

9월 증시 전망 및 투자전략 | 2022. 8. 30

# Bear Market Rally의 정점. 언제, 어떻게 통과할 것인가?

Strategist 이경민

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

Quant Strategist 조재운

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

Strategist, RA 김정윤

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



# Contents

## 9월 증시 전망 및 투자전략

<b>Summary</b>	<b>3</b>
<b>주식시장 전망</b>	<b>7</b>
8월 Review : 반등세에 제동	7
<u>9월 KOSPI Band : 2,380 ~ 2,550p</u>	12
물가 – 통화정책 – 경기 간 악순환 고리. 그리고 상호작용, 딜레마(Dilemma)	17
잭슨홀 미팅 이후 금융시장. 단호해진 파월 Vs. 여전한 시장의 기대	23
9월초 KOSPI 반등은 변동성 확대를 대비하는 기회	30
마주할 현실 1) 8월 CPI. 물가 둔화 Vs. 레벨	39
마주할 현실 2) 9월 FOMC. 점도표 Vs. 시장 기대. 그리고 경기	45
마주할 현실 3) 3Q 실적시즌. 실적 전망 레벨다운 가능성	52
악순환 고리 전환 = 안전자산 선호심리 강화	59
KOSPI Rock Bottom 2,050선. 빠르면 22년 연말, 23년 연초 저점통과 가능	67
<b>투자전략</b>	<b>73</b>
리스크 관리, 안정성 강화를 Main으로, 단기 순환매 대응은 단기 + $\alpha$ 로...	73
<b>퀀트전략</b>	<b>82</b>
4팩터 스코어 상위 업종: 반도체, 자동차, 디스플레이, 소매/유통, 철강. 관심 종목 20개 기업 제시	

## Summary. 통화정책 완화 기대 약화와 경기/실적 불안이 가중되는 국면 진입 = KOSPI 하방압력 확대

- 9월 KOSPI Band : 2,380 ~ 2,550p**  
 하단 KOSPI 2,380p : 12개월 선행 PBR 0.867배(3년 평균의 -1Std), 확정실적 PBR 0.947배(2010년 이후 평균의 -1Std), 50일 이동평균선  
 상단 KOSPI 2,550p : 12개월 선행 PER 9.916배(3년 평균의 -1Std), PBR 0.92배(8월 고점), 확정실적 PBR 1배(22년 평균), 120일 이동평균선(경기선) 위치
- 9월 KOSPI 전강후약 패턴 예상. 잭슨홀 미팅 이후에도 2023년 통화정책 완화, 금리인하 기대가 유효.  
 단기 충격 이후 경제지표 결과에 따른 반등시도가 9월 초반 이어질 가능성 높음  
 다만, 반등 목표치 2,550p로 하향조정. 에너지 위기로 인한 물가/경기 불확실성 확대, 달러 강세 압력 확대 속에 예상보다 강한 연준의 매파적 스탠스 반영
- 8월 CPI(9월 13일), 9월 FOMC(9월 21일)와 3분기 프리어닝 시즌(9월 중순 이후)이 변곡점, KOSPI를 비롯한 글로벌 증시 하방압력 확대 예상  
 8월 CPI(9월 13일 확인, Inflation Now 8.28%) 둔화 폭이 제한적임에 따라 물가 레벨에 대한 부담 확대 & 경기 불확실성 가중 예상  
 이러한 상황에서 9월 FOMC는 미국 경기 판단과 통화정책 속도 사이에서 불안심리가 커지는 전환점이 될 전망  
 높은 물가 레벨을 근거로 연준의 매파적 스탠스, 점도표를 통해 재차 확인. 이 경우 통화정책 & 경기 부담 가중. 통화정책 완화, 금리인하 기대가 실망감으로 전환  
 3분기 실적시즌 예상보다 부진 & 이익전망 레벨다운 전망. 경기/수출 둔화 속에 환율효과 약화, 비용 부담 지속, 수요 위축 / 원자재 하락으로 가격 불확실성 확대
- 22년 3분기 기술적 반등은 역금융장세에서 역실적장세로 전환되는 과정에서 채권금리 하락으로 인한 단기 가격/밸류에이션 정상화, 기술적 반등 국면  
 22년 4분기 ~ 23년 1분기 역실적장세 전개 예상. 금융시장의 방향성을 결정짓는 변수가 물가, 통화정책에서 경기 둔화 폭과 강도로 전환될 전망  
 경기 경착륙 과정에서 제조업 경기 약화, 실적 전망 레벨다운으로 인한 KOSPI 2차 하락 예상(Rock Bottom 2,050p)

### 투자전략

#### KOSPI 2,500p 이상에서는 현금비중 확대, 포트폴리오 방어력 강화에 집중

KOSPI 2,500p 부터 단기 트레이딩 자제, 차익실현, 현금비중 확대 권고

포트폴리오 전략 차원에서는 배당주, 통신, 음식료 등 비중확대로  
 포트폴리오 방어력 강화에 집중력을 높여가야 할 것

KOSPI 2,400 ~ 2,500p 박스권에서는 순환매 대응으로 국한

단기 낙폭과대 업종 중 실적대비 저평가된 업종  
 : IT가전, IT하드웨어, 반도체, 미디어/교육, 소프트웨어, 증권, 화장품/의류  
 중심의 단기 트레이딩 전략 유효

8월보다 주식 트레이딩 비중을 줄여나가는 가운데 목표수익률과 투자기간  
 짧게 가져갈 필요가 있음

### 퀀트 전략

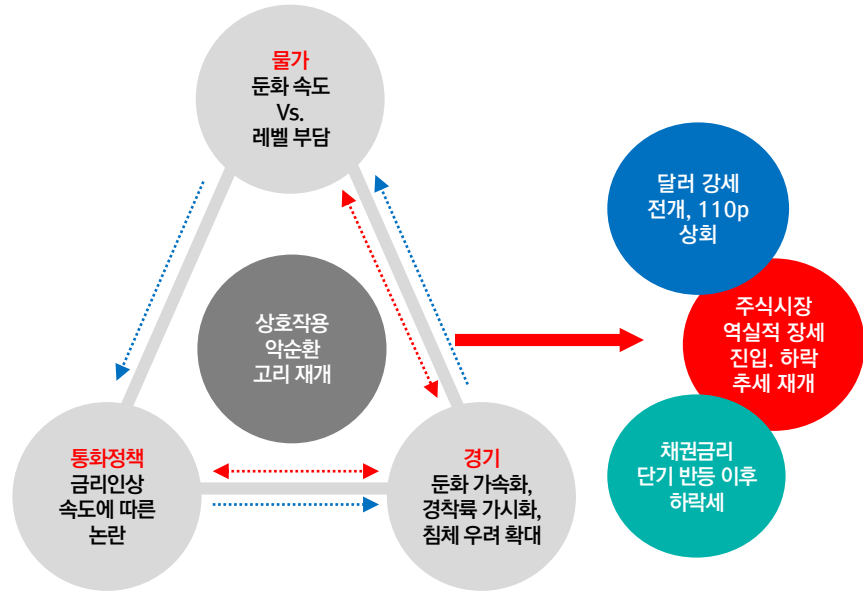
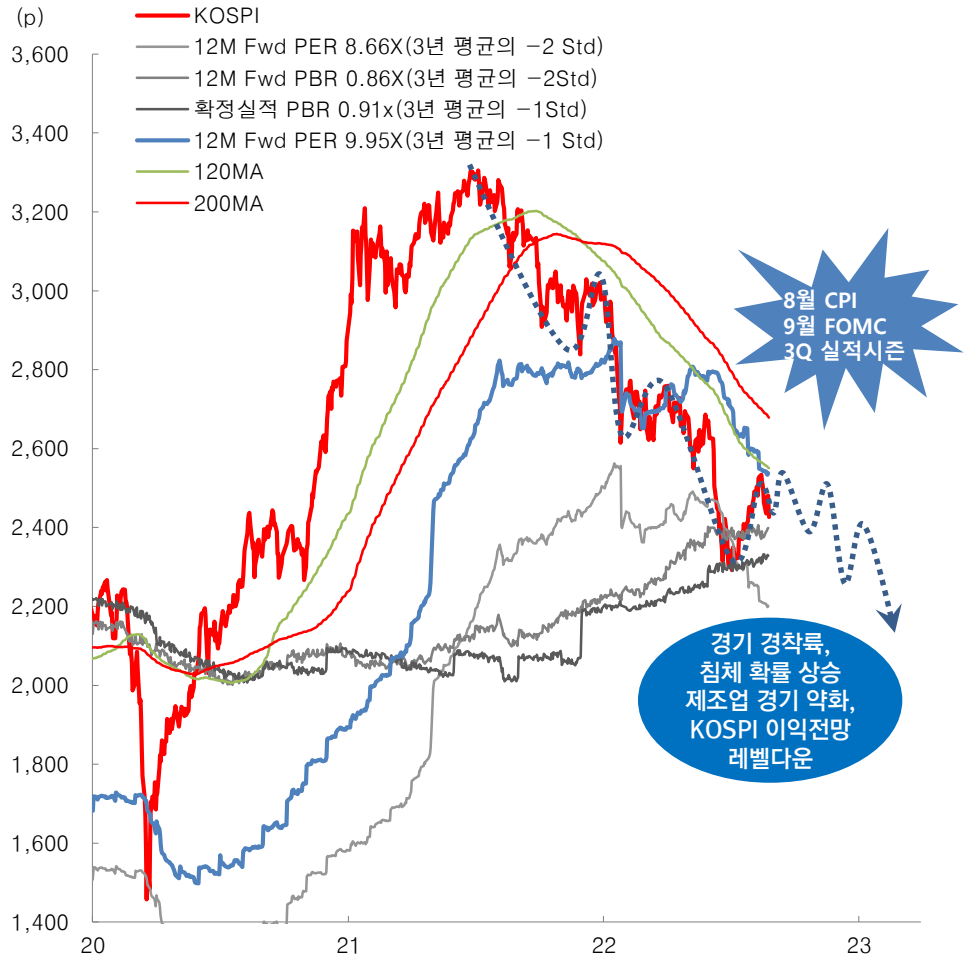
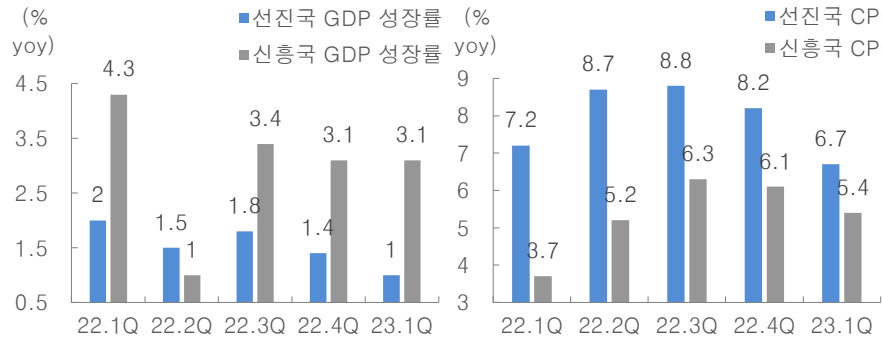
2Q22 KOSPI 기업 실적 발표 완료. 컨센서스 상회, 부합, 하회는 각각 36.0%, 34.0%, 30.0%. 시장의 우려대비 양호한 실적을 발표. 실적 발표 금액을 살펴보면 영업이익 기준 KOSPI는 컨센서스 대비 36.0% 높은 실적을 발표. 업종별로는 유틸리티를 제외한 전 업종이 컨센서스 대비 높은 영업이익을 발표

