

Long-term View & 7월 전망 | 2022. 7. 4

# 하락추세의 끝과 전환점 판단. 그리고 단기 대응전략

Strategist 이경민

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

Economist 이다은

02) 769-2718 / daeun.lee@daishin.com

Quant Strategist 조재운

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

Strategist, RA 김정윤

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



# Contents

## Long-term View & 7월 전망

<b>Summary</b>	<b>3</b>
<b>Long-term View</b>	<b>6</b>
역금융장세에서 역실적장세로... 23년 1Q 저점통과 예상	6
우크라이나, 중국 변수의 나비효과	10
연준의 정책 실패 가능성 = 경기 경착륙 불가피	19
제조업 경기 부진 = 기업 실적 부진 & 전망 하향조정	25
KOSPI Rock Bottom 2,050선	31
경기침체 Signal = 장단기 금리역전 & 실업률 급등	38
투자전략 : 방어주/내수주로 포트폴리오 안정성 강화	43
추세 반전의 트리거 : 통화정책 & 경기 & 달러	48
<b>7월 전망</b>	<b>57</b>
7월 KOSPI Band ; 2,250 ~ 2,540p	57
단기 UnderShooting 국면. 기술적 반등의 트리거는?	62
심리/물가 안정 & 바이든 모멘텀	69
KOSPI 기술적 반등 1차 Target은 2,650선	78
투자전략: 낙폭과대/퀄리티 업종/종목 단기 Trading 기회	83
퀀트 전략 : 가격 역모멘텀 매력 부각	92
Appendix : 6월 Review	102

# Summary. 23년 1Q까지 하락추세 지속. 단기 기술적 반등은 주식비중 축소, 방어적 포트폴리오 구축 기회

- **KOSPI 하락추세 2023년 1분기까지 지속될 전망. Rock Bottom은 2,050선 전후로 추정**  
2021년 6월 고점 이후 KOSPI 하락추세 지속. 2022년 하반기 경기 턴어라운드를 기대했지만, 우크라이나-러시아 전쟁, 중국 제로코로나 정책 장기화의 나비효과가 글로벌 물가, 통화정책, 경기 전반에 불확실성, 하방압력 확대로 이어짐. 단기 급락에 따른 기술적 반등은 가능하지만, 23년 1분기까지 KOSPI 하락추세 지속 전망  
KOSPI 하락추세 하단은 2,050선 전후로 추정 = 12개월 선행 EPS 232 X PER 8.8배  
12개월 선행 PER은 장기 추세 하단인 3년 평균의 -2표준편차 수준인 8.8배를 크게 하회하지는 않을 전망  
하지만, 현재 12개월 선행 EPS는 232원으로 현재(271원)대비 14.5% 레벨다운 예상. 미국 ISM 제조업 지수 48p(전 저점권, 코로나19 제외) 레벨다운 기준
- **글로벌 경기 경착륙 불가피. 경기침체 가능성 확대 = 기업이익 전망 하향조정**  
글로벌 경기 연착륙의 첫 단추로 기대했던 물가 상승률의 정점 통과가 지연되면서 글로벌 주요국들의 긴축 속도/강도가 강해졌고, 이로 인한 수요 충격 불가피  
경기 경착륙은 불가피하고, 경기침체 가능성도 확대될 전망. 장단기 금리역전, 실업률 상승/급반등 시 경기침체 확률 급등 예상  
물가 안정에 기인한 실질임금 상승과 소비심리 회복 가능성이 후퇴하고, 더 악화되는 상황. 이로 인해 글로벌 제조업 경기 둔화 흐름 지속될 전망  
과거 제조업 경기 둔화는 기업실적 하향조정으로 이어지며 KOSPI 하방압력 확대 가능성 경계  
글로벌 금융시장 변동성 확대 요인이 2022년 상반기 높은 인플레이션, 고강도 긴축에서 2022년 하반기 ~ 2023년 상반기 경기, 기업실적 악화로 이동할 것
- **하락추세 종료, 추세 반전의 트리거 1) 통화정책 완화, 2) 경기 턴어라운드, 3) 달러 강세 진정**  
2023년 상반기기를 지나며 장기 하락추세는 종료되고 추세반전 시도 예상  
1) 경기 경착륙, 침체 시그널로 인한 통화정책이 완화적으로 전환되고, 2) 경기 사이클 상 2023년 상반기기를 지나며 경기 저점통과 가능성 높음  
3) 유럽과 미국 간의 경제/통화정책 격차 축소로 인한 달러 강세 진정, 약세압력 확대가 트리거가 될 것

## 투자전략

**기술적 반등은 현금비중 확대, 방어적 포트폴리오 구축 기회**  
**배당주(금융제외), 통신, 음식료 상대적 강세 예상**

경기 경착륙, 침체가 가시화되는 국면에서 철저히 방어적인 투자전략 필요

2022년 하반기 중 KOSPI가 기술적 반등이 전개될 경우  
현금비중을 확대하고, 고배당/방어주 스타일로 포트폴리오 재편 유효

고배당 - 금호건설, LX인터내셔널, 효성티앤씨, 금호석유, KT 등

방어주 - 통신 : KT  
음식료 : 오리온, CJ제일제당

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

## 7월 전망

단기적으로 실적/펀더멘털 모멘텀과의 괴리율 축소, 기술적 반등국면 예상  
7월 KOSPI Band 2,250 ~ 2,540p

12M Fwd PER 8.3(22년 평균의 -3Std) ~ 9.4배(22년 평균의 -1Std)

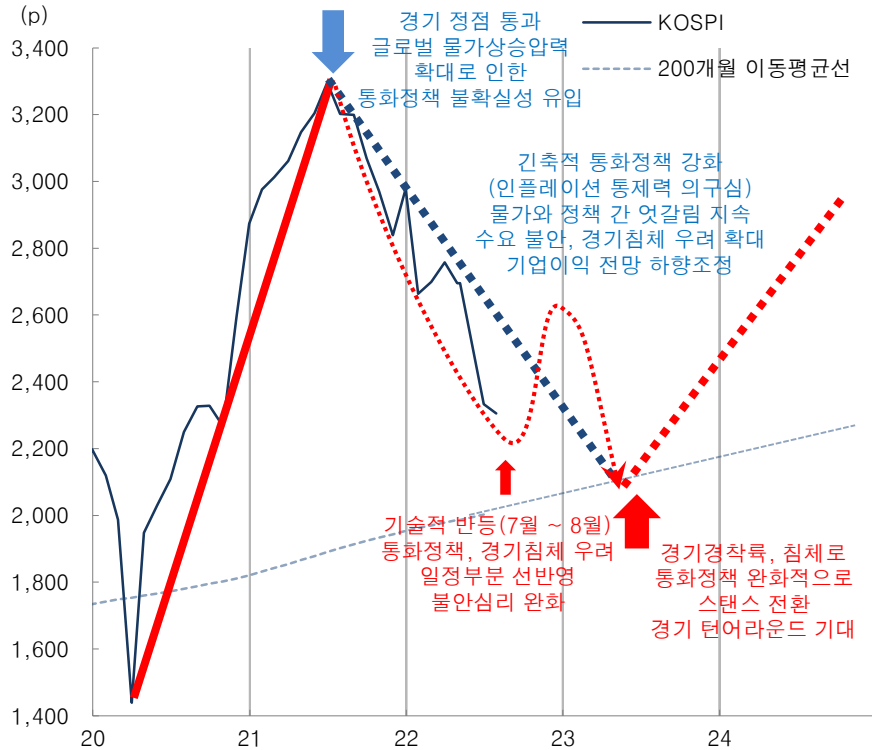
연준의 고강도 긴축, 경기침체 우려 일정부분 선반영. 금리인상 속도/강도에 대한 부담 완화. 아직은 경기가 양호하다는 안도감 유입 가능  
바이든의 중동방문, 대중국 관세 철회 이슈가 단기 모멘텀이 될 가능성 높음  
7월 CPI 결과 확인 전후 물가 정점통과 기대 유입 여부 체크

2분기 실적결과, 3분기, 하반기 실적 가이던스 확인 필요  
양호한 실적 결과 확인시 단기 가격/밸류에이션 매력 확대

낙폭과대 + 퀄리티 업종 : 인터넷, 반도체, 2차전지 등  
낙폭과대 + 퀄리티 종목 : 카카오, 삼성전자, SK하이닉스 등 20개 제시

# [KOSPI 전망] 2023년 1분기 2,050선에서 장기 하락추세 저점 통과 예상

## KOSPI 장기 하락추세 지속. 기술적 반등은 가능



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 12개월 선행 EPS X PER 변화에 근거한 지수 추정

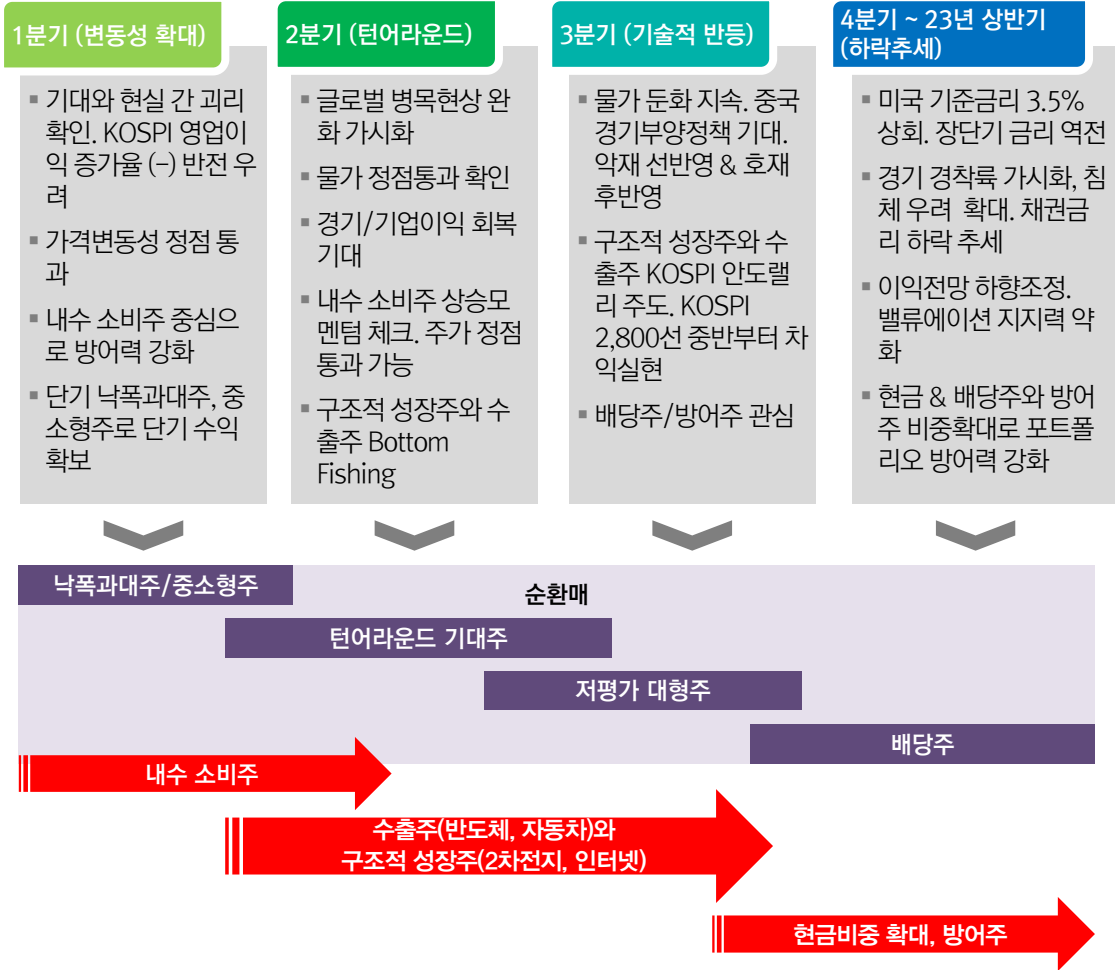
	12M Fwd EPS	12개월 선행 PER				
		8.7x (10년 이후 평균의 -1Std)	8.8x (3년 평균의 -2Std)	9x	9.9x (10년 이후 평균)	10x (3년 평균의 -1Std)
5% 상향조정	284.6	2475.6	2504.0	2561.0	2817.0	2845.5
현재	271.0	2357.7	2384.8	2439.0	2682.9	2710.0
5% 하향조정	257.5	2239.8	2265.6	2317.1	2548.8	2574.5
10% 하향조정	243.9	2121.9	2146.3	2195.1	2414.6	2439.0
15% 하향조정	230.4	2004.0	2027.1	2073.2	2280.5	2303.5

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 하락추세 지속 전망. 1차 하락 : 인플레이션, 긴축 압력 확대에 의한 밸류에이션 조정. 2차 하락 : 경기 경착륙 가시화, 침체 우려로 기업이익 레벨다운 예상. 2023년 1분기 중 저점통과 예상하지만, 경기 경착륙, 수요 약화 속도에 따라 그 시점이 빨라질 수 있음(22년말 ~ 23년초 가능성)  
KOSPI 하락추세 하단은 2,050선 전후로 추정 = 12개월 선행 EPS 232 X PER 8.8배. 12개월 선행 PER은 장기 추세 하단인 3년 평균의 -2표준편차 수준 8.8배. 문제는 실적. 12개월 선행 EPS는 232원으로 현재(271원)대비 14.5% 레벨다운 예상. 미국 ISM 제조업 지수 48p(전 저점, 코로나19 제외) 기준

# [투자전략] 방어력 강화 지속. 3분기 중 단기 Trading 기회는 있을 것

2022년 분기별 투자전략. 기술적 국면에서 구조적 성장주, 수출주 중심의 Trading. 3분기 중반 이후부터 주식비중 축소, 현금비중 확대 & 배당/방어주 비중확대



- 2023년 상반기까지 기본적인 전략은 방어력 강화. 포트폴리오 안정성을 높이는 데 주력
- 2022년 3분기 예상되는 기술적 반등국면에서는 저평가 업종/종목 중에서도 2022년 실적 개선이 유효한 업종/종목이 중심에 자리할 것으로 예상
- 2022년 이후 KOSPI대비 상대수익률을 보면 인터넷, 반도체, 자동차, IT하드웨어(2차전지) 등이 저평가 영역에 위치
- 물가 상승압력 정점통과 확인시 금리 상승세가 주춤해지고, 경기침체 우려가 완화될 경우 낙폭과대주인 수출주와 성장주의 반등시도 가능
- 하지만, 기술적 반등은 또 한번의 포트폴리오 재편의 기회. 2022년 하반기 ~ 22년 상반기까지 경기 경착륙, 침체가 가시화되는 국면이 예상되는 상황에서 철저히 방어적인 투자전략 필요
- 3분기 기술적 반등국면을 현금비중을 확대하고 포트폴리오 투자전략에 있어서는 배당주와 방어주 비중을 높이며 방어력 강화 권고

# Long-Term View :

역금용장세에서 역실적장세로... 23년 1Q 저점통과 예상

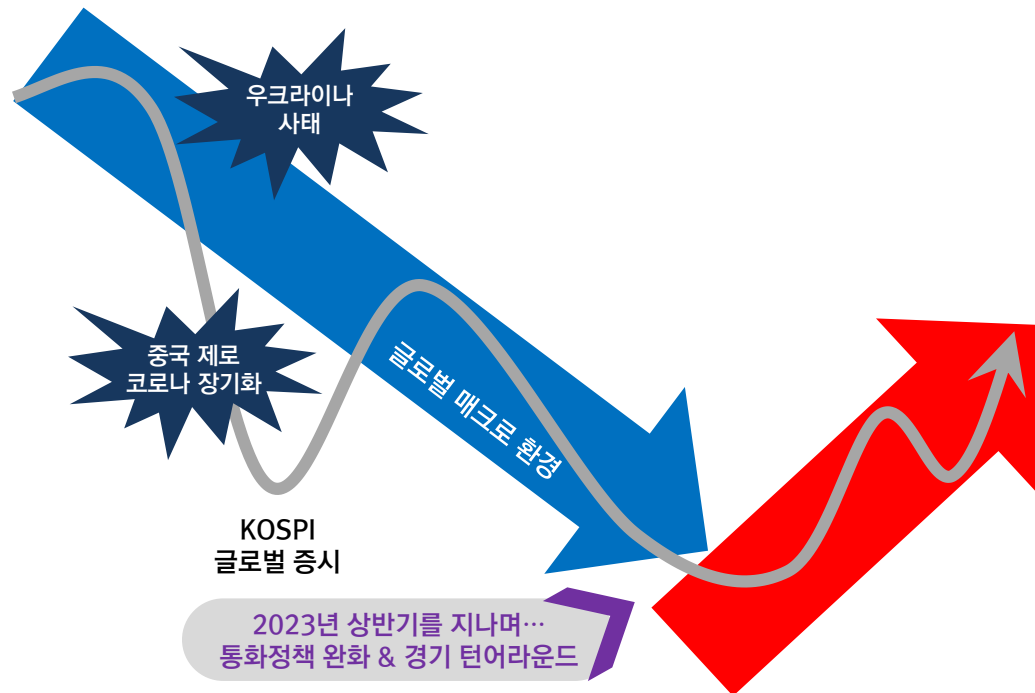
---

Strategist 이경민

02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

## [Long-term View] 23년 상반기까지 매크로 환경 둔화/약화로 인한 하락추세 지속

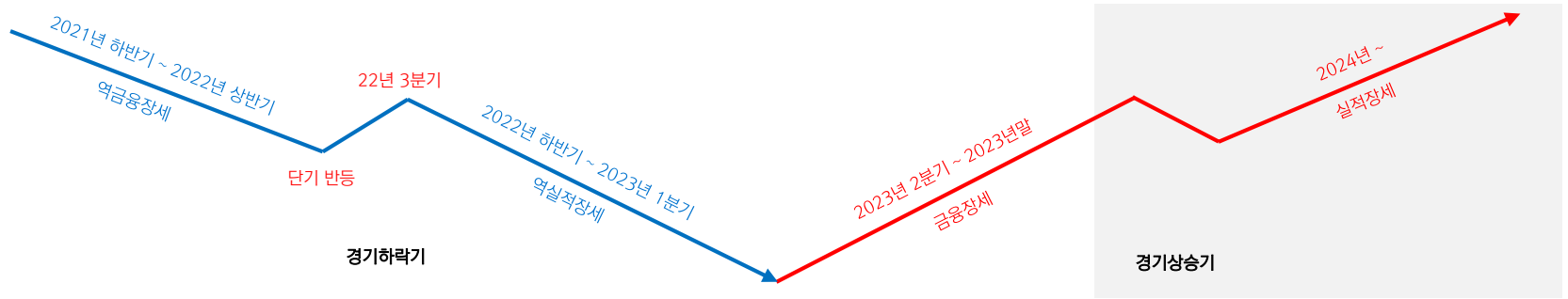
21년 하반기~23년 상반기까지 매크로 환경 둔화/약화국면에서 Trading 기회 포착  
장기 하락추세 종료, 장기 추세반전은 23년 상반기를 지나며 기대해 볼 수 있을 것



- 2022년 하반기 경기경착륙 가시화, 경기 침체 가능성 확대 등으로 인한 하락추세가 지속될 전망
- 2022년 상반기까지 글로벌 금융시장 변동성을 자극했던 변수가 고물가, 고강도 긴축이었다면 2022년 하반기부터는 실질적인 경기 경착륙, 침체가 가시화되면서 전반적인 경기모멘텀 약화 불가피
- 주요 경제지표들의 전년대비 변화율이 마이너스 반전하고, PMI, ISM 제조업 지수 등의 제조업 지표들도 기준선(50) 하회 예상. 이 경우 기업 실적 부진, 이익전망 하향조정 불가피
- 저점통과 시점은 2023년 1분기 중으로 예상. 23년 1분기 실적이 가시화되면서 경기/이익에 대한 눈높이 확인 가능. 다만, 경기 둔화/약화 속도에 따라 저점통과 시점이 2022년 연말, 2023년 연초로 빨라질 수 있음
- 추세반전은 2023년 상반기를 지나며 가능할 전망. 2022년 상반기 경기부진에 따른 기저효과가 유입되는 가운데 통화정책은 완화적으로 전환될 가능성 높음

# [국면판단] 22년 하반기 역금융장세에서 역실적장세로... 23년 상반기 중 금융장세로 전환 가능성

우라가미 구니오[주식시장의 사계]. 2023년 1분기까지 경기하락기. 2024년 2분기 전환점 통과



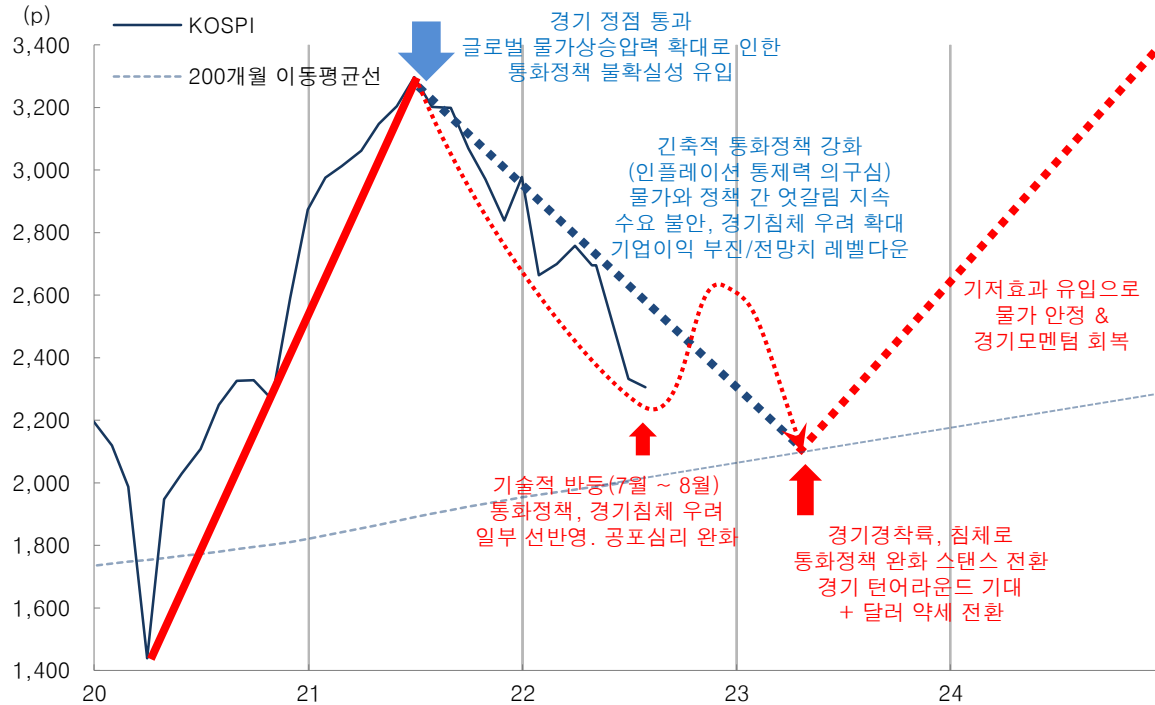
구분	역금융장세	역실적장세	금융(유동성) 장세	실적(편더멘탈) 장세
국면	후퇴기	침체기	회복기	활황기
주가	↓	↘	↑	↗
특징	큰 폭 하락	부분적 투매	단기 큰 폭 상승	장기간 안정상승
금리	↑	↓	↓	↑
실적	↗	↘	↘	↑
경기	실질이자율 상승 내구소비재수요 감소 생산활동 위축	재고누적 실업률 가속 금리인하, 경기부양책	자금수요 감소 금리인하, 물가안정 민간소비지출 증가	생산판매활동 증가 설비투자, 소비 증가 물가상승, 통화긴축 자금수요 증가
주도주(과거)	중소형 우량주(활황기말~후퇴기초) 저PER주(후퇴기 후반)	내수관련주(경기방어주) 자산주, 초우량주	금리하락 수혜주 업종 대표주	소재, 가공산업 업종 순환상승
주도주(현재)	인플레이션 헷지가 가능한 종목군 (실적/편더멘탈 장세) 후반	경기방어주, 자산주	성장주 강세 & 낙폭과대 종목 급반등(순환매)	꾸준한 실적 개선 업종 반도체, 인터넷, 2차 전지, 제약/바이오

글로벌 경기 사이클은 2021년 하반기 이후 하강국면이 진행 중. 이러한 경기 하강 사이클은 2023년 상반기까지 지속될 가능성이 높음. 우라가미 구니오가 제시한 주식시장의 사계로 구분해 보면 22년 상반기까지는 역금융장세로 볼 수 있음. 아직 실적 개선세는 유효하지만, 경기둔화, 금리 상승세 뚜렷. 3분기 금리안정, 단기 가격/밸류에이션 매력에 근거한 반등은 가능하겠지만 다음 장세는 역실적장세. 4분기부터 경기모멘텀 약화, 금리 하락, 실적 감소 등의 편더멘탈 환경이 예상. 특히, 우크라이나 전쟁과 중국 제로코로나 정책 장기화 여파가 물가 상승압력, 경기 하강압력을 높이고 있음. 공급망 차질 이슈가 지속되고 있다는 점도 소비와 생산 간의 격차를 좁히지 못하면서 물가/경기불안을 가중시키고 있다는 판단. 2022년 하반기 이후 물가 등락과 상관없이 경기 경착륙/침체 우려 가중 전망



# 2023년 상반기까지 장기 하락추세 지속. 2023년 장기추세 전환점 통과 & 추세반전 가능성

## 22년 하반기~ 24년 KOSPI Band 전망 및 경로, 유망 스타일과 업종 추천



		2022년 2Q ~ 3Q	2022년 4Q ~ 2023년 1Q	2023년 2Q ~ 2024년
KOSPI Band	상단	2,760	3,050	역사적 고점 돌파
	하단	2,250	2,300	2,300
KOSPI 경로		하락 이후 기술적 반등	2차 하락추세	장기 상승추세 전환 & 전개
유망 스타일		낙폭과대 수출/성장주	배당주	수출/구조적 성장주
유망 업종		반도체, 자동차, 인터넷, 2차전지	통신, 필수소비재	반도체, 자동차, 인터넷, 2차전지, 항공우주

자료: 대신증권 Research Center

- 2024년까지 KOSPI 경로는 전약후강 패턴으로 전망. KOSPI는 2023년 상반기까지 장기 하락추세를 이어갈 것
- 고물가, 고강도 긴축에 예상치 못한 우크라이나, 중국 불확실성이 가세하며 2023년 상반기까지 글로벌 경기 경착륙, 취약 신흥국 위기에 대비할 필요가 있음
- 2023년 상반기 KOSPI 하단은 2,050p 전후로 추정
- 2023년 상반기를 지나며 KOSPI는 장기 상승추세 전환 예상
- 경기충격과 그로 인한 물가 레벨다운이 전회위복의 기회가 될 것. 통화정책 완화에 2023년 하반기 중 경기 턴어라운드 가세하며 2023년 상반기 이후 글로벌 증시 Asset Inflation 국면으로 재진입 전망
- 미국과 아세안 국가 중심의 수출구조 변화가 진행 중인 KOSPI는 IT 수요회복과 맞물려 글로벌 증시를 Outperform하는 상대적 강세를 전개해 나갈 것

# Long-Term View :

## 우크라이나, 중국 변수의 나비효과

---

Strategist 이경민

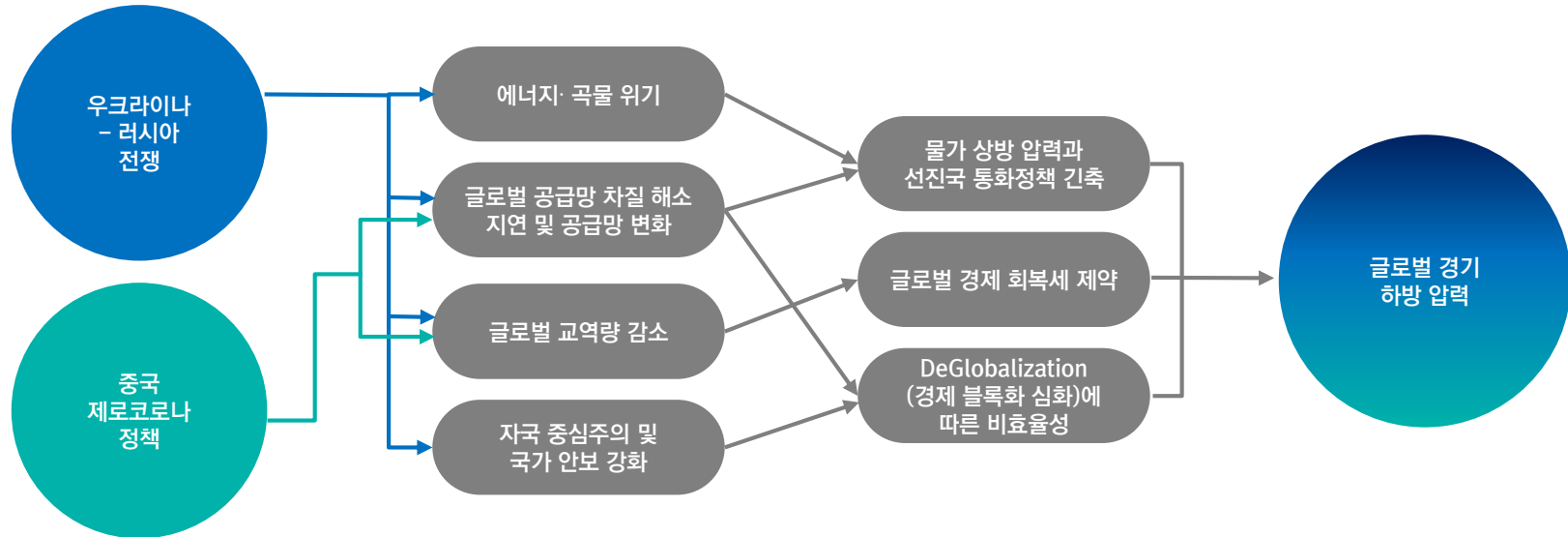
02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

Economist 이다은

02) 769-2718 / [daeun.lee@daishin.com](mailto:daeun.lee@daishin.com)

# 연준이 컨트롤 할 수 없는 우크라이나 사태, 중국 제로코로나 정책의 나비효과

## 우크라이나 사태와 중국 제로코로나 정책, 하반기 글로벌 경기 하방 리스크로 작용



우크라이나 전쟁의 나비효과는 글로벌 경제 성장 둔화와 물가 상방 압력 확대, 주요국 긴축 강화로 이어짐  
 스쳐 지나가는 바람으로 예상하고, 기대했지만 현실은 장기화되는데 따른 매크로/펀더멘털 환경에 부정적인 영향 누적  
 우크라이나 - 러시아 전쟁이 종료되거나, 중국 방역정책 전환시 단기 안도감은 유입될 수 있을 것. 이로 인한 기술적 반등 탄력 강화 가능  
 하지만, 근본적인 문제가 해결되지는 못할 것. 이미 높아진 물가 레벨과 수요/공급 불안, 병목현상 지속에 따른 교역/경기둔화가 진정되고, 방향성을 전환하는데 상당한 시간이 필요할 전망. 특히, 우크라이나 - 러시아 전쟁으로 인한 대러시아 제재는 당분간 유효한 상황  
 중국 코로나19 재확산은 이미 영향 받은 공급망 차질과 글로벌 교역량 둔화세를 심화  
 중국 코로나 리스크는 하반기까지 지속, 전쟁 장기화에 따른 파급효과는 여전히 유효하고, 확대될 가능성 경계(예: ECB의 금리 인상 가속화)

# 투자환경 : 안개가 자욱한 긴축 사이클 진행 중

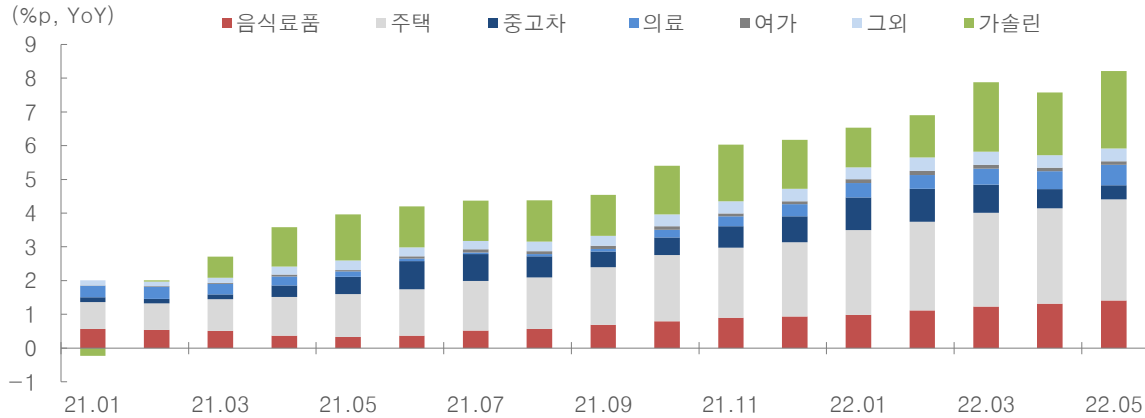
**우크라이나, 중국 변수로 물가, 공급망에 불확실성 확대. 연준의 통화정책, 경기판단에 대한 의구심 확대**

Upside Potential		Downside Risk	Daishin's View
연준이 예상하는 속도대로 완만한 둔화 지속 연내 4 ~ 5%대 물가 진입	물가	곡물, 음식료 가격 상승 지속은 물가 둔화 속도 제어. 만약 물가 둔화/하락속도가 가파르다면 수요 불안 가시화	단기 물가 안정은 안도심리 유입 변화하지만, 상당한 수요 둔화/악화로 물가 레벨다운 가능성 높다고 판단(4Q 이후)
우크라이나 - 러시아 전쟁 종료, 원유/천연가스 공급 확대. 중국 제로 코로나 정책 폐기. 강력한 경기부양정책	공급망 병목현상	우크라이나 사태, 중국 봉쇄 조치 장기화. 이로 인한 부정적인 영향이 누적되며 병목현상 심화 & 회복 시점 지연	우크라이나 사태, 중국 봉쇄 조치 완화에 따라 단기 호재/모멘텀 유입 가능하지만, 누적되어 온 부정적 영향을 감안해야 할 시점 도래(4Q 이후)
7월까지 빅스텝(50bp) 이후 베이비 스텝으로 전환	통화정책	물가 변화에 따라 불확실성 확대. 9월 FOMC에서도 빅스텝 이어가며 고강도 긴축 지속	물가 수준과 둔화 속도에 따라 가변적 통화정책 불확실성 확대 예상. 9월 FOMC가 관련 연착륙 가능성 낮다고 판단
완만한 수요 속에 서비스 산업 회복 뚜렷. 병목현상 완화로 재고축적 수요 유입, 제조업/교역 개선	글로벌 경기/교역	누적된 물가, 금리 상승압력과 병목현상 지속에 가파른 수요 둔화/악화. 교역 및 경기모멘텀 둔화 가속화	3Q 중국 경기부양에 일시적 안정 4Q 이후 누적되어 온 물가, 금리, 공급망 병목현상의 부정적 여파로 경기둔화 가속화, 경기 경착륙 가능성 확대
글로벌 경기, 교역 완만한 둔화 속에 리오프닝주, 수출주 실적 개선. 물가 둔화/안정으로 시골리얼은 정체	기업 이익	물가, 금리와 함께 병목현상 여파로 비용부담 가중 실적 전망 하향조정 & 모멘텀 레벨다운/역성장	3Q 실적 전망 완만한 상승, 정체(비용 통제 & 환율 효과) 4Q 실적전망 하향조정/실적 쇼크(비용 부담 가중 & 환율효과 소멸)
3분기 중 조기 종료. 대러시아 제재 완화 & 러시아 원유/천연가스 공급 재개, 확대	우크라이나 -러시아	연말까지 지속. 대러 제재 강화. 러시아 원유/천연가스 공급 중단 확대	우크라이나 - 러시아 전쟁 종료는 단기 호재. 그러나 대러 제재 완화까지 시간 필요. 그 과정에서 원자재 가격 상승압력 지속. 글로벌 물가, 경기에 부정적
2분기말 ~ 3분기 초 워드 코로나 정책으로 전환, 강력한 경기부양정책 전개	중국 제로 코로나 정책	강도 조절하며 연말까지 제로 코로나 정책 유지. 중국 내수 불안, 글로벌 교역/병목현상 부담 가중	정책 전환, 경기부양정책은 단기 호재성 모멘텀. 그렇다고 경기 턴어라운드, 모멘텀 전환은 쉽지 않다는 판단. 중국 경기불확실성 속에 병목현상 부담 지속

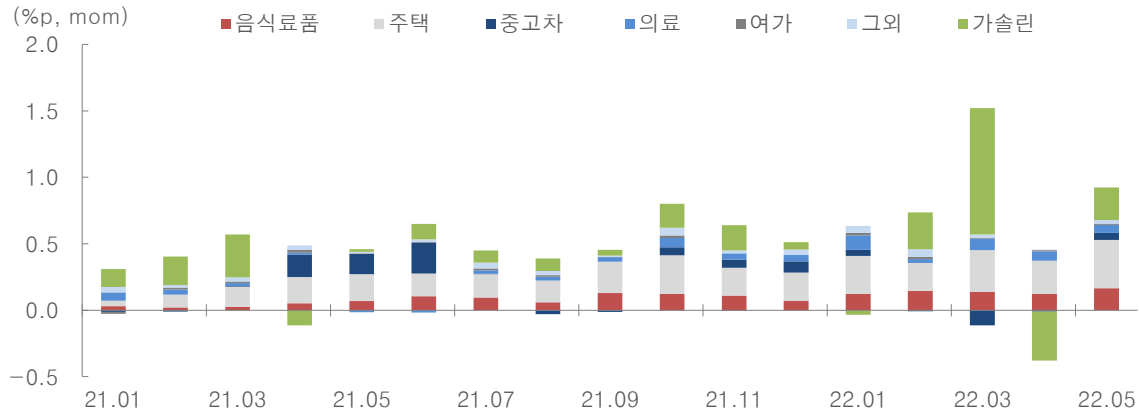
- 2022년 하반기 투자환경은 불확실성이 큰 상황. 연준의 긴축 사이클이 물가와 연동되어 있는데, 이에 우크라이나, 중국 변수가 부담을 가하고 있음
- 연준이 통제 불가능한 곡물가격(수급불안)과 글로벌 공급망 병목현상 장기화/심화 여부에 영향을 주고 있기 때문
- 연준이 경기 연착륙을 강조하고 있지만, 완만한 수요 둔화는 쉽지 않을 전망
- 이미 공급망 병목현상은 재차 심화되기 시작했고, 물가에도 영향을 줄 수 있음. 곡물가격 상승탄력이 3분기까지 지속되고 이는 시차를 두고 물가 상승압력을 높여갈 것
- 결국, 연준이 예상한 것보다 상당한 수요 둔화, 충격이 불가피하다는 판단. 이후 정책 전환과 기저효과 유입으로 투자환경 개선이 가능할 전망

## [물가] 음식료, 주택, 가솔린 가격 상승으로 물가 정점통과 기대 소멸

### 물가상승률(전년대비) 기여도. 음식료(0.1%p), 주택(0.2%p), 가솔린(0.4%p) 상승



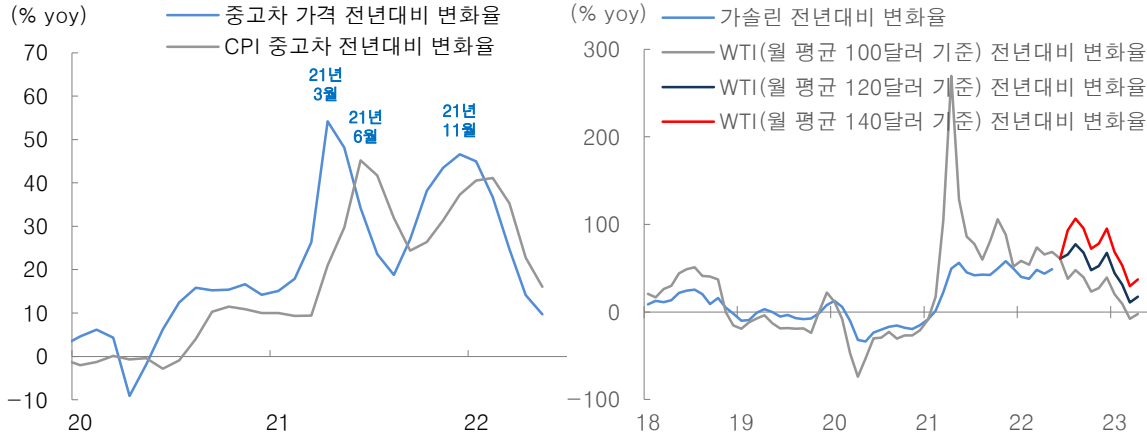
### 물가상승률(전월대비) 기여도. 음식료(0.1%p), 주택(0.2%p), 가솔린(0.6%p) 상승



