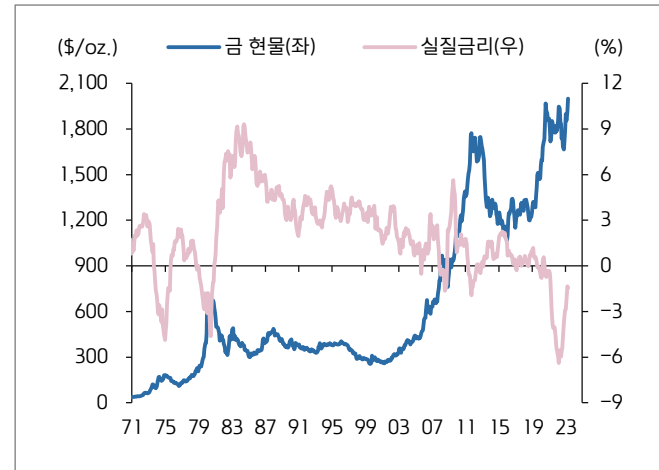
- ▶ 그러나 미국 채권금리 흐름을 살펴보면 이미 미 연준의 금리 인하 기대가 선반영된 것으로 보임
 - 미 연준의 정책금리는 5.25%인 가운데 미국 2년물 채권금리는 4.0% 내외에서 등락을 이어가고 있기 때문
 - 이에 미 연준의 금리 인하가 가시화 되더라도 시장금리의 추가 하락은 제한될 수 있을 것으로 전망
- ▶ 만약 인플레이션 완화되는 가운데 하반기 시장금리가 현 수준을 유지한다면, 실질금리 하락은 제한적일 것으로 예상. 이는 금에 대한 투자 매력을 낮추는 요인으로 작용할 수 있어 금에 대한 투자 목적 수요가 기대보다 부진할 가능성 열어둘 필요

미국 정책금리와 채권금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

금과 미국 실질금리 추이

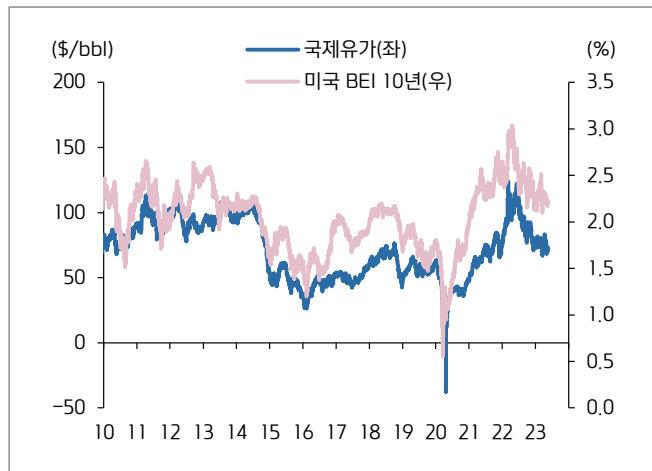


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

주: 실질금리=미국의 10년물 국채금리-미국 소비자물가상승률

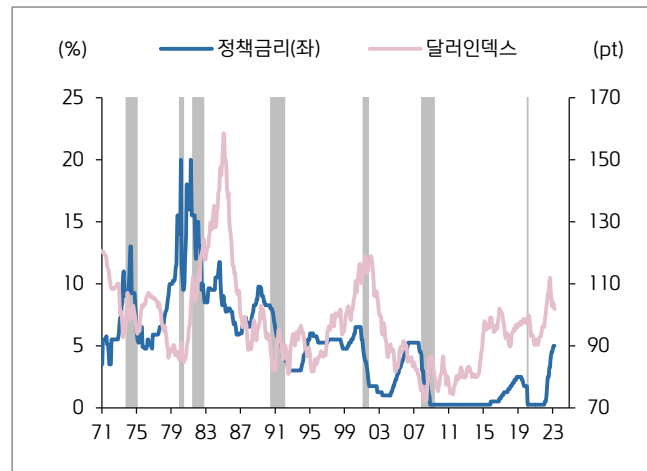
- ▶ 또한 3분기는 계절적으로 원유 수요가 유입되는 시기라는 점을 감안, 타이트한 수급 전망이 다소 강화될 수 있음. 만약, 3분기 유가의 상승압력이 높아질 경우 기대인플레이션이 높아질 수 있다는 점에 주목할 필요
 - 미국 소비자물가가 정점을 찍고 둔화세를 이어가고 있지만 레벨은 여전히 코로나19 이전보다 높고, 미 연준은 기대인플레이션에 대한 경계감이 높은 상황. 만약 유가 상승으로 기대인플레가 자극될 경우 미 연준은 기대 인플레를 낮추기 위해 매파적 스탠스를 보일 수 있음
 - 물론 경기 우려와 유가가 상승이 동반된다면 스태그플레이션 우려가 높아질 수 있고, 이는 금 보유 유인을 높이는 요인이 될 수 있음. 그러나 최근 금 가격의 상승에는 미 연준의 통화정책 스탠스 전환과 이에 따른 달러화 약세 등이 반영. 따라서 미 연준의 정책 스탠스 전환은 금 가격 조정 요인으로 작용할 가능성 높음