지난 1개월 간 2022년 하반기 KOSPI 실적 전망치는 3Q22, 4Q22 각각 -4.0% -4.4% 하향조정(영업이익 기준). 업종별로 살펴보면 조선, 호텔/레저 등 낮은 기저를 가졌던 업종을 제외하면 순이익 전망치 개선폭은 7월 대비 저조. 자동차, 에너지, 필수소비재 등 수요 둔화 우려에도 실적 상향 모멘텀이 견조했던 업종의 모멘텀 둔화

8월 멀티팩터 모델로 산출된 스코어 상위 섹터는 **반도체, 자동차, 디스플레이, 소매/유통, 철강**으로 낙폭이 크며 밸류스코어가 높은 섹터가 차지

# [KOSPI 9월 Band 2,380 ~ 2,550p] 물가 - 통화정책 - 경기 간 악순환 고리 전환 & 딜레마(Dilemma) 국면

물가 통제외지를 재천명한 FED. 8월 CPI(9월 13일)를 통해 물가 레벨에 대한 부담 확인. 9월 FOMC에서 매파적 스탠스 재확인 가능  
 물가 - 통화정책 - 경기 간의 악순환 고리 재개 + 경기에 포커스가 맞춰진 딜레마(Dilemma)에 빠질 가능성 높아



자료: Bloomberg, FnGuide, 대신증권 Research Center

# [9월 투자전략] 반등시 주식비중 ↓, 현금비중 ↑. 배당주, 방어주(통신, 음식료 등)로 포트폴리오 방어력 강화

KOSPI 2,500p부터 차익실현, 포트폴리오 방어력 강화에 집중. 단기 트레이딩 비중 줄이고, 하더라도 짧게...

## 투자환경

### MACRO & 통화정책

경기 둔화 뚜렷, 가속화  
물가 고공행진 장기화로  
연준의 매파적 스탠스 강화  
23년 금리인하 기대 약화

### 실적 전망

3분기 프리어닝 시즌부터  
실적 불확실성 확대  
경기둔화, 환율효과 약화,  
비용 부담 지속 & 제품가격 하락  
= 실적전망 하향조정

### 수급

달러 강세 / 원화 약세 압력 지속  
경기불안, 실적 전망 하향조정  
외국인 순매도 전환

## Stocks

**포트폴리오 방어력 강화 : 배당주, 방어주(통신, 음식료, 에너지 등)**

**통신** : KT, LG유플러스

**필수소비재** : KT&G, 롯데칠성,

**손해보험** : 현대해상, DB손해보험

**에너지** : GS, S-Oil

**+α 단기 Sub 트레이딩 : 낙폭과대 + 실적대비 저평가 업종/종목**

**자동차** : 현대모비스

**소프트웨어** : 삼성에스디에스 / **IT하드웨어** : LG이노텍

**화장품/의류** : 한섬, 신세계인터내셔널, 현대그린푸드

**KOSPI200 4팩터 스코어 상위 기업 :**

HMM, 팬오션, 현대글로벌비스, 현대제철, 현대백화점, 신세계, 롯데쇼핑,

아이에스동서, 녹십자

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

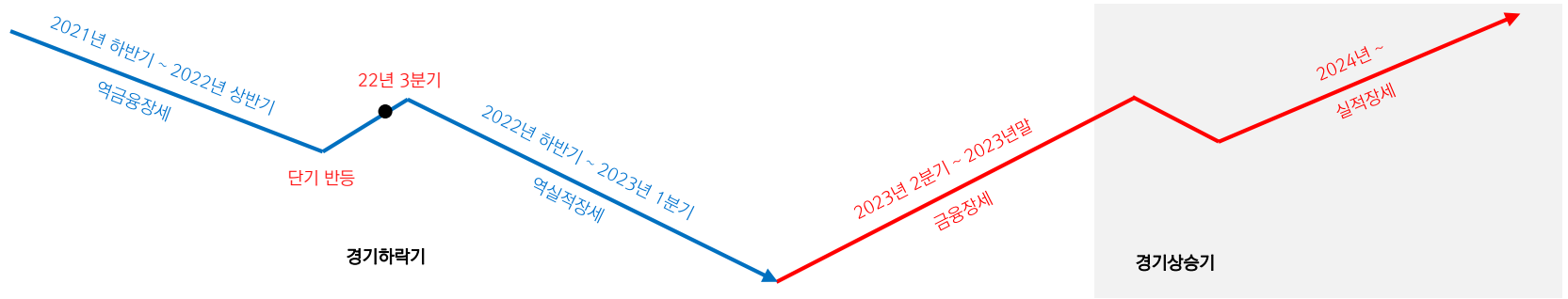
심리적 안도감에 근거한  
기술적 반등,  
8월 CPI 확인, 9월  
FOMC 이후  
변동성 확대 경계

**KOSPI 2,500선 이상에서  
현금비중 확대 & 배당주,  
통신, 음식료 업종 중심의  
포트폴리오 방어력 강화**

**KOSPI 2,400~2,500선  
단기 Trading 전략 유효  
실적대비 저평가 업종,  
순환매 대응**

# [국면판단] 22년 하반기 역금융장세에서 역실적장세로...(전환점은 9월 중순) 2차 하락추세 전개 가능성 경계

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



구분	역금융장세	역실적장세	금융(유동성) 장세	실적(펀더멘털) 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/펀더멘털 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 펀더멘털 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

# 8월 Review : 반등세에 제동

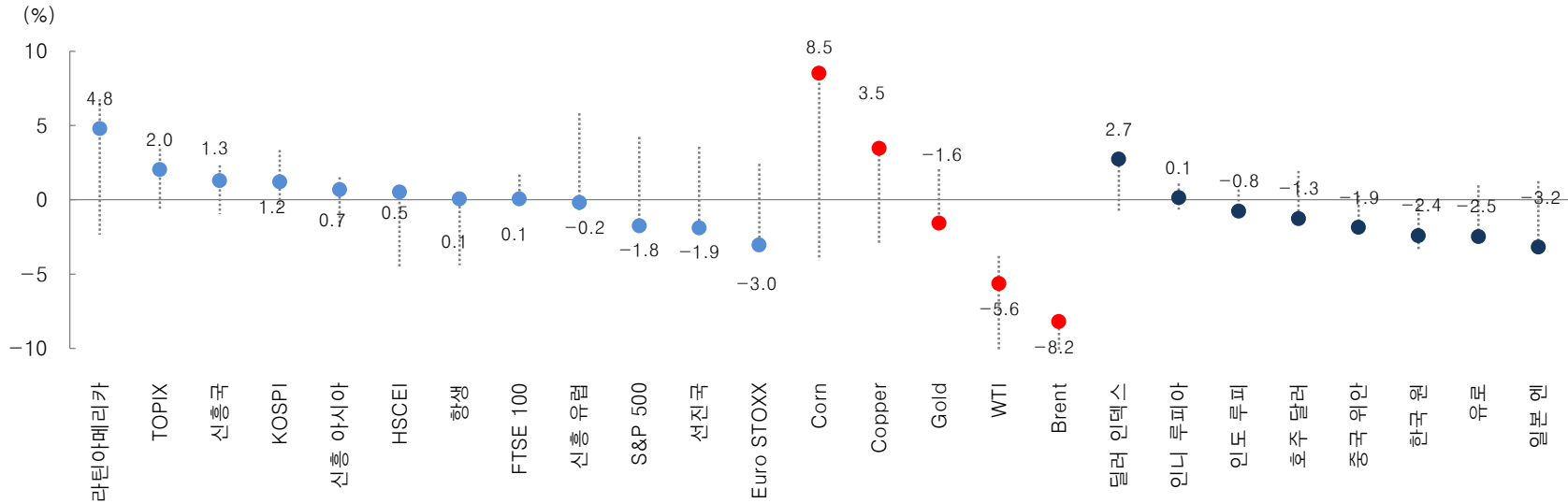
---

Strategist, RA 김정윤

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

# 반등 이후 변동성 확대

## 8월 글로벌 금융시장 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center  
 주: 8월 26일 종가 기준

8월 글로벌 증시는 대체로 전강후약 패턴 기록. 월초 대만을 둘러싼 미중 갈등 격화 이슈는 단기 불안요인에 그침. 7월 미국 소비자물가 발표 이후 물가 안정/정점 통과 기대감에 확대에 따른 물가 및 통화정책 부담 경감에 위험선호 심리 개선, 증시 반등 요인으로 작용. 다만 월 중순 이후 7월 FOMC에 대한 매파적인 해석, 연이은 연준 위원들의 매파적인 발언, 유럽 물가 부담 증폭 및 경기침체 우려 부각되어 금융시장 변동성 확대. 월말 잭슨홀 미팅에서 파월 연준의장 연설 영향을 반영한 미국, 유럽 증시는 특히 약세반전