- 5월 CPI는 8.6%를 기록, 직전 고점이었던 3월 CPI 8.5%를 넘어 물가/인플레이션 정점통과 가능성을 일축시킴
- 특히, 전년대비, 전월대비 8.6%, 1% 상승하면서 시장 컨센서스 상단(8.5%, 0.7%)를 크게 상회했다는 점이 충격을 배가시키는 역할을 했다고 볼 수 있음
- 컨센서스 상단을 넘어섰다는 것은 어느 누구도 예상치 못한 수준이라고 볼 수 있기 때문
- 일단, 물가는 전방위적으로 상승압력이 크다고 하는데, 예상치를 크게 상회한 것은 세가지
- 음식료, 주택, 가솔린 전년대비 변화율 기여도를 보면 음식료는 0.1%p, 주택은 0.2%p, 가솔린은 0.4%p 레벨업
- 음식료, 주택가격 상승은 지속될 가능성이 높다고 생각. 다만, 가솔린만 아니면 5월 CPI는 8.2%
- 물가 상승압력이 전방위적으로 유입되고 있는 것은 사실이지만, 여전히 유가 영향이 큰 상황

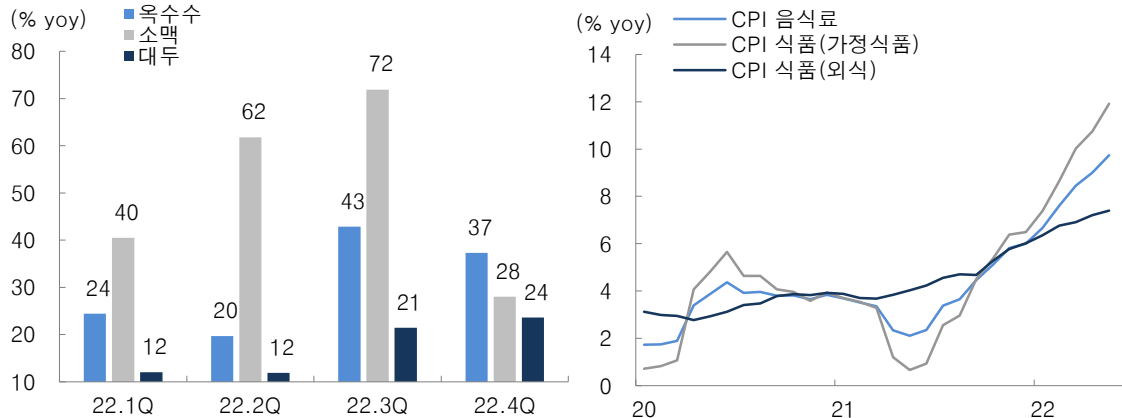
# [물가] 둔화되겠지만, 문제는 속도

## 중고차 가격 3개월 연속 하락. 유가 전년대비 상승률은 둔화



자료: 미국 노동부, 맨하임, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 옥수수, 소맥, 가격 상승률 3Q 확대. 식품가격 상승세 지속될 가능성 높아

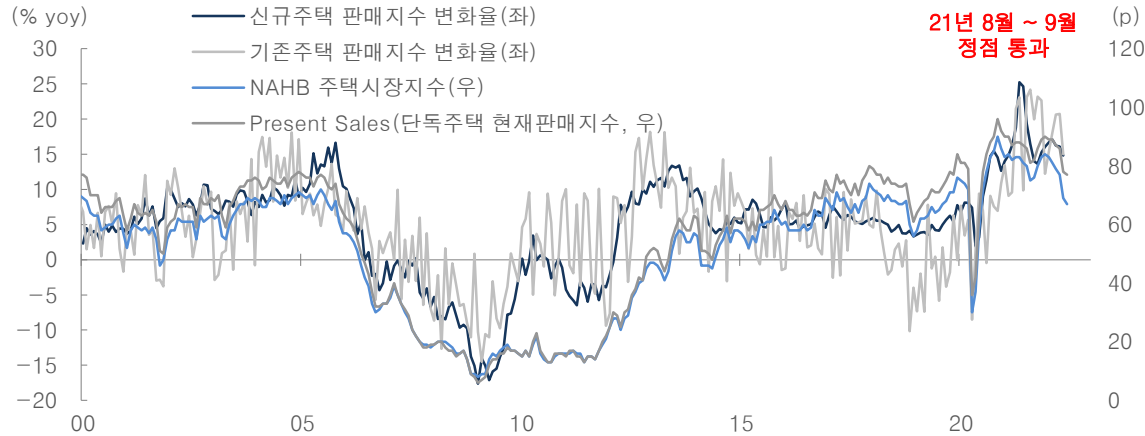


자료: 미국 노동부, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 중고차 가격과 유가/가솔린 가격 안정으로 CPI 둔화는 지속될 것
- 특히, 2022년 4분기 ~ 2023년 1분기에는 유가의 기저효과로 물가 안정이 뚜렷해질 전망
- 앞으로 주목해야 할 변수는 곡물가격은 급등, 고공행진으로 인한 음식료 가격 상승
- 실제로 식품 가격 상승률(전년대비)은 8 ~ 10%대, 자동차, 유가 등을 제외하고 가장 높은 상황. 당분간 음식료 가격 상승에 따른 물가 부담은 지속될 수 밖에 없을 것
- 금등세 진정 여부도 기저효과가 소멸되는 2022년 6월 이후 가능할 수 있지만, 3분기까지 곡물가격 상승률 확대가 예상되는 만큼 물가 상승압력 둔화 속도를 제어할 가능성 높음
- 물가 진정을 위해서는 수요 충격이 불가피할 것이고, 물가 진정세가 더디다면 연준의 긴축은 지속될 수 밖에 없는 투자 환경

# [물가] 주택 경기 정점통과. 시차를 감안할 때 3분기 중 CPI 주택물가 정점통과 예상

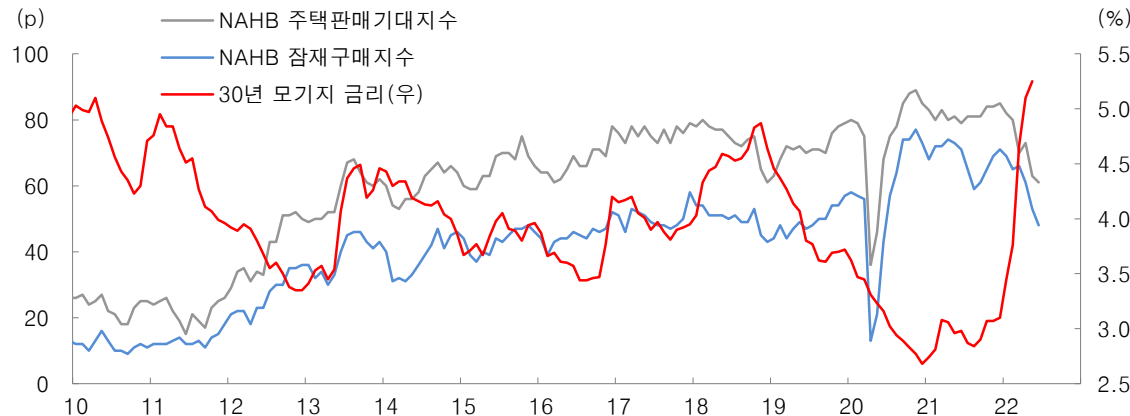
## 주택관련 지표들 2021년 8월 ~ 9월 중 저점통과



- 주택 물가도 3분기를 지나며 정점통과 예상. 신규/기존 주택판매지수, 주택시장지수 등은 2021년 8월 ~ 9월 정점 통과
- CPI에 반영되는 주택지표와 1년 정도 시차를 감안할 때 22년 9월을 지나며 주택물가도 진정국면 진입 가능
- 다만, 모기지금리 5% 돌파로 주택시장에서 매수심리 급격히 악화
- 주택경기가 가파르게 둔화/약화될 경우 물가 안정에는 긍정적이겠지만, 경기둔화, 악화 우려를 자극할 수 있음

자료: NAHB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

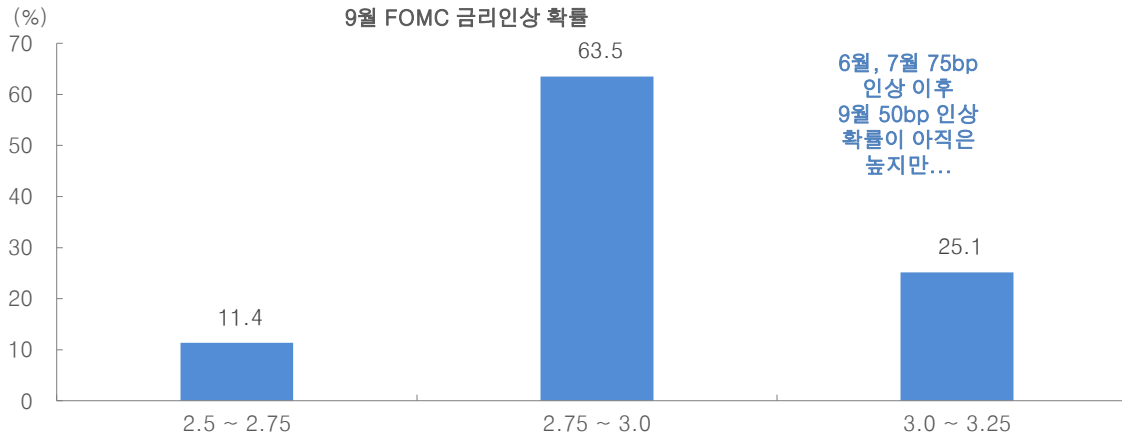
## 5%를 넘어 6%를 넘나드는 모기지 금리. 주택 경기 경착륙 우려 확대



자료: NAHB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

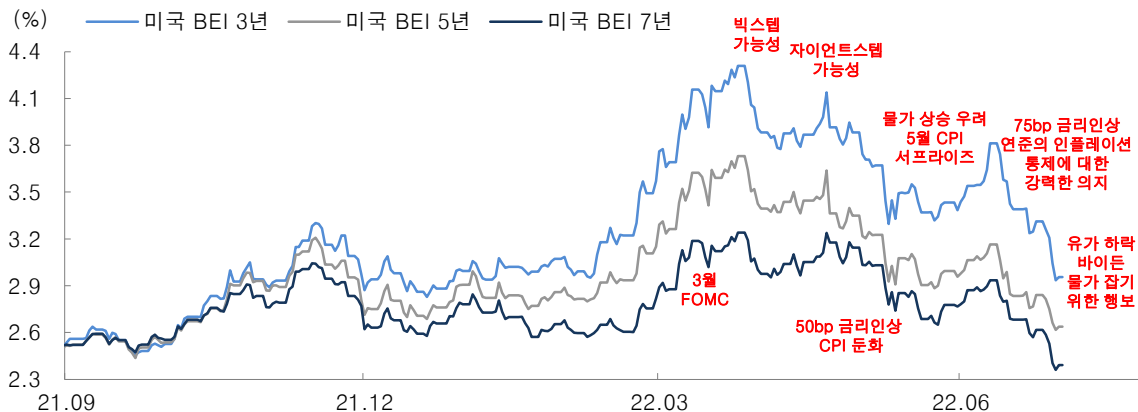
# [물가] 둔화 속도가 더디면 긴축 지속, 빠르면 수요 불안... 9월 FOMC가 변곡점이 될 가능성

## 9월 FOMC에서 금리인상 변동 폭과 상관없이 시장의 불안심리 커질 수 있어



자료: Fed Watch, 대신증권 Research Center

## 향후 올라도, 내려도 시장에 부담이 될 기대 인플레이션. 연중 저점이탈 가능성



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 향후 물가지표는 둔화 속도가 더디도, 둔화 속도가 빨라도 투자심리에 부정적일 가능성 높음
- 연준이 통제할 수 없는 곡물, 음식료 가격 상승과 병목현상 지속/심화로 인해 물가 레벨이 고공행진할 경우 미국 고강도 긴축 지속에 따른 수요/주택경기 둔화/약화가 가시화될 수 있음
- 곡물, 음식료 가격 상승에도 불구하고 물가가 빠르게 둔화될 경우 이미 수요, 주택경기 둔화/약화가 시작되었다는 의미로 볼 수 있기 때문
- 2022년 하반기에는 기대인플레이션 확인 필요. 고점에서 하향안정국면은 물가 안정 기대, 금리 급등세 진정 & 안정에 기여를 할 것
- 하지만, 기대인플레이션 레벨다운은 하반기 수요 약화, 경기 경착륙 시그널로 인지할 수 있음
- 7년물 BEI는 연중 저점을 하향이탈했고, 3년물 BEI도 연중 저점권에 근접. 하향이탈시 물가 안정에 대한 안도감은 유효하지만, 수요 불안에 대한 의구심은 증폭될 가능성 높음



## [병목현상] 중국과 유럽이 발목을 잡고 있어

### 글로벌 공급망 압력지수. 중국, 유럽(우크라이나) 불확실성의 나비효과 가시화

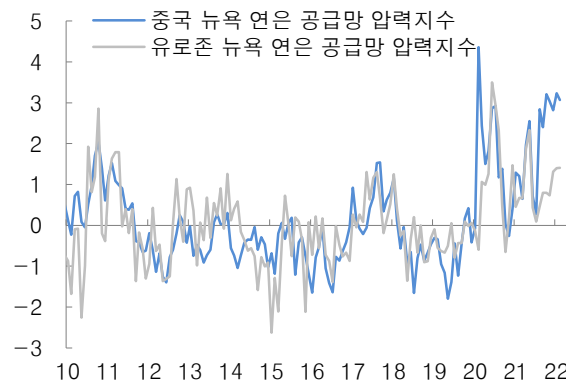
(평균대비 표준편차)



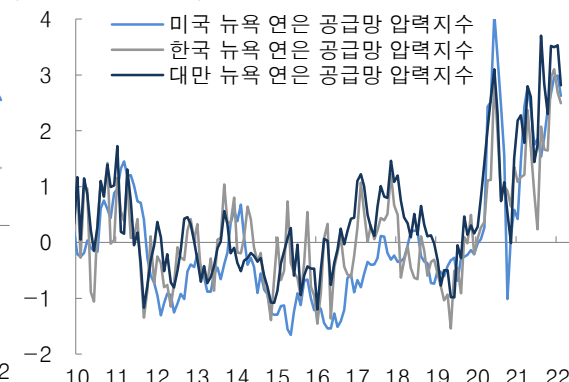
자료: 뉴욕 연은, 대신증권 Research Center

### 유럽 공급망 압력지수는 고공행진. 중국은 급등 병목현상 이슈에서 벗어날 수 없는 미국, 한국, 대만

(평균대비 표준편차)



(평균대비 표준편차)



자료: 뉴욕 연은, 대신증권 Research Center

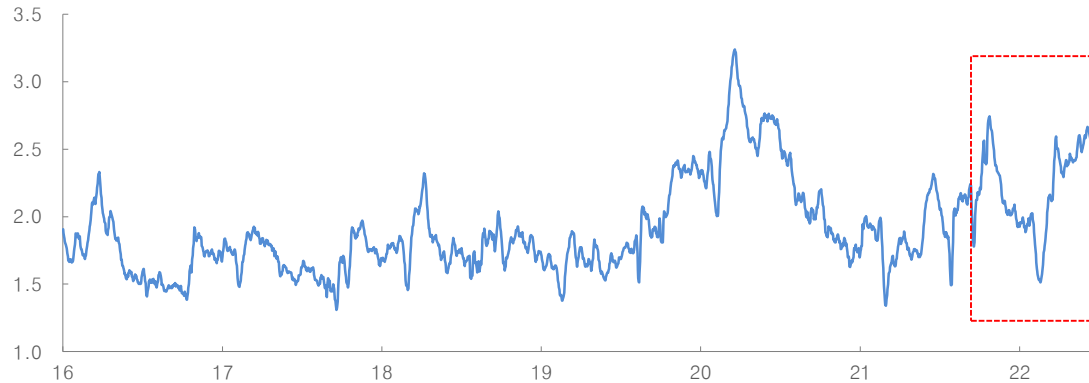
- 공급망 병목현상은 여전히 물가와 글로벌 경기에 부담이 되고 있음
- 뉴욕 연은에서 제공하는 글로벌 공급망 압력지수는 2020년 코로나19 팬데믹 당시 고점을 상회하는 수준에서 등락 반복
- 4월 4개월만에 상승반전 이후 5월에는 하락반전했지만, 누적된 공급망 불확실성으로 인한 여파는 물가를 자극하고, 경기불확실성을 높이고 있음
- 유로존의 공급망 압력지수 고공행진, 중국의 반등세가 지속된 결과로 판단
- 공급망 병목현상 장기화 여파는 시차를 두고 물가와 글로벌 경제, 기업이익에 부정적인 영향으로 반영될 가능성 높음

## [병목현상] 중국의 봉쇄조치 장기화로 인한 나비효과

### 중국 항만 정체지수, 21년 이후 최고치 수준에서 등락 반복

(백만TEU 7일 평균)

Port Congestion Index – Containerships In Port(중국)

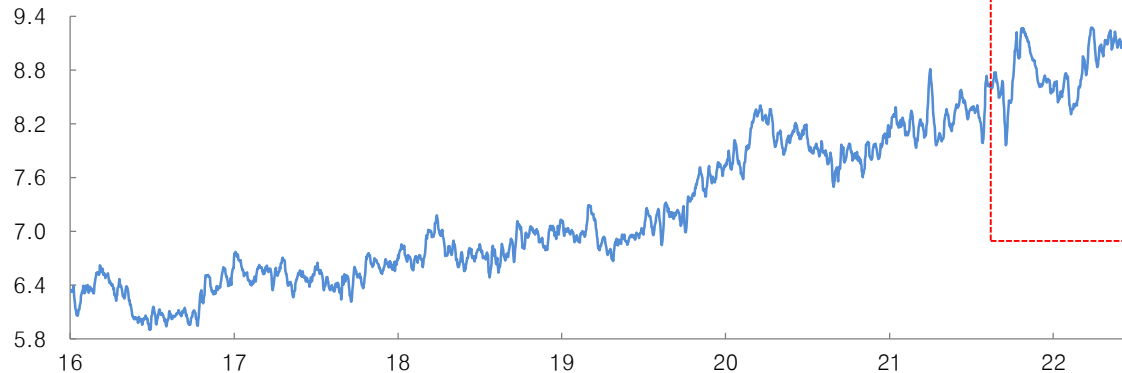


자료: Clarksons, 대신증권 Research Center

### 22년초 진정되는 듯 했던 미국 항만 정체지수도 역사적 고점에서 등락 중

(백만TEU 7일 평균)

Port Congestion Index – Containerships In Port(미국)



자료: Clarksons, 대신증권 Research Center

- 버냉키 전 연준의장도 “연준은 공급망 차질 관련 요인들이 스스로 해결되어 이는 ‘일시적’ 일 것으로 예상” 했다고 언급
- 하지만, 일시적이지 않을 가능성이 높아지고 있음
- 특히, 중국의 봉쇄조치 장기화 여파로 인한 항만 정체가 극심해지고 있음
- 이로 인한 여파는 미국을 비롯한 글로벌 전반으로 확산 중
- 이 또한 연준의 통화정책이 통제할 수 없는 변수로 향후 물가와 연준의 통화정책에 불확실성을 높이는 변화로 판단

# Long-Term View :

연준의 정책 실패 가능성 = 경기 경착륙 불가피

---

Strategist 이경민

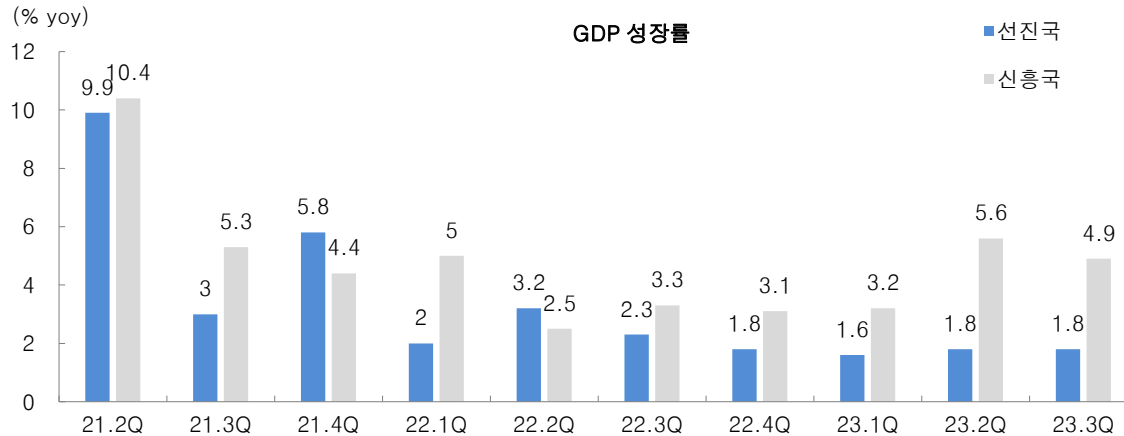
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Economist 이다은

02) 769-2718 / daeun.lee@daishin.com

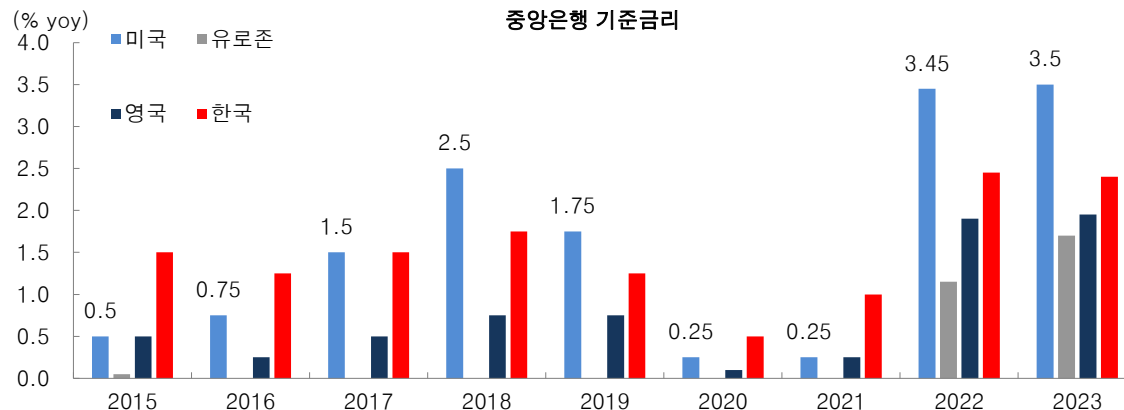
## [마주할 현실] 경기둔화 & 금리인상 지속

### 선진국 / 신흥국 GDP 성장률 21년 1분기까지 둔화 지속



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

### 22년, 23년 기준금리 2018보다 높은 수준으로 올라설 것

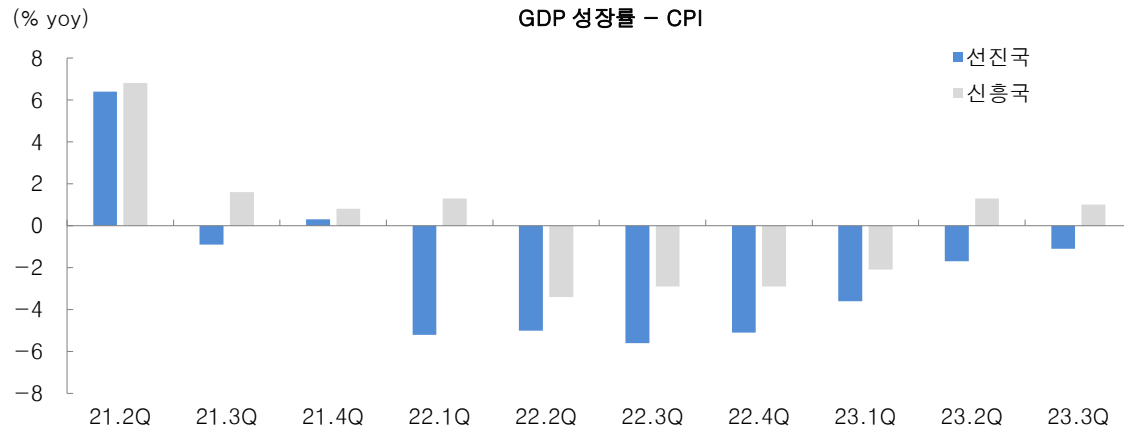


자료: FED, ECB, BOE, BOK, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 2023년 GDP 성장률의 추가적인 레벨다운이 예상되는 상황에서 물가의 고공행진은 지속적인 부담요인
- 2022년 현 시점에서 향후 경기를 바라볼 때 물가와 경기 간의 악순환의 고리가 형성될 가능성이 높음
- 물가가 고공행진 할 경우 경기부담이 커지고, 물가가 가파르게 하락할 경우 수요불안이 가중되는 사면초가의 상황이 전개될 것으로 예상
- 중앙은행의 고강도 긴축의 영향으로 물가가 빠르게 잡힌다면 수요 불안에 시달리며 경기가 경착륙에 대한 공포가 커질 것으로 경계

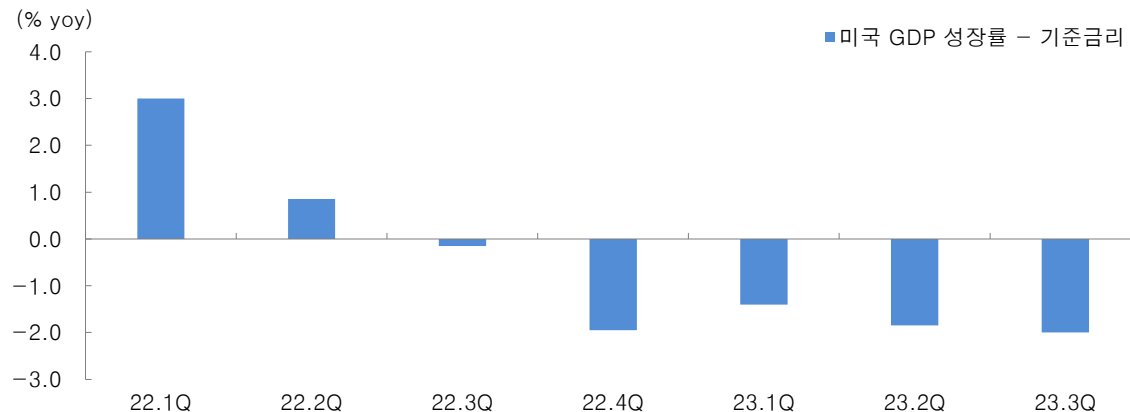
## [마주할 현실] 고물가, 고금리 부담은 가중되고 있어

### 22년 4분기까지 고물가로 인한 경기부담 가중



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

### GDP 성장률을 상회하는 기준금리... 미국 경제가 버틸 수 있을까?



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 2022년 하반기 직면할 현실은 더 만만치 않을 전망
- 글로벌 GDP 성장률 둔화는 지속될 것이고, 물가 레벨업이 펀더멘털 환경에 미치는 부정적 영향은 누적되어 있을 것. 이로 인한 경기 경착륙 가능성은 확대될 가능성이 높음
- 만약, 고강도 긴축으로 인해 물가가 빠르게 하락하더라도 안심하기 어려움
- 물가 레벨다운의 중심에 유가 하락, 주택경기 냉각이 자리할 가능성이 높기 때문. 이 경우에는 글로벌 수요 불안, 경기 불확실성을 자극하는 변수가 될 것

## [마주할 현실] 연준의 강한 긴축에도 경기 연착륙이 가능할까?

### 버냉키 전 연준의장의 발언을 보면... 경착륙 가능성도 열어놔야할 것

*The forward guidance overall slowed the response of the Fed on the inflation problem, to some extent.*

포워드 가이드언스가 연준의 인플레이션 대응 속도를 일정부분 늦췄다

*Question is why did they delay their response. In retrospect it was a mistake and I think they agree it was a mistake*

**문제는 왜 대응을 지연했는가? 돌이켜보면 이는 실수라고 판단. 연준도 이에 동의할 것으로 생각**

*Did not want to shock the market. Give as much warning as possible. That gradualism was one of the reasons why the Fed didn't respond to the inflation pressure more quickly*

시장에 충격을 주는 것을 피하려고 했고 최대한 사전에 경고하고 싶었다. 이러한 점진주의가 연준이 인플레이션 압력에 더 빠르게 대응하지 못했던 이유 중 하나

*Early 2021 after the American rescue plan, Fed could have responded at that point but there was some slack. Unemployment rate was close to 6%, number of people working was well below where it was before the pandemic*

2021년 초 ARP 이후 연준이 대응할 수 있었으나 당시에 슬랙이 존재. 실업률은 6%에 근접했고 경제활동 참여 인구도 팬데믹 이전 수준보다 낮음

*Because of the pandemic with a lot of people staying home, unemployment rate or the number of jobs may not be a good indicator of whether the labour market is hot or not*

**팬데믹으로 인해 실업률, 일자리수가 노동시장 과열을 보여주는 정확한 지표가 아닐 수 있음**

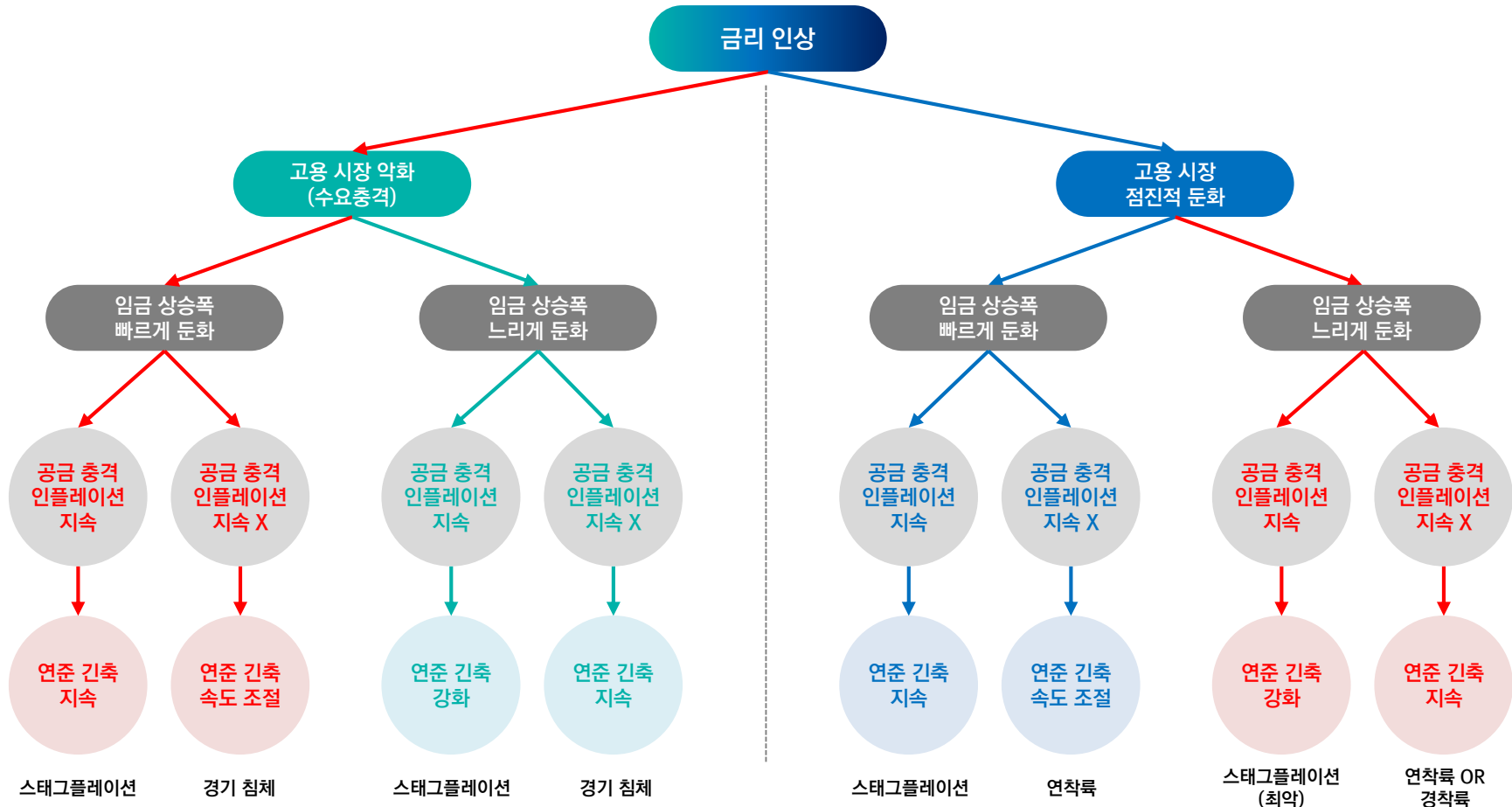
*Other issue: Supply chain. issue thought it would be transitory. The Fed believed that these factors would solve themselves over time*

다른 문제는 공급망 이슈. 연준은 공급망 차질 관련 요인들이 스스로 해결되어 이는 '일시적'일 것으로 예상했음

- 벤 버냉키 전 연방준비제도(Fed · 연준) 의장이 현 연준 지도부의 인플레이션 대응에 실수가 있었으며 스태그플레이션(경기 침체 속 물가 상승)이 우려된다고 경고
- 이는 연준의 정책 실패를 대놓고 지적한 것. 경기 침체 가능성에 대해서는 선을 그었지만, 연준이 언급하고 있는 경기연착륙 가능성에 고민해야 할 상황
- 버냉키 전 연준의장은 “인플레이션이 내려간다면 연준이 금리를 너무 많이 올리지 않을 것이고 이는 경기 둔화로 이어지겠지만 심각한 침체는 아닐 것”이라며 심각한 침체가 나타나려면 기대 인플레이션이 움직여야 언급

# [마주할 현실] 조잡한 미국 경기 소프트랜딩 경로. 고용 지표가 안나와도 문제 팔나와도 문제

통상 금리 인상 사이클에는 경기 둔화·고용 감소 → 실업률 상승 → 가계 소비 위축 → 경기 둔화·고용 감소 → 경기침체  
 연준의 생각 This is different! 금리 인상 가속화 → 고용 감소 → 실업률 크게 상승 x (노동시장 경색) → 가계 구매력 유지 → 연  
 준이 긴축을 강화할 수 있는 환경



### 경기둔화, 경기침체 가능성을 언급하고 있는 베이지북

*a majority indicating slight or modest growth; Four Districts explicitly noted that the pace of growth had slowed since the prior period.*

*12개 관할 지역 중 4개가 명백하게 경기 성장속도가 둔화하고 있다고 밝힘*

*① Contacts in most Districts reported ongoing growth in manufacturing ② Retail contacts noted some softening as consumers faced higher prices, and ③ residential real estate contacts. observed weakness as buyers faced high prices and rising interest rates. ④ labor market difficulties as their greatest challenge, followed by supply chain disruptions*

*① 제조업 경기는 양호하지만 인력 부족과 공급망 혼란 지속, ② 인플레이션 영향에 따른 소비둔화 조짐, ③ 주택경기는 가격과 금리인상 영향으로 위축되는 모습, ④ 고용시장은 여전히 노동 수요 우위의 시장*

*Eight Districts reported that expectations of future growth among their contacts had diminished; contacts in three Districts specifically expressed concerns about a recession*

*8개 지역에서 향후 성장 기대가 약화. 3개 지역은 경기 침체를 우려하고 있다고 보고*

- 5월 베이지북을 보면 미국 경기둔화 가능성이 좀 더 높아진 상황
- 일부 지역이라고는 하지만, 전체 12개 지역 중 8개 지역에서는 성장기대가 약화되고 있고, 3개 지역은 경기침체를 우려하고 있다고 한다면 2/3 지역에서 경기둔화, 1/4지역에서 침체 가능성이 높아졌다는 의미
- 연준의 고강도 긴축부담이 커지는 상황에서 경기 연착륙 가능성은 점차 약해지고 있다는 판단



# Long-Term View :

제조업 경기 부진 = 기업 실적 부진 & 전망 하향조정

---

Strategist 이경민

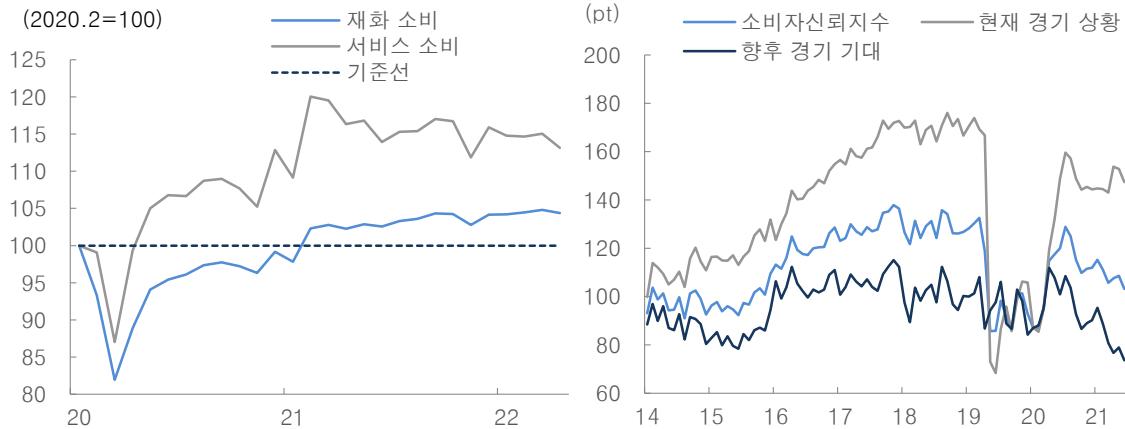
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Economist 이다은

02) 769-2718 / daeun.lee@daishin.com

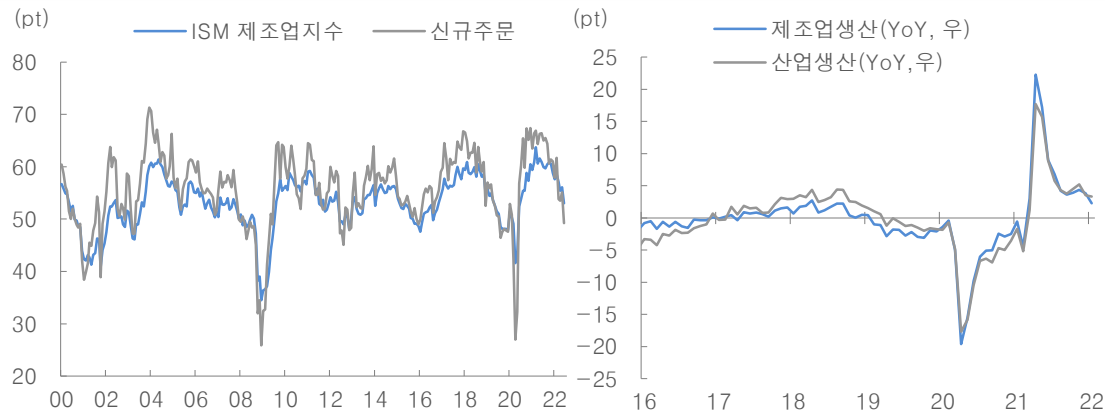
## [제조업 경기] 이상 징후 뚜렷. 신규주문 급감

### 미국 실질 소비지출, 재화소비 둔화 뚜렷. 소비심리 급격히 위축



자료: BEA, The Conference Board, 대신증권 Research Center

### ISM 제조업 지수 급락, 신규주문 50 하회. 제조업 경기 둔화 불가피



자료: ISM, 미국 상무부, 대신증권 Research Center

- 미국 경기는 5월 들어 뚜렷한 둔화세를 보이고 있음. 미국 GDP의 70%를 차지하는 실질 개인소비지출이 5월에 -0.4%로 감소 전환. 자동차 생산 차질을 제외하더라도 서비스 소비 개선세가 예상보다 크지 못한 가운데, 인플레이션으로 인한 휘발유·식료품 소비가 늘어나면서 그 외 소비는 위축