미국 10년물 BEI와 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미국 정책금리와 달러인덱스



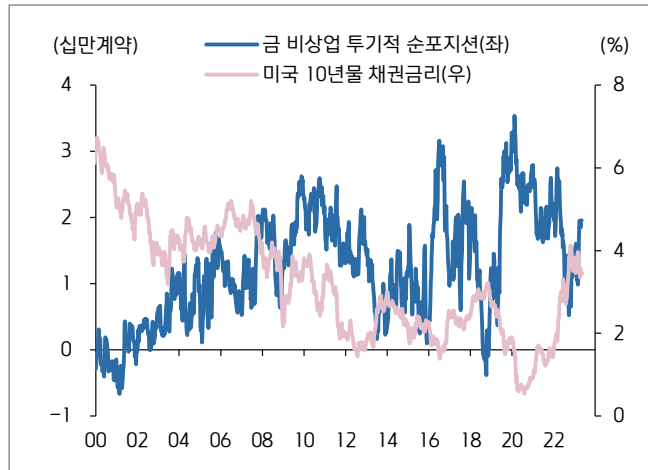
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

주: 회색 음영은 미국 경기침체기

21. 금, 조정은 불가피해 보이지만...

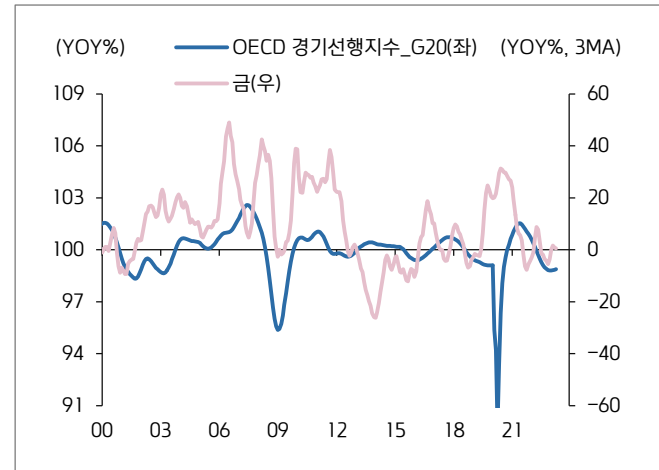
- ▶ 경기 및 금융시장 불안이 해소되지 못하고 있다는 점을 감안하면, 하반기에도 금에 우호적인 여건 형성될 것으로 전망. 그러나 관련 기대로 금 가격이 상반기 강세를 보인 만큼 상승폭은 제한적일 것으로 예상
 - 더욱이, 3분기 유가 변동성 확대 시 미 연준의 금리 인하 기대 약화와 채권금리 변동성 확대는 불가피, 이는 금에 대한 차익실현 매물 출회로 연결될 수 있음
- ▶ 그러나 미 연준의 매파적 스탠스가 강화될 경우 경기 불안이나 금융시장 내 잡음이 재차 높아질 수 있음. 이는 결국 안전자산 선호심리를 높이고 미 연준의 금리 인하 유인도 강화시킬 수 있는 만큼 3분기 중 금 가격 조정 시 매수 고려할 필요

금의 비상업순매수와 미국 10년물 채권금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

OECD 경기선행지수와 금 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.