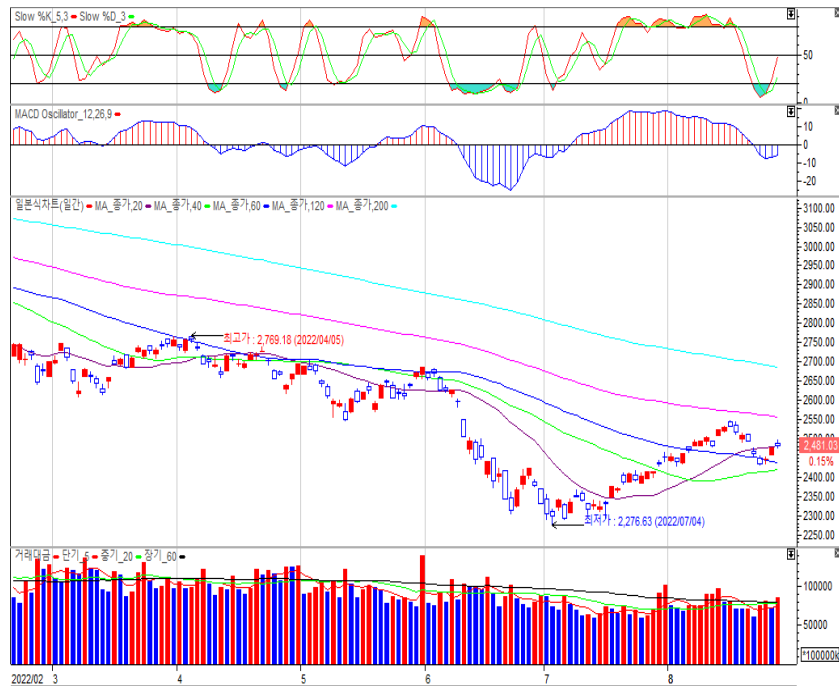
원자재 시장의 경우 우크라이나 농산물 수출 재개에도 글로벌 곳곳에서 가뭄 현상에 따른 농산물 작황 우려에 옥수수는 8%대 상승세 기록. 국제 유가의 경우 침체 우려에 따른 수요전망 하향 및 이란 핵합의 복원 기대감까지 반영되어 WTI, 브렌트유 각각 5.6%, 8.2% 하락 .

외환시장에서 달러 인덱스는 월 중 109p 상회하고 유로-달러는 패리티 붕괴. 특히 유럽 물가 부담 증폭 및 에너지위기 우려 부각되어 유로화 약세폭 확대, 달러 강세폭 확대를 자극. 달러 강세압력 확대로 원/달러 환율은 월 중 1,346원까지 상승. 이후 외환당국 개입 경계에 상승폭을 축소하기도 함

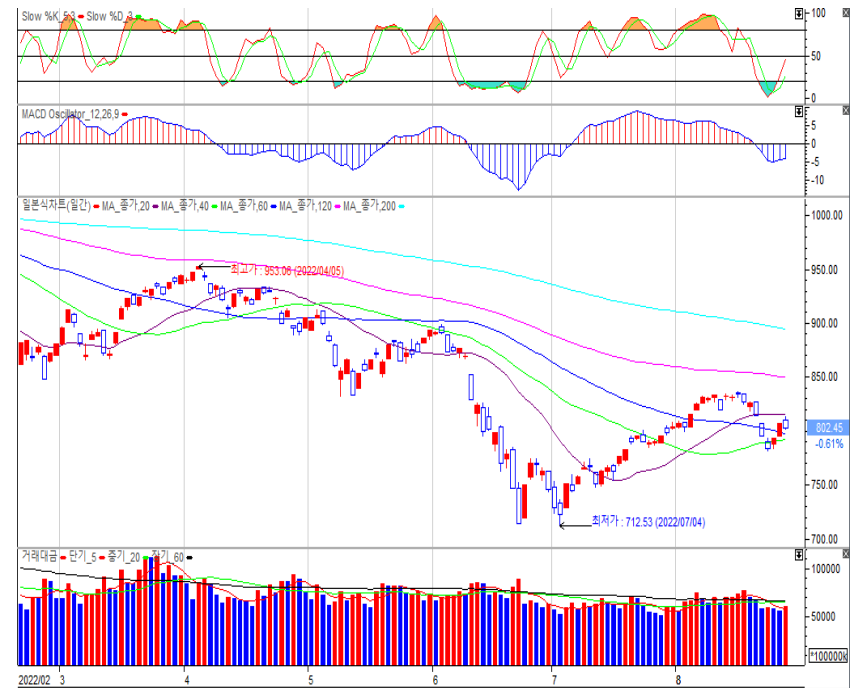


# 기술적 반등 이후 단기 과열해소/매물소화

## KOSPI 일봉. 월말 다시 2,500선 하회



## KOSDAQ 800선 회복 시도



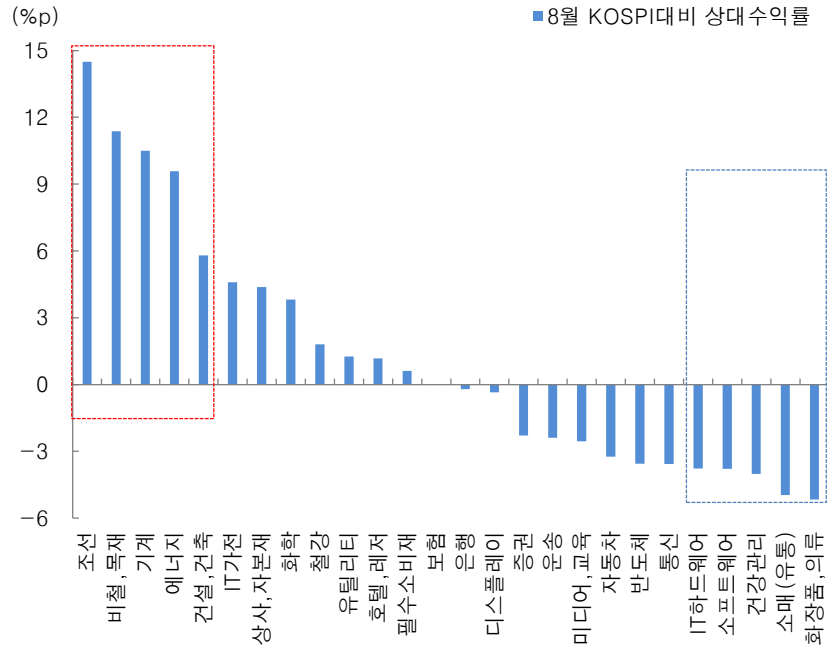
자료: 대신증권 Research Center

자료: 대신증권 Research Center

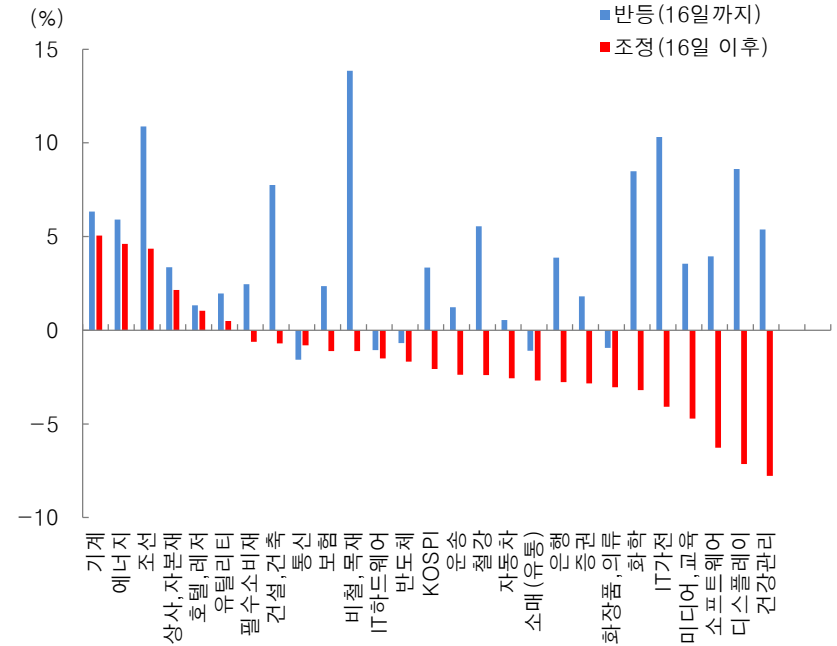
8월 KOSPI, KOSDAQ은 각각 +1.2%, -0.15% 기록. 미중 갈등은 단기 변동성 요인에 그침. 물가-통화정책-경기 간의 악순환 고리 약화, 7월 CPI 발표 이후 선순환 고리로 전환되어 기술적 반등 전개. 그러나 연속된 반등 부담 및 7월 FOMC 의사록 공개 이후 이에 대한 매파적인 해석, 유럽 물가 폭등 이슈에 따른 금융시장 변동성 확대로 차익실현 매물 출회. 8월 중순 이후 반등세에 제동 걸림. 한편, 원/달러 환율이 1,330원대를 상향 돌파했음에도 8월 들어 외국인 순매수세 지속되어 KOSPI 하단을 지지