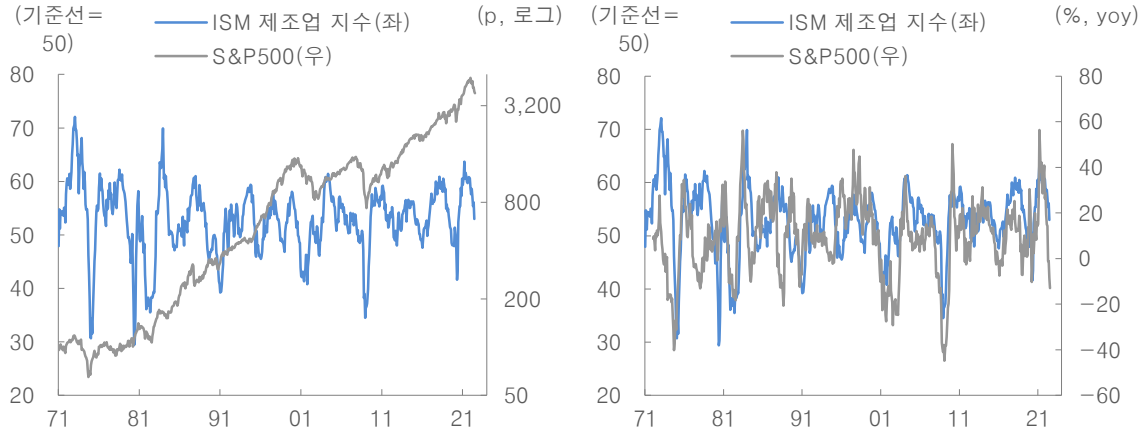
- 경기 침체에 대한 우려로 소비 심리가 4월을 정점으로 악화되면서 관성적 소비는 식어갈 것. 높은 인플레이션과 가계의 향후 경기에 대한 우려가 커지면서 6월 CB소비자신뢰지수와 미시간대 소비자심리지수 둘 다 급락

- 소비 뿐만 아니라 제조업 생산도 급격히 둔화. 5월 제조업 생산이 전월대비 감소한 가운데, 6월 ISM 제조업 지수도 신규주문지수가 수축국면으로 전환하면서 2년 만에 최저치를 기록. 제조업 경기 선행지표인 내구재 주문은 기업의 자동화 전환을 위한 설비투자로 양호한 수준을 지속하고 있으나, 이와 별개로 제조업 경기 모멘텀은 위축

- 내수경기가 위축을 반영하여 애틀란타 연방은행 GDP NOW 전망모델의 2분기 GDP 성장률은 -2.1%로 하향 조정

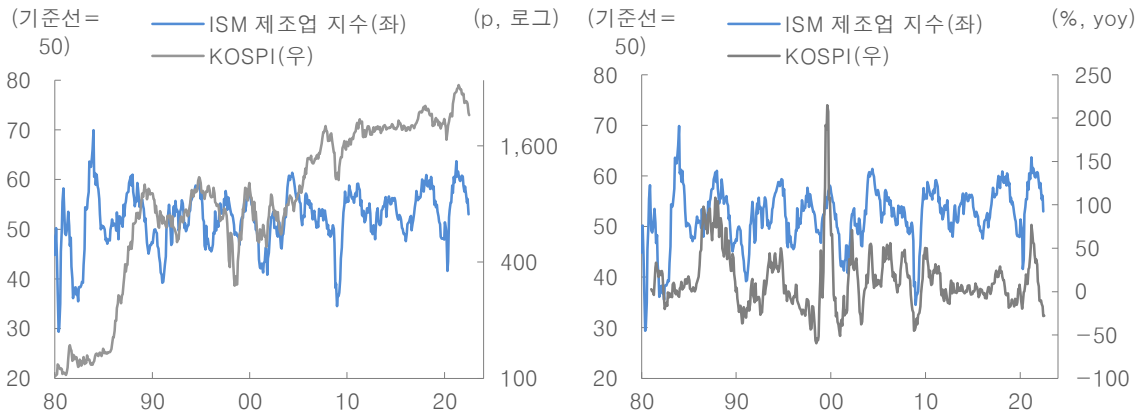
# [제조업 경기] 미국 ISM 제조업 지수와 주식시장 간의 높은 상관관계

## ISM 제조업 지수와 S&P500 전년대비 변화율 간 상관관계 0.74



자료: ISM, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## ISM 제조업 지수와 KOSPI 전년대비 변화율 간 상관관계 0.56

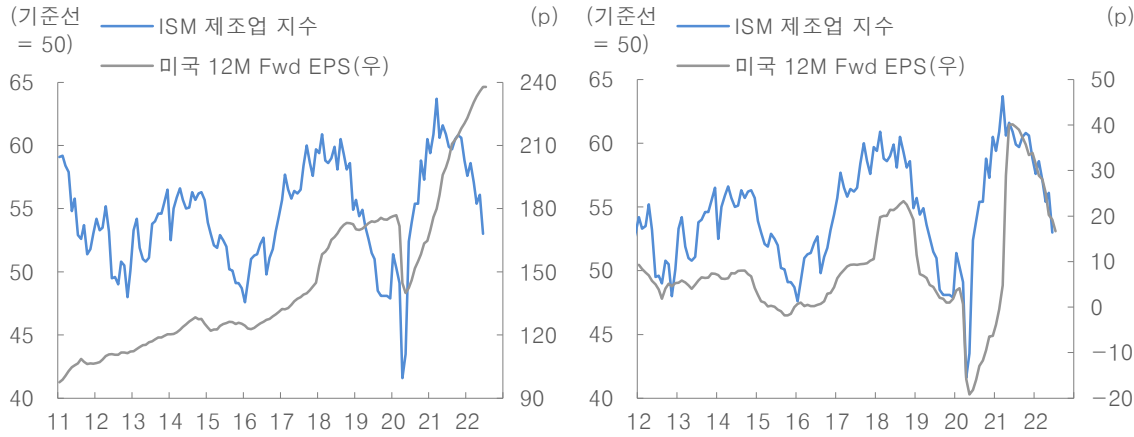


자료: ISM, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 제조업 경기 둔화에 주목해야 하는 이유는 증시와 높은 상관성 때문
- 제조업 비중이 높은 주식시장의 특성도 있지만, 소비 둔화에 이은 제조업 경기 둔화는 미국을 비롯한 글로벌 경기 둔화로 이어지며 글로벌 경제, 금융시장 전반에 미치는 영향력 확대
- 실제로 ISM 제조업 지수와 주식시장 간에는 높은 상관관계 기록 중
- ISM 제조업 지수와 S&P500, KOSPI 지수 간 상관관계는 0.39(71년 이후), 0.46(80년 이후). S&P500, KOSPI 지수의 전년대비 변화율과 상관관계는 0.74(72년 이후), 0.56(81년 이후)
- 증시 방향성보다는 상승 모멘텀에 상당한 영향을 미치고 있는 것으로 볼 수 있음

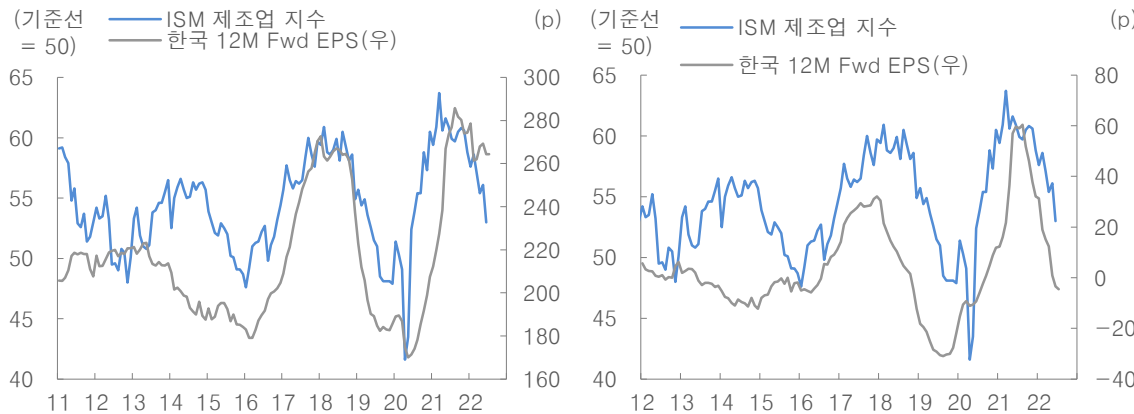
# [제조업 경기] 미국 ISM 제조업 지수 하락 = 기업 실적 부진 & 이익 전망 하향조정

## ISM 제조업 지수와 미국 12개월 선행 EPS 전년대비 변화율 간 상관관계 0.62



자료: ISM, I/B/E/S, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## ISM 제조업 지수와 한국 12개월 선행 EPS와의 상관관계 0.68



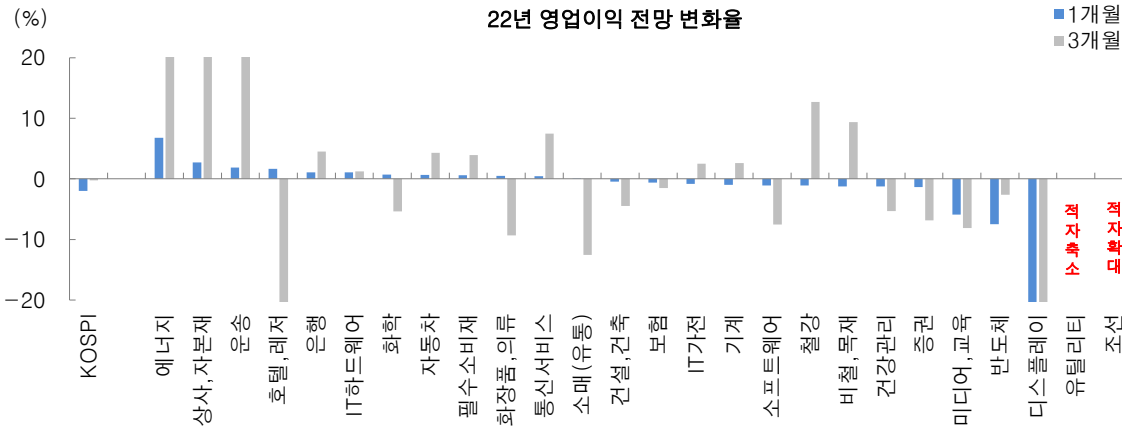
자료: ISM, I/B/E/S, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- ISM 제조업 경기 흐름, 확장/수축국면 위치 등은 기업 업황, 실적에 상당한 영향을 미치고 있음
- 특히, 제조업 비중이 높은 한국 기업이 익에 높은 상관관계를 보여주고 있음
- ISM 제조업 지수와 미국, 한국 12개월 선행 EPS와 상관관계는 0.37(이하 12년 이후), 0.68. EPS 전년대비 변화율과 상관관계는 0.62, 0.65
- 제조업 경기흐름이 기업 이익 방향성, 모멘텀에 상당한 영향을 주면서 주식시장 흐름을 좌지우지하고 있는 것으로 판단



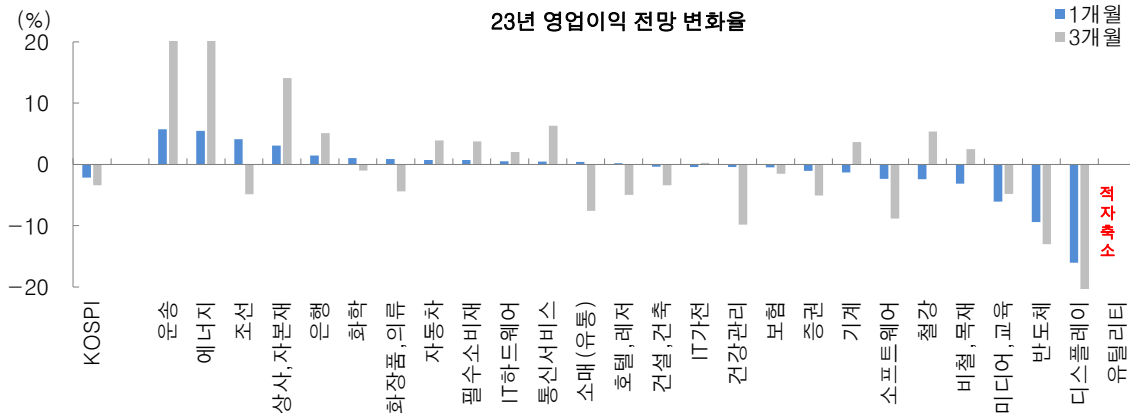
# [KOSPI 실적] 수요 둔화에 원자재 가격 안정이 가세한다면? KOSPI 이익 레벨다운 불가피

## 반도체를 중심으로 경기민감주 실적 전망 하향조정



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 아직 견조한 운송, 에너지, 조선, 상사자본재, 화학 이익개선이 지속될까?



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 2022년 이익전망은 원자재 가격 상승의 수혜를 받는 업종과 국내외 경기/소비 관련 업종의 실적 개선세 지속
- 환율효과도 가세하며 수출주 실적 개선 기대 유효, 23년 이익전망은 국내외 소비/경기민감주들의 하향조정 뚜렷
- 특히, 23년 반도체, 소프트웨어 영업 이익 전망 하향조정 이어 IT가전, IT하드웨어 등도 실적 불확실성 확대
- 환율효과 소멸과 비용부담에 대한 우려가 유입되고 있다는 판단. 경기불확실성 - 수요불안 유입시 원자재 민감, 시클리컬 업종의 실적 개선도 자신할 수 없을 전망

# Long-Term View :

## KOSPI Rock Bottom 2,050선

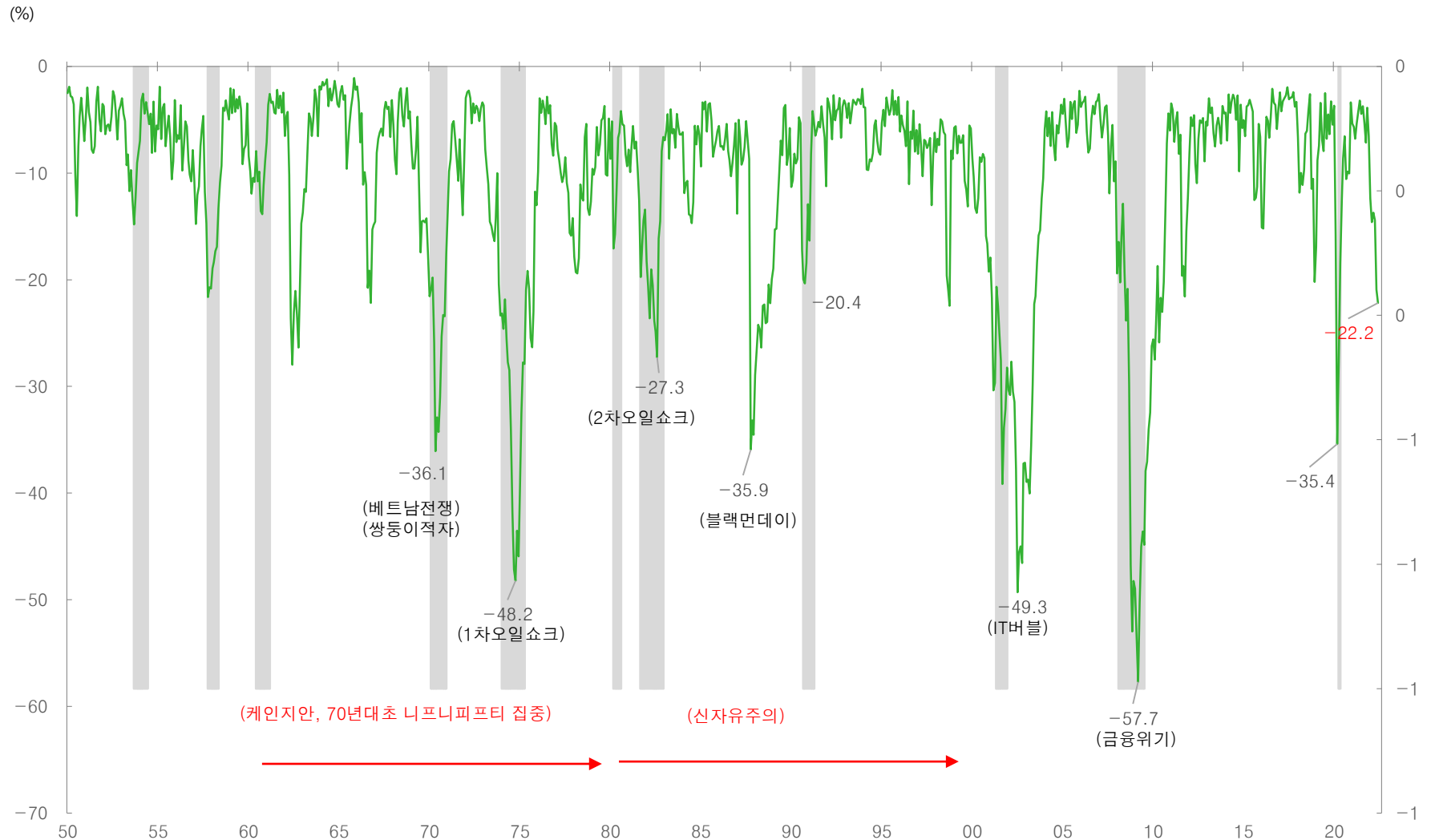
---

Strategist 이경민

02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

# [증시 하락폭] 금융시장 위기를 감안할 때 고점대비 35% 하락 가능성

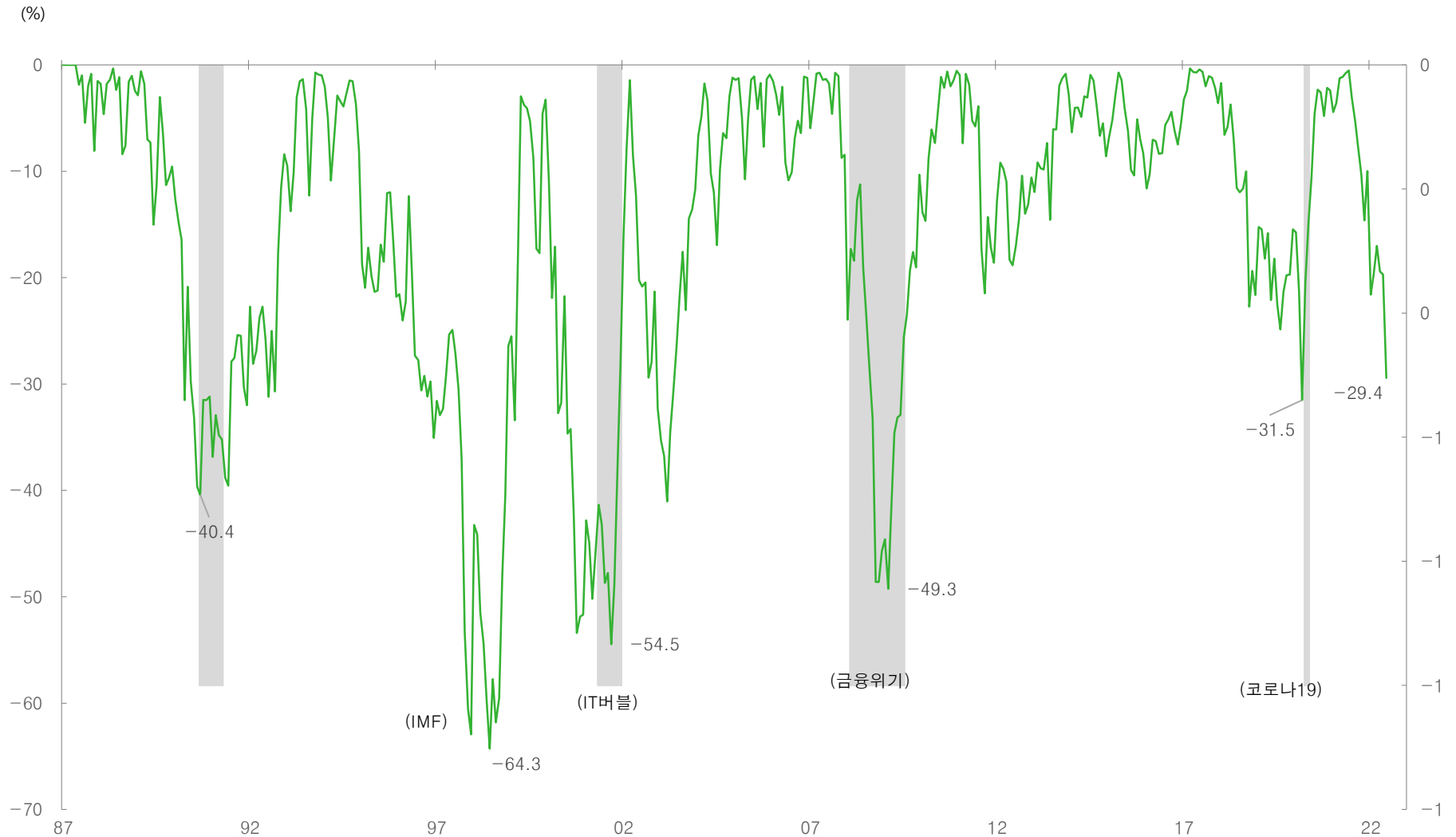
미국 증시(S&P500) 하락폭. (1) 시스템 붕괴 -50% (2) 금융시장 위기 -35% (3) 노이즈 -20%





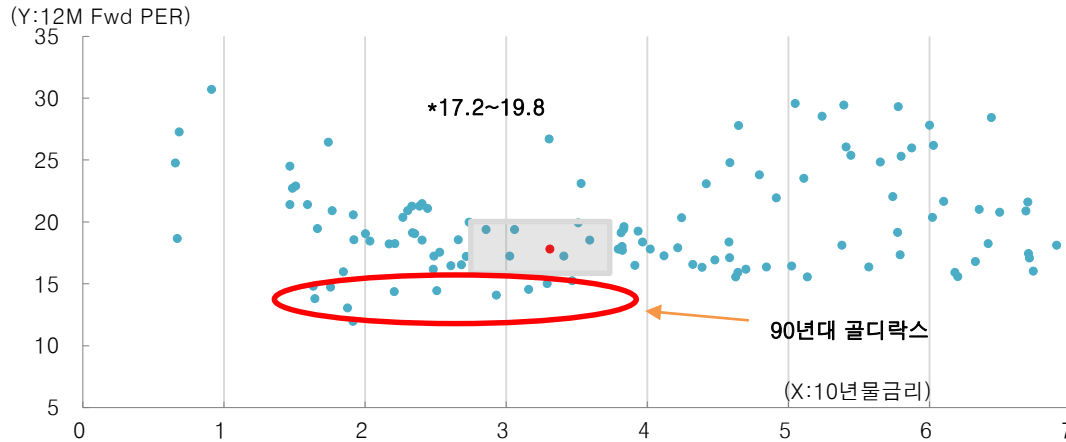
# [증시 하락폭] 금융시장 위기를 감안할 때 고점대비 35% 하락 가능성

KOSPI 하락폭. (1) 시스템 붕괴 -50% (2) 금융시장 위기 -30 ~ 40% (3) 노이즈 -20%



# [S&P500] 금리 급등에 의한 밸류에이션 조정보다 실적 변화를 반영할 경우 Rock Bottom은 3,150선

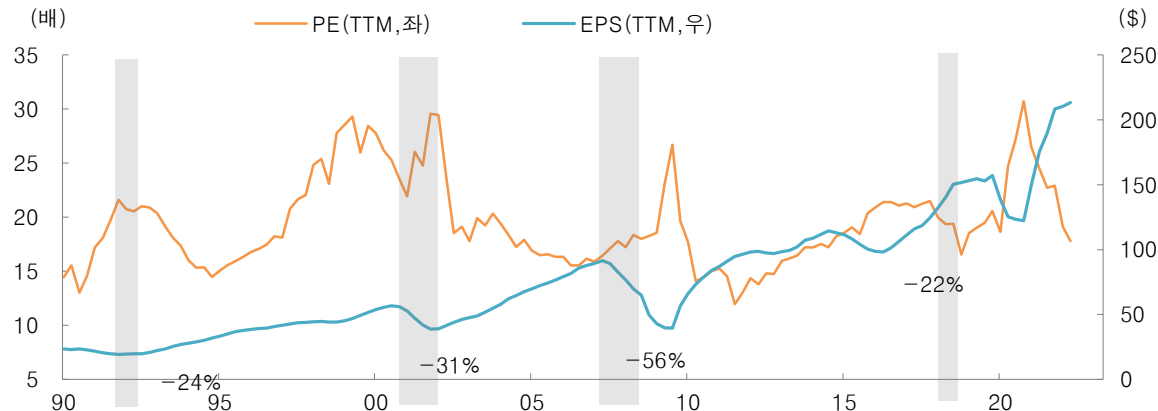
## 미국 10년물 금리 3% 수준에서 PER은 17.2 ~ 19.8배



- 과거 경기침체 국면에서 미국 기업 실적은 -25% 하향조정
- 3% 전후 10년물 국채금리 구간에서 S&P500 PE는 17.2~19.8 수준에서 등락
- S&P500 Bottom은 PE 19.8배일 가능성이 높고, 이익 전망 25% 하향조정을 반영할 경우 3,150p(현재대비 -16.8%)
- 3,150p는 2021년 고점(4,818p)대비 -34.6%로 과거 금융시장 위기 국면에서 평균 하락률과 유사

자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

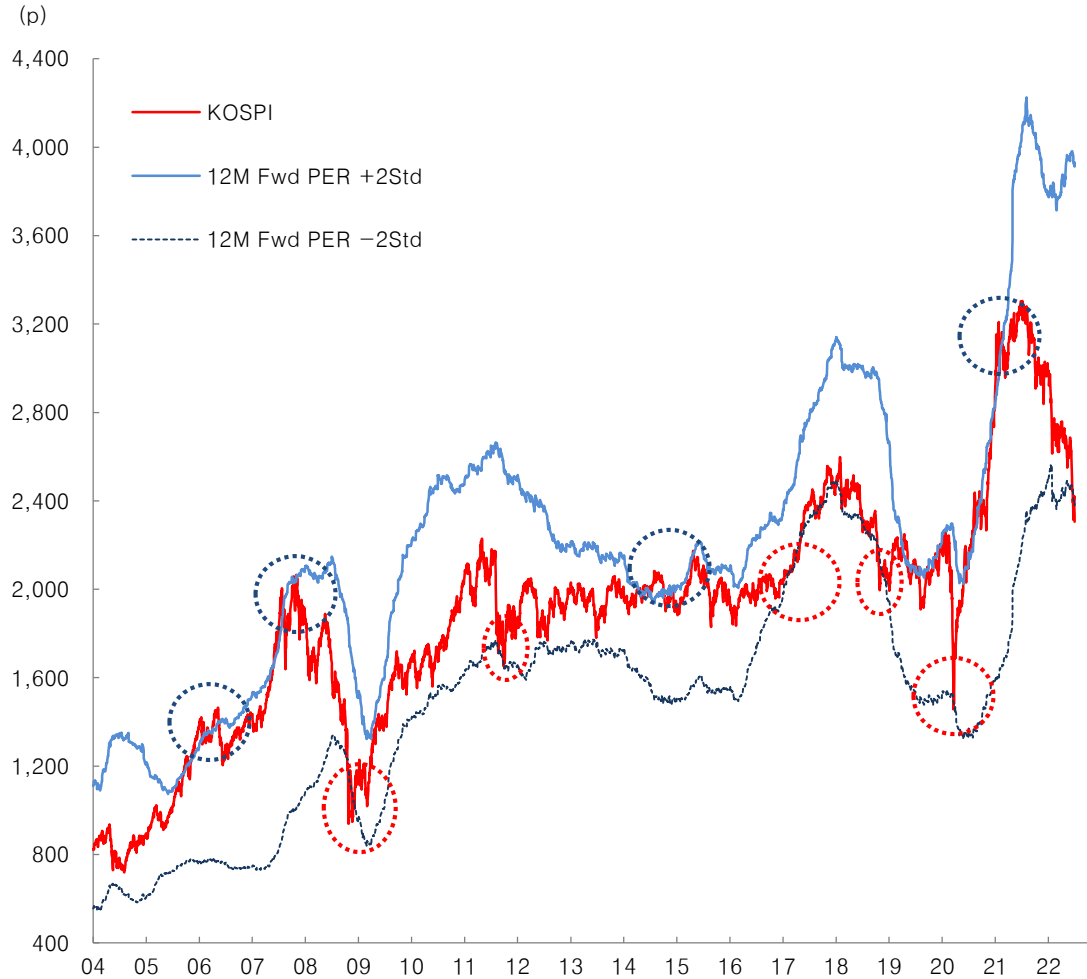
## 이익전망 저점보다 지수 저점이 빨라...



자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

# [KOSPI] 12개월 선행 PER 3년 평균의 -2표준편차는 밸류에이션 Rock Bottom

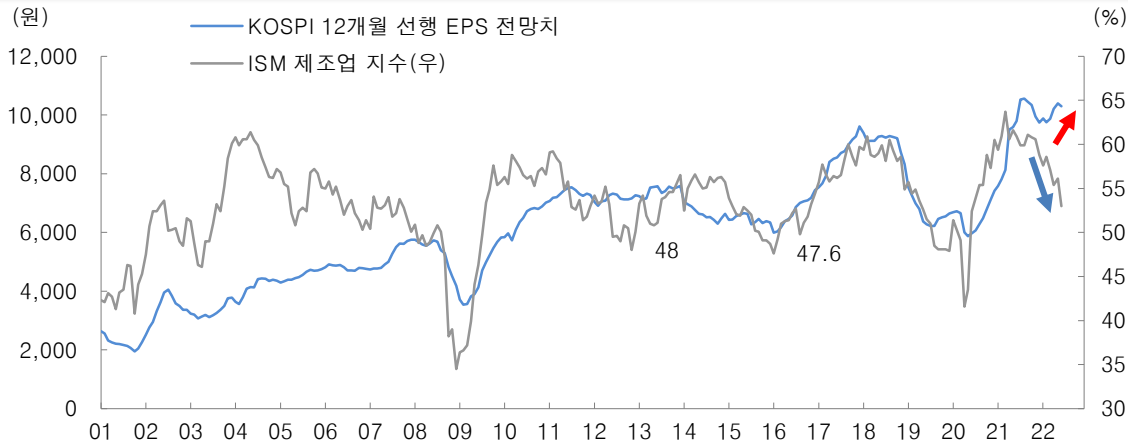
KOSPI 장기적으로 12개월 선행 PER 3년 평균의 -2표준편차 ~ +2표준편차 Band에서 장기 추세 전개. 중요 지지선, 저항선으로서 역할



- 장기적으로 KOSPI는 12개월 선행 PER 3년 평균의 -2표준편차 ~ +2표준편차 수준에서 등락을 보여왔음
- 특히, 3년 평균의 -2표준편차 수준에서 비중확대 전략은 100% 수익을 확보할 수 있었던 지시대
- 2008년 금융위기(언더슈팅), 2011년 미국 신용등급 강등, 2013, 2015년 유럽 재정위기, 2018년 미중 무역전쟁, 2020년 코로나19 팬데믹 쇼크 당시에도 12개월 선행 PER 3년 평균의 -2표준편차 수준은 의미 있는 지지선 역할을 해왔음
- 현재는 단기 UnderShooting 국면에 위치. 기술적 반등이 가능하다고 판단
- 22년 하반기 ~ 23년 상반기 중 전개될 추가 하락국면은 밸류에이션 하락은 제한적인 가운데 이익전망 하향조정, 레벨다운이 KOSPI 조정의 중요한 이유가 될 것
- 글로벌 매크로 환경의 핵심 변수가 2022년 상반기 물가/금리에서 22년 하반기 이후 경기로 이동한다는 점에 주목해야 할 때

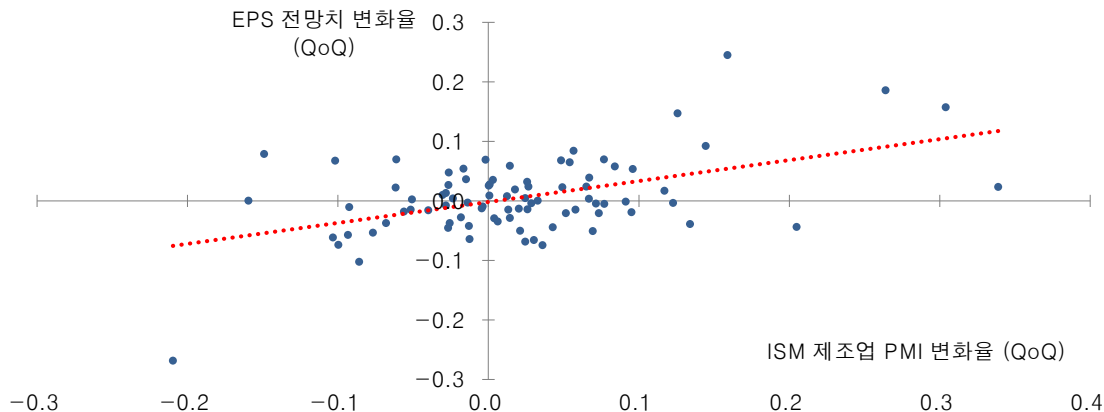
# [S&P500] ISM 제조업 지수와 KOSPI 이익전망의 높은 상관관계를 감안하면...

## ISM 제조업 지수와 디커플링된 KOSPI 이익전망. ISM 제조업 지수에 수렴할 것



자료: ISM, CEIC, FnGuide, 대신증권 Research Center

## 이익전망 저점보다 지수 저점이 빨라...



자료: ISM, CEIC, FnGuide, 대신증권 Research Center

- ISM 제조업 지수와 KOSPI EPS(12개월 선행)의 추이는 높은 상관성을 보임
- 2001년 이후 ISM 제조업 지수와 KOSPI EPS 간의 상관관계는 0.55, 2010년 이후는 0.61. 분기변화율로 살펴보았을 때 상관계수는 0.5에 달하는 상황
- 2021년 하반기 KOSPI EPS(12개월 선행) 전망치와 ISM 제조업 PMI 디커플링 시작됐으며 2022년 들어서며 심화
- 과거 추이를 살펴보았을 때 1년 이내 ISM 제조업지수의 변동 방향으로 EPS 전망치가 수렴할 가능성 높다고 판단 (11.8% 하향)
- ISM 제조업지수 추가적으로 하락한다면 2022년 초 EPS 전망치보다 낮게 조정될 가능성 존재
- ISM 제조업 지수 레벨에 따른 이익전망 변화를 추정해 볼 필요가 있음

# [KOSPI] 밸류에이션 지지권(2,400p)에서 14.5% 이익전망 하향조정 시 Rock Bottom 2,050선

## ISM 제조업 지수 레벨에 근거한 KOSPI 12개월 선행 EPS 변화

ISM 제조업 지수	ISM 제조업지수 3월 대비 변화율	EPS 전망 변화율 예측 치	6월 30일 EPS 기준 변화율
60	5.1%	10,223	-0.7%
59	3.3%	10,104	-1.8%
58	1.6%	9,985	-3.0%
57	-0.2%	9,866	-4.1%
56	-1.9%	9,747	-5.3%
55	-3.7%	9,628	-6.5%
54	-5.4%	9,509	-7.6%
53	-7.2%	9,391	-8.8%
52	-8.9%	9,272	-9.9%
51	-10.7%	9,153	-11.1%
50	-12.4%	9,034	-12.2%
49	-14.2%	8,915	-13.4%
<b>48(전 저점권)</b>	<b>-15.9%</b>	<b>8,796</b>	<b>-14.5%</b>
47	-17.7%	8,677	-15.7%
46	-19.4%	8,558	-16.9%
45	-21.2%	8,439	-18.0%
44	-22.9%	8,321	-19.2%
43	-24.7%	8,202	-20.3%
42	-26.4%	8,083	-21.5%
41	-28.2%	7,964	-22.6%
40	-29.9%	7,845	-23.8%

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 12개월 선행 EPS X PER 변화에 근거한 지수 추정

	12M Fwd EPS	12개월 선행 PER				
		8.7x (10년 이후 평균의 -1Std)	8.8x (3년 평균의 -2Std)	9x	9.9x (10년 이후 평균)	10x (3년 평균의 -1Std)
5% 상향조정	284.6	2475.6	2504.0	2561.0	2817.0	2845.5
현재	271.0	2357.7	2384.8	2439.0	2682.9	2710.0
5% 하향조정	257.5	2239.8	2265.6	2317.1	2548.8	2574.5
10% 하향조정	243.9	2121.9	2146.3	2195.1	2414.6	2439.0
15% 하향조정	230.4	2004.0	2027.1	2073.2	2280.5	2303.5

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 하락추세 지속 전망. 1차 하락 : 인플레이션, 긴축 압력 확대에 의한 밸류에이션 조정. 2차 하락 : 경기 경착륙 가시화, 침체 우려로 기업이익 레벨다운 예상. 2023년 1분기 중 저점통과 예상하지만, 경기 경착륙, 수요 약화 속도에 따라 그 시점이 빨라질 수 있음(22년말 ~ 23년초 가능성)  
KOSPI 하락추세 하단은 2,050선 전후로 추정 = 12개월 선행 EPS 232 X PER 8.8배. 12개월 선행 PER은 장기 추세 하단인 3년 평균의 -2표준편차 수준 8.8배. 문제는 실적. 12개월 선행 EPS는 232원으로 현재(271원)대비 14.5% 레벨다운 예상. 미국 ISM 제조업 지수 48p(전 저점, 코로나19 제외) 기준

# Long-Term View :

경기침체 Signal = 장단기 금리역전 & 실업률 급등

---

Strategist 이경민

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

Economist 이다은

02) 769-2718 / daeun.lee@daishin.com

## [채권금리] 하향안정은 호재. 하락 추세는 경기침체 우려

### 미국 10년물 국채금리, 1970년대부터 형성된 장기 하락추세에 상단에 도달



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

### 미국 2년물 국채금리도 장기 하락추세에 상단에 도달

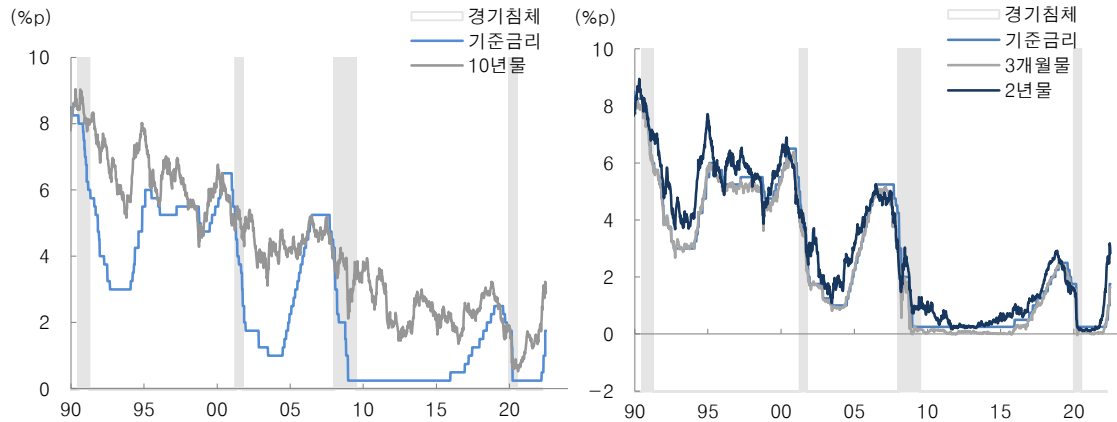


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 미국 채권금리는 1970년대 후반부터 이어져 온 장기 하락추세에 상단 저항에 맞닥뜨려 있는 상황
- 10년물 국채금리의 하락반전이 단기적으로 금리 상승압력에서 벗어남에 따라 안도랠리의 동력이 될 수 있겠지만, 추세적인 하락세는 이야기가 달라짐
- 경기 사이클 하락을 반영한다는 측면에서 미국 경기 경착륙, 경기침체 가시화의 전조 시그널로 생각할 수 있음

# [채권금리] 장단기 금리 역전 불가피. 경기침체 가시화?

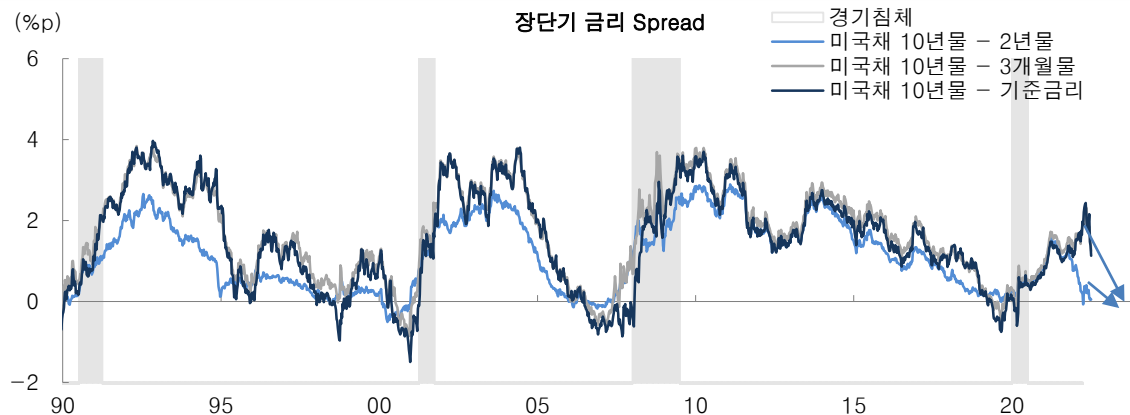
## 미국채 10년물 하락으로 10년 - 2년은 물론, 3개월, 기준금리와 금리 역전 가능성



- 경기 경착륙 우려로 10년물 국채금리가 하락할 경우 장단기 금리 역전 가시화될 전망
- 10년물 국채금리는 경기를 반영하지만, 2년물, 3개월물은 기준금리 흐름과 궤를 같이 하기 때문
- 4분기 중에는 10년물 - 2년물은 물론, 3개월, 기준금리와의 금리 역전이 가시화될 수 있을 것
- 이 경우 경기 경착륙 우려가 경기침체 우려로 전환되면서 글로벌 금융시장에는 악순환의 고리를 형성하는 계기가 될 수 있음

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 4분기 중 다시 한 번 장단기 금리 역전 가능성. 경기침체 우려가 커질 수 있음

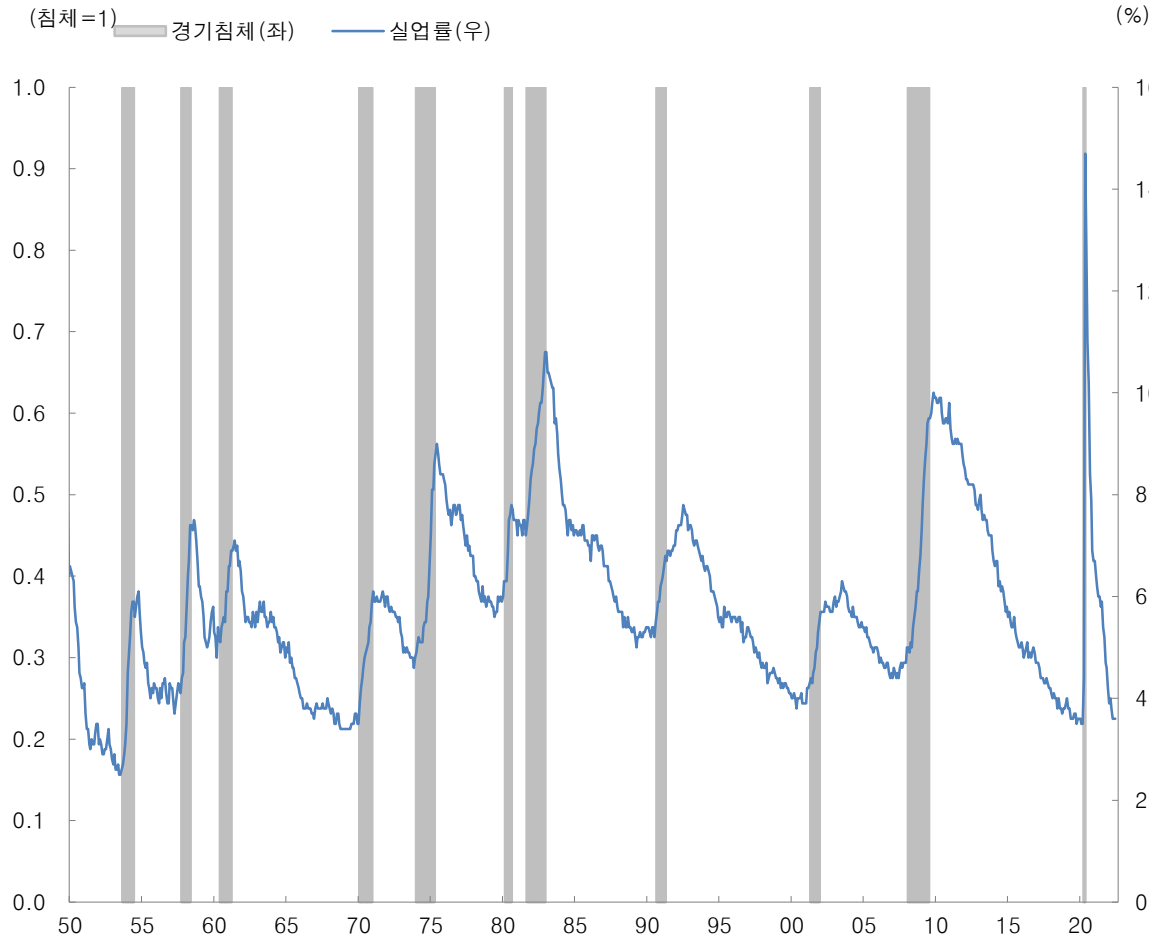


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center



# [실업률] 완만한 둔화 & 급격한 반등. 실업률은 후행지표로 급반등시 경기침체 확률 급증

## 경기사이클과 실업률 : 실업률 급등은 경기침체 시그널로 볼 수 있어

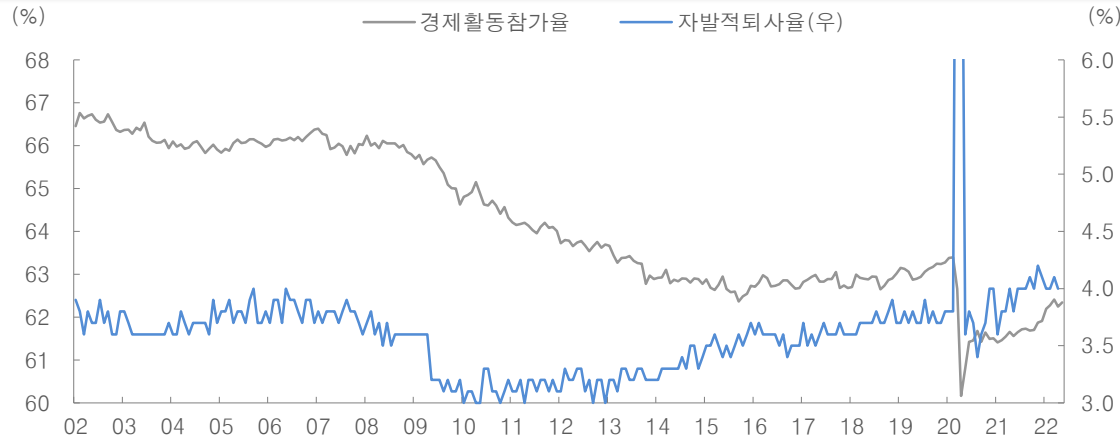


- 실업률은 경기후행지표. 경기안정, 확장 국면에서는 완만한 실업률 하락세 전개
- 후행지표임에 따라 실업률 급반등은 경기침체 시그널로 인식할 수 있음
- 연준에서 주장하는 완만한 고용둔화의 사례는 1950년대 이후 없었음
- 연준의 판단 착오 가능성을 경계해야 할 부분
- 아직 실업률은 하향안정세를 이어가고 있지만, 실업률 반등시 경기침체를 인정하고 리스크 관리 강화가 필요할 것

자료: 미국 노동부, CEIC, 대신증권 Research Center

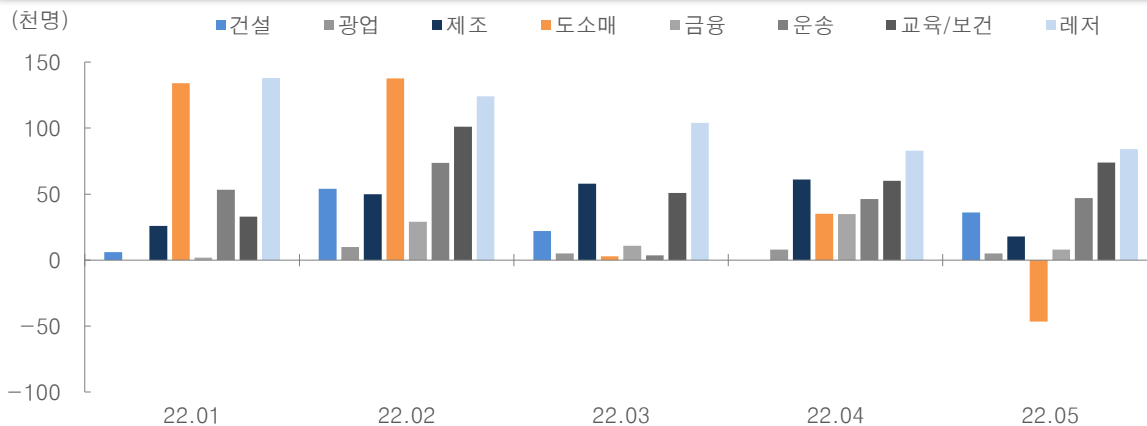
## [실업률] 낮은 실업률, 고용 시장을 잘 반영하고 있는 걸까?

### 미국 경제활동참가율과 자발적 퇴사율



자료: 미국 노동부, CEIC, 대신증권 Research Center

### 미국 업종별 취업자 증감



자료: 미국 노동부, CEIC, 대신증권 Research Center

- 5월 미국 비농업자 취업자 수는 전월대비 +39만명 증가하며 예상치(+31.8만명)를 상회. 실업률은 3.6%로 전월과 동일. 경제활동참가율은 62.3%로 전월대비 0.1%p 상승 => 아직도 tight한 고용시장
- 실업률 = 실업자/경제활동인구(실업자+취업자), 경제활동참가율 = 경제활동인구/생산가능인구(15세 이상)
- 다만, 업종별로 서비스업 고용이 높은 회복세를 보인 반면, 소매업은 전월대비 61만명 급감. 소매업체들이 비용 상승과 소비 둔화에 따른 반응으로 관련 고용 위축은 지속될 전망이다
- 업종별로 고용 상황이 차별화되고 있다면 과연 고용시장은 견조하다 말할 수 있을까?

# Long-Term View :

투자전략 : 방어주/내수주로 포트폴리오 안정성 강화

---

Strategist 이경민

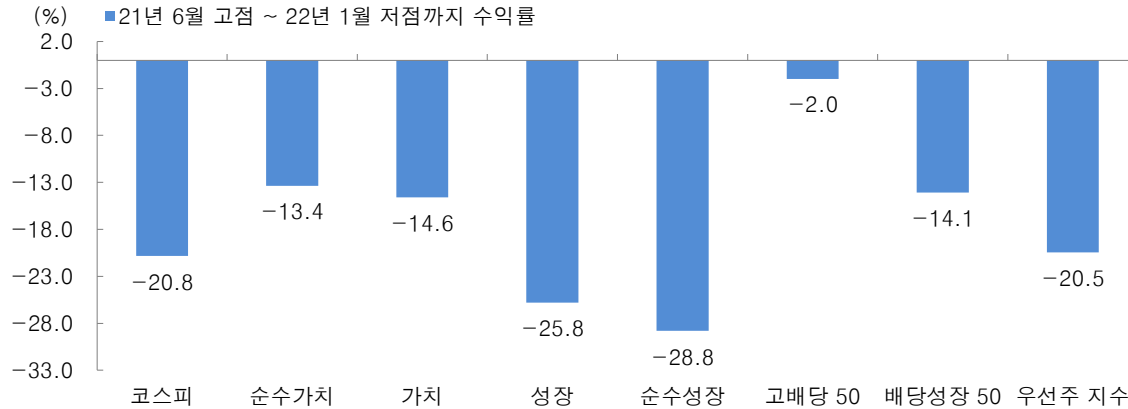
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Quant Strategist 조재운

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

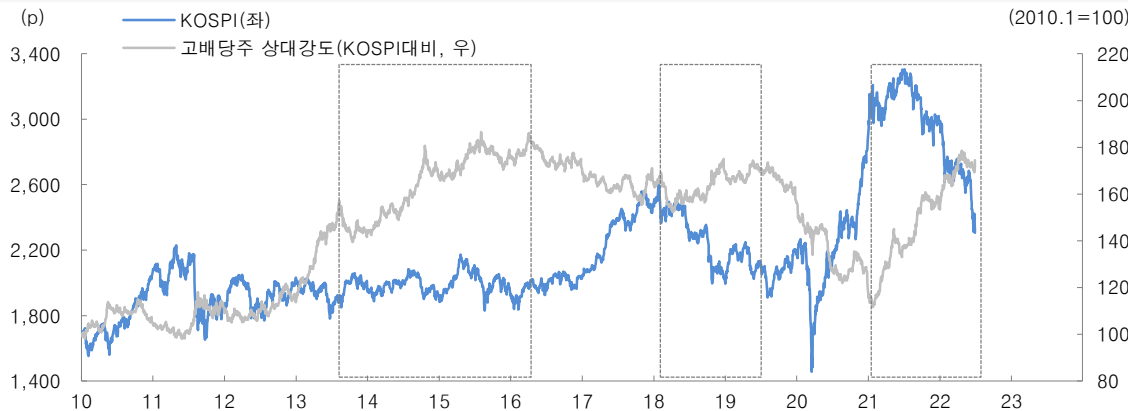
## [투자전략 1] 불안할 때, 날이 추워질 때 찾는 배당주

### KOSPI 조정국면 스타일별 수익률, 고배당주 KOSPI 18%p Outperform



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

### KOSPI 조정국면에서 안전한 피난처 역할을 해 온 배당주



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 경기 경착륙, 침체가 가시화되는 국면에서 철저히 방어적인 투자전략이 필요
- 2022년 3분기 중 KOSPI 기술적 반등은 현금비중을 확대하고, 고배당, 방어주 스타일로 포트폴리오 재편 기회
- KOSPI대비 고배당주 상대강도는 현재 2010년 이후 고점권에 도달
- 2022년 3분기 기술적 반등 구간에서 등락은 불가피하겠지만, 비중확대 기회로 판단
- KOSPI 2차 하락국면에서 고배당주 상대강도는 고점을 넘어설 가능성이 높음

# [투자전략 1] 증시에 불리한 매크로 환경으로 방어적 포트폴리오 구성 권고

## 2022년 유망 배당주

기업코드	기업명	업종명	현금배당성향(%)		당기순이익 증가율(%)		현금배당수익률(%)		12개월 선행(배)	
			2021AS	2022E	2021AS	2022E	2021AS	2022E	PER	PBR
A138040	BNK금융지주	은행	20.0	23.0	48.3	11.7	7.5	9.3	2.5	0.2
A170900	JB금융지주	은행	20.0	23.0	34.4	12.6	8.1	9.2	2.5	0.3
A002960	금호건설	건설,건축관련	67.9	19.4	460.6	-41.9	7.1	9.2	2.9	0.4
A138930	DGB금융지주	은행	19.3	21.2	43.2	5.7	7.1	9.1	2.4	0.2
A307950	우리금융지주	은행	19.9	25.3	85.3	12.9	8.0	8.8	2.9	0.3
A024070	기업은행	은행	24.3	25.8	56.7	8.9	7.8	8.7	2.9	0.2
A085620	하나금융지주	은행	20.5	25.6	33.4	4.1	7.3	8.2	3.2	0.3
A001120	LX인터내셔널	상사,자본재	4.8	23.6	49.4	24.9	7.9	7.5	3.3	0.5
A081000	동양생명	보험	28.6	35.1	129.6	-27.9	11.2	6.9	4.4	0.3
A104700	KB금융	은행	19.9	26.0	24.7	12.6	5.6	6.8	4.0	0.4
A294870	효성티앤씨	화장품,의류	15.8	28.0	499.0	-44.4	8.0	6.8	3.5	0.8
A053210	신한지주	은행	23.5	26.0	17.6	20.4	5.2	6.2	4.2	0.4
A069730	한국금융지주	증권	20.3	20.4	105.2	-39.4	6.6	5.9	3.4	0.4
A011760	금호석유	화학	19.9	14.3	237.2	-39.0	4.8	5.9	4.1	0.6
A029780	KT	통신서비스	49.6	33.2	107.5	-3.3	6.3	5.8	7.1	0.5
A005800	풍산홀딩스	비철,목재등	56.8	7.9	1,227.3	-51.9	5.1	5.5	3.3	0.2
A005820	DB손해보험	보험	23.9	24.2	57.4	-9.4	6.7	5.5	5.7	0.6
A006370	한일현대시멘트	건설,건축관련	29.5	52.8	-35.7	-37.9	3.3	5.5	10.4	1.1
A005010	SGC에너지	에너지	69.2	36.1	210.5	114.1	3.3	5.3	2.9	0.7
A075580	텔코웨어	소프트웨어	144.6	155.4	-3.2	71.3	4.3	5.2	26.5	0.5
A031440	LG유플러스	통신서비스	42.1	33.4	51.5	2.3	4.0	5.1	7.3	0.7
A077500	GS	에너지	-74.2	13.1	959.9	33.9	4.7	5.0	2.4	0.3
A210980	한솔제지	비철,목재등	28.1	104.3	-76.9	377.0	4.0	4.9	4.0	0.4
A001450	현대해상	보험	23.9	26.8	30.4	5.3	6.1	4.8	6.1	0.5
A032560	삼성생명	보험	35.5	36.7	16.6	-20.7	4.0	4.7	10.0	0.4
A010120	고려아연	비철,목재등	46.3	43.8	41.1	6.4	4.3	4.3	10.3	1.0
A000320	노루홀딩스	건설,건축관련	33.5	293.7	-63.2	40.1	3.5	4.2	27.0	0.3
A004980	롯데지주	필수소비재	-36.1	34.8	163.0	91.9	4.3	4.1	12.8	0.4
A034310	SK	상사,자본재	195.5	22.7	5,373.8	18.2	2.9	4.1	5.9	0.5
A103140	한국철강	철강	-107.0	10.0	1,249.5	0.9	2.7	4.0	2.9	0.3

- 실적 전망치가 하향 조정될 경우 증시 회복 지연. 앞선 계산대로 11.8% 하향 조정 시 KOSPI 2,100 하회 가능성 확대
- 증시에 불리한 매크로 환경 지속될 것으로 판단되며 배당주, 통신, 음식료, 에너지 등 방어적 포트폴리오 구성 권고

유망 배당주는 과거 3년(2019~2021)간 배당을 실시한 기업을 대상으로 배당의지와 배당여력이 충분한지를 기준으로 판단

아래 A & (B or C) & D & E를 만족하는 기업

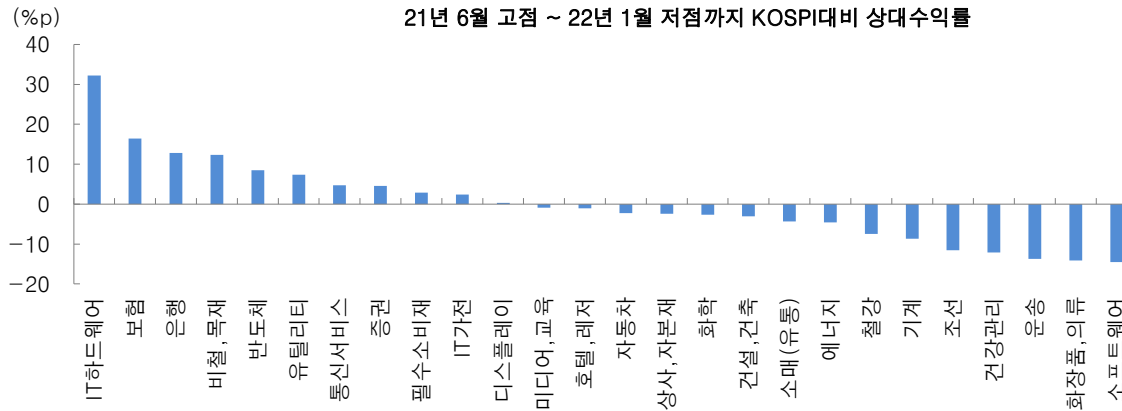
배당의지는 A. 2021년 배당성향이 과거 3년 평균 대비 증가한 기업

배당여력은 B. 2021년 당기순이익이 과거 3년 평균보다 10%이상 증가했거나 C. 2022년 당기순이익이 전년대비 30%이상 급등할 것으로 전망되는 기업

D. 과거 3개년 이상 배당수익률이 전년대비 증가한 기업, E. 2021년 배당수익률이 3% 이상인 기업

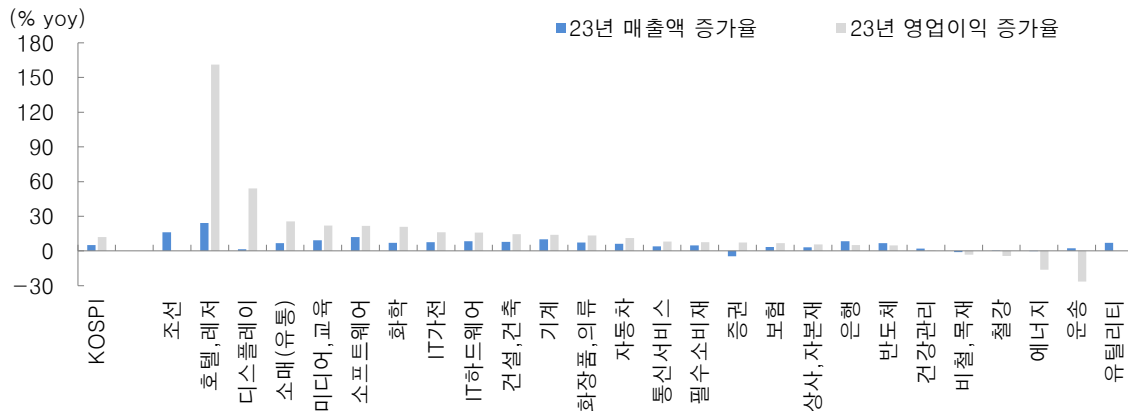
## [투자전략 2] 방어주 비중확대 : 통신, 필수소비재

### 통신, 필수소비재의 안정성에 주목



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

### 이익모멘텀 감안할 경우 통신, 필수소비재 유망할 전망



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 업종 전략 측면에서는 통신, 필수소비재 등 전통적인 경기방어주의 상대적 강세 예상
- 2021년 6월 고점에서 2022년 1월 저점까지 업종별 KOSPI대비 상대수익률을 보면 IT하드웨어, 보험, 은행, 비철/목재, 반도체, 유틸리티, 통신, 증권, 필수소비재 등이 상대적 강세를 보였음
- 이 중 2023년 이익모멘텀이 양호한 업종은 통신, 필수소비재 뿐
- 경기방어주 성격과 함께 이익안정성을 확보 가능
- 금융주의 경우 이익개선을 기대하지만, 채권금리 하락시 실적 불확실성 확대 불가피

## [투자전략 2] 필수소비재, 에너지, 통신서비스 업종 내 퀄리티 스코어 높은 업종 선별

### 방어주 내 퀄리티 스코어 높은 종목

코드	기업명	WI26업종명(대)	Quality Score	ROE(TTM)(%)	D/E(%)	이익 안정성
A000070	삼양홀딩스	필수소비재	1.44	10.0	121.2	1.1
A000080	하이트진로	필수소비재	1.08	7.3	253.8	0.5
A001680	대상	필수소비재	1.49	10.8	143.4	3.7
A001800	오리온홀딩스	필수소비재	1.15	4.1	50.5	0.3
A003230	삼양식품	필수소비재	1.70	15.6	92.3	3.2
A004370	농심	필수소비재	1.43	4.5	33.2	1.8
A004990	롯데지주	필수소비재	1.01	2.8	167.0	0.4
A005180	빙그레	필수소비재	1.18	-3.2	43.6	1.5
A005300	롯데칠성	필수소비재	1.08	12.0	176.6	0.2
A005610	SPC삼립	필수소비재	1.19	11.8	270.6	0.5
A006040	동원산업	필수소비재	1.40	10.8	107.4	0.6
A006120	SK디스커버리	에너지	1.17	11.0	172.8	0.3
A007310	오뚜기	필수소비재	1.54	8.8	68.7	4.3
A010950	S-Oil	에너지	1.32	23.0	177.2	0.2
A017670	SK텔레콤	통신서비스	1.50	12.7	159.1	1.8
A017810	풀무원	필수소비재	0.88	1.1	298.8	0.6
A026960	동서	필수소비재	1.59	8.1	16.8	4.6
A030200	KT	통신서비스	1.42	8.9	138.7	2.0
A032640	LG유플러스	통신서비스	1.43	8.8	145.4	4.3
A033780	KT&G	필수소비재	1.61	9.5	32.7	4.6
A049770	동원F&B	필수소비재	1.39	7.5	145.9	4.6
A078930	GS	에너지	1.31	14.2	162.7	0.3
A096770	SK이노베이션	에너지	0.52	7.2	185.3	0.1
A097950	CJ제일제당	필수소비재	1.19	9.9	264.0	0.7
A145990	삼양사	필수소비재	1.30	3.6	114.1	2.2

- 퀄리티 스코어 기준은 ROE, D/E(부채/자산) ratio, 과거 5개년 이익 변동성을 기준으로 산출

# Long-Term View :

추세 반전의 트리거 : 통화정책 & 경기 & 달러

---

Strategist 이경민

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

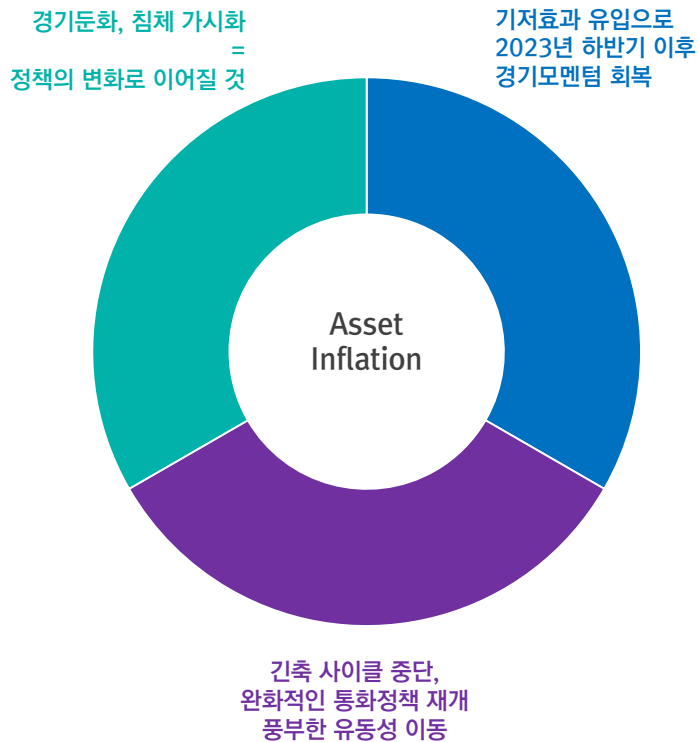
Strategist, RA 김정윤

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



# [Long-term View] 궁즉변(窮卽變), 변즉통(變卽通) = Asset Inflation

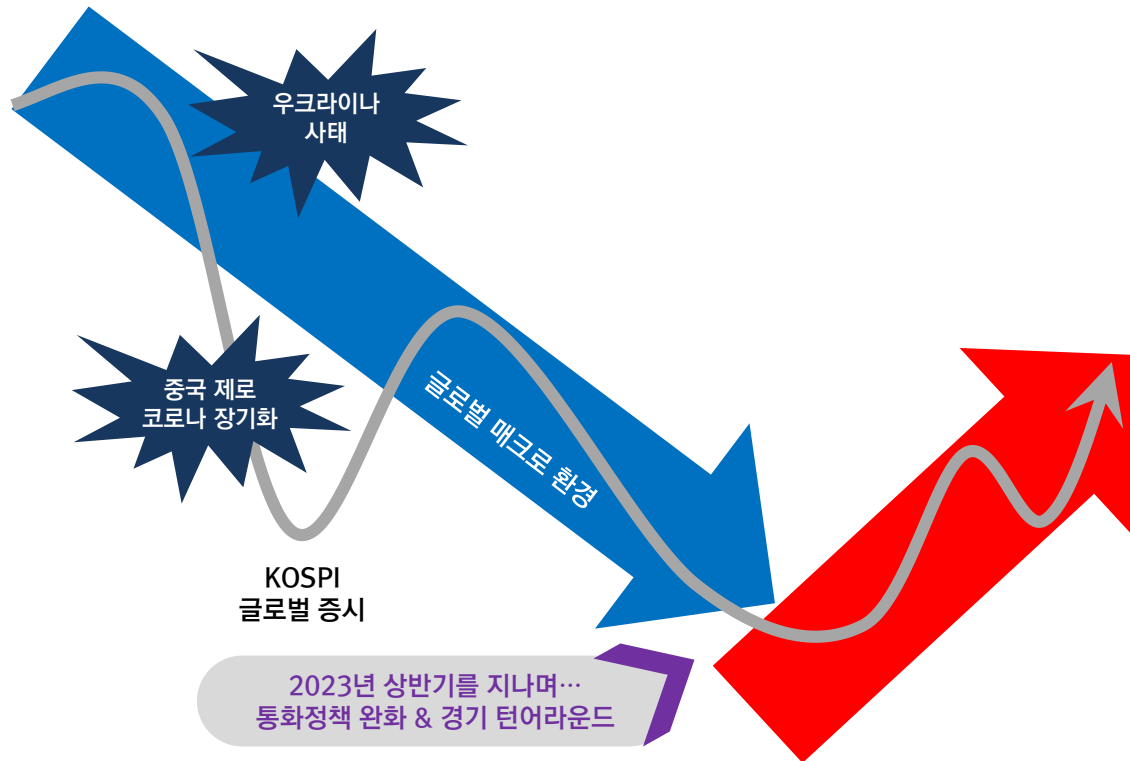
경기 경착륙, 침체 우려는 결국 통화정책, 재정정책 변화로 이어질 것



- 아이러니하게도 2022년 4분기 이후 글로벌 펀더멘털 환경 악화는 2023년 상반기 이후 글로벌 투자환경의 긍정적인 변화를 기대케 할 것
- 궁즉변(窮卽變) : 경기 경착륙, 침체 가능성이 글로벌 증시의 저점통과 가능성을 높일 전망. 펀더멘털에 대한 불안감이 커지는 만큼 통화정책과 재정정책은 완화적으로 전환
- 변즉통(變卽通) : 2023년 상반기를 지나며 다시 한 번 글로벌 정책공조와 글로벌 갈등 양상이 진정될 경우 경기불안은 제어되고, 경기 턴어라운드 기대가 되살아날 것

## [Long-term View] 증시 추세 반전은 언제쯤?

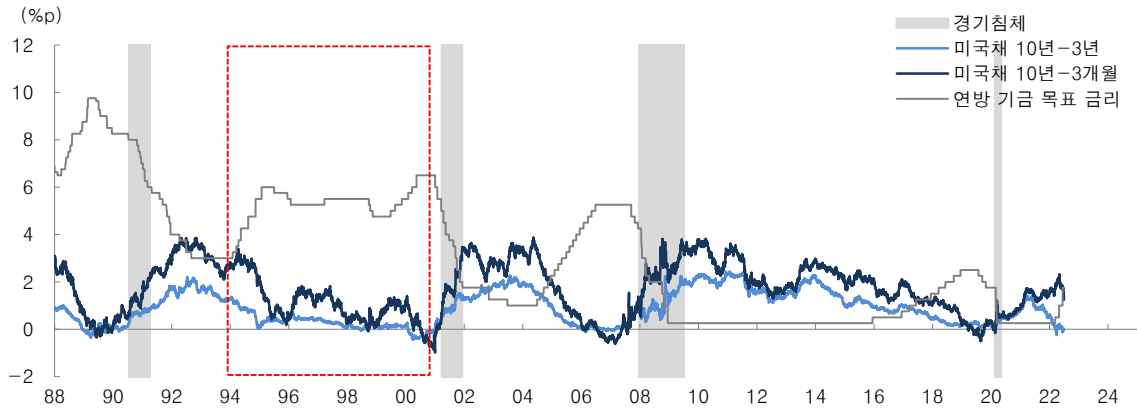
21년 하반기~23년 상반기까지 매크로 환경 둔화/악화국면에서 Trading 기회 포착  
장기 하락추세 종료, 장기 추세반전은 23년 상반기를 지나며 기대해 볼 수 있을 것



- 2022년 하반기 경기경착륙 가시화, 경기 침체 가능성 확대 등은 시차를 두고 또다른 기회로 이어질 전망
- 오히려 새롭게 시작할 계기가 될 가능성이 높다는 판단.
- 2023년 상반기를 지나며 2022년 상반기 경기부진에 따른 기저효과가 유입되는 가운데 통화정책은 완화적으로 전환될 가능성 높다고 판단
- 여전히 풍부한 유동성 환경에 긴축이라는 부담이 사라지고, 경기 저점통과, 턴어라운드 기대가 유입될 경우 추세 반전의 트리거가 될 수 있을 것
- 우라가미 구니오가 제시한 주식시장의 사계에 있어 금융(유동성) 장세로 전환 예상

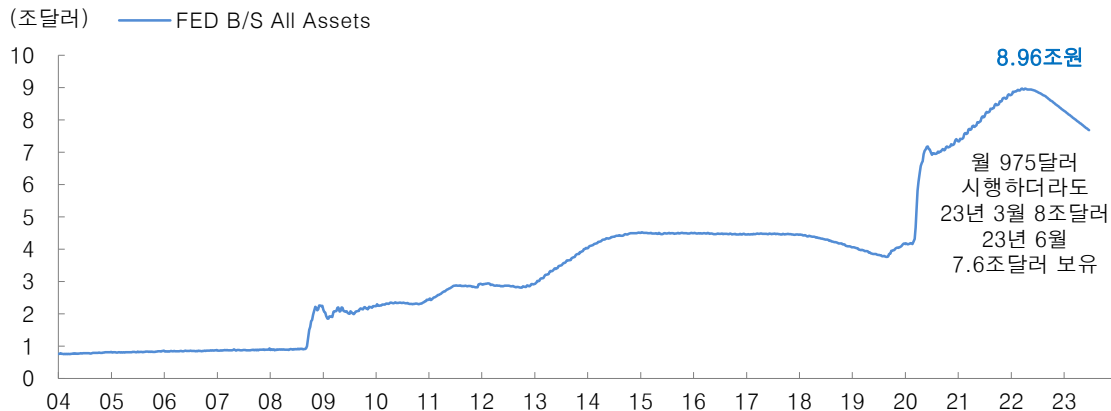
# [Turning Point 1. 통화정책] 경기 경착륙 가시화 = 통화정책 완화, 풍부한 유동성 환경 유효

1994년 급격한 금리인상 이후 96년, 98년 금리인하/인상을 반복해가며 경기확장세 지속



자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

QT 시행되더라도 연준은 21년 상반기보다 많은 자산 보유

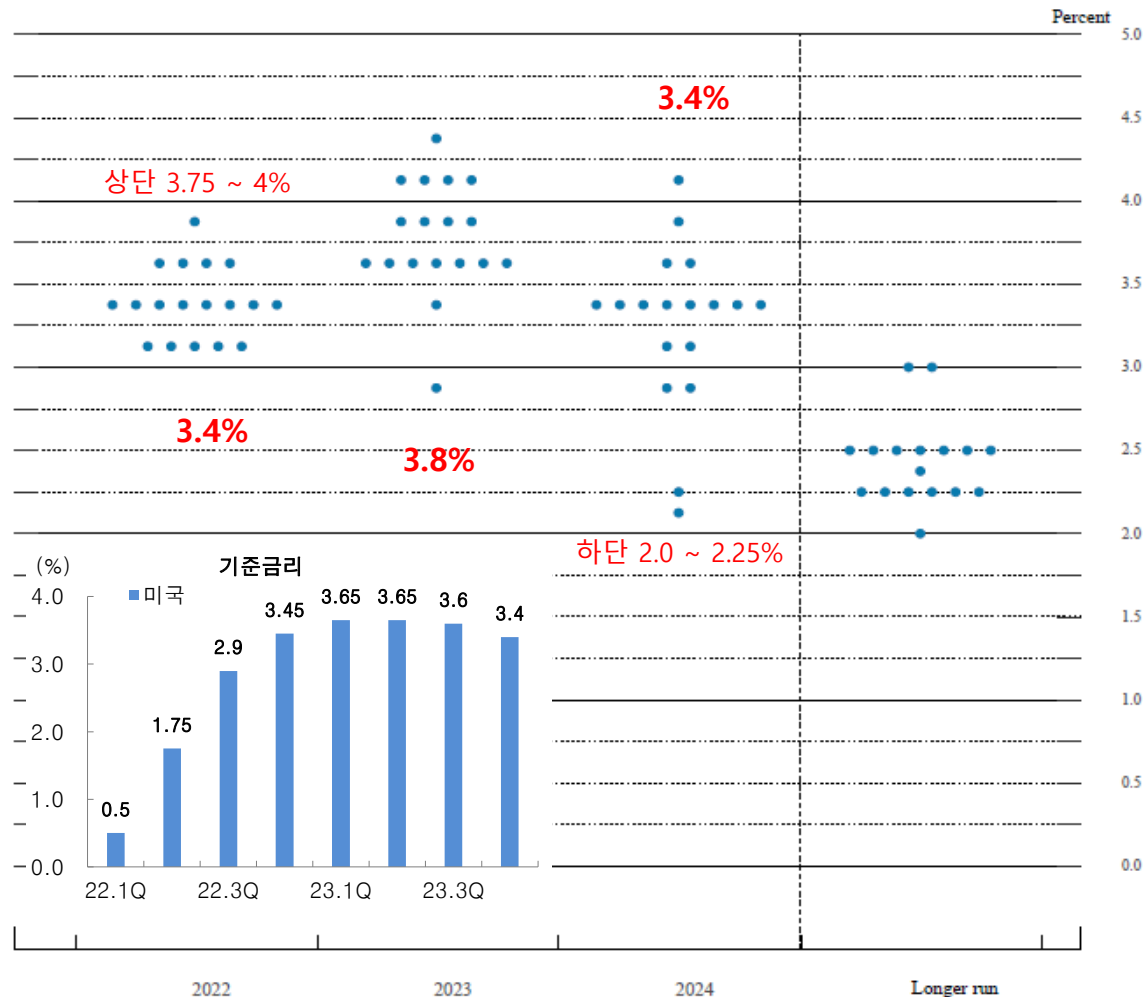


자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 고물가를 잡고자 하는 연준의 정책대응 의지 속에 경기와의 균형감각을 강조하고 있는 상황을 감안할 때 1994년 ~ 2000년까지의 통화정책 사이클이 2020년 ~ 2025년까지 압축적으로 전개될 가능성이 높다고 판단
- 한편, 연준이 6월부터 QT를 시행하며 현재 스케줄대로라면 코로나19 팬데믹 이전 수준으로 회귀하는데 3년의 시간이 소요
- 2023년 3월에는 8조달러, 2023년 6월에는 7.6조달러의 연준 자산이 유지될 것이며 여전히 유동성 환경은 풍부한 상황

# [Turning Point 1. 통화정책] 6월 FOMC에서 이미 장기 통화정책 스탠스 확인 가능

## 연준 6월 점도표 24년 금리인하 가능성 시사

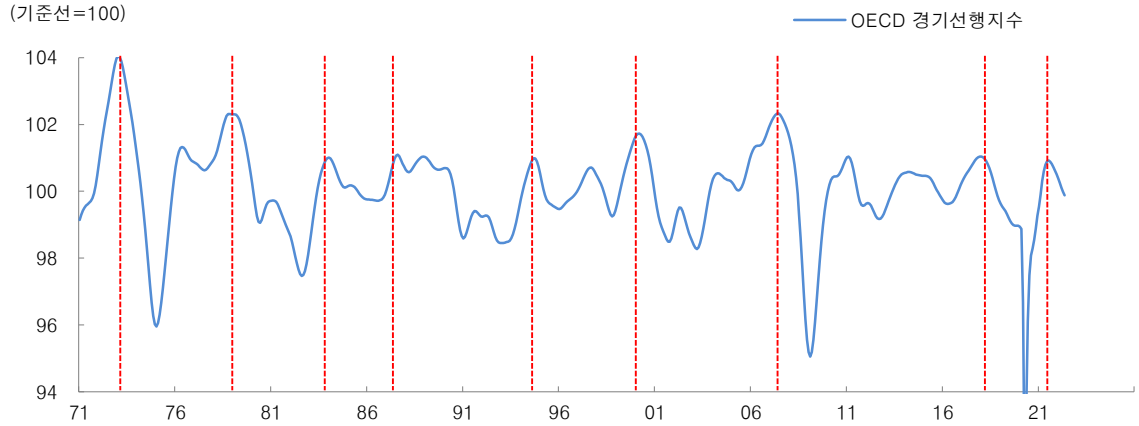


- 연준의 장기 통화정책 스탠스는 6월 FOMC 점도표를 통해 확인
- 24년 금리인상 예상은 2023년(3.8%)보다 낮은 3.4%. 두 명의 연준위원은 2% 초반으로 금리인하 전망으로 표명
- 2024년 금리인상 가능성이 엇보인 점도표는 연준이 경기도 주시하고 있으며, 상황에 따라 정책대응이 변할 수 있음을 시사
- 블룸버그 컨센서스 기준 2023년 3분기 부터 기준금리 인하 전망 유입되기 시작