# 조선, 기계 등 시클리컬 업종 강세

## KOSPI Outperform 업종 : 조선, 비철/목재, 기계, 에너지



## 반등, 조정 국면에서 모두 견조한 수익률 기록한 기계, 에너지



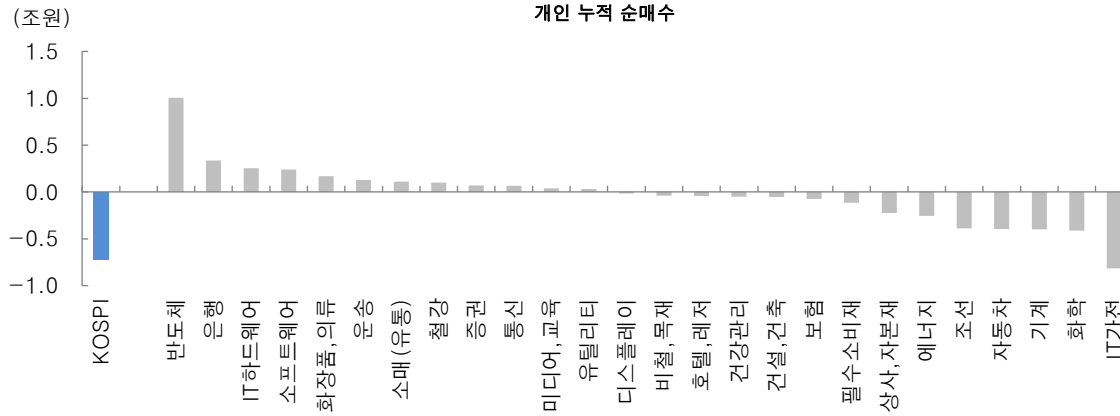
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center  
주: 8월 26일 종가 기준

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center  
주: 8월 26일 종가 기준, 반등은 8월 16일까지, 조정국면은 8월 16일 이후

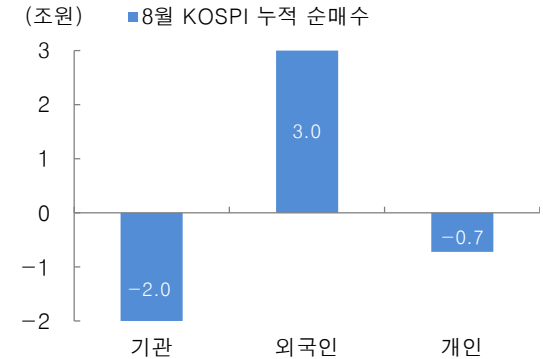
8월 KOSPI 대비 Outperform한 업종은 조선. 특히 LNG선 수요 확대 및 수주잔고 증가 기대감 속에 강세 기록. 비철/목재, 기계, 에너지 등도 미국 인플레이션 감축 법안(IRA) 통과에 따라 수혜 예상되는 종목들 다수 포진되어 있어 KOSPI대비 Outperform. 이들 업종들은 KOSPI 반등, 조정 국면에서 모두 견조한 수익률 기록. 반면, 화장품/의류, 소매/유통 등 내수주와 소프트웨어 및 건강관리 등 주요 성장주 약세. KOSPI 반등 국면에서는 포스코케미칼 급등세에 힘입어 비철/목재 업종 강세 뚜렷. 조정 국면에서는 미디어/교육, 소프트웨어, 건강관리 등 주요 성장 업종 약세 뚜렷

# 원/달러 환율 레벨업에도 외국인 순매수 유입

## 개인투자자들은 반도체 순매수, 2차전지(IT가전) 순매도



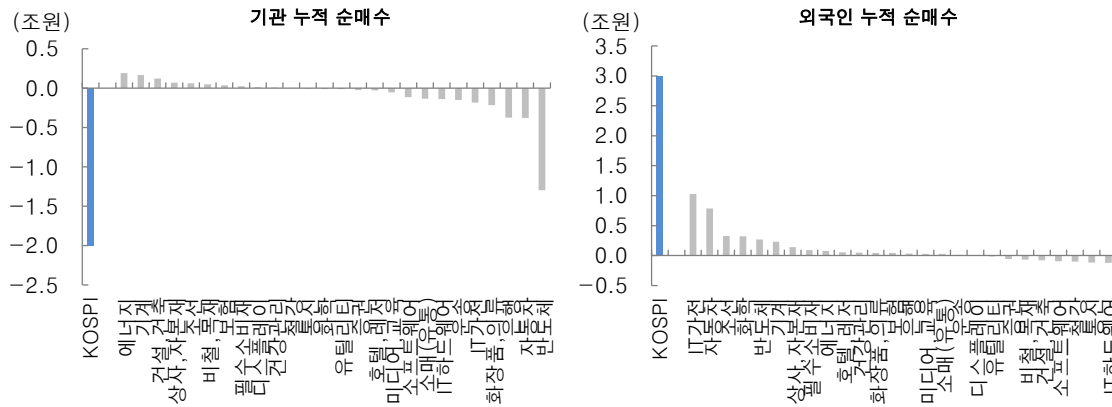
## 8월에도 이어진 외국인 순매수세



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 외국인 순매수 집중 업종: IT가전, 자동차



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 7월(2.32조원)에 이어 8월에도 외국인 자금 유입. 외국인 투자자들은 2차전지(IT가전), 자동차 업종 중심으로 순매수세 이어감
- 기관은 전체적으로 8월에 순매도. 업종별로는 에너지, 기계 등 미국 IRA 수혜 예상되는 업종 순매수. 반면, 반도체, 자동차 순매도
- 개인 투자자들은 반도체 순매수한 반면 2차전지(IT가전) 순매도

# 8월 KOSPI Band : 2,380 ~ 2,550p

---

Strategist 이경민

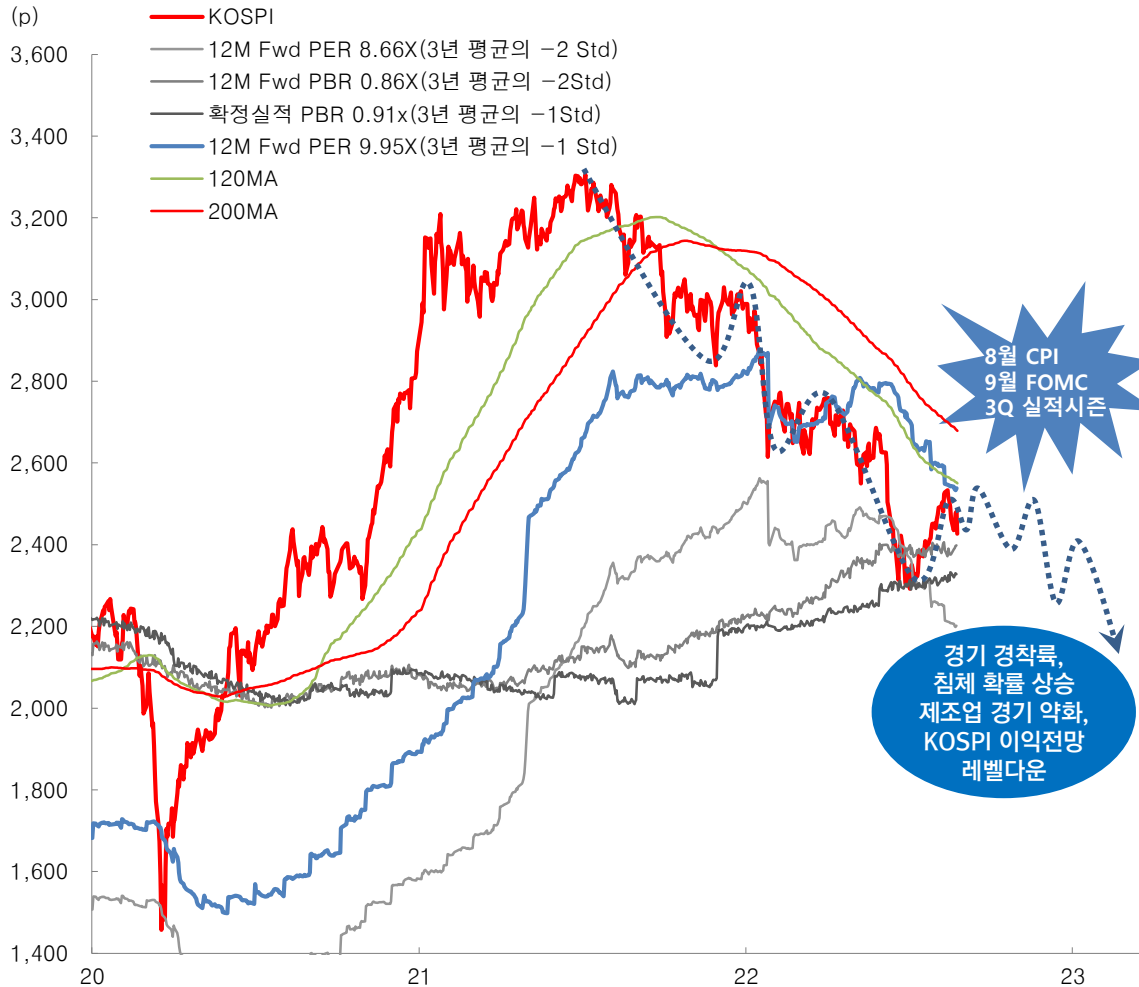
02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

Strategist, RA 김정윤

02) 769-3496 / [jungyoon.kim@daishin.com](mailto:jungyoon.kim@daishin.com)

# 9월 KOSPI 전강후약 패턴 전망. 9월 중순부터 8월 CPI와 9월 FOMC, 3분기 프리어닝 시즌 경계

9월초 가격/밸류에이션 정상화, 기술적 반등 국면이 좀 더 이어질 수 있지만...  
8월 CPI, 9월 FOMC와 3분기 프리어닝 시즌을 계기로 역실적장세로 진입 예상

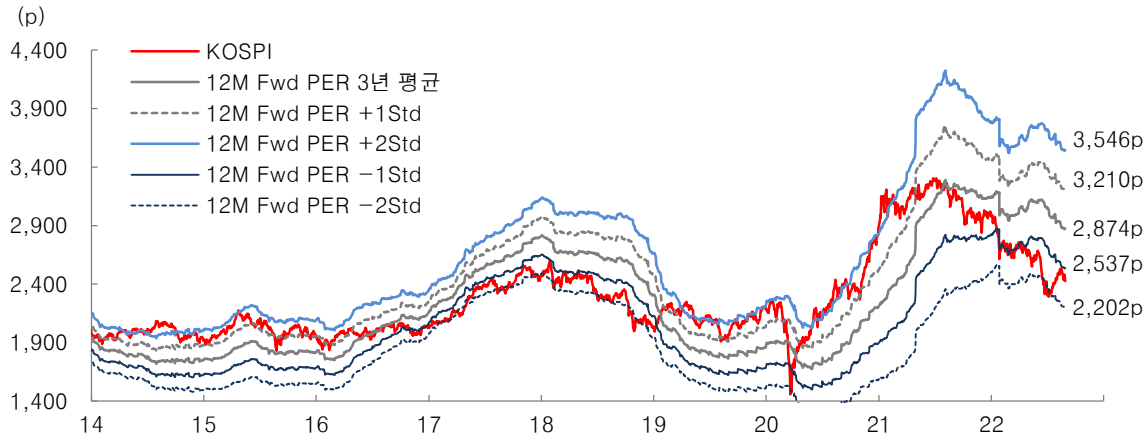


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 9월 중순 이후 기대와 현실 간의 괴리를 다시금 확인하면서 장기 하락추세가 재개될 전망
- 8월 CPI(9월 13일), 9월 FOMC(9월 21일)를 확인하며 물가 레벨과 통화정책, 그 사이에서 경기부담이 커지는 상황으로 전환될 가능성 높음
- 3분기 프리어닝 시즌(9월 중순 이후)도 실적 전망 레벨다운으로 이어지며 증시 하방압력 확대로 이어질 것으로 예상
- 고물가 부담으로 인한 연준의 긴축이 지속되는 가운데 경기 불확실성이 커지는 구간으로 역금융장세와 역실적장세 성격이 동시에 유입될 가능성 높음
- 다양한 악재와 이슈들이 경기 불안, 경착륙 가시화, 침체 가능성 등으로 연결되면서 증시는 딜레마(Dilemma)에 빠질 수 있음
- 전형적인 안전자산 강세(달러, 금리), 위험자산 약세(증시, 원자재) 국면이 전개될 수 있다는 판단

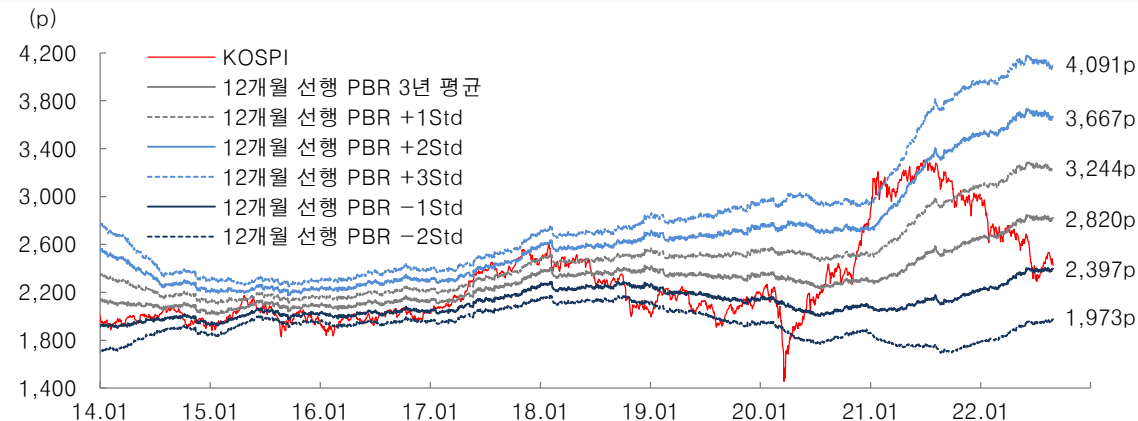
# 9월 KOSPI Band 2,380 ~ 2,550p

## 12개월 선행 PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 12개월 선행 PBR Band

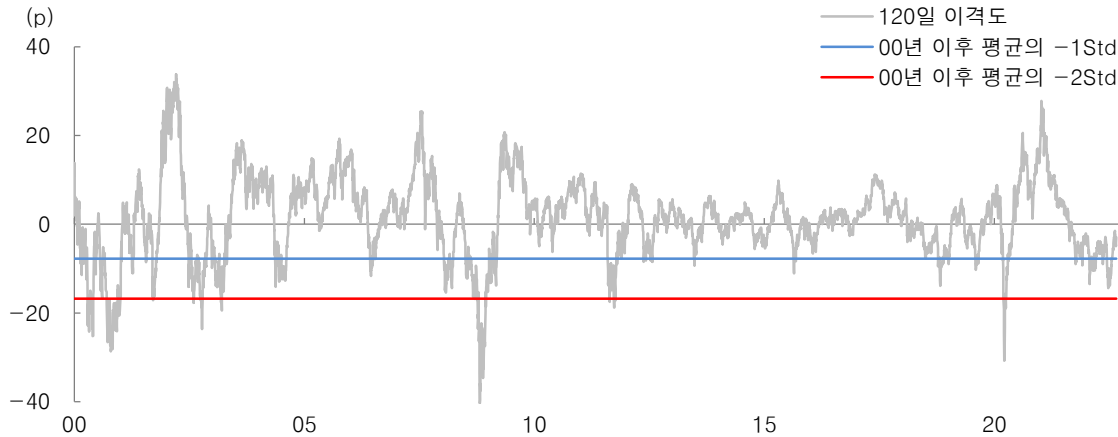


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 하단 KOSPI 2,380p : 12개월 선행 PBR 0.867배(3년 평균의 -1Std), 확정실적 PBR 0.947배(2010년 이후 평균의 -1Std), 50일 이동평균선
- 상단 KOSPI 2,550p : 12개월 선행 PER 9.916배(3년 평균의 -1Std), PBR 0.92배(8월 고점), 확정실적 PBR 1배(22년 평균), 120일 이동평균선(경기선) 위치
- 반등 목표치 KOSPI 2,550p로 기존 KOSPI 2,650p에서 하향조정. 물가/경기 불안 가중, 이익전망 레벨다운 반영(12개월 선행 EPS 6월말 271원, 7월말 260원, 8월말 255원)
- 7월부터 시작된 실적/펀더멘털 모멘텀과 괴리율 축소, 기술적 반등국면 정점 근접. 추가적인 반등시도가 있더라도 공격적인 대응은 자제하고, 2,400선 초반에서 단기 트레이딩 전략도 단기 순환매 차원에서 목표수익률은 낮게, 투자기간은 짧게 대응할 것을 권고
- 9월 중순 이후 저항대 돌파/안착에 실패, 통화정책 부담과 경기불안이 가시화되고, 8월까지 기대했던 23년 금리인하 기대가 실망감으로 전환될 가능성 경계

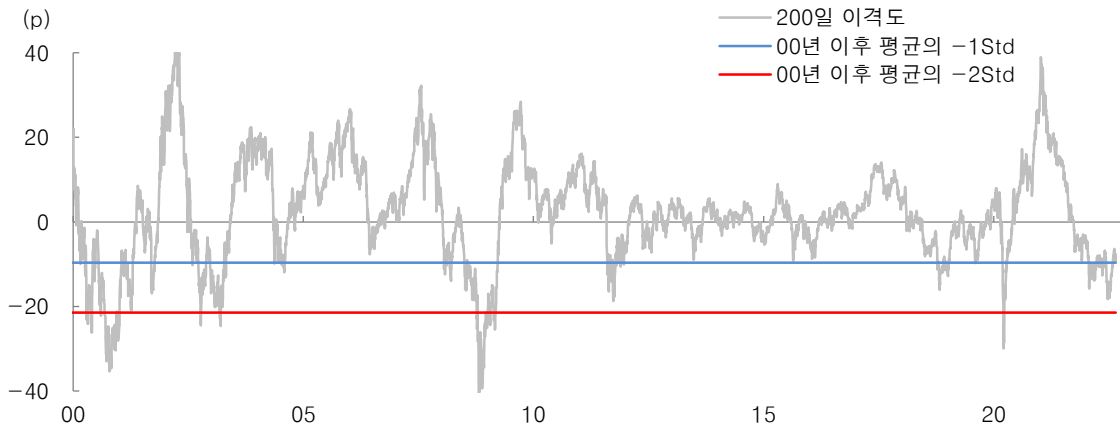
# KOSPI 경기선(120일), 추세선(200일) 이격도 반등. 하락추세 속의 기술적 반등을 의미

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



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI 이격도는 2차 지지권에서 반등, 1차 지지권 회복
- 120일, 200일 이동평균선 하락세가 이어지고 있어 하락추세는 여전히 유효한 상황
- 가격매력에 따른 반등시도 또한 상당부분 진행된 상황. 120일 이격도는 0선에 수렴, 200일 이격도는 00년 이후 평균의 -1표준편차 수준 회복
- 1차 지지권을 넘어 정상화가 지속될 수 있을지가 중요한 시점. 하지만, 추가적인 정상화국면이 전개되기에는 펀더멘털 동력 약화가 지속되고 있어 쉽지 않다는 판단
- 중기 하락추세가 진행 중이고, 추세반전을 확인하기 전까지는 120일, 200일 이동평균선이 저항선 역할을 할 수 있다는 판단