자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

# [Turning Point 2. 경기사이클] 2023년 하반기 경기 턴어라운드 가능성

## 글로벌 경기둔화 사이클 진행 중



자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

## 2000년 이후 평균적으로 경기 고점에서 경기 저점까지 24개월 소요 23년 하반기 경기 턴어라운드 가능성

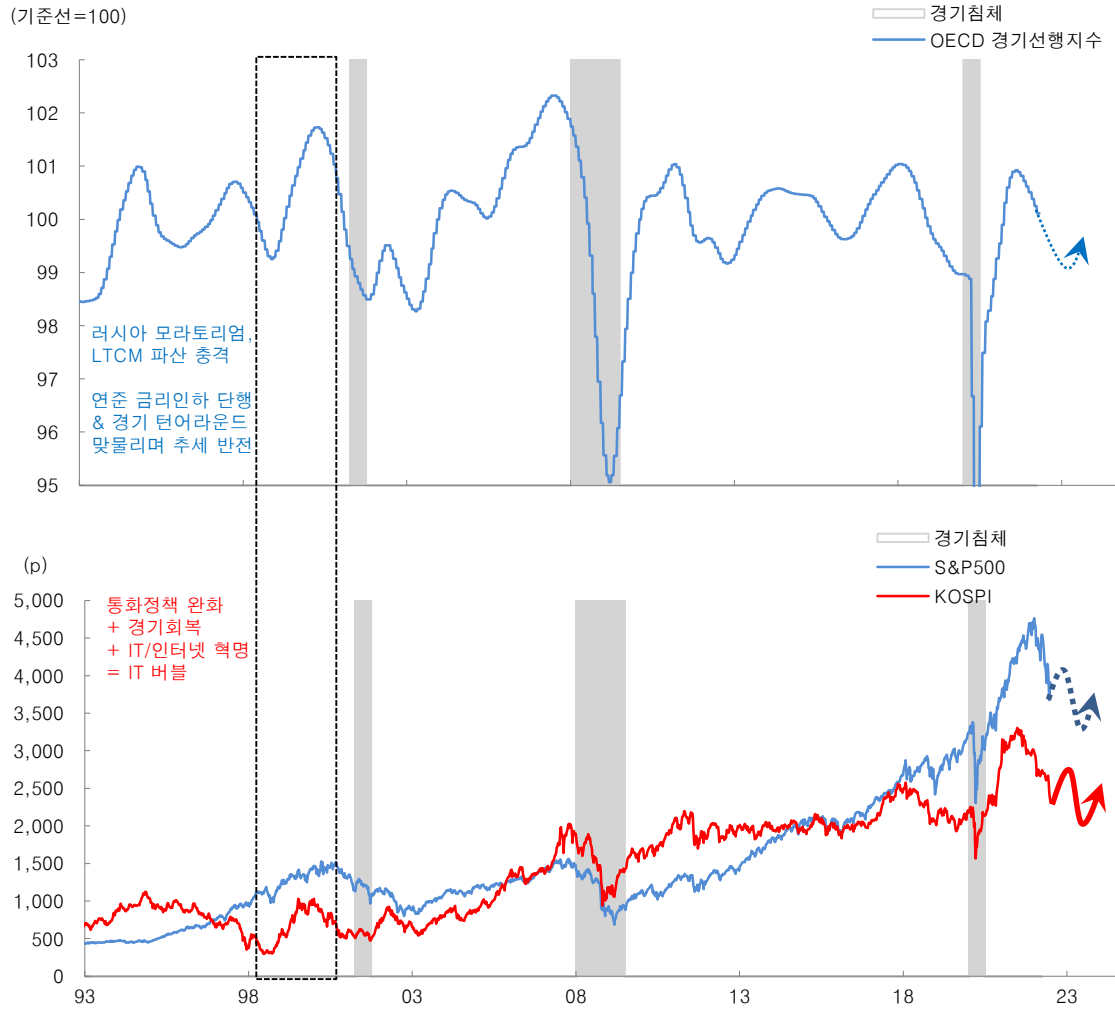
경기 고점		경기 저점		저점-고점 기간	고점-저점 기간
시기	고점 지수	시기	저점 지수		
1978-11-30	104.06	1982-08-31	95.95	46	45
1984-01-31	102.32	1986-07-31	97.46	19	30
1988-12-31	101.01	1992-12-31	99.71	29	48
1994-09-30	101.04	1996-02-29	98.45	21	17
1997-09-30	100.99	1998-10-31	99.49	19	13
2000-03-31	100.71	2003-03-31	99.25	17	36
2007-06-30	101.73	2009-02-28	98.27	51	20
2011-02-28	102.33	2012-09-30	95.06	24	19
2014-04-30	101.04	2016-05-31	99.17	19	25
2018-01-31	100.58	2020-04-30	99.63	20	27
2021-07-31	101.04			15	10(진행 중)
1990년 이후 평균				24	26
2000년 이후 평균				24	25
2010년 이후 평균				20	24

자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

- 과거 경기 순환 사이클을 보면 2010년 이후 평균적으로 경기 정점통과 이후 24개월 뒤 경기 저점을 확인
- 통계적인 측면에서 2023년 7월 전후 경기 저점 확인 가능성 높음
- 특히, 물가 부담, 긴축 우려, 외생 변수 등으로 인해 경기 둔화 폭과 강도가 커진다면 오히려 저점통과 시점은 앞당겨질 수 있음
- 22년 하반기 경기모멘텀 약화, 23년 상반기 경기경착륙이 가시화될 경우 기저효과만으로도 23년 하반기부터 턴어라운드 기대
- 2024년 상반기까지 경기 상승사이클 지속 가능

# [Turning Point 2. 경기사이클] 23년 하반기 통화정책 + 경기 + 산업 사이클 증시에 긍정적

## 1998년 통화정책 완화 전환, 경기 턴어라운드 맞물리며 IT 버블 국면 진입



- 연준의 경기상황에 따른 통화정책 조절 과정에서 부스터 역할을 해 주었던 것은 경기사이클
- 경기 둔화, 경착륙 우려감이 유입되면서 시장 충격이 가해지면 연준의 통화정책 전환이 수반되었고, 이후 경기사이클이 상승반전하면서 증시는 더 강한 상승추세를 이어갔음
- 자산 버블 영역으로 갈 수 있을지는 좀 더 확인이 필요하지만, 2024년에는 금리 인상이 재개되더라도 충분히 극복 가능한 경기모멘텀을 보유했을 가능성이 높다는 판단

# [Turning Point 3. 달러] 일시적인 약세 흐름은 가능하지만, 강세 추세는 지속될 것

## 달러 인덱스 강세 추세는 지속 예상



- 전반적인 매크로 환경과 통화정책 불확실성이 큰 상황에서 달러 강세는 지속될 수 밖에 없음
- 3분기 안도심리에 근거한 일시적인 약세는 가능하겠지만, 낙폭은 제한적이고 4분기 중에는 다시 한 번 고점을 넘어설 가능성 경계(상단107p)
- 가뜰이나 중국, 유럽발 경기 불확실성이 커지는 상황에서 미국의 경기 경착륙/침체 우려가 커질 경우 달러에 대한 수요는 확대될 수 밖에 없을 것

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

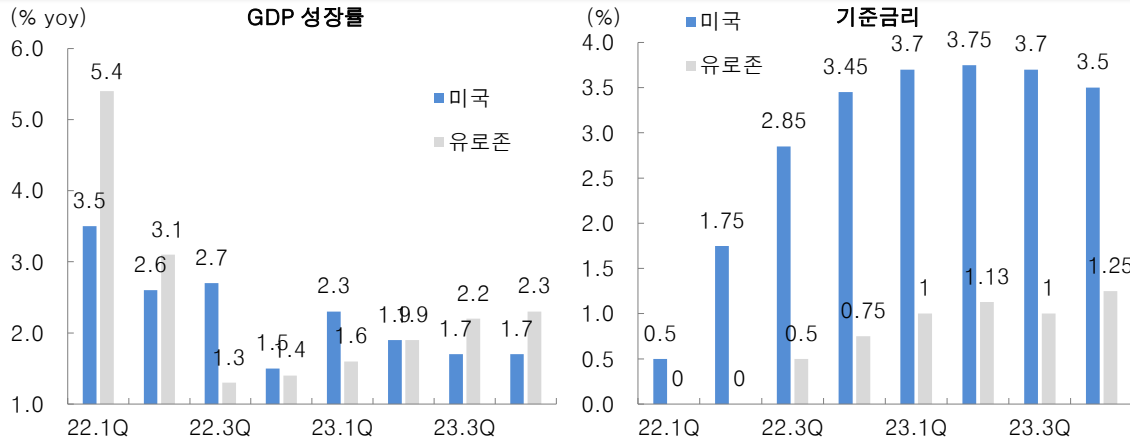
## 경기가 불안하고, 침체가 우려될 때는 안전자산 선호 - 달러 수요 확대 - 달러 강세



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

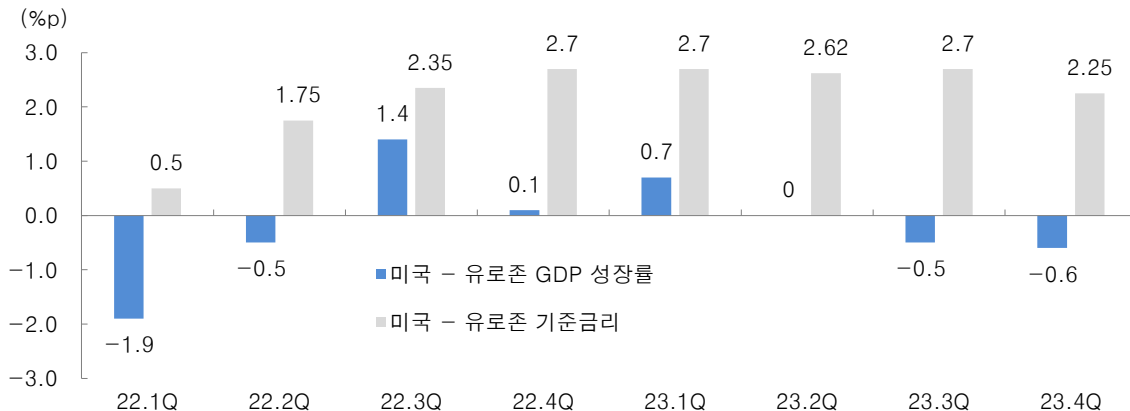
## [Turning Point 3. 달러] 2023년 2분기 달러 약세반전 가능성

### 23년 2분기부터 유로존 성장률 우위. 올해 3분기 ECB 기준금리 인상 예상



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

### 23년 1분기까지 미국 성장률 우위 & 통화정책 격차 확대. 23년 2분기부터는?



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 달러화를 가능하게 있어 중요한 변수는 유럽. 달러 인덱스 구성의 57.6%가 유로화이기 때문
- 따라서 미국과 유럽 간의 GDP 성장률, 통화정책 격차에 따라 달러 향배가 결정되는 경우가 많음
- 22년 이후 23년 1분기까지 미국과 유럽 간의 통화정책 격차 확대 예상
- 유로존도 통화정책 정상화에 이어 금리 인상을 준비하고 있지만, 연준의 금리인상, 긴축 속도를 따라가지는 못하는 상황
- 게다가 23년 1분기까지는 미국 GDP 성장률이 유럽보다 우위. 2023년 2분기 이후 달러 약세 반전 가능



# 7월 전망

## KOSPI Band ; 2,250 ~ 2,540p

---

Strategist 이경민

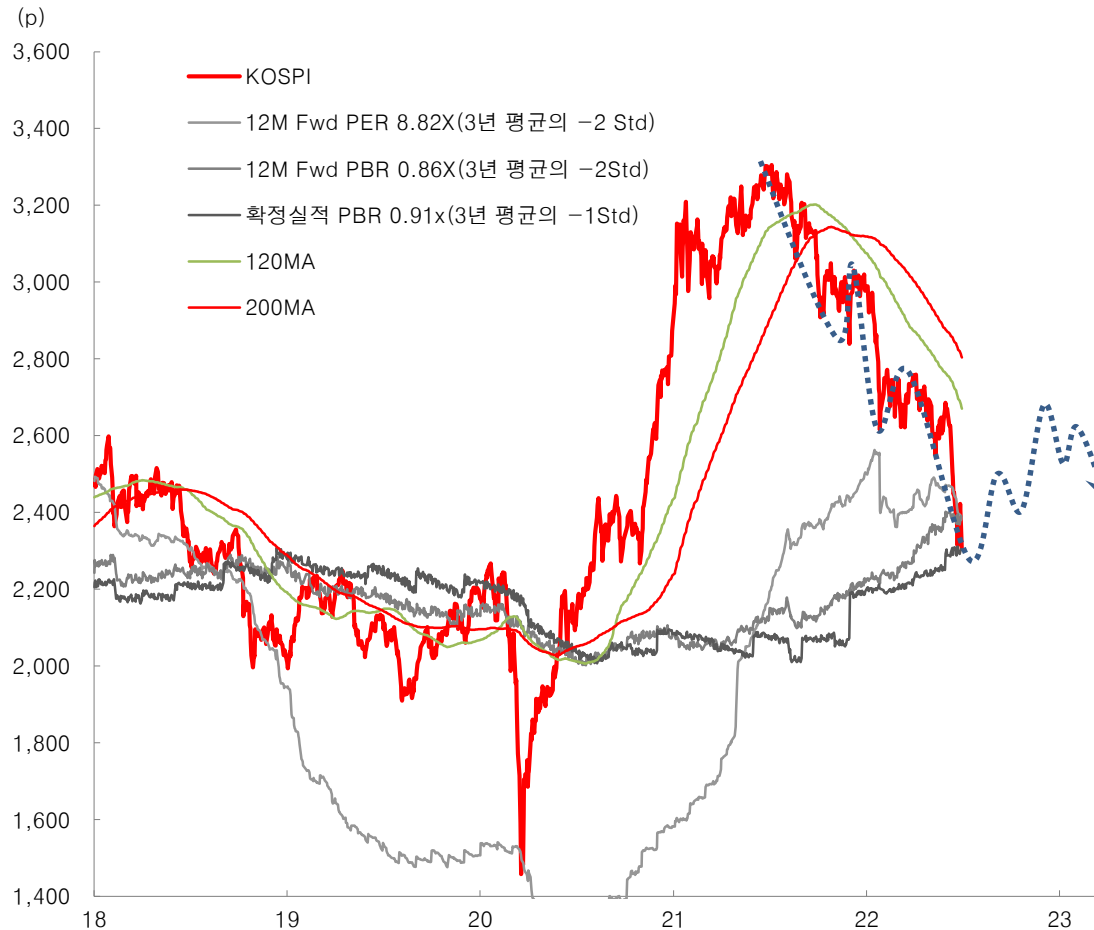
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, RA 김정윤

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

## 7월 KOSPI는 단기 UnderShooting 국면에서 벗어날 전망

6월까지 기존 악재의 재생산 국면에서 국내 수급이슈로 추가적인 레벨다운  
KOSPI 2,350선 이탈은 단기 UnderShooting 국면. 2,400선 회복 여부가 관건

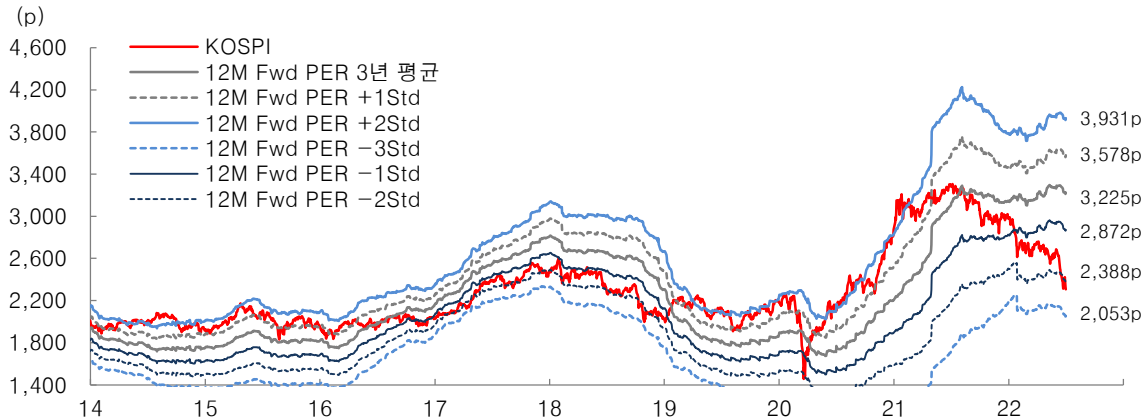


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 6월에는 물가 충격으로 인해 기존 예상과 가정들이 무너진 상황
- 물가 정점통과 기대가 소멸되었고, 고강도 금리인상 우려와 이로 인한 경기침체 우려가 배가되면서 글로벌 증시 레벨다운
- 다행히 6월 FOMC 이후 금리인상 속도/강도에 대한 우려는 진정되었지만, 경기침체 우려에 좀처럼 저점권에서 벗어나지 못함
- KOSPI는 특히, 국내 수급 변수로 인해 추가적인 레벨다운 전개, 중요 지지선 하향 이탈. 단기 UnderShooting 국면에 진입
- 7월에는 물가 부담, 경기침체 우려 완화 속에 바이든의 인플레이션 제어 행보가 반등 동력이 될 전망
- 유가 안정과 대중국 관세 철회 등이 KOSPI를 비롯한 글로벌 증시에 반등동력으로 작용할 전망
- 현재 구간에서 낙폭과대주 중심의 단기 트레이딩 전략은 유효하나, 하락추세가 유효함에 따라 목표수익률, 투자기간을 낮고 짧게 가져가야 할 것

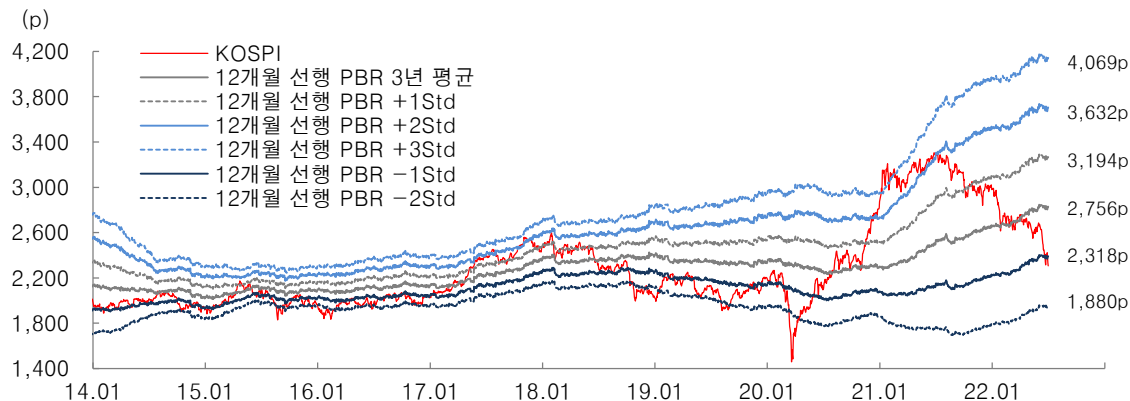
# 7월 KOSPI Band 2,250 ~ 2,540p

## 12개월 선행 PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 12개월 선행 PBR Band

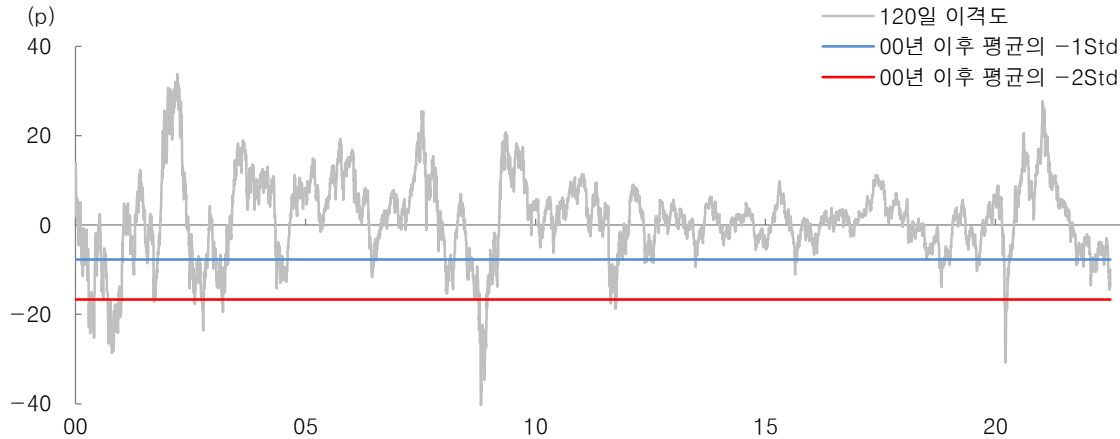


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 7월 KOSPI Band는 2,250 ~ 2,540p
- 하단 KOSPI 2,250p : 12개월 선행 PER 8.3배, 확정실적 PBR 0.89배로 22년 평균의 -3표준편차 수준. 3년 평균의 -2표준편차, -1표준편차 마저 하회한 단기 UnderShooting 구간
- 상단 KOSPI 2,540p : 12개월 선행 PER 9.4배, 확정실적 PBR 1.01배로 22년 평균의 -1표준편차 수준. 단기 언더슈팅 이후 자율 반등만으로도 도달 가능한 밸류에이션 레벨로 판단
- 단기적으로 실적/펀더멘털 모멘텀과의 괴리율 축소, 기술적 반등국면 예상
- 연준의 고강도 긴축, 경기침체 우려 일정 부분 선반영. 금리인상 속도/강도에 대한 부담 완화, 아직은 경기가 양호하다는 안도감 유입 가능
- 바이든의 중동방문, 대중국 관세철회 이슈가 단기 모멘텀이 될 가능성 높음. 7월 CPI 결과 확인 전후 물가 정점통과 기대 유입 여부 체크

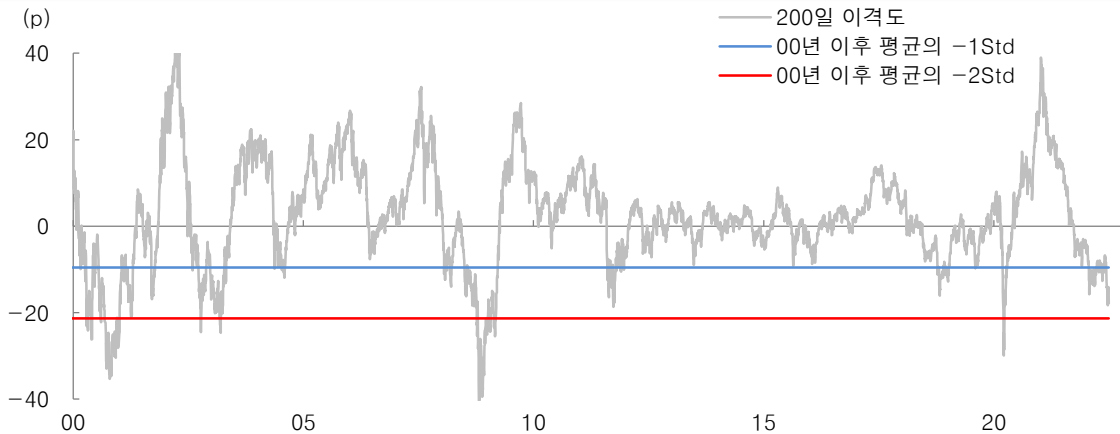
# KOSPI 경기선(120일), 추세선(200일) 이격도는 장기 저점권에 근접

## KOSPI 120일 이동평균선 이격도, 괴리율 확대로 1차 지지권에서 반등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## KOSPI 200일 이동평균선 이격도, 1차 지지권 이탈 이후 회복 시도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI 이격도는 1차 지지권을 하향이탈한 이후 2차 지지권에 근접
- KOSPI 하락추세가 진행 중임을 시사하는 한편, 단기 지지권에 근접하고 있음을 보여주는 부분
- 다만, 120일, 200일 이동평균선 하락세가 이어지고 있어 가격매력에 따른 반등 시도가 가능하지만, 아직은 상승추세 재개, 추세반전까지 시간이 필요함을 의미
- 12개월 이상의 중기 조정국면을 거치며 충분한 가격/기간조정을 거치고 있지만, 추세 반전을 자신하기는 어려운 상황
- 중기 하락추세가 진행 중이고, 추세반전을 확인하기 전까지는 120일, 200일 이동평균선이 저항선 역할을 할 수 있다는 판단

## 7월 주요 경제지표 및 이슈/이벤트 일정 : 물가, FOMC, 그리고 바이든 대통령 중동 순방

	7월 4일 ~ 10일	7월 11일 ~ 20일	8월 21일 ~ 30일
<b>통화정책</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>7일 미국 연준 6월 FOMC 의사록 공개</li> <li>8일 라가르드 ECB 총재 연설</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>13일 한국 BOK 7월 금통위</li> <li>14일 미국 연준 베이지북 공개</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>21일 유로존 ECB 7월 통화정책회의</li> <li>21일 일본 BOJ 7월 금정위</li> <li>28일 미국 연준 7월 FOMC</li> </ul>
<b>경제지표</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>4일 유로존 5월 생산자물가</li> <li>5일 한국 6월 소비자물가</li> <li>5일 중국 6월 차이신 서비스업, 종합 PMI</li> <li>5일 유로존 6월 S&amp;P 글로벌 서비스업, 종합 PMI</li> <li>5일 미국 5월 제조업수주, 내구재 주문</li> <li>6일 미국 6월 S&amp;P 글로벌 서비스업, 종합 PMI, ISM 서비스업지수</li> <li>7일 독일 5월 산업생산</li> <li>7일 미국 6월 ADP 취업자 변동, 5월 무역수지, 주간 신규 실업수당청구건수</li> <li>8일 미국 6월 비농업부문고용, 실업률</li> <li>9일 중국 6월 소비자물가, 생산자물가</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>11일 일본 5월 핵심기계수주</li> <li>12일 일본 6월 생산자물가</li> <li>12일 독일 7월 ZEW 서베이 예상</li> <li>12일 미국 6월 NFIB 소기업낙관지수</li> <li>13일 한국 6월 실업률</li> <li>13일 유로존 5월 산업생산</li> <li>13일 미국 6월 소비자물가</li> <li>13일 중국 6월 수출입, 무역수지</li> <li>14일 미국 6월 재정수지</li> <li>14일 미국 6월 생산자물가, 주간 신규 실업수당청구건수</li> <li>14일 미국 6월 생산자물가, 주간 신규 실업수당청구건수</li> <li>15일 한국 6월 수출입물가</li> <li>15일 중국 6월 광공업생산, 소매판매, 고정자산투자, 2/4분기 GDP 성장률</li> <li>15일 미국 7월 뉴욕 제조업지수, 미시간대학교 소비자신뢰지수, 6월 소매판매, 광공업생산</li> <li>18일 미국 7월 NAHB 주택시장지수</li> <li>19일 미국 6월 주택착공, 건축허가</li> <li>20일 미국 6월 기존주택매매</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>21일 일본 6월 수출입, 무역수지</li> <li>21일 한국 7월 1~20일 수출입</li> <li>21일 미국 7월 필라델피아 연은 제조업지수, 주간 신규 실업수당청구건수</li> <li>22일 한국 6월 생산자물가</li> <li>22일 일본 6월 소비자물가</li> <li>22일 미국/유로존 S&amp;P 글로벌 제조업, 서비스업, 종합 PMI</li> <li>25일 독일 7월 IFO 서베이</li> <li>25일 미국 6월 시카고 연은 국가활동지수, 7월 달러스 연은 제조업지수</li> <li>26일 한국 2/4분기 GDP 성장률(잠정치)</li> <li>26일 미국 7월 컨퍼런스보드 소비자기대지수, 리치몬드 연은 제조업지수</li> <li>27일 한국 7월 소비자심리지수</li> <li>27일 중국 6월 공업이익</li> <li>27일 독일 8월 GfK 소비자기대지수</li> <li>27일 미국 6월 도매재고, 소매재고, 내구재 주문</li> <li>29일 한국 6월 광공업생산</li> <li>29일 유로존 7월 소비자물가, 2/4분기 GDP 성장률(잠정치)</li> <li>29일 미국 6월 PCE 물가</li> <li>31일 중국 7월 국가통계국 제조업, 비제조업, 종합 PMI</li> </ul>
<b>기타 일정</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>14일 옵션 만기일</li> <li>13~16일 바이든 대통령 중동 순방</li> </ul>	

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

시장의 이목은 6월 미국 소비자물가와 월 중순 예정된 바이든 대통령의 중동 순방 일정 결과에 집중될 것. 특히 중동 순방 결과는 인플레이션 통제에 대한 시장 기대감에 영향을 미칠 것으로 예상. 8일 미국 고용보고서, 15일 미국 실물지표, 소비자신뢰지수 결과가 이전보다 악화되지만 않는다면 금융시장 변동성 확대 요인이었던 경기침체 우려도 후퇴할 것으로 기대. 통화정책 일정으로는 7일 6월 FOMC 의사록, 28일 7월 FOMC를 통해 연준의 인플레 통제 의지, 경기에 대한 평가도 주목해야 할 것. 대내적으로 13일 예정된 한국은행 금통위에서도 빅스텝(50bp) 인상 여무도 주목

# 단기 UnderShooting 국면. 기술적 반등의 트리거는?

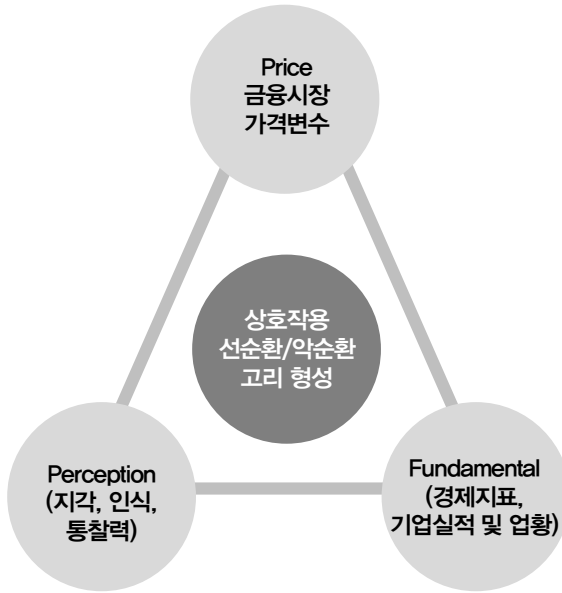
---

Strategist 이경민

02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

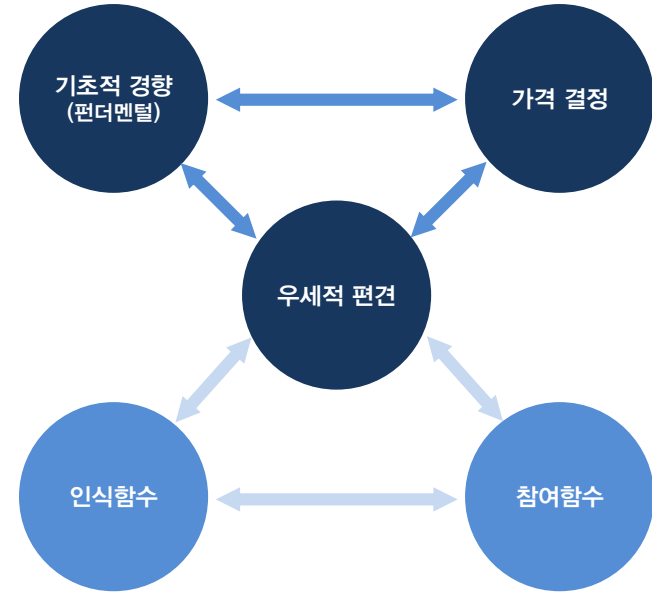
# [재귀성 이론] 자기강화 현상. 악순환의 고리로 인한 UnderShooting 국면 진입

## 소로스의 재귀성 이론



자료: 조지 소로스 금융시장의 새로운 패러다임, 대신증권 Research Center

## 편견에 의한 자기강화 현상



자료: 조지 소로스 금융시장의 새로운 패러다임, 대신증권 Research Center

소로스의 '재귀성(Reflexivity) 이론' : 세상은 불완전하므로 시장 참가자들이 서로 영향을 주고, 그 영향이 다시 시장 가격에 미치는 과정을 반복함으로써 가격이 급등하거나 급락할 수 있다는 주장

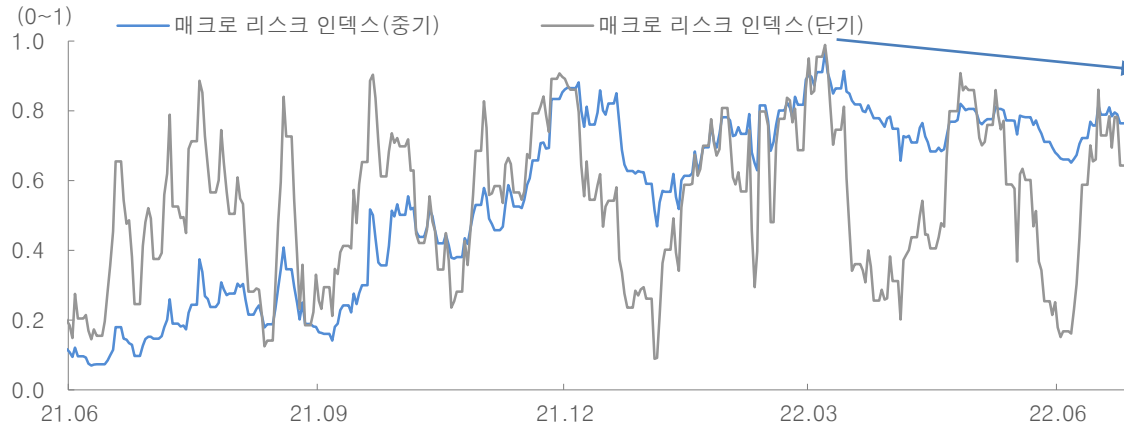
즉, 행위 주체, 투자자들 간 상호작용이 Positive, Negative 피드백을 만들어 내면서 평균수준을 벗어나는 과열과 침체를 만든다는 것

투자자들은 비이성적 판단을 내릴 수 있어 가격이 지속해서 오르거나 떨어질 경우 합리적인 지점을 찾지 못하고 오히려 한 방향으로만 몰리는 '자기강화 현상' 전개. 자기강화 현상은 영원하지 않지만, 현재는 글로벌 금융시장과 가격변수, 투자심리 간에 악순환의 고리 형성 중

향후 재귀적인 현상의 고리가 약화되고, 끊어진 이후에나 추세반전을 가능할 수 있을 것

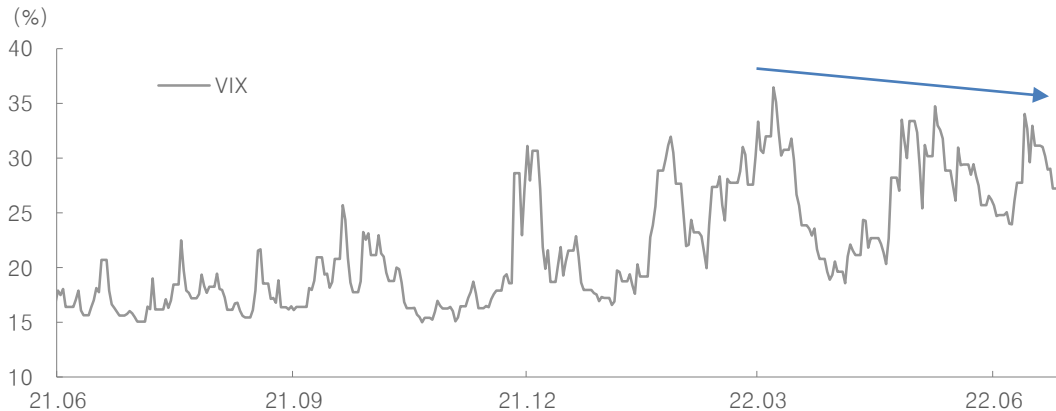
## [투자심리] 리스크, 변동성 지표는 2022년 3월보다 낮은 상황

### 22년 3월 보다 낮은 리스크 지표



자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

### 변동성 지표도 22년 3월보다 낮아



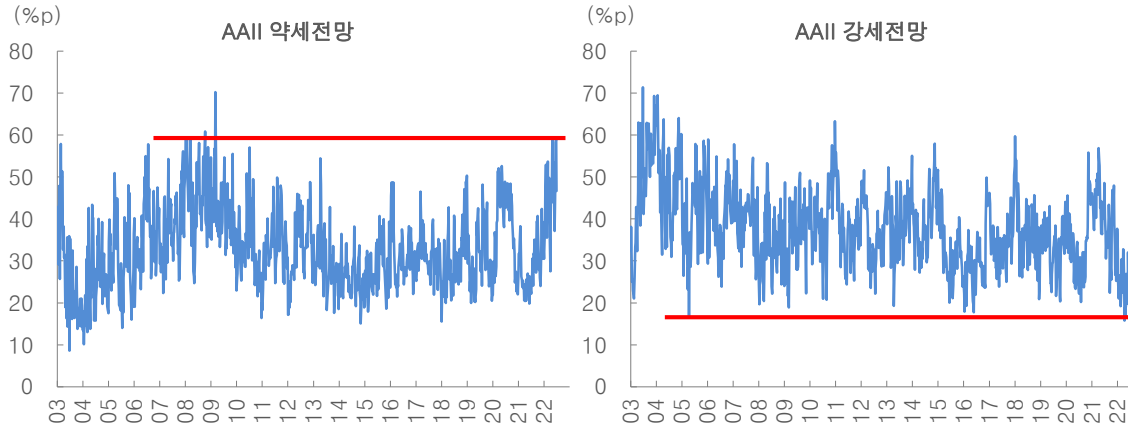
자료: AAI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 매크로 리스크 인덱스와 VIX 등 금융시장 투자환경을 가늠할 수 있는 지표들은 여전히 고공행진 중
- 그러나 고점 수준은 2022년 3월 이후 점차 낮아지고 있음. 주식시장에 노출된 리스크, 변동성 환경이 2022년 3월보다는 더 나쁘지 않다는 의미
- 그럼에도 불구하고 KOSPI를 비롯한 글로벌 증시는 2022년 3월 이후 고점을 하회하면서 저점을 낮춰가고 있는 상황



# [투자심리] 2008년 수준까지 위축된 투자심리. 불안감을 넘어 공포심리 유입

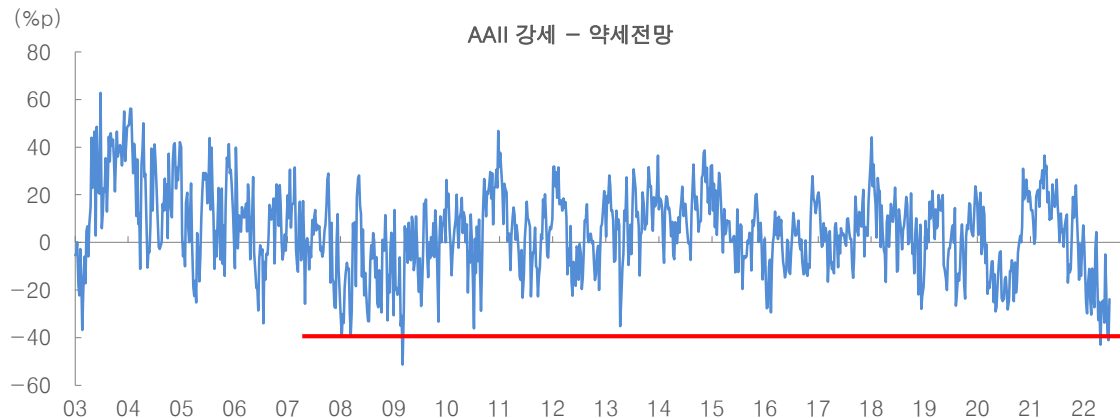
## 문제는 심리. 20년 3월보다 더 위축



- 투자심리는 2020년 3월 코로나19 팬데믹 당시보다 더 위축, 2008년 금융위기 수준에서 등락 중
- 경기/펀더멘털 환경보다 심리가 더 크게 위축되고, 공포심리에 시달리는 상황
- 이로 인해 글로벌 금융시장은 악재에 민감하고, 호재에 둔감하게 반응
- 6월 증시 급락도 투자심리 위축 국면에서 기존 악재들의 부상으로 인한 추가 언더슈팅 국면, 전저점 테스트 국면으로 판단
- 기존 악재들의 재부상이 주식시장의 새로운 하락추세를 야기할 가능성은 낮다고 생각

자료: AAI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

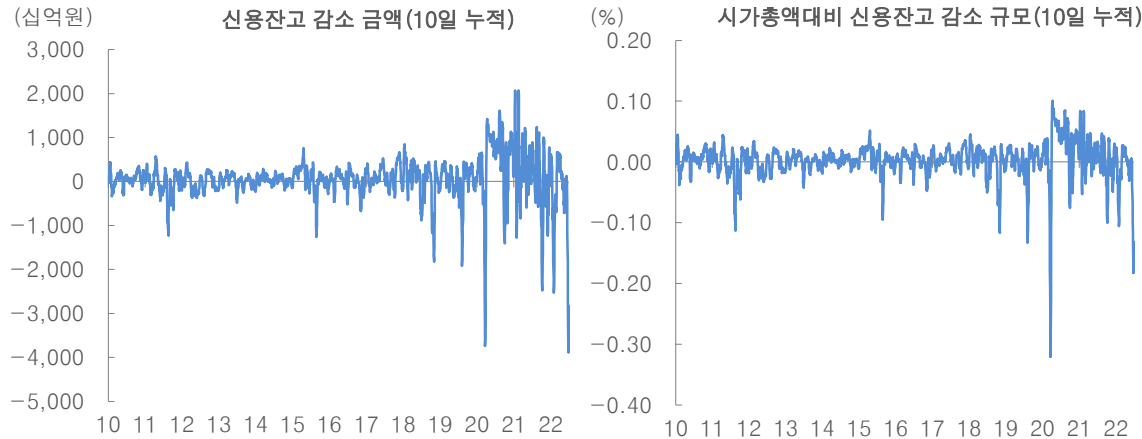
## 강세 - 약세전망 Spread는 2008년 금융위기 이후 최저 수준



자료: AAI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## [KOSPI 급락] 개인 투자자 반대매매, 디레버리징 충격 정점 통과 가능성

### 신용잔고 감소 규모, 시가총액 대비 감소 비중 등은 금융위기 이후 저점권 도달



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

### 개인 자금의 디레버리징 충격은 단기 정점 통과 가능성 높아

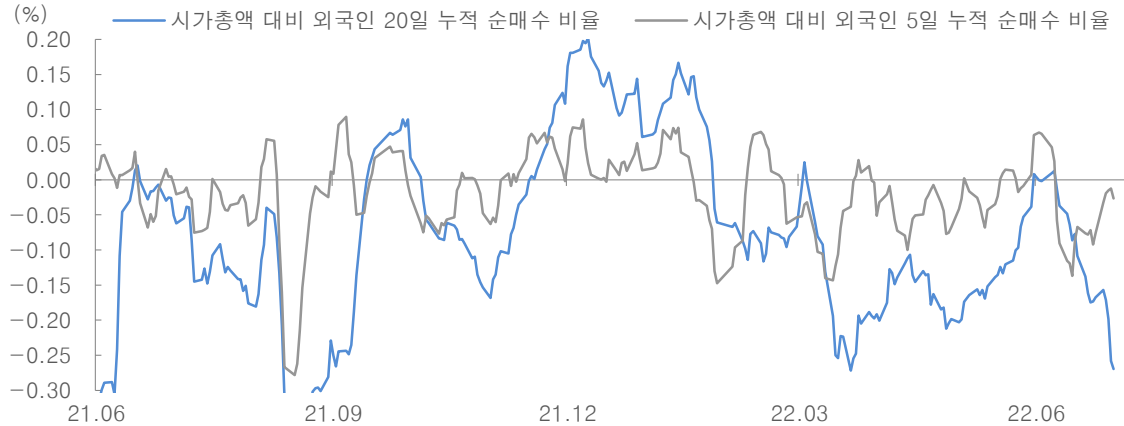


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 6월말 KOSPI의 차별적인 급락세를 야기했던 개인 투자자들의 반대매매, 디레버리징 충격도 정점통과 가능성 높음
- 6월 30일 기준 지난 10거래일 동안 출회된 2.8조원. 28일에는 10일 누적 3.9조를 기록하기도 함. 이는 2010년 이후 최대 물량
- 시가총액대비 신용잔고 감소 비율(10거래일 누적) 또한 2010년 이후 저점권인 -0.18% 수준 통과. 코로나19 충격 이후 가장 낮은 수준
- 거래대금대비 신용잔고 감소 비율(10거래일 누적)도 24.9%까지 급락 이후 회복 중. 이는 코로나19 팬데믹 충격 당시보다 더 높은 비중
- 6월 마지막 2주 동안 반대매매, 개인투자자들의 디레버리징의 시장 영향력이 금융위기 이후 가장 강했던 한편, 정점권에 근접했다는 의미

# [KOSPI 급락] 외국인 대량 매도 압력도 단기 정점 통과 가능성

## 외국인도 단기 매도 Climax 통과 가능



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 달러대비 원화 일방적인 약세가, 진정될 전망. 원/달러 환율 1,280원 이탈 여부 주목

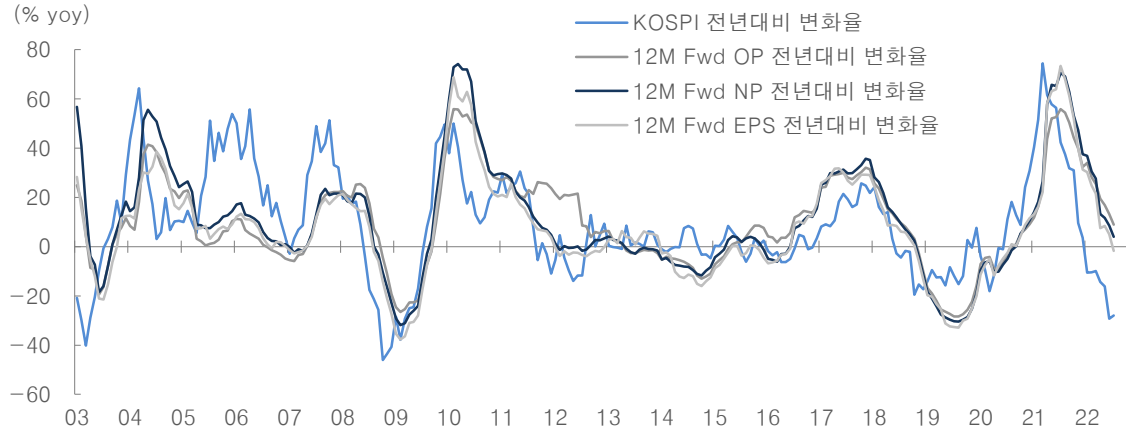


자료: Bloomberg, FnGuide, 대신증권 Research Center

- 외국인 단기 매도 강도(시가총액 대비 외국인 5일 누적 순매수 비율) 또한 21년 6월 이후 저점권에서 반등시도 중
- 원화의 일방적인 약세가 진정된다면 외국인 수급 개선 가능성도 높아졌다는 판단
- 원/달러 환율 1,280원선 하향이탈 여부 주목. 5월 중순 ~ 말까지 외국인 1,6조 원 순매수 당시 원/달러 환율 1,280원선 하향이탈이 트리거

# [KOSPI 급락] 실적/펀더멘털과의 괴리율은 과거 보지 못했던 수준까지 확대

## KOSPI 변화율 Vs. 주요 선행실적 변화율



자료: 통계청, KITA, CEIC, FnGuide, 대신증권 Research Center

## KOSPI 변화율 Vs. 주요 경제지표 변화율



자료: 통계청, KITA, CEIC, FnGuide, 대신증권 Research Center

- 현재 KOSPI, 실적, 펀더멘털대비 극심한 저평가 영역에 위치
- 6월 저점 기준 KOSPI는 전년대비 -30% 기록 중. 금융위기 이후 최저수준까지 레벨다운
- 반면 주요 실적전망, 경제지표 변화율은 여전히 플러스 권
- 과거 최근과 같이 주가 흐름과 펀더멘털 간의 괴리가 크게 확대된 적은 없었음
- KOSPI와 실적, 경제지표 간 전년대비 변화율 Gap은 2010년 이후 평균의 -2표준편차 하회

# 심리/물가 안정 & 바이든 모멘텀

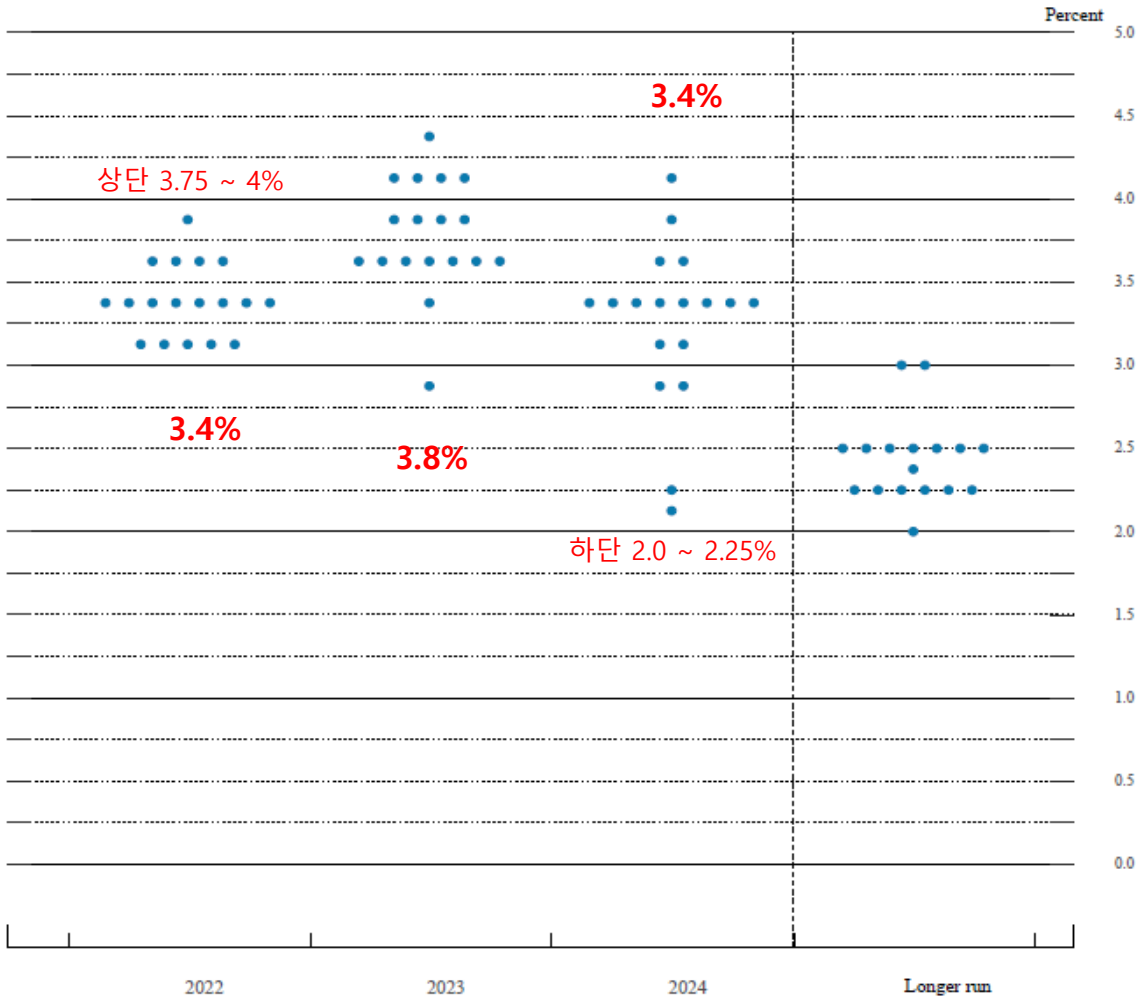
---

Strategist 이경민

02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

# [3Q 안도캘리] 6월 FOMC가 시장에 전한 메시지

연준 점도표 상향조정. 22년 상단은 4% 이하였고, 24년 금리인하 가능성 시사



- 6월 FOMC 자이언트 스텝 이후 안도감 유입. 단기 기술적 반등의 트리거로 볼 수 있음

- 1) 시장에 필요했던 것은 경기보다 인플레이션 억제력. 6월 FOMC에서 연준은 자이언트 스텝과 추가적인 고강도 긴축 가속화를 통해 강력한 인플레이션 제어 의지를 피력

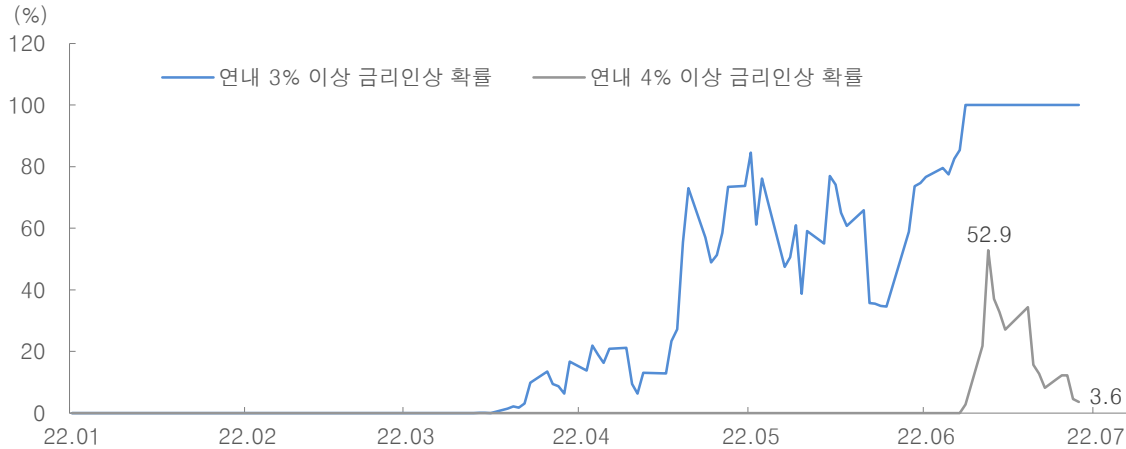
- 2) 투자자들의 우려보다는 덜 매파적이었던 연준의 스탠스. 시장은 이미 6월, 7월 연속적인 자이언트 스텝을 90% 이상 선반영. 연내 3% 금리인상은 물론, 4% 이상 금리인상도 50% 이상 예상

- 3) 24년 금리인상 예상은 2023년(3.8%)보다 낮은 3.4%. 두 명의 연준위원은 2% 초반으로 금리인하 전망으로 표명. 투자자들은 연준의 고강도 긴축으로 인한 경기침체 가능성을 걱정하고 있다. 이러한 상황에서 2024년 금리인상 가능성이 엇보인 점도표는 연준이 경기도 주시하고 있으며, 상황에 따라 정책대응이 변할 수 있음을 시사

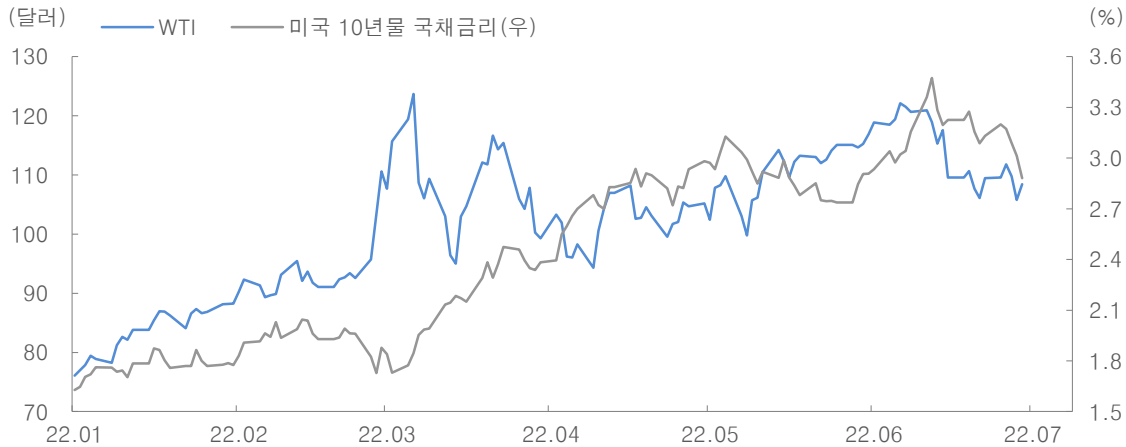
자료: FED, 대신증권 Research Center

## [3Q 안도캘리] 통화정책에 대한 과도한 우려는 진정

### 연내 4% 이상 금리인상 확률, 50% 수준에서 8%대로... 더 낮아질 전망



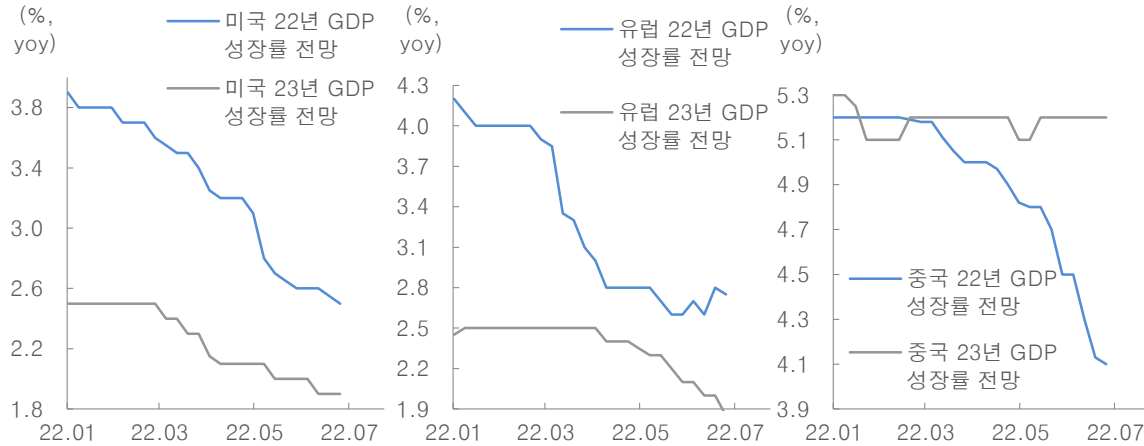
### 그동안 증시를 괴롭혀왔던 금리, 달러, 유가는 하락반전



- 6월 FOMC를 계기로 연준의 스탠스와 현재 펀더멘털 상황을 앞서간 투자자들의 불안심리가 진정되고 있음
- 6월 FOMC 직전 52.9%까지 급등했던 미국 기준금리가 연내 4% 이상 확률이 3.6%대로 레벨다운
- 4% 금리인상 컨센서스는 향후 0으로 수렴할 가능성 높아
- 연준의 강력한 인플레이션 제어 의지를 피력하면서 유가와 채권금리도 하락
- 향후 인플레이션 부담도 다소 진정되는 양상

## [3Q 안도렐리] 경기침체를 걱정하고 있지만, 아직은 아니야

### 22년, 23년 성장률 전망 동반 하향조정. 그러나 경기침체 우려는 과도하다고 판단



### 클리브랜드 연은 1년 내 경기침체 확률 5% 이하에서 등락. 침체 걱정은 아직...



- 경기침체에 있어서는 시장의 우려가 있을 뿐, 아직까지 가시적인 징후나 근거는 약한 상황
- 클리브랜드 연은의 경기침체 확률은 여전히 5% 수준에서 등락 중. 글로벌 성장률 전망 하향조정에도 미국, 유럽 모두 내년까지 2% 이상 성장 예상
- 중국의 경우 단기적으로는 제로 코로나 정책, 이로 인한 봉쇄조치의 충격이 반영되고 있지만, 이에 상응하는 경기부양정책에 대한 기대로 2023년 GDP 성장률 전망은 5% 초반에서 견조한 흐름을 이어가고 있음

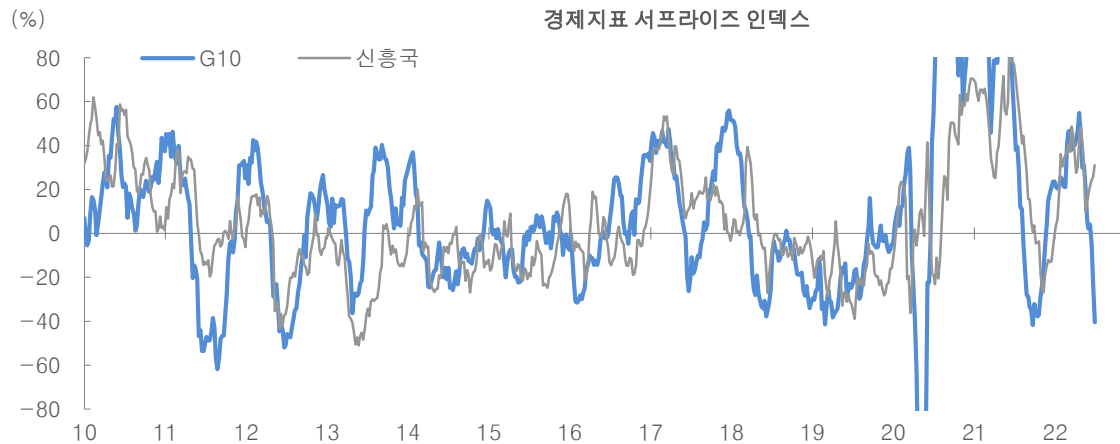


# [3Q 안도렐리] 경기침체 우려, 금리인상 속도/레벨에 대한 과도했던 공포가 진정되는 국면

## 미국 연준 내 강성 매파인 블러드 연준 위원의 발언에 주목

1. 현존하는 모델들은 다가올 경기침체를 제대로 예측 못할 수 있음
2. 아직까지 가계경제가 위축될 만한 증거를 찾지 못했음
3. 긴축으로 인한 충격이 발생하더라도 이것이 침체로 발전될 가능성은 크지 않아
4. 현 시점에서 침체를 논하는 것은 시기상조
5. 아직도 기준금리는 중립금리 훨씬 밑에 있고, 연내 3.50%까지는 올려야 함
6. 인플레이션이 뿌리를 내려 고착화되기 전에 그 싹을 잘라내야 함
7. 선제적(frontloading) 금리 인상은 적절한 선택

## 경제지표에 대한 눈높이는 충분히 낮아진 상황



- 미국 연준 내 강성 매파인 블러드 연은 총재는 스위스 취리히의 한 행사에서 “사실 미국 경제가 관촬을 것으로 생각한다”면서 “미국의 침체 가능성에 대해 논의하는 것은 다소 이르다”고 밝힘
- UBS가 주최한 패널 토론에서 “금리 인상으로 경제가 둔화되겠지만 성장 추세 이하 보다는 아마도 성장 추세 속도로 둔화될 것”으로 전망하며 “나는 경제가 크게 둔화되고 있는 것으로는 생각하지 않는다. 나는 경제가 중간 정도로 둔화되고 있다고 생각한다”고 언급
- 블라드는 연준에서 가장 매파적 정책결정자 가운데 하나로 꼽히는 위원. 그는 다른 정책결정자들 보다 앞서 연준의 공격적인 인플레이션 대응이 필요하다고 주장

## [3Q 안도캘�리] 중국도 회복국면으로 진입할 가능성 확대

### 중 상하이, 3개월 만에 신규 확진 0명... "전투에서 승리" 선언

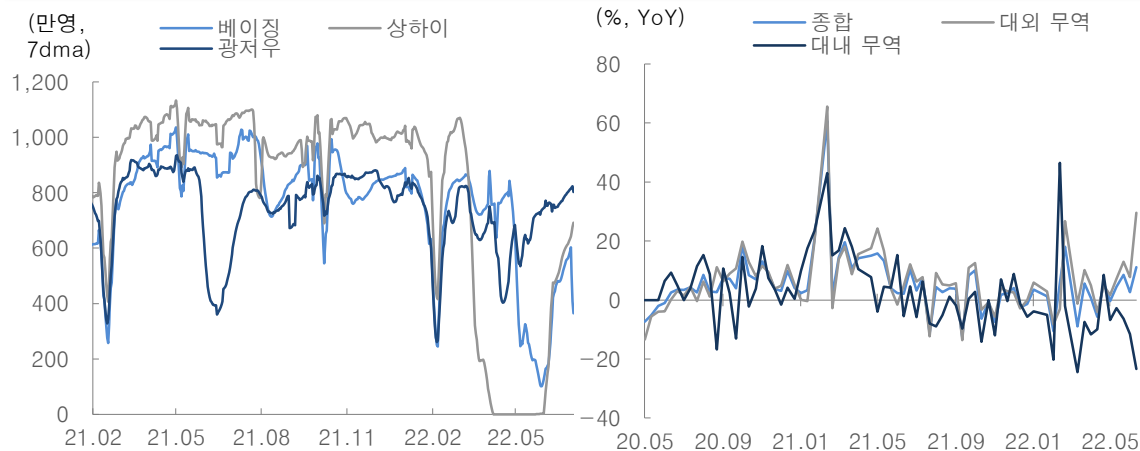
중국의 '금융허브' 상하이에서 코로나19 일일 신규확진자 0명 기록

3개월 만에 신규 확진자가 발생하지 않으면서 당국은 "상하이를 방어하기 위한 전투에서 승리했다"고 선언

베이징시 당국, 27일부터 봉쇄·통제 지역내 학교를 제외한 시내 초·중·고교에서 등교 수업을 재개. 시내 유치원 7월 4일부터 문을 열 예정

베이징 시내 학생들의 학교 밖 체육 활동도 지역별로 7일 연속 감염 사례가 없는 경우 27일부터 재개. 베이징의 대규모 테마파크인 유니버설 스튜디오가 약 2개월간의 폐쇄 종료, 25일 재개장

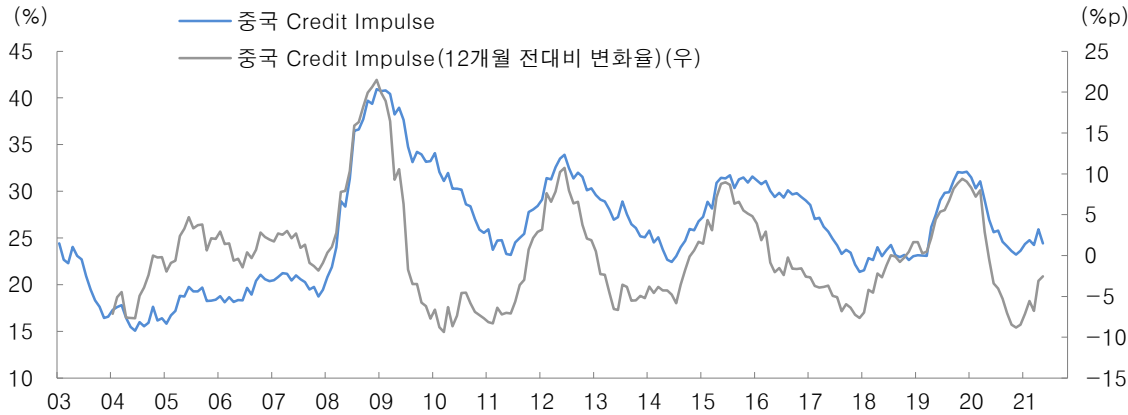
### 지하철 이동량과 교역 개선세 뚜렷



- 글로벌 경제, 병목현상을 압박해 왔던 중국도 최악의 상황에서 벗어나 개선 가능성 확대
- 상하이는 방역전쟁에서 승리를 선포했고, 베이징도 방역조치 완화 가시화
- 이러한 흐름을 반영해 중국 주요 도시 지하철 이동량과 교역, 주택거래 등 경제활동 개선세 뚜렷

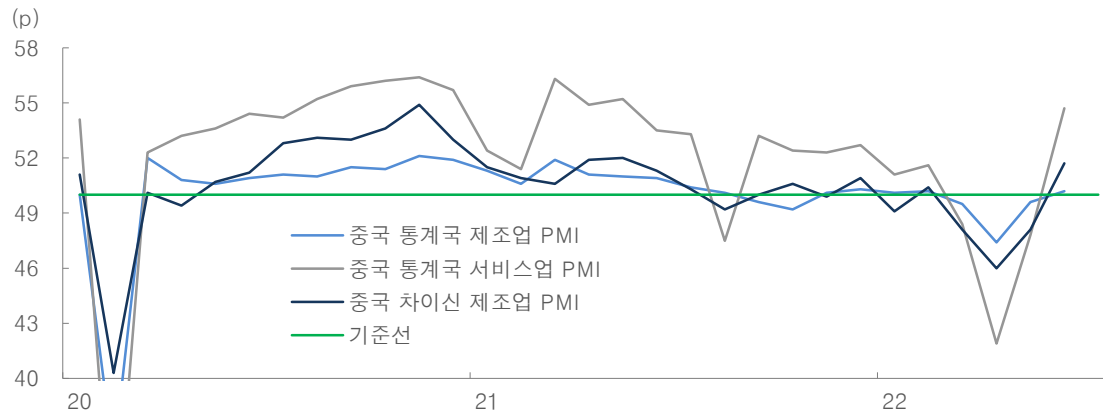
## [3Q 안도캘�리] 중국 경기부양정책이 레벨을 결정할 것

### 중국 정부의 지준율, 금리 인하로 유동성 모멘텀 강화



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

### 중국 PMI 50(확장국면) 회복, 경기반등국면 유효

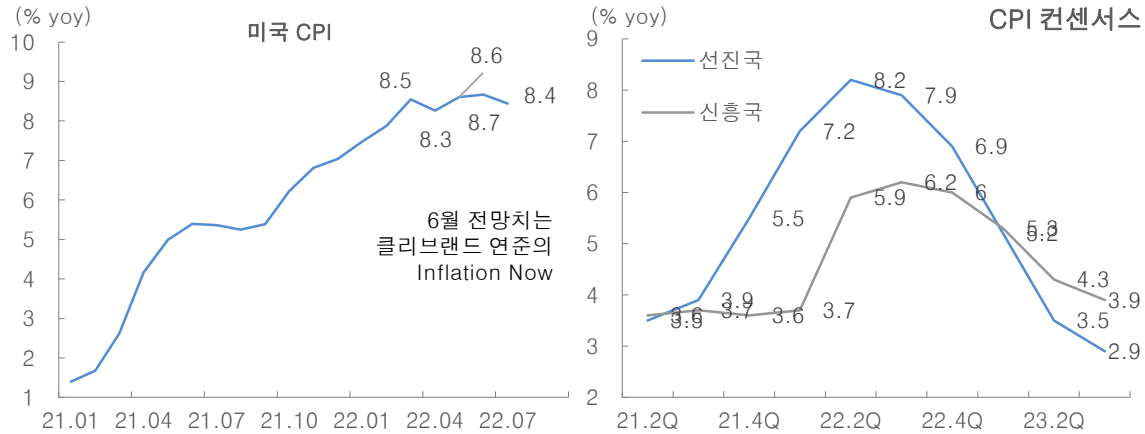


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 중국은 유동성 공급, 지준율/금리 인하 단행. 이는 경기안정성을 강화하는 조치로 판단
- 그 결과 중국 신용/유동성 모멘텀은 상승 반전. 게다가 5월 이후 중국 정부의 구체적인 경기부양과 내수진작 정책(자동차세 인하 등)이 공개 중. 중국 경기회복 기대감 확대 중
- 6월 PMI 50을 넘어 확장국면으로 재진입
- 경기회복, 반등에 대한 기대가 지속되는 상황에서 투자자들의 불안심리 진정, 글로벌 경기 불안을 제어해 줄 수 있다는 판단

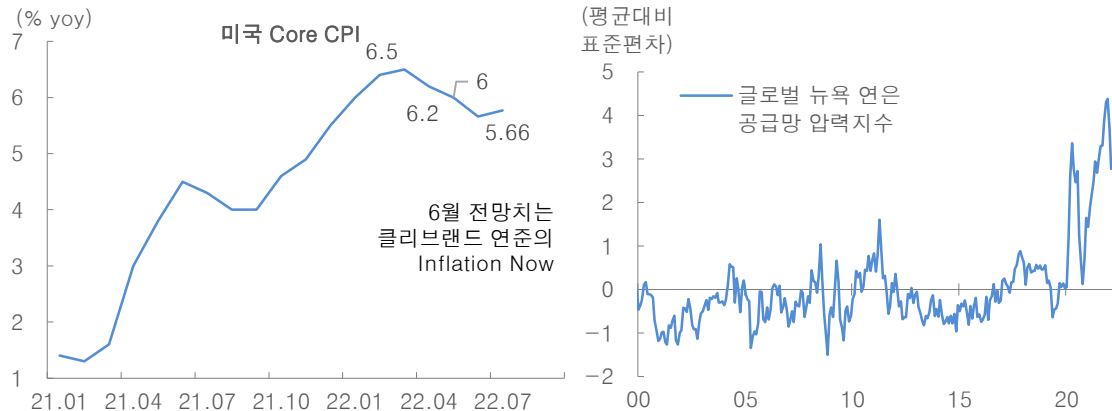
## [Check Point. 7월 CPI] 전월대비 둔화 여부 체크

### 미국 CPI 고공행진 지속 전망. 글로벌 CPI 정점통과 시점 또다시 지연될 가능성



자료: 미국 노동부, 클리브랜드 연준, Bloomberg, 대신증권 Research Center

### Core CPI는 3개월 연속 둔화 가능성 높아. 병목압력지수 하락반전

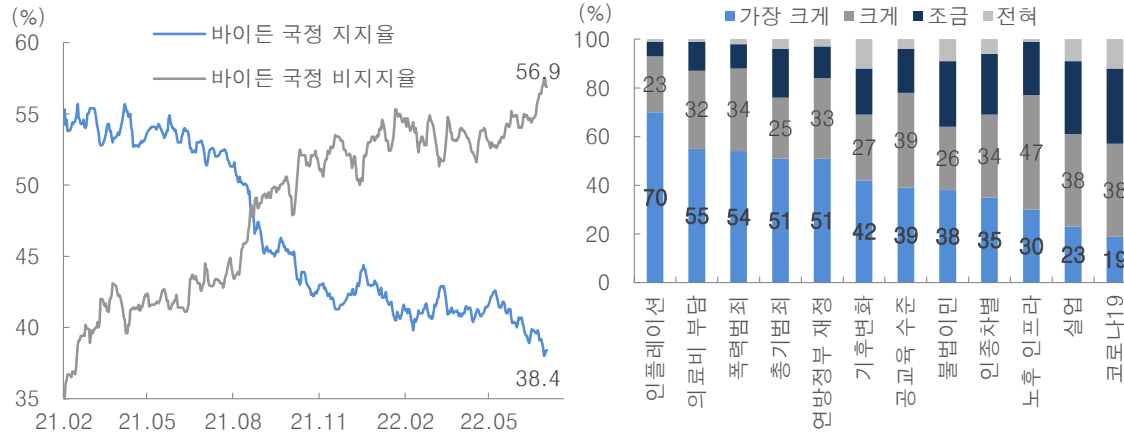


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- KOSPI 기술적 반등 연장의 1차 관문은 7월 CPI(13일) 결과. 전월 물가 정점 통과 기대를 실망감으로 전환시키며 금융시장 변동성 확대의 트리거가 되었음
- 클리브랜드 연준의 Inflation Now 기준 6월 CPI는 8.67%로 전월대비 추가적인 상승 예고. 반면, Core CPI는 5.66%로 집계 중. 3개월 연속 물가 둔화를 기대할 수 있는 상황
- 유가 안정 + 중고차 가격 둔화, 중국 병목현상 완화 등을 감안할 때 전월대비 큰 폭 레벨업, 예상치 상회만 아니면 투자들은 Core CPI에 주목할 수 있을 것
- CPI 충격으로 물가에 대한 공포가 극심한 상황에서 다소 묻히기는 했지만, Core CPI 정점통과, 둔화 지속은 시간을 두고 글로벌 금융시장에 안도감을 줄 수 있는 부분
- 다만, Core CPI의 급격한 하락은 수요 불안 야기할 수 있음. 현재 고점권에서 하향안정은 긍정적이지만, 2022년 4분기 레벨다운이 가시화될 경우 해석이 달라질 가능성 경계

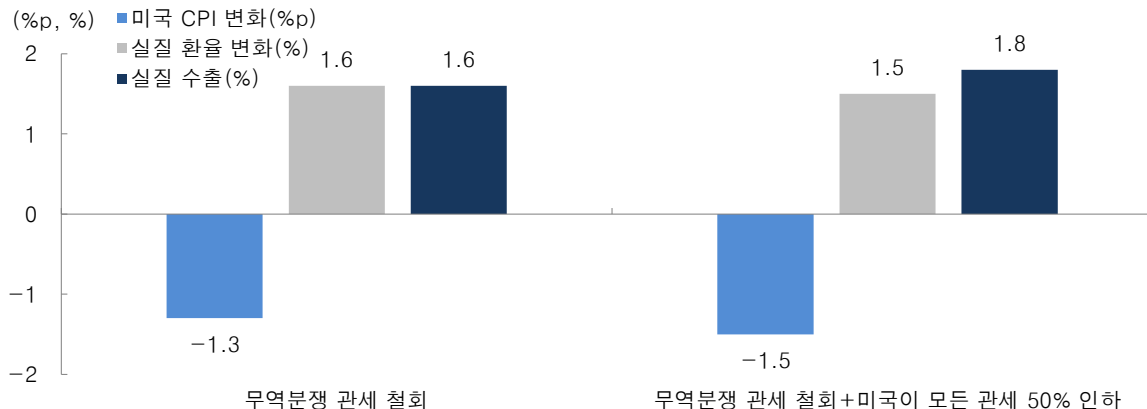
# [Check Point. 중국 갈등 완화] 국정 지지율 40% 밑으로 내려간 바이든. 대중국 관세 철회 여부 주목

## 11월 중간선거를 앞둔 상황에서 지지율 급락세 지속. 인플레이션을 잡아야 한다



자료: RealClearPolitics, 대신증권 Research Center

## 무역분쟁 당시 부과된 대중국 관세 철회할 경우 가능한 변화



자료: PIIE, 대신증권 Research Center

- 7월 금융시장 분위기 반전의 키는 바이든이 쥐고 있다고 생각. 11월 중간선거를 앞둔 바이든 국정 지지율은 38.4%까지 레벨다운되었고, 정치 지도자 선호도에 있어서도 바이든은 43.0%로 트럼프 43.8%에 역전
- 바이든 지지율 급락의 근본적인 이유는 인플레이션. 미국인 93%가 인플레이션을 가장 우려하고 있고, 자신의 삶에 영향을 주고 있다고 생각 중
- 바이든이 중동, 사우디를 방문하고, 대중국 관세 철회 가능성을 높이는 것은 인플레이션을 잡기 위한 행보
- 특히, 대중국 관세 철회에 주목. 중국 정부도 대중국 관세 철회는 중국, 미국, 전 세계 경제에 긍정적이라는 입장. 미중 간의 관세철회가 결정될 경우 미국 물가 안정, 외환시장 변동성 진정, 경기/교역 개선이 예상될 뿐만 아니라 미중 갈등완화 기대도 유입될 것
- 최근 KOSPI, 중국 간 디커플링이 심해진 기저에는 미중 갈등이 자리하고 있다는 점에서 KOSPI 분위기 반전의 트리거가 될 수 있다는 판단

# KOSPI 기술적 반등 1차 Target은 2,650선

---

Strategist 이경민

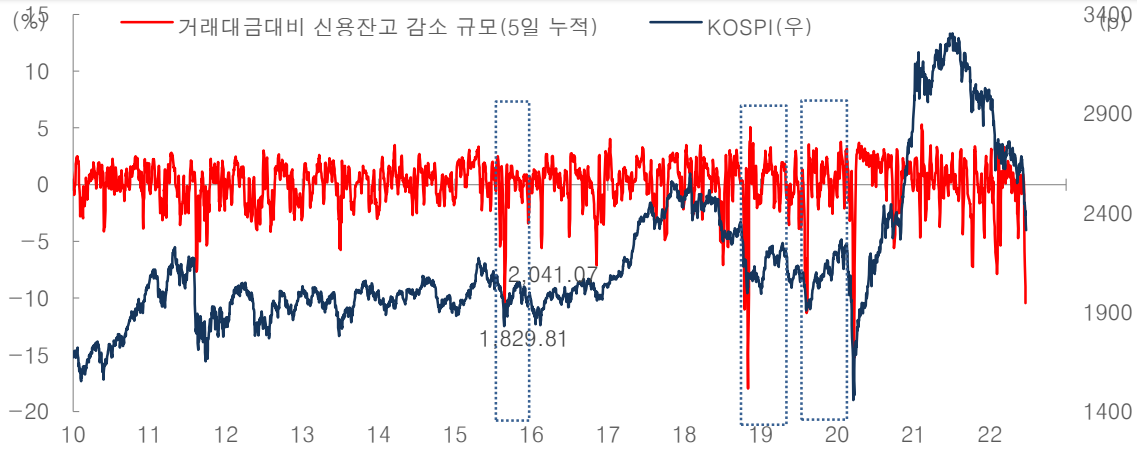
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, RA 김정윤