## 9월 주요 경제지표 및 이슈/이벤트 일정 : 8월 미국 CPI, 9월 FOMC가 중요 번곡점

	9월 1일 ~ 10일	9월 11일 ~ 20일	9월 21일 ~ 30일
<b>통화정책</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>8일 미국 연준 베이지북 공개</li> <li>8일 유로존 ECB 통화정책회의</li> <li>8일 파월 연준의장 연설</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>15일 영국 BOE 통화정책회의</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>22일 미국 연준 9월 FOMC</li> <li>22일 일본 BOJ 금정위</li> </ul>
<b>경제지표</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1일 한국 8월 수출입, 무역수지</li> <li>1일 중국 8월 차이신 제조업 PMI</li> <li>1일 미국, 유로존 8월 S&amp;P 글로벌 제조업 PMI</li> <li>1일 미국 주간 신규 실업수당청구건수, 8월 ISM제조업지수</li> <li>2일 한국 8월 소비자물가</li> <li>2일 미국 8월 비농업부문고용, 실업률, 7월 제조업수주</li> <li>5일 중국 8월 차이신 서비스업, 종합 PMI</li> <li>5일 유로존 8월 S&amp;P 글로벌 서비스업, 종합 PMI, 7월 소매 판매</li> <li>6일 미국 8월 S&amp;P 글로벌 서비스업, 종합 PMI, ISM서비스업지수</li> <li>7일 유로존 2/4분기 GDP 성장률(확정치)</li> <li>7일 중국 8월 수출입, 무역수지</li> <li>8일 일본 2/4분기 GDP 성장률(확정치)</li> <li>9일 중국 8월 소비자물가, 생산자물가</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>13일 독일 9월 ZEW서베이</li> <li>13일 미국 8월 NFIB소기업낙관지수, 소비자물가</li> <li>14일 유로존 7월 산업생산</li> <li>14일 미국 8월 생산자물가</li> <li>15일 일본 8월 수출입, 무역수지</li> <li>15일 미국 주간 신규실업수당청구건수, 8월 소매판매, 광공업생산, 9월 필라델피아 연은 제조업지수</li> <li>16일 중국 8월 광공업생산, 소매판매, 고정자산투자</li> <li>16일 유로존 8월 소비자물가(확정치)</li> <li>16일 미국 미시간대학교 9월 소비자심리지수</li> <li>19일 미국 9월 NAHB주택시장지수</li> <li>20일 일본 8월 소비자물가</li> <li>20일 미국 8월 주택착공, 건축허가</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>21일 한국 9월 1~20일 수출입</li> <li>22일 미국 주간 신규 실업수당청구건수</li> <li>22일 유로존 9월 소비자대지수</li> <li>23일 미국 9월 캔자스시티 연은 제조업지수</li> <li>23일 미국, 유로존 S&amp;P글로벌 제조업, 서비스업, 종합 PMI</li> <li>26일 독일 9월 IFO 서베이</li> <li>26일 미국 8월 시카고 연은 국가활동지수, 9월 달러스 연은 제조업지수</li> <li>27일 중국 8월 공업이익</li> <li>27일 미국 FHFA 7월 주택가격지수, S&amp;P 코어로직 주택가격지수, 9월 컨퍼런스보드 소비자대지수, 리치몬드 연은 제조업지수</li> <li>29일 미국 2/4분기 GDP 성장률(확정치), 주간 신규실업수당청구건수</li> <li>30일 한국 8월 광공업생산</li> <li>30일 중국 9월 국가통계국 제조업, 비제조업, 종합 PMI</li> <li>30일 유로존 9월 소비자물가(예상)</li> <li>30일 미국 8월 개인소득, 개인소비, PCE물가</li> </ul>
<b>기타 일정</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>8일 선물옵션 동시만기일</li> <li>10일 OECD 경제전망</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>13~27일 UN 총회</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>25일 이탈리아 조기 총선</li> </ul>

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 8월 ISM제조업지수 확장국면 지속, 8월 고용보고서에서도 견조한 고용시장이 지속되고 있다는 것을 보여줄 경우 경기불안심리 일부 제어 가능. 13일 미국 소비자물가는 예상보다 둔화폭이 제한되고 근원물가 반등 가능성, 이후 9월 FOMC에서 새로운 점도표를 확인하면서 통화정책에 대한 기대가 우려로 전환될 가능성은 금융시장 변동성 확대로 이어질 수 있음. 한편, 중국의 경우 당초 예상과 다르게 7월에 실물지표 결과들이 모두 예상치를 하회. 8월에도 이 같이 부진한 흐름일 이어질 경우 중국 경기불안 재유입될 가능성 경계



# 물가 – 통화정책 – 경기 간 악순환 고리. 그리고 상호작용, 딜레마(Dilemma)

---

Strategist 이경민

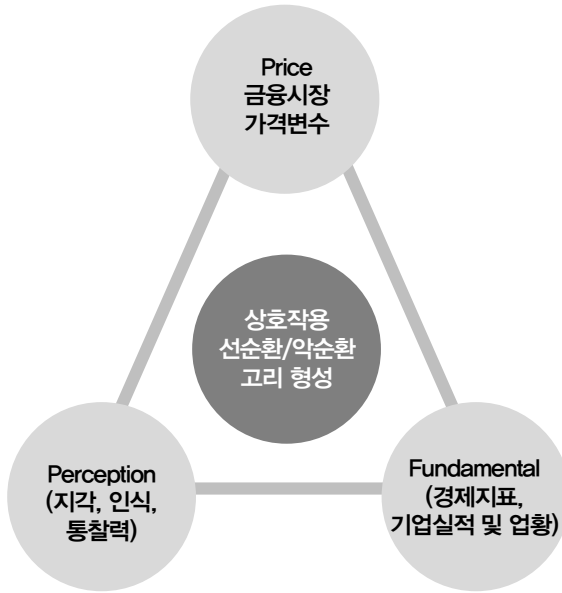
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, RA 김정윤

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

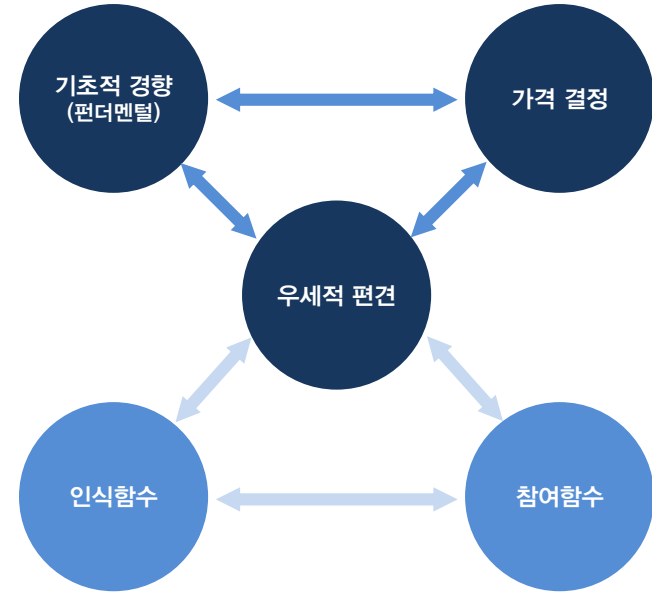
# [재귀성 이론] 자기강화 현상. 악순환의 고리가 약해지고, 선순환 고리로 전환될 가능성

## 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

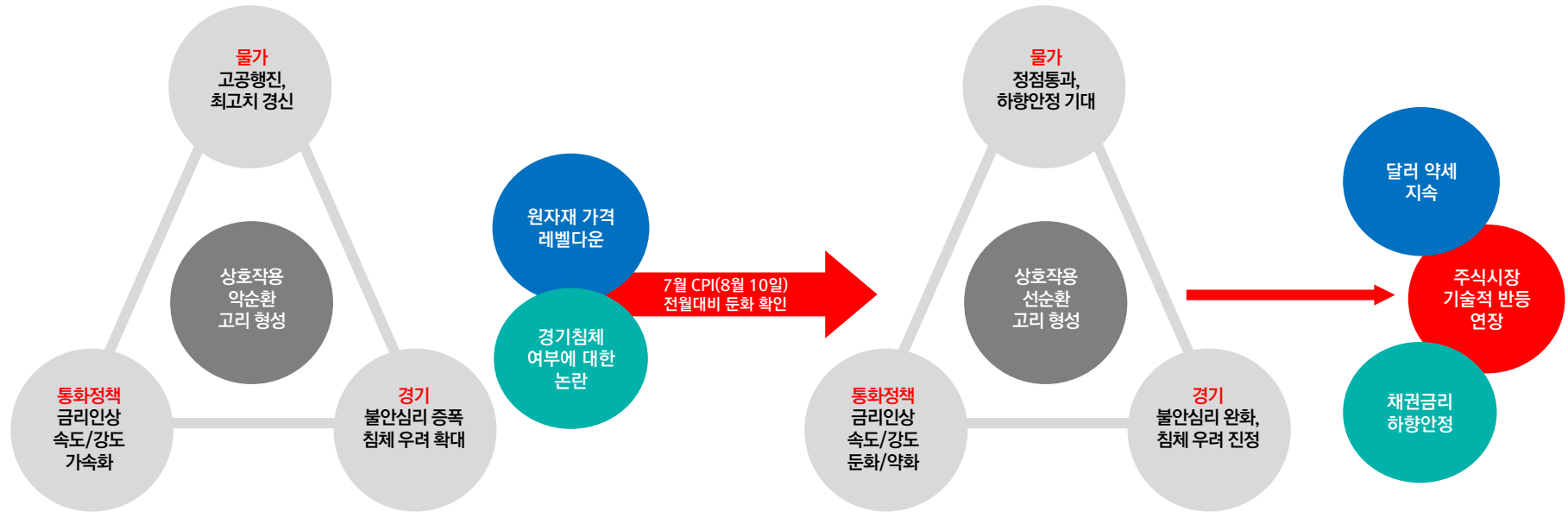
즉, 행위 주체, 투자자들 간 상호작용이 Positive, Negative 피드백을 만들어 내면서 평균수준을 벗어나는 과열과 침체를 만든다는 것

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

# [재귀성 이론] 7월, 물가 - 통화정책 - 경기 간 악순환 고리 약화. 8월, 물가 정점통과 확인으로 선순환 전환

연초 이후 지속되어 온 물가 - 통화정책 - 경기 간 악순환 고리. 7월 약화에 이어 8월에는 선순환 고리로 전환



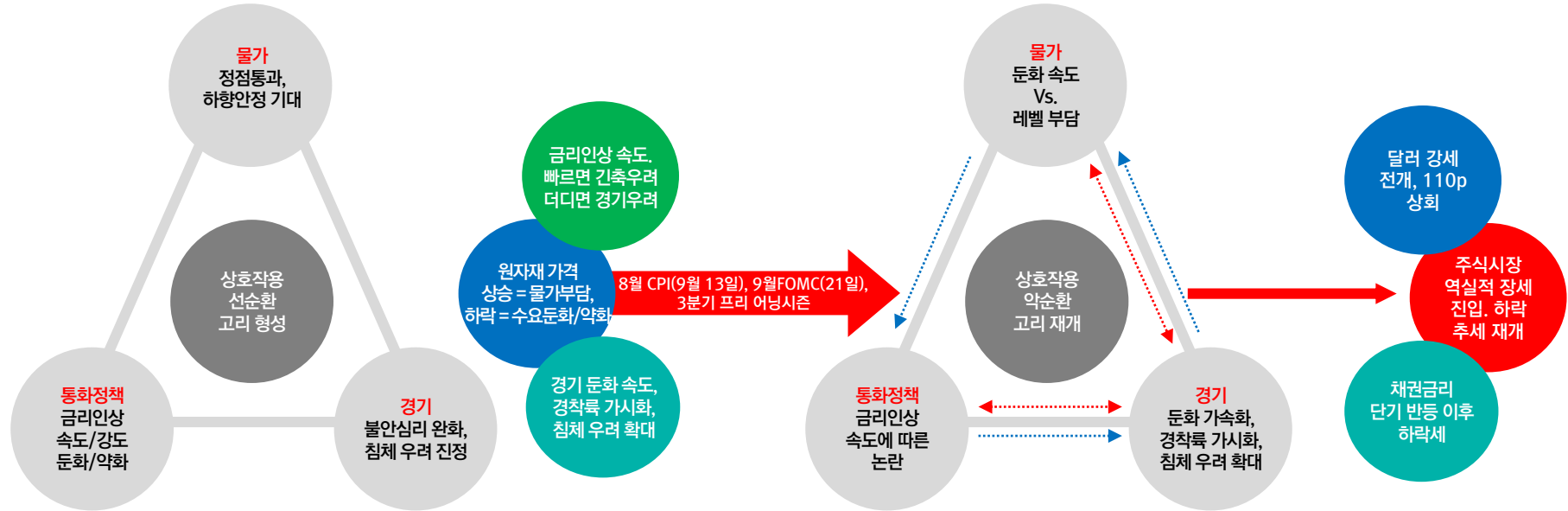
자료: 대신증권 Research Center

7월 글로벌 증시의 강한 반등은 연초 이후 글로벌 금융시장을 압박해왔던 물가, 통화정책, 경기 변수들 간 악순환의 고리가 약화된 결과. 7월 FOMC, 미국 2분기 GDP 발표도 금리인상 사이클 7부 능선 통과, 경기침체 우려 완화로 인식. 채권금리, 달러 하락세 지속으로 주식시장 반등은 지속되었고, 원자재 급락에는 제동이 걸림

8월에는 물가 - 통화정책 - 경기침체 간 선순환 고리가 잠시나마 작동될 것. 7월 CPI가 예상치를 하회, 전월대비 큰 폭 둔화되었고, 소비심리지수는 2개월 연속 반등세를 이어가며 물가 정점통과 기대 유입은 물가/통화정책 안정과 경기침체 우려 완화 간 선순환 고리가 형성되며 달러 약세, 채권금리 하락 압력을 높이며 증시 추가 반등에 힘을 실어주었음

# [재귀성 이론] 9월 중순부터 물가 - 통화정책 - 경기 간 악순환 고리 재개. 경기에 포커스가 맞춰질 것

8월 선순환 고리가 8월 CPI, 9월 FOMC, 3분기 프리어닝 시즌을 거치며 경기에 초점이 맞춰진 악순환의 고리로...

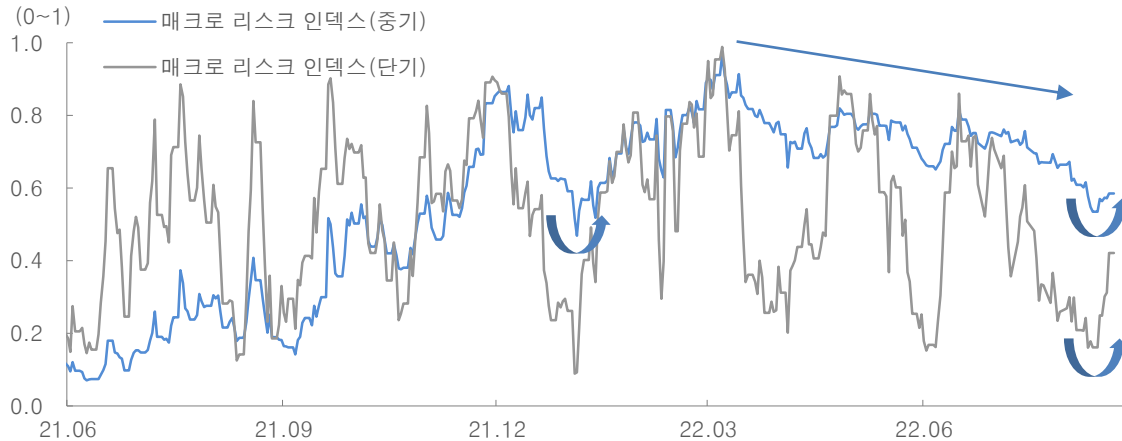


자료: 대신증권 Research Center

하지만, 9월 초 이후 8월 CPI(9월 13일), 9월 FOMC(9월 21일)와 3분기 프리어닝 시즌(9월 중순 이후)을 지나며 선순환 고리는 다시 악순환 고리로 전환 될 전망. 8월 CPI(Inflation Now 예상 8.28%) 이후에는 물가 레벨을 인지하면서 경기/통화정책 경계심리가 커질 것. 이후 9월 FOMC(9월 21일 ~ 22일)에서는 높은 물가 레벨을 근거로 연준의 매파적 스탠스가 유지, 강화 가능성이 높음. 투자자들의 완화적인 스탠스 기대와의 괴리가 축소되는 시작점이 될 것. 앞서간 통화정책 완화, 금리인하(23년)기대가 통화정책 부담 & 경기 부담 가중으로 전환될 것으로 예상. 그리고 3분기 실적은 예상보다 부진하고, 컨센서스 레벨다운의 시작이 될 것. 실적에 대한 눈높이가 여전히 높은 상황. 경기/수출 둔화가 지속되는 가운데 환율효과 정점통과, 비용 부담 지속. 수요 둔화 우려와 원자재 가격 레벨다운으로 제품가격 하방압력 확대 가능. 경기민감 수출주는 물론, 시클릭 이익전망 하향조정 불가피

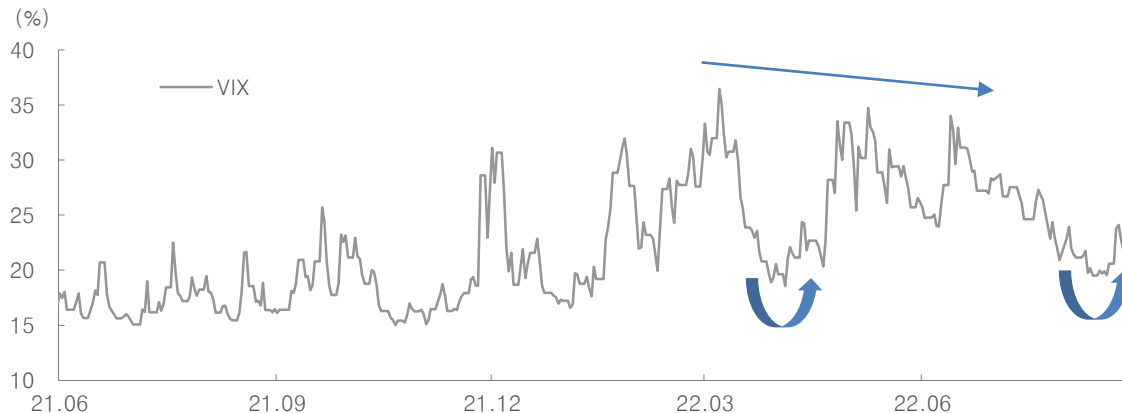
# [투자심리] 리스크, 변동성 지표는 2022년 3월 고점 이후 하향안정세 지속. 더 하락할 수 있을까?