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

# 3Q KOSPI 기술적 반등 1차 Target은 2,650선

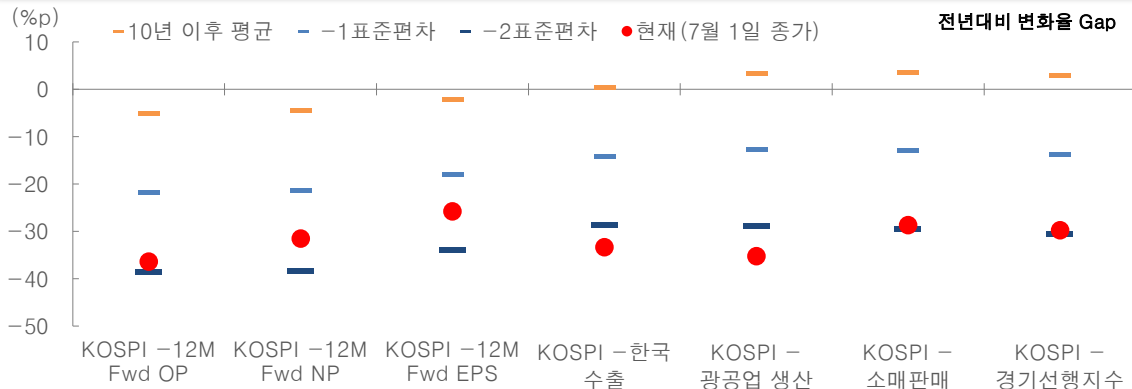
## 급격한 반대매매출회 이후 10 ~ 15% 급반등 전개



- KOSPI와 실적, 경제지표 간 전년대비 변화율 Gap은 2010년 이후 평균의 -1 ~ -2표준편차 하회
- 특히, 수출 변화율과의 격차는 -33%로 2010년 이후 평균의 -2표준편차 수준(-28.7%)를 5%p 밑돌고 있음
- 실적, 경기모멘텀 둔화에도 KOSPI의 15%대 반등여력 존재
- 15%를 감안할 경우 1차 목표치는 KOSPI 2,650선

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

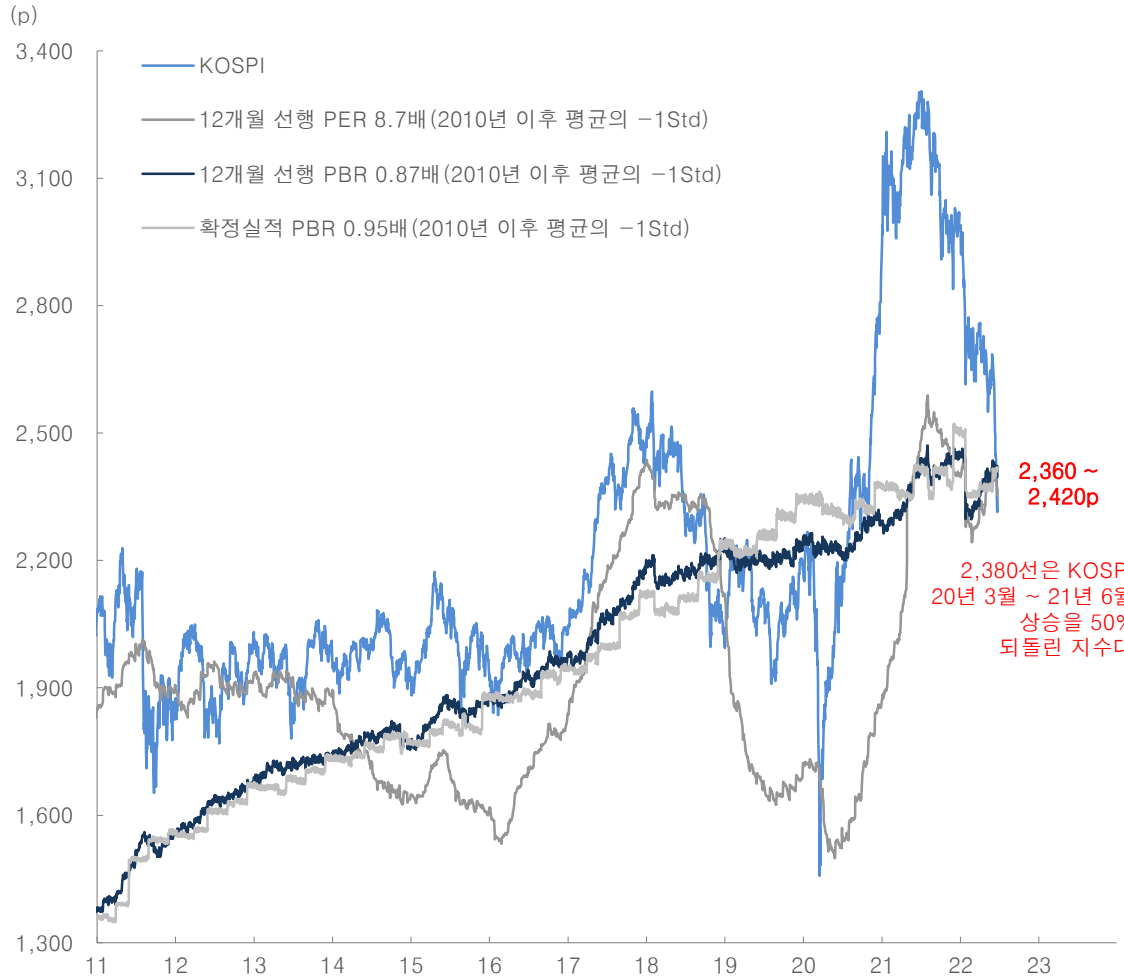
## 극심한 저평가 해소(평균의 -1Std(수출 -2Std)) 만으로도 15% 반등 가능. 기술적 반등 1차 목표는 KOSPI 2,650선



자료: 통계청, KITA, CEIC, FnGuide, 대신증권 Research Center

# KOSPI 2,400선 회복 여부가 1차 관건

## 밸류에이션/기술적 분석 측면에서 중요 지지권이었던 2,400선 회복/안착 여부가 1차 관건

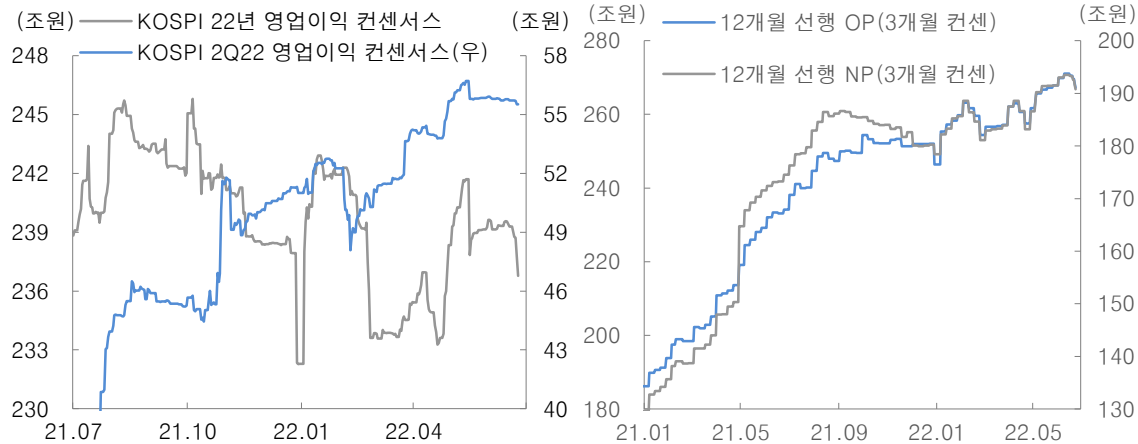


- 단기적으로는 직전 지지선이자, 밸류에이션, 기술적 분석측면에서 중요 지지선이었던 2,380 ~ 2,420선 회복/안착 여부가 관건. 동 지수대를 빠르게 회복한다면 단기 등락이 있더라도 기술적 반등을 이어갈 수 있을 전망
- 2010년 이후 평균대비 표준편차 수준으로 하단을 산출해 보면, 12개월 선행 PBR 평균 1배, -1표준편차 0.87배, -2표준편차 0.75배  
KOSPI로 환산할 경우 평균은 2782.8, -1표준편차는 2,421p, -2표준편차는 2,087p
- 확정실적 PBR 평균 1.1배, -1표준편차 0.95배, -2표준편차 0.8배  
KOSPI로 환산할 경우 평균은 2782.8, -1표준편차는 2,403p, -2표준편차는 2,024p
- 단기 하단은 2,400p 전후 12개월 선행 PER 8.7배 수준으로 2010년 이후 평균의 -1표준편차 수준 -2표준편차 수준은 7.5배로 KOSPI로 산출할 경우 2,064p. 7.5배는 코로나19 팬데믹 충격 당시 저점
- KOSPI 2,380p는 20년 3월 저점 ~ 21년 6월 고점까지 상승폭의 50% 되돌릴 수준. 기술적 분석 측면에서 의미있는 지지권역

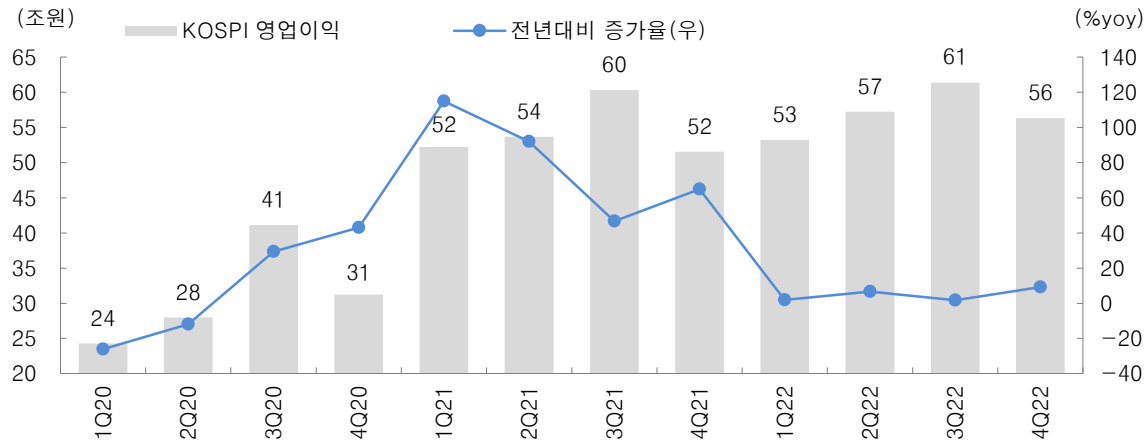


# KOSPI 실적 전망, 균열의 조짐은 있지만 아직 기대감은 유효한 상황

## 건조한 2Q 실적전망 Vs. 22년 연간 이익전망 레벨다운



## KOSPI 3/4분기 최대 실적 전망은 유효한 상황



- 2/4분기 실적에 대한 기대는 여전히 유효. 2분기 영업이익 전망 건조한 흐름 유지 중. 당초 우려했던 실적부진보다는 다행이라는 생각이 강해질 수 있을 것
- 다만, 22년 연간 영업이익 전망은 한 주 만에 2.5조원 레벨다운. 반도체 업종의 하반기 실적전망 하향조정 영향
- 그럼에도 불구하고 당분간 22년 하반기 실적 레벨업에 대한 기대는 유효. 올해 3분기 영업이익 전망은 21년 3분기를 넘어설 것으로 예상
- 실적 불안심리, 확인심리를 넘어선 급락이 전개된데 따라 2분기 실적 안도감에 디스카운트 되어왔던 실적 모멘텀, 밸류에이션 매력이 재부각될 수 있는 투자환경은 여전하다는 판단

# [3Q KOSPI 전망] 기술적 반등 1차 Target은 2,650p



자료: 대신증권 Research Center

- 3분기 KOSPI는 그동안 국내외 금융시장을 압박해왔던 변수들이 다소 진정되고, 완화되는 과정에서 기술적 반등 전개 예상
- 펀더멘털/매크로 환경의 변화보다는 극도로 위축되었던 투자심리 회복/개선이 반등/안도렐리 동력
- 3분기 KOSPI 안도렐리 목표치는 2,650p: 12개월 선행 EPS 현재 수준 (270)에 KOSPI PER 9.74배를 반영한 것
- PER 9.74배는 KOSPI 고점(21년 6월) 당시 밸류에이션 수준
- 22년 평균인 12개월 선행 PER 10배 1차 하락추세 국면의 평균으로 기술적 반등, 안도렐리 목표치로 하락추세의 평균 수준까지 밸류에이션 정상화가 가능할 전망. 하지만, 안착은 쉽지 않을 것

# 투자전략:

## 낙폭과대/퀄리티 업종/종목 단기 Trading 기회

---

Strategist 이경민

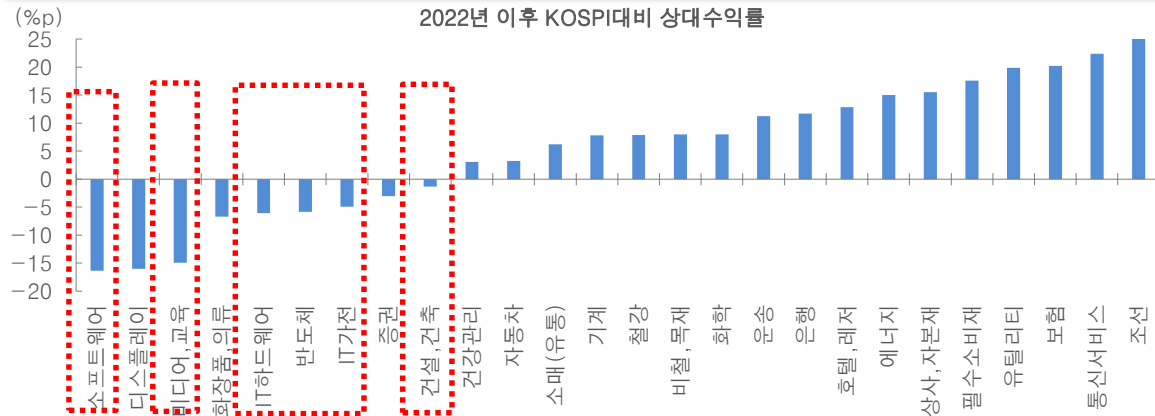
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Quant Strategist 조재운

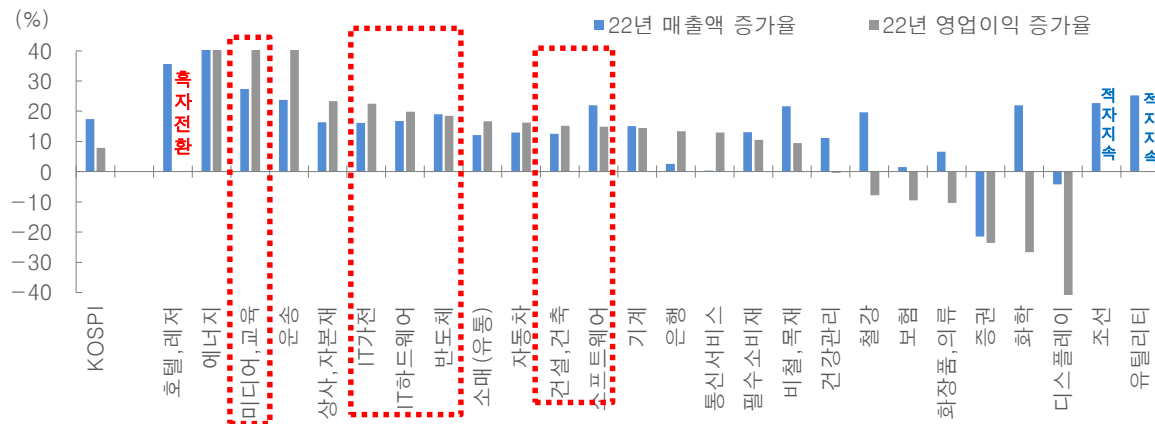
02) 769-2694 / jaeun.jo@daishin.com

# [3Q 투자전략] 낙폭과대 & 이익모멘텀 강한 업종 Trading

## 연초 이후 KOSPI대비 저평가 업종: 소프트웨어, 미디어/교육, IT가전, IT하드웨어, 반도체, 자동차



## 낙폭과대 & 이익모멘텀 견고한 업종 : 소프트웨어, 미디어/교육, IT가전, IT하드웨어, 반도체, 자동차



- 기술적 반등, 안도랠리 국면에서 투자전략은 1차적으로 가격메리트가 높은 낙폭과대 업종 중심으로 대응하는 전략 권고
- 현재 긴축 사이클이 진행 중이라는 점을 고려해 2022년 이익모멘텀도 고려할 필요
- 연초 이후 KOSPI대비 저평가 업종 중에서 2022년 실적 모멘텀이 견고한 업종으로는 인터넷, 미디어/교육, IT가전, IT하드웨어, 반도체 등이 있음
- 채권금리 하락반전에 경기불안심리만 진정된다면 이들 업종의 반등이 뚜렷해질 전망

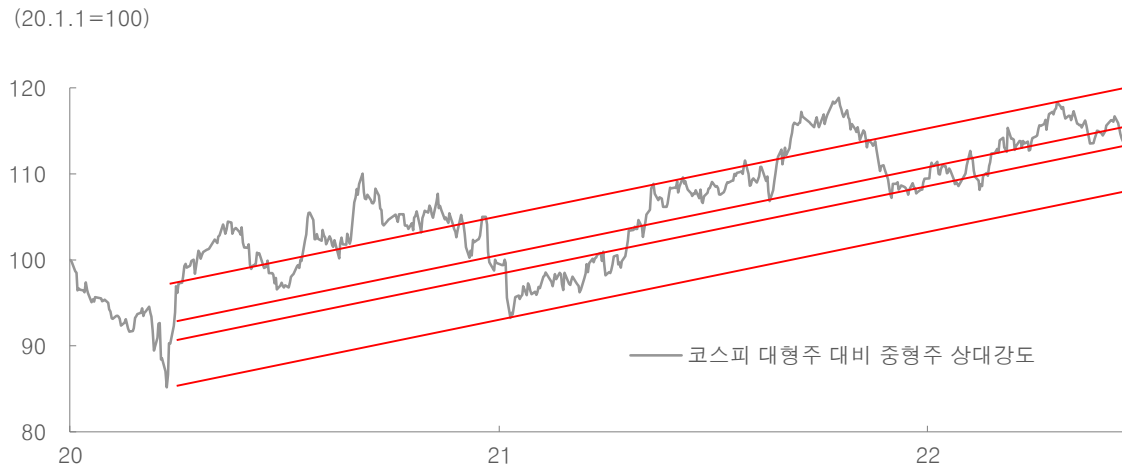
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## [3Q 투자전략] KOSPI, 대형주에 단기 Trading 기회

### 코스피대비 코스닥 상대강도 중요 변곡점에서 하락반전, 코스피 상대적 강세 전망



### 대형주대비 중형주 상대강도도 추세대 상단에서 하락 반전, 대형주에 주목할 때



- 글로벌 매크로 환경과 외환시장, 실적흐름, 외국인 수급 변화가 예상되는 상황
- 앞으로는 그동안 부진했던 코스피와 대형주에 관심을 높이고, 매수비중을 확대해 나갈 것을 권고
- 외국인 투자자들은 5월 들어 대형주 중심으로 지분율을 늘려왔음
- KOSPI 시장 내에서 낙폭과대 성격이 강하고, 대외 불확실성에 급락세를 기록했던 만큼 투자심리 안정시 대형주의 상대적 반등탄력 강화를 기대하는 것으로 볼 수 있음

## [3Q 투자전략] 구조적 성장주(인터넷, 2차전지)에 단기 Trading 기회

성장주 상대강도와 국채 3년물 금리 간의 상관관계는  $-0.72$



- 3분기 안도렐리 국면에서는 잊고 지냈던 성장주 주목
- 20년 하반기 이후 채권금리 저점통과, 상승/ 급등세로 성장주는 2년 가까이 가치주대비 상대적 약세를 보여왔음(10년 이후 상관관계  $-0.72$ )
- 하지만, 상대강도 측면에서 2010년 이후 저점권에 진입하며 성장주의 가격메리트 충분해졌다고 판단
- 채권금리도 추가적인 상승탄력은 제한적 일 전망. 채권금리 급등세가 진정되고, 상승세가 주춤해지면 가격메리트가 높아진 성장주에 기회가 있을 것
- 다만, 글로벌 긴축, 유동성 모멘텀 둔화 국면이 전개되고 있어 업황/실적 개선이 가시화될 수 있는 구조적 성장주(인터넷, 2차전지)로 슬림화할 것을 권고

## [3Q 투자전략] 채권금리 급등세가 진정된다면? 성장주에 기회가 올 것

### 한국 국채 3년물 금리, 단기 오버슈팅 구간에서 저항대 직면



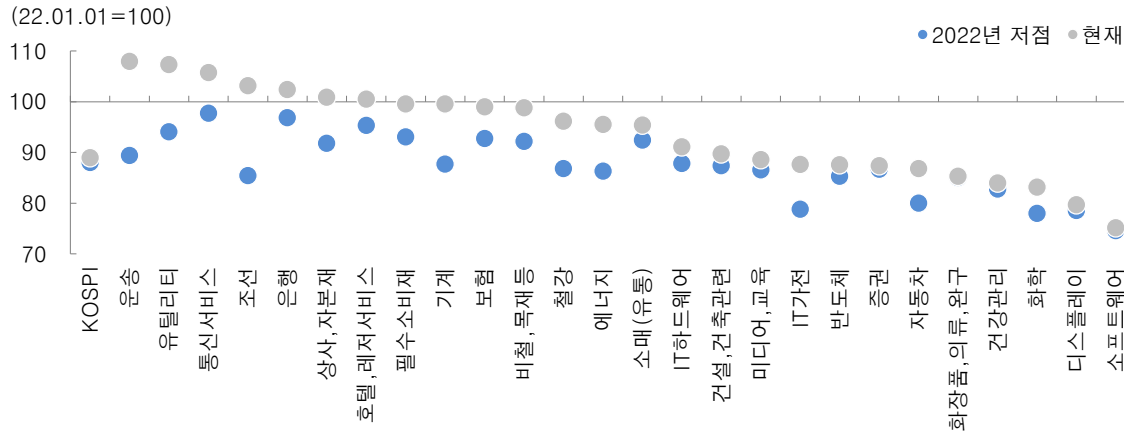
### 한국 국채 10년물 금리, 추가 상승여력은 존재하지만 상승속도는 제어될 것



- 미국채 금리가 저항권에 도달한 것과 같이 국고채 금리도 중요 저항대에 진입
- 특히, 국고채 3년물은 2000년 이후 하락추세대와 금융위기 이전 저점권(현재는 저항권)에 도달. 추가적인 상승보다는 단기 하향안정, 중기 박스권 등락 가능성이 높아 보임
- 10년물 국고채 금리는 추가 상승여력은 남아있지만, 최근과 같은 급등세는 진정될 전망
- 가파른 채권금리 상승세가 성장주 밸류에이션 정상화/디스카운트 변수였다면 향후 금리 안정세는 구조적 성장주의 업황/실적 성장성을 재평가하는 시작점이 될 것

# [3Q 퀀트전략] 실적이 안정적인 퀄리티 종목에 주목

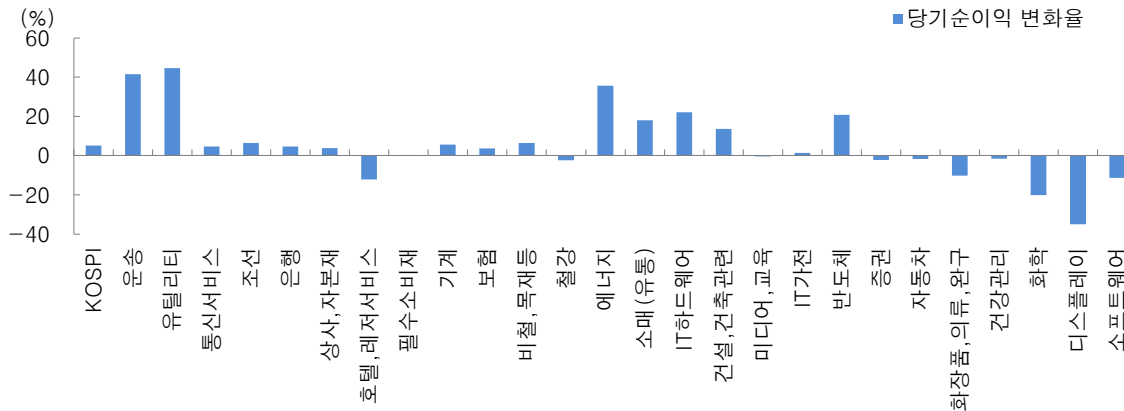
## KOSPI 업종별 연초 대비 저점/현재 추가 수준



- 상반기 증시가 조정 받는 과정에서 실적 전망이 개선된 업종은 높은 확률로 추가 회복
- 운송, 유틸리티, 통신서비스 등 상반기 증시가 조정 받는 과정에서 실적 전망치가 상향된 종목은 반등하며 하락폭을 만회하거나 연초대비 상승
- 반면 소프트웨어, 디스플레이, 화학, 화장품/의류는 실적 전망치 하향조정되며 증시회복 가시성이 떨어짐

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## KOSPI 업종별 연초 대비 12개월 선행 당기순이익 전망치 변화율



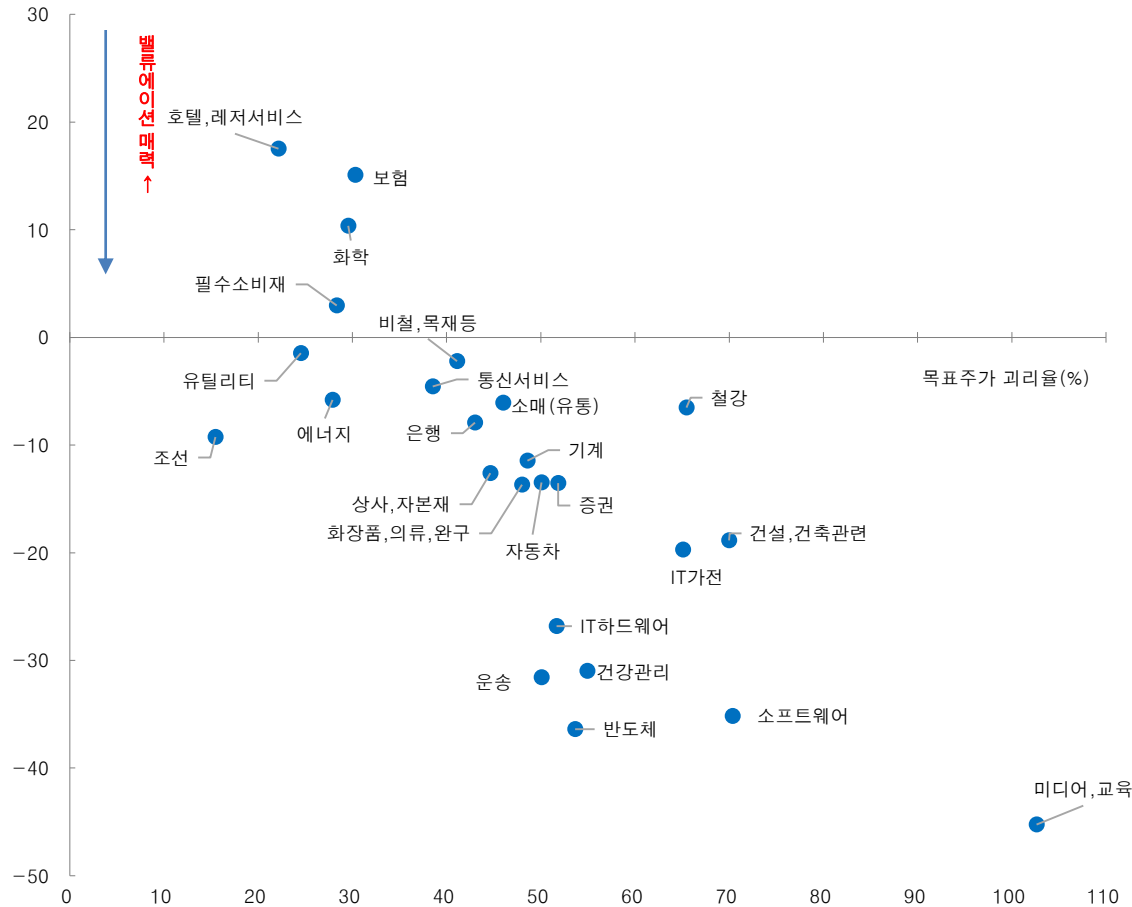
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center



# [3Q 퀀트전략] 실적이 안정적인 퀄리티 종목에 주목

## KOSPI 업종별 연초 이후 12개월 선행 P/E 변화율과 목표주가 괴리율

12개월 선행 P/E  
변화율(%)



- 짧은 기간 동안 악재와 우려가 쏟아져 나와 투자자의 과민반응은 주가의 과도한 하락으로 이어짐
- 미디어/교육, 소프트웨어, IT가전, 건설건축, 반도체, 건강관리, IT하드웨어는 목표주가와 괴리율이 높으면서 연초이후 실적 컨센서스는 상향 됐으나 가격 회복이 지연되며 밸류에이션 매력이 상승한 업종

# [3Q 퀀트전략] 실적 안정적인 퀄리티 종목에 주목

## 낙폭과대 + 퀄리티 업종별 스코어

섹터	Total Score							
	P/E(Fwd.12M)_변화율_Score				섹터과리율_Score			
	P/E(Fwd.12M)_변화율(%)		P/E(Fwd.12M)_변화율(%)		섹터과리율		섹터과리율 (%)	
		추가 변화율(%)	당기순이익(12M) 변화 율(%)					
미디어,교육	2.6	2.1	-45.3	-46.2	-1.7	3.0	102.6	
소프트웨어	1.4	1.5	-35.2	-37.1	-2.9	1.3	70.4	
반도체	1.0	1.6	-36.4	-23.9	19.6	0.4	53.7	
건설,건축관련	0.8	0.4	-18.9	-9.5	11.5	1.2	70.0	
건강관리	0.8	1.2	-31.0	-36.6	-8.2	0.4	54.9	
IT가전	0.7	0.5	-19.7	-21.6	-2.3	1.0	65.1	
운송	0.7	1.2	-31.6	-1.3	44.2	0.2	50.1	
IT하드웨어	0.6	0.9	-26.8	-15.9	14.9	0.3	51.7	
철강	0.3	-0.4	-6.5	-5.6	1.0	1.0	65.5	
증권	0.2	0.1	-13.5	-18.6	-5.8	0.3	51.8	
자동차	0.1	0.1	-13.5	-7.4	7.0	0.2	50.1	
화장품,의류,완구	0.1	0.1	-13.7	-32.2	-21.4	0.1	48.0	
기계	0.0	-0.1	-11.4	15.9	30.9	0.1	48.6	
상사,자본재	-0.1	0.0	-12.6	4.6	19.7	-0.1	44.6	
소매(유통)	-0.2	-0.4	-6.1	-2.8	3.5	-0.1	46.0	
은행	-0.2	-0.3	-7.9	0.3	8.9	-0.2	43.0	
통신서비스	-0.5	-0.5	-4.6	0.9	5.7	-0.5	38.5	
비철,목재등	-0.5	-0.6	-2.2	2.5	4.8	-0.3	41.1	
에너지	-0.7	-0.4	-5.8	22.3	29.8	-1.0	27.9	
조선	-0.9	-0.2	-9.2	37.9	52.0	-1.7	15.5	
유틸리티	-1.0	-0.7	-1.5	-14.1	-12.8	-1.2	24.5	
필수소비재	-1.0	-1.0	3.0	4.5	1.5	-1.0	28.3	
화학	-1.2	-1.5	10.4	-3.2	-12.3	-0.9	29.5	
보험	-1.3	-1.8	15.1	36.4	18.5	-0.9	30.3	
호텔,레저서비스	-1.6	-1.9	17.5	12.9	-3.9	-1.3	22.2	

- 상반기 조정에서 낙폭이 과대하고 실적 퀄리티가 높은 업종과 종목에 집중
- 실적 컨센서스는 상향됐으나 주가는 하락한 반도체, 건설, 운송, IT하드웨어가 유망
- 미디어/교육, 소프트웨어, 건강관리, IT가전 업종은 증시 하락폭이 컸으나 실적 컨센서스가 함께 하향

## [3Q 퀀트전략] 실적 안정적인 퀄리티 종목에 주목

### KOSPI 낙폭과대/퀄리티 상위 종목

순위	코드	기업명	WI26 업종명 (대)	P/E 변화율 (%)	연초 대비 수익률 (%)	순이익 전망치 변화율 (%)	목표 주가 괴리율 (%)	ROE (TTM) (%)	D/E ratio (%)	이익 변동성 (%)	Total Score
1	A035720	카카오	소프트웨어	-52.1	-35.8	34.2	69.2	0.2	0.8	468.8	1.5
2	A000660	SK하이닉스	반도체	-44.7	-26.4	33.0	58.5	0.2	0.6	113.7	1.4
3	A005930	삼성전자	반도체	-34.5	-23.6	16.5	52.8	0.1	0.4	47.8	1.2
4	A017670	SK텔레콤	통신서비스	-43.5	-10.4	-1.4	47.5	0.1	1.6	55.6	1.2
5	A009150	삼성전기	IT하드웨어	-29.4	-29.1	0.4	68.0	0.1	0.4	382.6	1.1
6	A006400	삼성SDI	IT가전	-28.2	-15.1	18.2	63.3	0.1	0.7	84.9	1.1
7	A002380	KCC	건설,건축관련	-34.7	-3.2	48.4	80.3	0.0	1.6	403.0	1.1
8	A012510	더존비즈온	소프트웨어	-35.4	-52.2	-26.0	46.1	0.1	0.8	21.7	1.1
9	A081660	힐라홀딩스	화장품,의류	-20.1	-21.3	-1.5	65.6	0.1	1.3	81.0	1.1
10	A035420	NAVER	소프트웨어	-29.8	-37.3	-10.7	75.6	0.1	0.4	614.5	1.0
11	A103140	풍산	비철,목재등	-17.2	-11.4	7.0	64.4	0.1	1.0	157.6	1.0
12	A014680	한솔케미칼	화학	-18.7	-25.2	-8.0	43.2	0.2	0.6	21.7	1.0
13	A086280	현대글로비스	운송	-18.0	10.7	34.9	51.6	0.2	1.2	25.2	0.9
14	A004000	롯데정밀화학	화학	0.2	10.5	10.3	38.2	0.2	0.3	118.6	0.9
15	A036570	엔씨소프트	소프트웨어	-12.3	-38.1	-29.4	53.7	0.1	0.4	40.3	0.9
16	A003490	대한항공	운송	-30.3	-8.7	55.7	49.0	0.2	2.7	203.0	0.9
17	A021240	코웨이	화장품,의류	-1.3	-2.6	-1.3	36.6	0.2	1.2	21.7	0.9
18	A042700	한미반도체	반도체	-24.0	-20.5	3.9	20.3	0.2	0.2	186.5	0.9
19	A001230	동국제강	철강	-30.3	-5.4	35.9	69.0	0.2	1.2	1,376.7	0.8
20	A051900	LG생활건강	화장품,의류	-8.1	-38.3	-32.9	33.2	0.1	0.4	21.7	0.8

- 상반기 조정에서 낙폭이 과대하고 실적 퀄리티가 높은 업종과 종목에 집중
- P/E 하락, 순이익 전망치 상향, 목표주가 괴리율 상위, ROE 상위, D/E(부채 비율) 하위, 이익 변동성 하위를 기준으로 종목 별 스코어 계산

# 퀀트전략

---

밸류/퀄리티/어닝&주가 모멘텀 모델 상 투자매력도 상위 5개

: 디스플레이, 철강, 화학, 반도체, 에너지

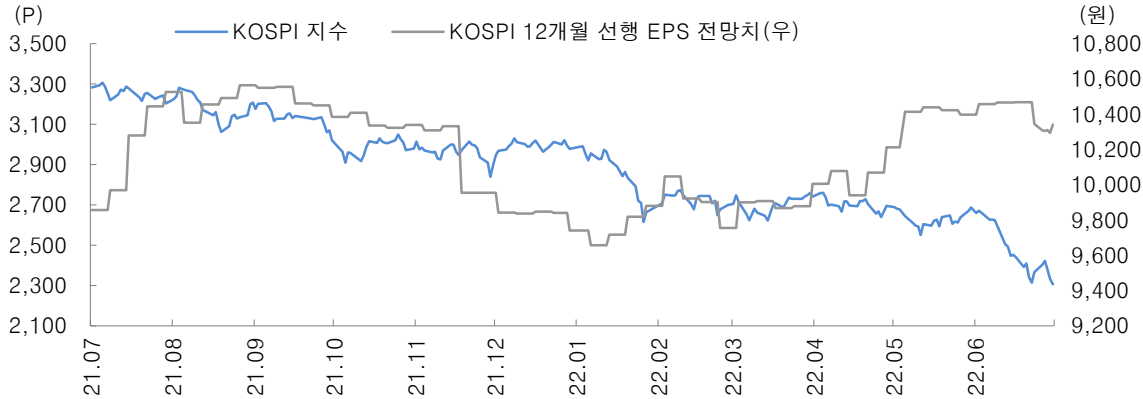
KOSPI200 4팩터 스코어 상위 20개 기업 제시

Quant Strategist 조재운

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

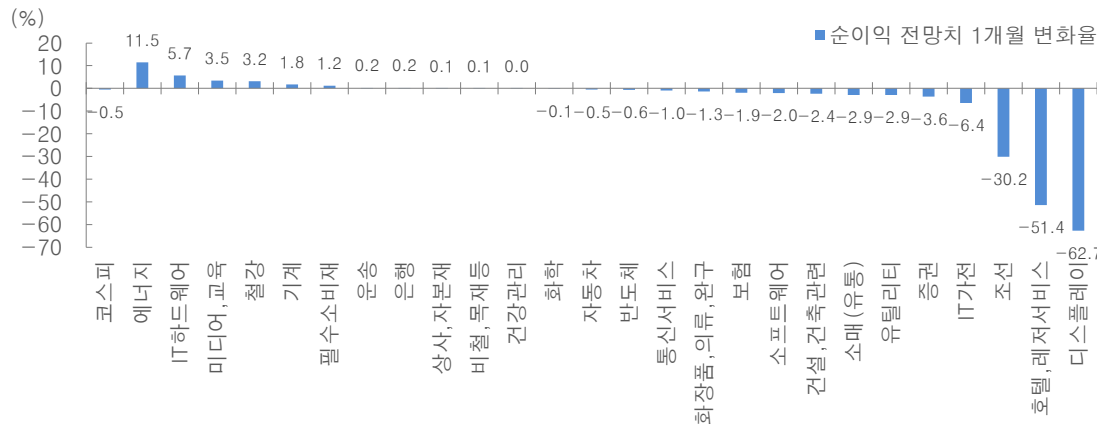
## [2Q22 실적 Preview] 6월말 시작 된 실적 전망치 하향조정

### KOSPI 지수, 12개월 선행 EPS 전망치 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

### KOSPI 2Q22 실적 전망치 1개월 변화율

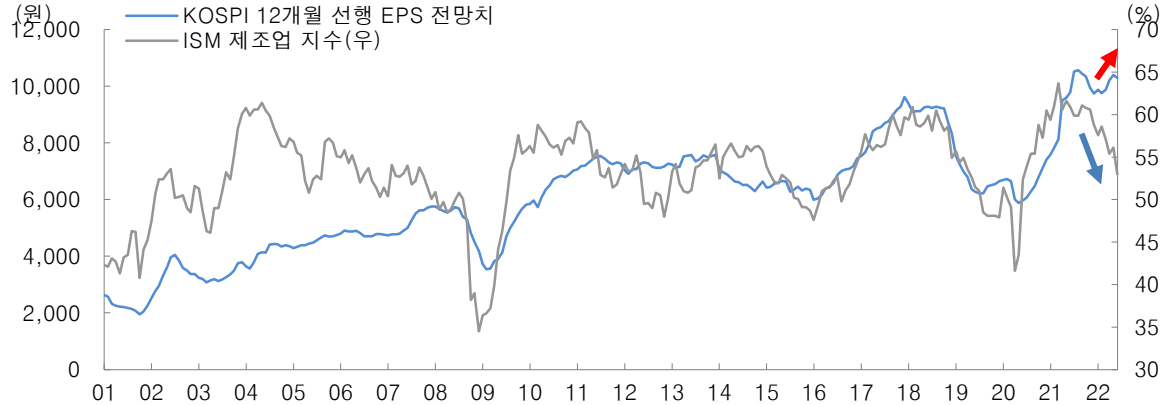


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center  
기준일: 2022년 07월 01일

- 연초 이후 지속 하락하고 있는 KOSPI와 달리 실적 전망치는 연초이후 상향조정을 지속. 5월에 큰 폭 상향 조정됐던 KOSPI 12개월 선행 EPS는 6월말 하향 조정되기 시작
- 2Q22 EPS 전망치는 지난 한달 간 0.5% 하향 조정. 하향 폭이 컸던 업종은 디스플레이로 LG디스플레이가 하향을 견인. 그 외 호텔/레저, 조선, IT가전, 증권 등의 하향폭이 컸음
- 견조할 것이라고 예상했던 2Q22 기업실적이 수요 둔화 등의 영향으로 예상보다 시기가 미뤄지며 하향조정 했을 것으로 판단
- 상향 폭이 컸던 업종은 에너지, IT하드웨어, 미디어/교육, 철강, 기계 등. 에너지 업종은 SK 이노베이션 순이익 전망치가 크게 상향되며 업종 전체 상향을 견인

# [실적 컨센서스 전망] 경기와 반대로 움직이는 실적 전망치. 같은 방향으로 돌아간다면

## ISM 제조업지수 및 KOSPI 12개월 선행 EPS 전망치 추이



자료: CEID, FnGuide, 대신증권 Research Center

## KOSPI 2Q22 실적 전망치 1개월 변화율

기간	실제치(% , 원)		변화율(% QoQ)		예측		과리율(%)
	ISM 제조업 PMI	EPS 전망치	ISM 제조업 PMI	EPS 전망치	EPS 전망치 변화율(%)	EPS 전망치 (원)	
1Q21	63.7	8,129	5.3	9.6	3.6		
2Q21	60.9	9,795	-4.4	20.5	-3.0		
3Q21	61.1	10,450	0.3	6.7	0.2		
4Q21	58.8	9,739	-3.8	-6.8	-2.6		
1Q22	57.1	9,878	-2.9	1.4	-2.0	9,545	-3.4
2Q22	53.0	10,293	-7.2	4.2	-4.9	9,074	-11.8

자료: CEIC, FnGuide, 대신증권 Research Center

- ISM 제조업지수는 기업 실적 사이클과 관계가 높으며 실적 전망치와 상관관계가 높음. 분기 변화율로 살펴보면 경우 상관계수는 0.5
- 2022년 들어서며 ISM 제조업지수와 코스피 실적 전망치 디커플링이 시작. 과거에도 디커플링이 존재했지만 1년 이내 같은 방향으로 수렴하는 패턴을 보임
- 매크로 환경 악화 지속되면 수요가 위축되며 실적 전망치 하향 가능성 확대
- 과거 ISM 제조업지수와 KOSPI 12개월 선행 EPS 전망치(2000.06~2022.06) 간의 회귀분석 결과 결정계수는 0.24이며 회귀계수는 0.69
- 6월 ISM 제조업 지수는 3월대비 7.2% 하향되었고 회귀계수 0.69를 적용하면 EPS 전망치는 3월대비 4.9% 하향될 것으로 전망(9,391원)
- 디커플링이 시작된 2022년부터 디커플링이 없었다고 가정 시 KOSPI 12개월 선행 EPS 전망치는 6월 30일 전망치 10,293원 대비 11.8% 낮은 9,074원으로 하향

## [2Q22 배당 전망] 6월 KOSPI 예상 배당 수익률은 1.5%

### 2Q22 배당 전망치

코드	기업명	2021 DPS(원)					2022		
		3월	6월	9월	12월	연간	2022예상 DPS(원)	2022.06 예상 DPS(원)	2022년 예 상 현금배당 수익률(%)
A005490	POSCO홀딩스	3,000	4,000	5,000	5,000	17,000	16,367	4,000	7.0
A267250	HD현대	0	1,850	0	3,700	5,550	4,700	1,850	8.1
A034730	SK	0	1,500	0	6,500	8,000	8,600	1,500	4.1
A005380	현대차	0	1,000	0	4,000	5,000	5,629	1,000	3.1
A012330	현대모비스	0	1,000	0	3,000	4,000	4,588	1,000	2.3
A002380	KCC	0	1,000	0	6,000	7,000	6,350	-	2.2
A105560	KB금융	0	750	0	2,190	2,940	3,295	500	6.8
A086790	하나금융지주	0	700	0	2,400	3,100	3,250	1,340	8.2
A017670	SK텔레콤	0	500	500	1,660	2,660	3,434	830	6.5
A214320	이노션	0	450	0	1,350	1,800	1,871	450	4.2
A005930	삼성전자	361	361	361	361	1,444	1,570	-	2.8
A055550	신한지주	0	300	260	1,400	1,960	2,339	400	6.2
A032640	LG유플러스	0	200	0	350	550	663	200	5.1
A213500	한솔제지	0	200	0	400	600	633	-	4.9
A194370	제이에스코퍼레이션	0	200	0	400	600	600	-	3.9
A316140	우리금융지주	0	150	0	750	900	1,060	420	8.8
A003410	쌍용C&E	110	110	110	110	440	440	-	6.5
A018880	한온시스템	90	90	90	90	360	359	90	3.6
A019680	대교	0	30	0	50	80	80	-	2.9
A137310	에스디바이오센서	0	0	0	1,266	1,266	1,379	600	3.6
A097950	CJ제일제당	0	0	0	5,000	5,000	5,292	2,650	1.4
A003230	삼양식품	0	0	0	1,000	1,000	1,067	525	1.0

- 2022년 6월 배당기업의 평균 배당수익률은 6월 배당금 기준 1.5%, 2022년 연간 배당금 기준으로는 4.7%를 전망
- 2021년 6월 중간배당을 하지 않았으나 2022년 배당을 할 것으로 전망되는 기업은 에스디바이오센서, CJ제일제당, 삼양식품

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 음영처리된 기업은 대신증권 리서치센터 커버기업

# [멀티팩터 모델 7월 Update] 장기 비중확대 섹터가 상위를 차지 : 디스플레이, 철강, 화학, 반도체, 에너지

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

업종명	Value : 확정실적 P/B	Price Momentum : 1M 수익률	Earning Momentum : 12개월 선행 EPS 1M 변화율	Profitability : CFOA(영업현금흐름/총자산)	Multi Factor Score
디스플레이	158	131	3	151	444
철강	148	133	47	103	432
화학	68	96	114	128	405
반도체	80	131	11	182	404
에너지	98	110	124	67	399
상사,자본재	121	63	119	72	375
운송	64	89	98	97	347
소매(유통)	123	49	69	106	347
자동차	109	52	95	78	334
IT가전	44	79	89	116	329
IT하드웨어	44	96	71	108	319
소프트웨어	40	122	28	114	304
유틸리티	122	34	78	67	301
증권	123	96	43	22	284
화장품,의류	41	67	76	100	284
통신서비스	82	31	46	119	278
은행	111	76	66	18	271
필수소비재	62	24	79	85	250
보험	109	29	81	30	250
건설,건축	60	57	47	71	235
호텔,레저	31	78	80	30	219
건강관리	8	60	58	89	214
비철,목재	43	72	16	67	197
조선	53	9	63	58	184
기계	33	26	33	27	119
미디어,교육	8	13	18	18	57

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

### 1) KOSPI200 구성종목에 대해

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

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

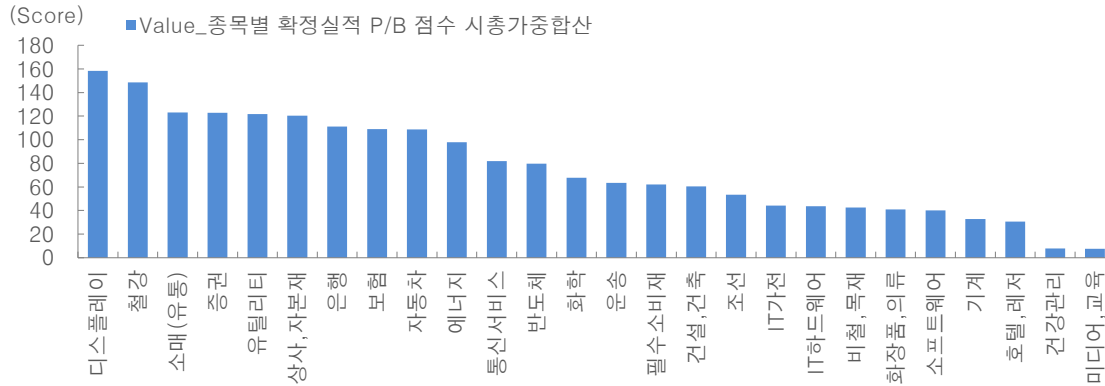
### 2) 섹터별로 구성종목의 팩터 스코어를 시총가중 합산하는 방식으로 해당 섹터의 멀티 팩터 스코어를 계산

- 멀티 팩터 스코어 모델에서 지난 한달간 순위 변동에 크게 영향을 미친 요소는 주가 역모멘텀, 6월 가격 조정폭이 컸던 업종이 상위 업종을 차지했으나 실적 개선 모멘텀이 유효한 업종을 선별할 필요



# [멀티팩터 모델 Update] 1) Value: 밸류에이션 매력 상위 업종은 디스플레이, 철강, 소매, 증권, 유틸리티 등

## KOSPI200 업종별 밸류 팩터 스코어 현황

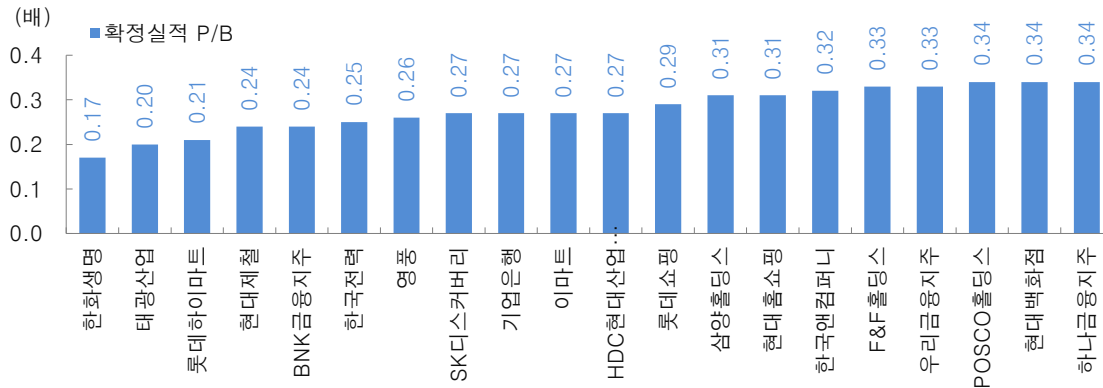


- 확정실적 P/B 기준 구성 종목의 밸류에이션 매력이 높은 업종은 디스플레이, 철강, 소매/유통, 증권, 유틸리티 등
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 확정실적 P/B 수준이 낮은 종목들을 살펴보면 한화생명, 태광산업, 롯데하이마트, 현대제철, BNK 금융지주, 한국전력, 등 소매/유통, 금융, 유틸리티주가 다수 분포

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 7월 1일 종가 기준. 각 섹터별 구성종목의 밸류 팩터 스코어를 시총가중 합산

## KOSPI200내 확정실적 P/B 하위 20개 종목

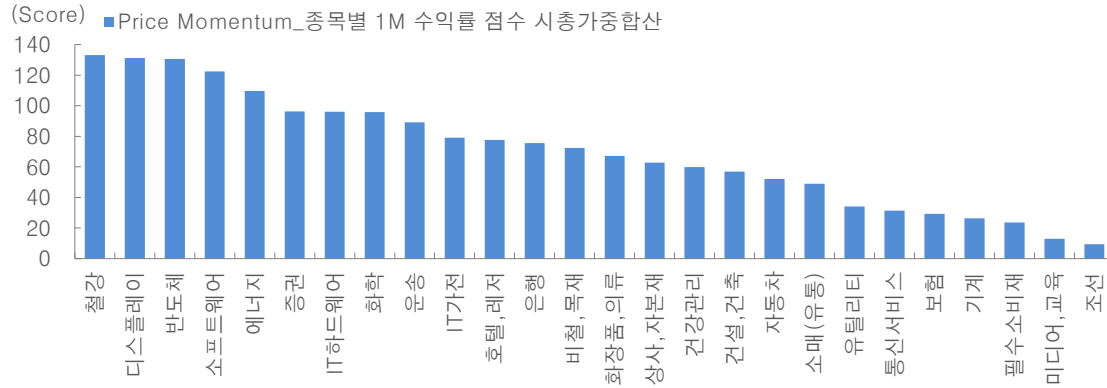


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 7월 1일 종가 기준

## [멀티팩터 모델 Update] 2) Price Reverse Momentum: 철강, 디스플레이, 반도체, 소프트웨어 등

### KOSPI200 업종별 주가 역모멘텀 팩터 스코어 현황

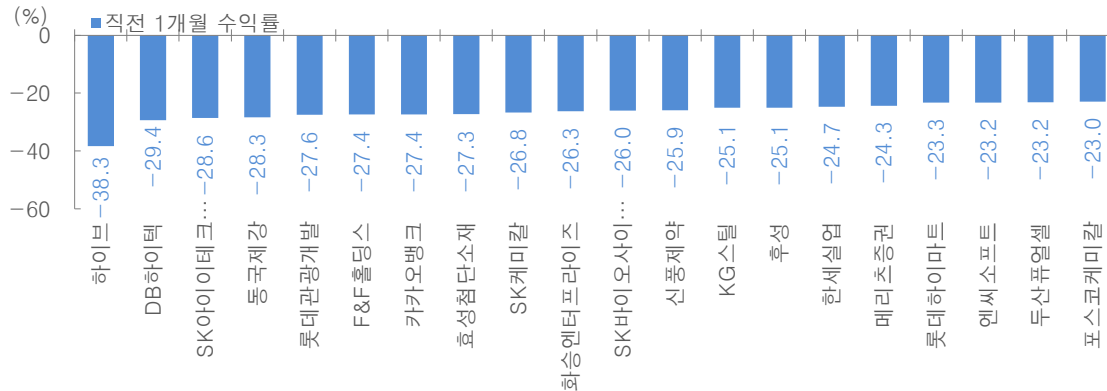


- 직전 1개월 수익률 기준 구성 종목의 주가 낙폭이 컸던 업종은 철강, 디스플레이, 반도체, 소프트웨어, 에너지 등
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 직전 1개월 주가 하락 폭이 컸던 종목을 살펴보면 하이브, DB하이텍, SK아이이테크놀로지, 동국제강, 롯데관광개발, F&F홀딩스 등

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 7월 1일 종가 기준. 각 섹터별 구성종목의 주가 역모멘텀 팩터 스코어를 시총가중합산

### KOSPI200내 직전 1개월 수익률 하위 20개 종목

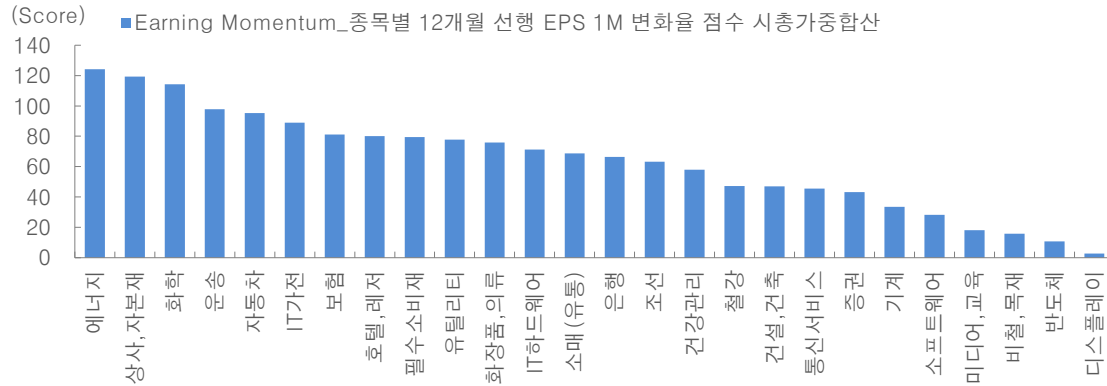


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 7월 1일 종가 기준

# [멀티팩터 모델 Update] 3) Earning Momentum: 에너지, 상사/자본재, 화학, 운송, 자동차 등

## KOSPI200 업종별 어닝 모멘텀 팩터 스코어 현황



- 구성 종목의 12개월 선행 EPS 최근 1개월 상향조정 폭이 컸던 업종은 에너지, 상사/자본재, 화학, 운송, 자동차 등
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 12개월 선행 EPS 상향조정 폭이 컸던 종목을 살펴보면 아시아나항공, 대한항공, S-Oil, SK네트웍스, 오뚜기 등 다만 아시아나항공은 기저효과로 인해 높은 상승률을 기록

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 7월 1일 수치 기준. 각 섹터별 구성종목의 어닝 모멘텀 팩터 스코어를 시총가중 합산

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

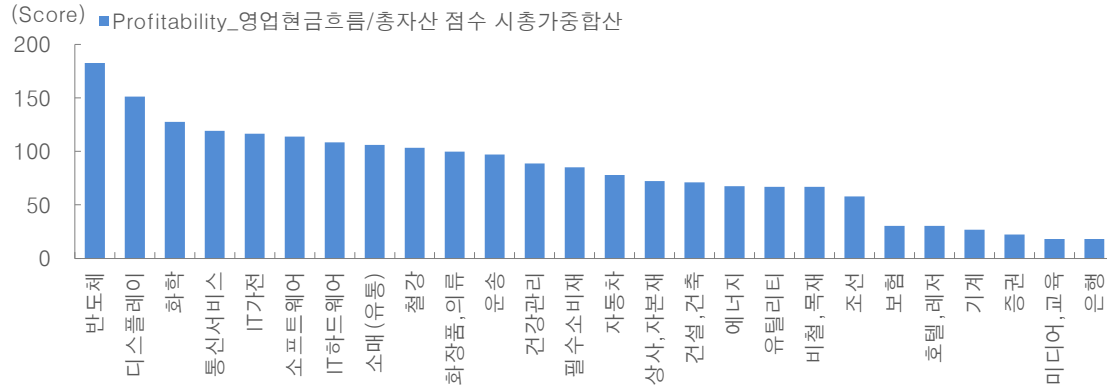


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 7월 1일 수치 기준

# [멀티팩터 모델 Update] 4) Quality: 반도체, 디스플레이, 화학, 통신, IT가전 등의 수익성 양호

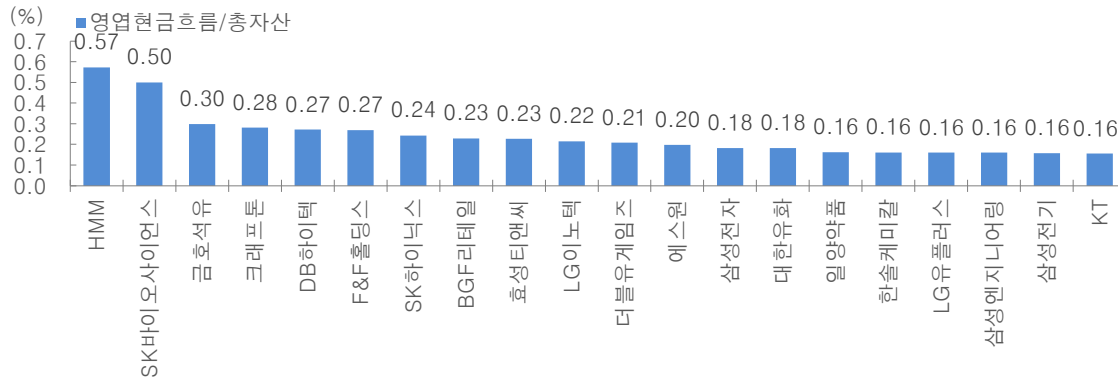
## KOSPI200 업종별 퀄리티 팩터 스코어 현황



- 총자산 대비 영업현금흐름 기준 구성 종목의 수익성이 양호한 업종은 반도체, 디스플레이, 화학, 통신, 가전 등
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 총자산 대비 영업현금흐름 지표 값이 높은 종목을 살펴보면 HMM, SK바이오사이언스, 금호석유, 크래프트, DB하이텍 등

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center  
 주: 7월 1일 수치 기준. 각 섹터별 구성종목의 퀄리티 팩터 스코어를 시총가중 합산

## KOSPI200내 총자산 대비 영업현금흐름(CFOA) 상위 20개 종목



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center  
 주: 7월 1일 수치 기준

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

Code	Name	W126업종명(대)	섹터 내 비중(%)	Value : 확정실적 P/B	Price Momentum : 1M 수익률	Earning Momentum : 12개월 선행 EPS 1M 변화율	Profitability : CFOA(영업현금흐름/총자산)	Multi Factor Score
A011200	HMM	운송	23.0	105	179	139	195	618
A006650	대한유화	화학	0.9	174	168	92	182	616
A111770	영원무역	화장품, 의류, 완구	2.6	113	133	172	161	579
A285130	SK케미칼	화학	2.0	106	192	108	171	577
A120110	코오롱인더	화학	1.6	135	170	169	99	573
A241560	두산밥캣	기계	11.7	125	177	136	129	567
A004000	롯데정밀화학	화학	1.6	112	162	147	145	566
A011780	금호석유	화학	3.8	115	99	158	193	565
A001230	동국제강	철강	3.8	169	197	69	126	561
A298020	효성티앤씨	화장품, 의류, 완구	3.2	83	146	142	187	558
A071840	롯데하이마트	소매(유통)	2.8	198	184	73	101	556
A108670	LX하우시스	건설, 건축관련	1.1	156	140	104	150	550
A020000	한섬	화장품, 의류, 완구	1.3	144	147	94	164	549
A192080	더블유게임즈	소프트웨어	0.5	117	94	141	185	537
A004020	현대제철	철강	13.8	196	173	52	110	531
A005490	POSCO홀딩스	철강	63.5	181	160	59	131	531
A014680	한솔케미칼	화학	2.7	19	176	151	180	526
A316140	우리금융지주	은행	7.7	185	151	157	29	522
A004170	신세계	소매(유통)	10.8	143	116	124	132	515
A047040	대우건설	건설, 건축관련	4.9	121	68	150	173	512

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

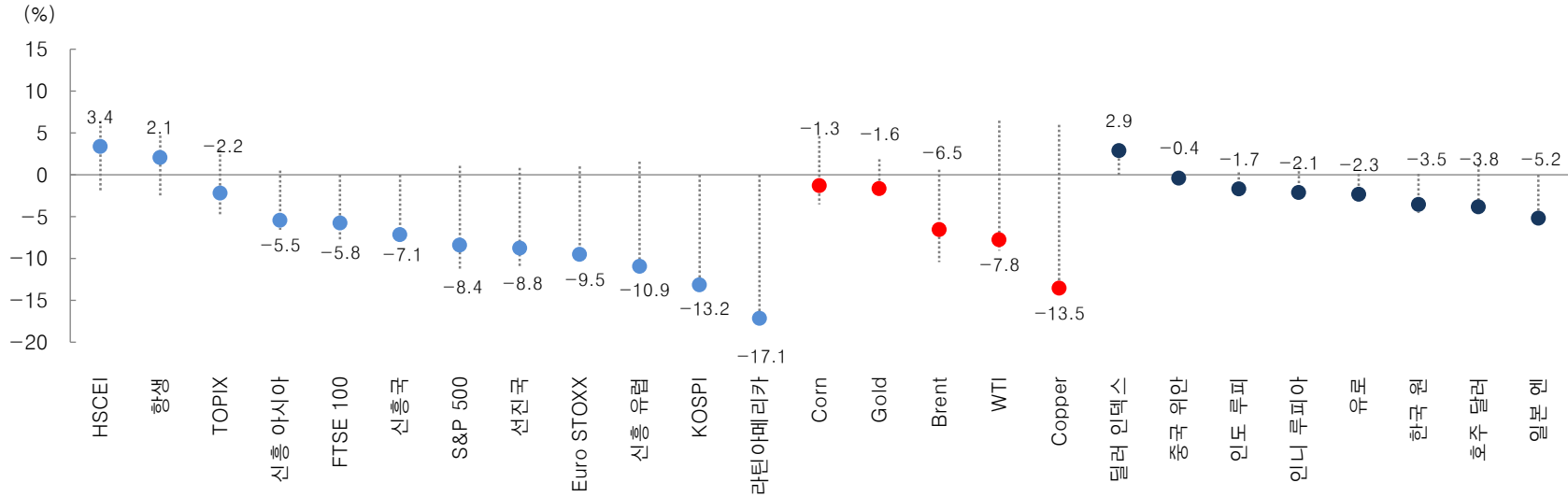
# 6월 Review : 공포심리 확대

---

Strategist, RA 김정윤

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

## 6월 글로벌 금융시장 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

주: 6월 30일 종가 기준

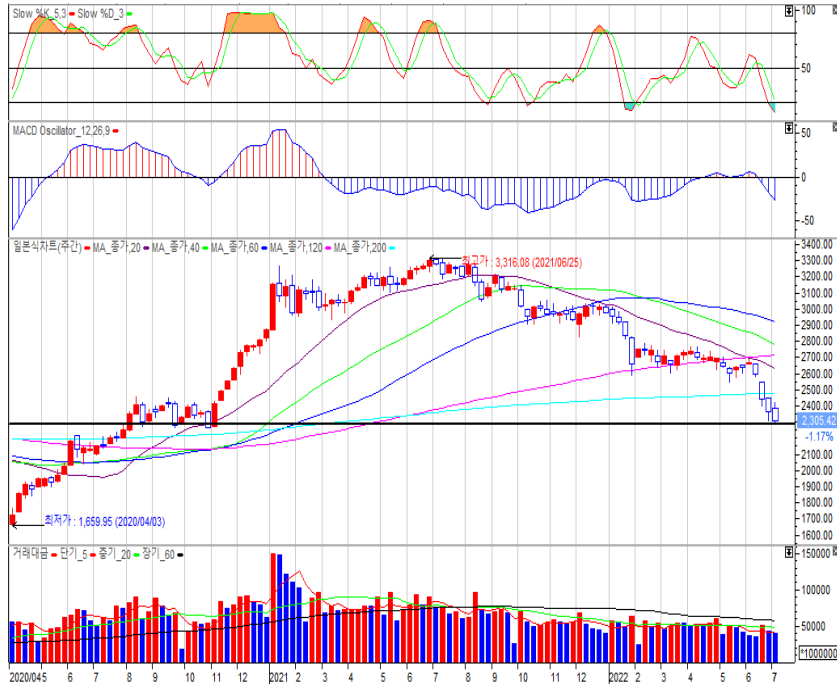
중화권 증시가 유일하게 플러스(+) 수익률 기록. 코로나19 관련 조치들이 대부분 해제되면서 경제활동 정상화 기대감 및 테크 산업 규제 정점 통과 기대감에 특히 홍콩H지수는 3.4% 상승. 반면, 글로벌 중앙은행들의 긴축 행보 확대, 미국 경기침체 우려까지 가세하며 중화권 이외의 증시는 크게 부진. 특히, 미국, 선진국 증시는 8%대 하락세 기록. KOSPI의 경우 대내적으로 국내 수급 변수, 그 중에서도 신용 매매, CFD, 스타콘 등의 반대매매와 이를 적극 활용했던 외국인 현선물 매매 패턴에 따른 수급 변동성 확대로 증시 낙폭 확대

원자재 시장에서는 경기 침체 우려 증폭에 따른 수요 둔화 예상에 구리는 13.5% 하락. 유가(WTI 기준)의 경우 대러시에 제재 등 공급불안 유입에 월 중 123.68달러까지 상승. 그러나 경기불안 심리 확대에 구리와 마찬가지로 수요 둔화 우려가 더 큰 영향을 미치면서 -6.8%로 하락반전

위험회피 심리 확대 속에 달러 인덱스는 105p까지 상승. BOJ는 지속적인 통화완화정책을 펼치며 엔화 약세 지속, 달러/엔은 월말 137엔까지 상승. 무역적자 확대, 외국인 증시 수급 불안에 원화도 상대적 약세를 이어가며 1,300원 초반까지 레벨업

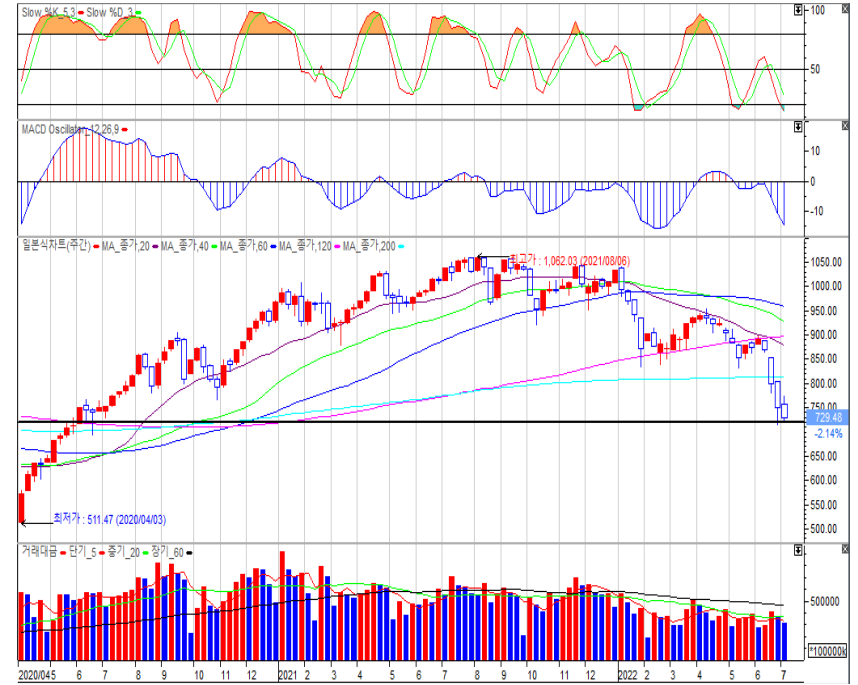
# 대내변수로 국내증시 낙폭 확대

## KOSPI 주봉. 위태로운 2,300선



자료: 대신증권 Research Center

## KOSDAQ은 6월에만 16.6% 급락

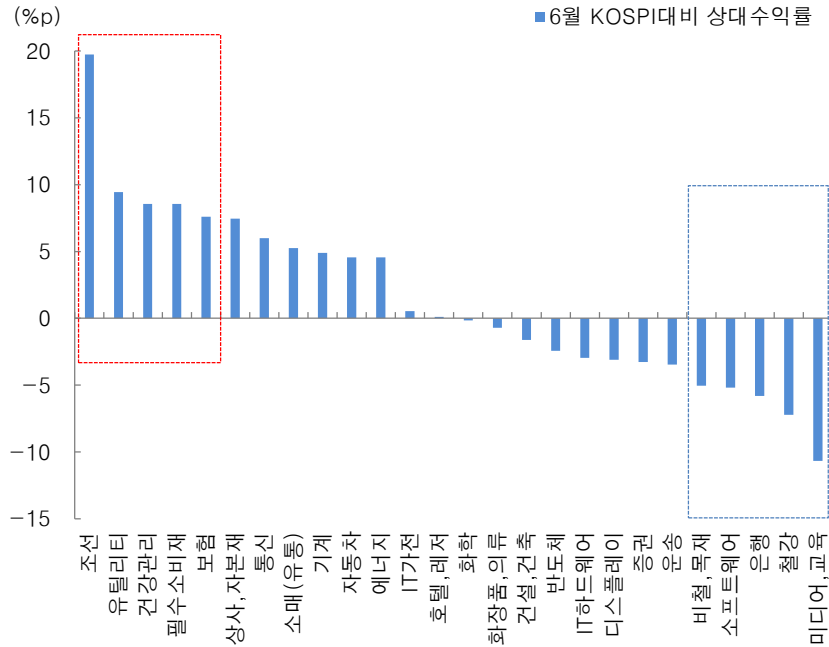


자료: 대신증권 Research Center

6월 KOSPI, KOSDAQ은 각각 -13.15%, -16.56% 급락. 글로벌 중앙은행들의 고강도 긴축 기조 확대 속에 경기침체 우려까지 증폭되어 투자심리 악화, 패닉셀링 장세 전개. 특히 대내적으로는 신용잔고 급감 및 반대매매 확대와 원/달러 환율이 1,300원 중반대로 고공행진하며 수급 여건 악화도 증시 낙폭 확대 요인으로 작용. 다만 월말 들어 통화정책에 대한 부담 완화, 경기침체 우려 진정 영향에도 국내 소비 불안, 기대인플레이션 급증으로 인한 금리인상 우려 및 2차 전지, 중국 관련주 등 개별 기업/산업에 대한 악재가 국내증시 발목을 잡아 반등을 제한

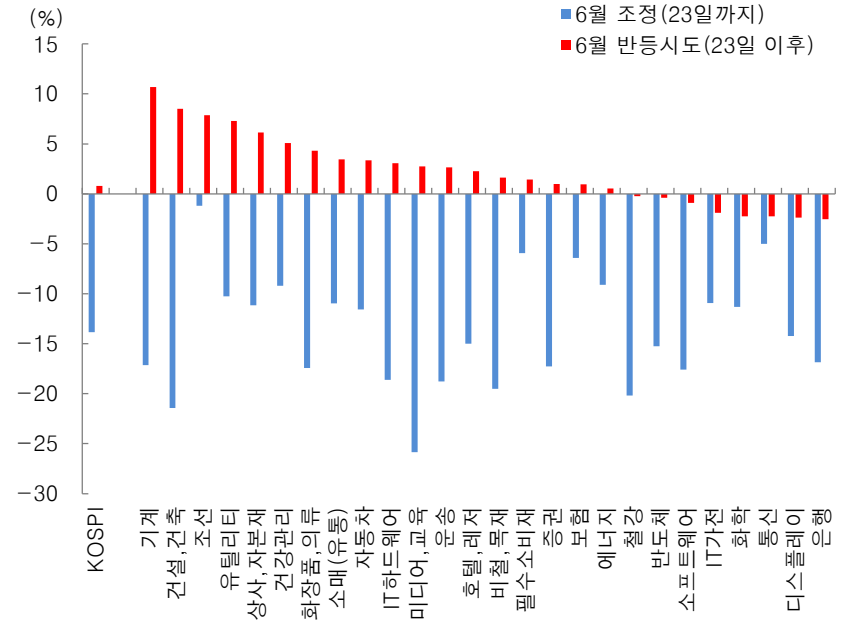


## KOSPI Outperform 업종 : 조선, 유틸리티



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center  
주: 6월 30일 종가 기준

## 조정, 반등시도 국면에서 유일하게 KOSPI Outperform한 조선

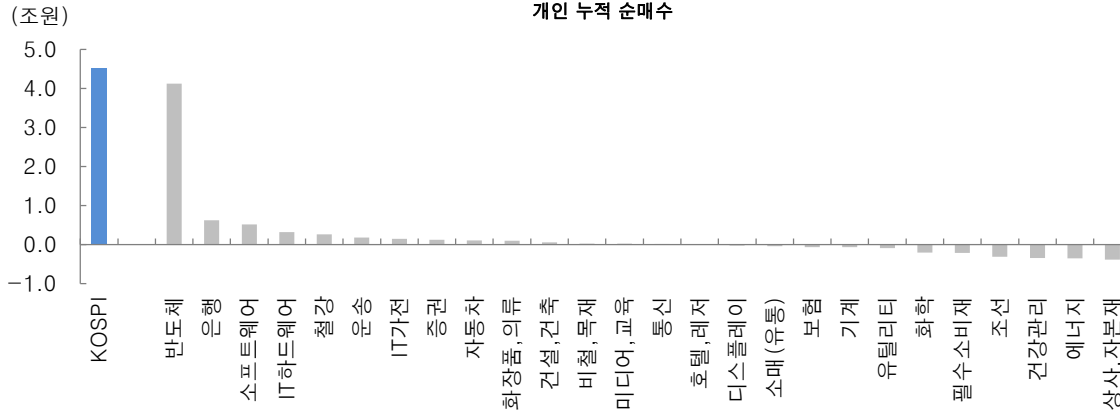


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center  
주: 6월 30일 종가 기준, 조정국면은 6월 23일까지, 반등시도 6월 23일 이후

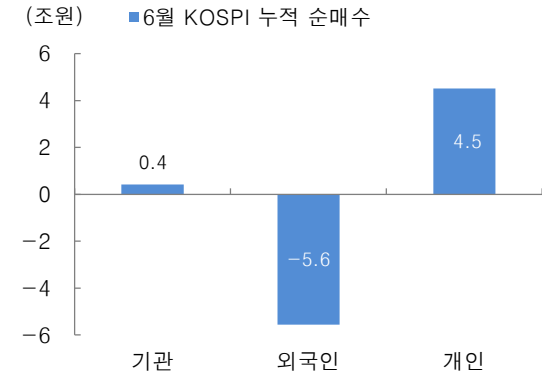
LNG선 수주 호조에 조선업은 유일하게 강세. 6월에 6.59% 상승, KOSPI대비 20%p 가까이 Outperform. 필수소비재(-4.59%), 통신서비스(-7.15%) 등 경기 방어 업종들은 KOSPI대비 상대적으로 낙폭 제한. 철강가격 하방압력 높아짐에 따라 실적 악화 가능성에 철강 업종은 20.4% 급락. BTS 그룹활동 중단 여파로 하이브는 6월에만 37% 급락 미디어/교육(-23.82%) 업종이 가장 부진. 한편, 23일 반등시도 국면에서는 기계, 건설/건축, 조선, 유틸리티 업종들이 강세 기록한 반면, 반도체, 소프트웨어 등 기술 업종은 약세 지속

# 수급 변동성에 시달린 6월

## 개인투자자들은 반도체 중심으로 자금 유입



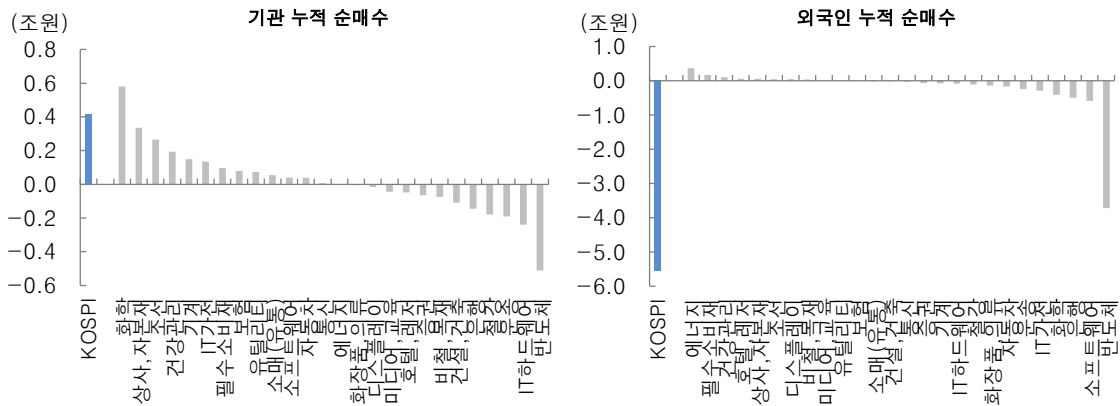
## 외국인 수급 여건 악화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 외국인, 기관 동반 순매도 업종: 반도체



- 원/달러 환율 급등, CFD, 반대매매 등 수급 여건이 악화된 가운데 외국인은 6월에 5.6조원 규모 순매도. 특히, 반도체, 소프트웨어 업종 중심으로 매물 출회
- 기관은 0.4조원 규모로 화학, 상사/자본재 중심으로 소폭 순매수
- 외국인, 기관의 반도체 업종 매도 물량을 개인투자자들의 대부분 받으며 반도체 업종을 6월에 4.1조원 순매수

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## Compliance Notice

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