## 22년 3월 이후 고점이 낮아지는 리스크 지표



자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 변동성 지표도 22년 3월 고점 이후 하향안정세

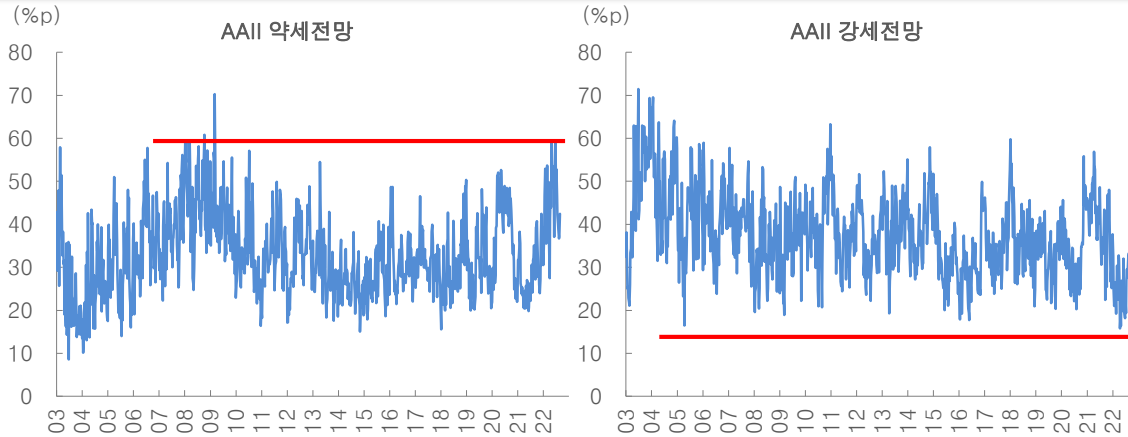


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 매크로 리스크 인덱스와 VIX 등 금융시장 투자환경을 가능할 수 있는 지표들은 2022년 3월 고점 이후 하향안정세 지속
- 그동안 주식시장에 노출된 리스크, 변동성 환경이 2022년 3월보다는 더 나쁘지 않다는 의미이자, 투자심리만 안정된다면 언제든지 반등이 가능했음을 시사
- 최근에는 매크로 리스크 인덱스 하향안정세가 뚜렷하고, VIX는 20%를 하회하면서 기술적 반등 양상을 확실하게 보여주고 있음
- 다만, 추가적인 레벨다운을 야기 할만한 동력이 존재하는지 체크 필요
- 중요 변곡점이라 할 수 있는 중기 매크로 리스크 인덱스 0.5, 단기 매크로 리스크 인덱스 0.2, VIX 20% 수준에서는 추가 하향안정보다 상승반전 가능성이 높다고 판단
- 그동안 호재에 민감했다면 향후 악재에 민감한 장세로 전환 가능성 높아지고 있다는 판단

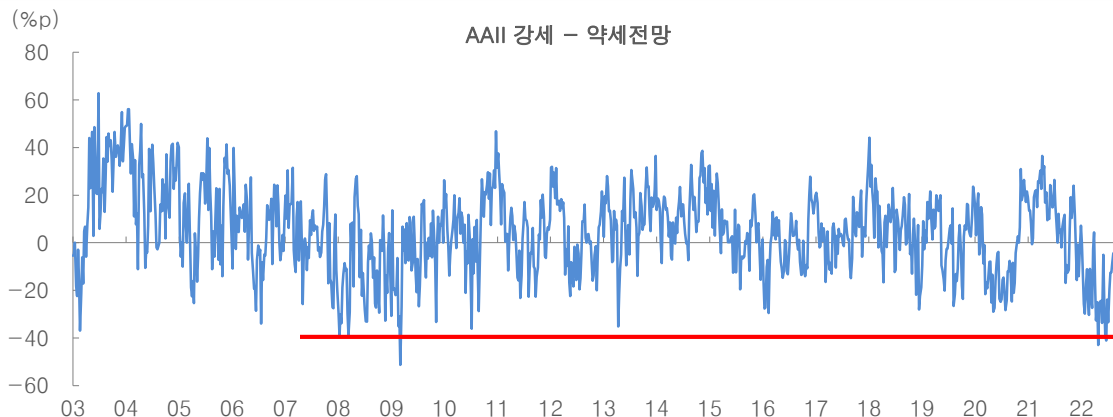
# [투자심리] 2008년 수준까지 위축되었던 공포심리, 중립 수준으로 회귀

## 2008년 수준의 공포감은 평균 수준으로 회귀



자료: AAII, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 강세 - 약세전망 Spread는 2008년 금융위기 수준에서 반등, 0선에 근접



자료: AAII, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 투자심리는 2020년 3월 코로나19 팬데믹 당시보다 더 위축, 2008년 금융위기 수준까지 하락했던 상황
- 증시 하락의 주된 원인은 경기/펀더멘털 환경보다 심리가 더 크게 위축되고, 공포 심리라고 볼 수 있음
- 7월 이후 글로벌 금융시장은 악순환 고리 약화와 함께 악재에 둔감하고, 호재에 민감하게 반응하기 시작
- 공포심리에 억눌렸던 투자심리도 회복세로 반전
- 약세, 강세전망, 강세-약세전망 Spread 전반적으로 중립수준으로 회귀. 심리적 안정 상당부분 진행
- 추가적인 투자심리 안정, 개선을 기대하기는 어려운 상황. 2022년 변곡점을 형성해왔던 수준에서 반전 가능성 높다고 판단

# 잭슨홀 미팅 이후 금융시장. 단호해진 파월 Vs. 여전히 시장의 기대

---

Strategist 이경민

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

Strategist, RA 김정윤

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

### 파월 연준의장의 잭슨홀 연설. 인플레이션 억제에 포커스 맞춰 매파적 스탠스 피력

인플레이션 안정을 위해서는 추세 이하의 성장 감내. 노동시장 완화 가능성 매우 높음

높은 금리와 느린 성장, 완화된 노동시장이 인플레이션을 하향안정으로 이어질 것

이 과정에서 가계와 기업에 고통을 수반할 수 있음

이는 인플레이션 압력 완화, 물가 안정을 위한 불행한 비용

그러나, 물가안정을 회복하지 못하는 것이 훨씬 큰 고통으로 이어질 것

역사적인 기록적 인플레이션 경고는 이완된 정책에 대한 것

인플레이션 완화/안정까지 중앙은행의 책무는 계속 이어져야 함

역사는 인플레이션 낮추는 데에 따른 고용비용은 지연될수록 증가할 가능성이 높음을 증명

현 인플레이션 지속 시 더 높은 기대인플레 고착화 가능성 존재. 더 큰 위험요인

미래 인플레이션에 대한 대중의 기대는 인플레이션 안정의 매우 중요 변수

우리는 수요 조절로 공급과 더욱 일치하고, 인플레이션 기대 고정을 위해 빠르고 강력히 조치를

취하고 있고, 이것이 확신이 들 때까지 지속할 것

7월 인플레이션 하락은 환영하지만, 한달 인플레이션 하락 개선은

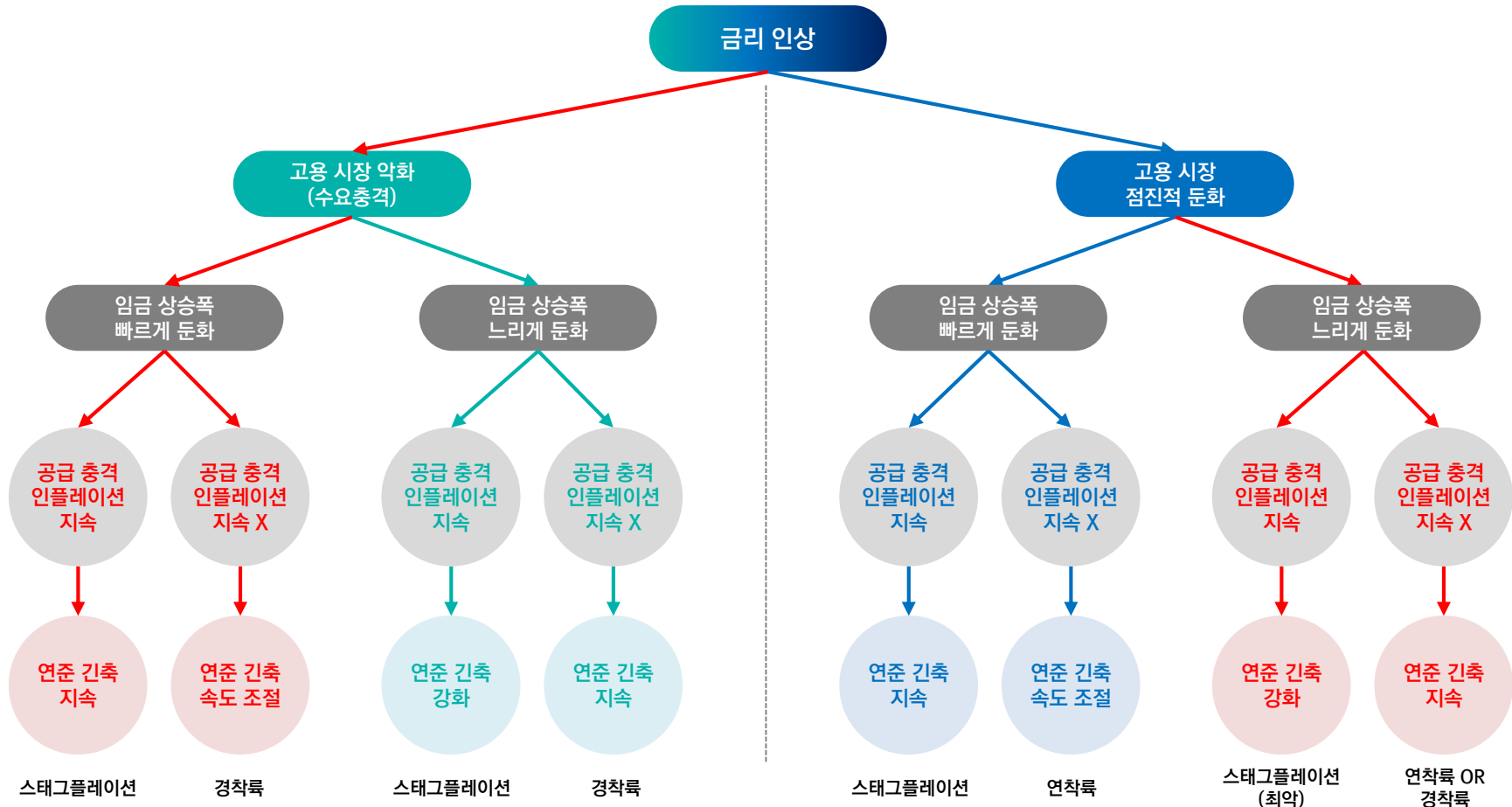
위원회가 확신하기엔 너무 짧은 기간

- 파월 연준의장의 짧은(8분) 잭슨홀 미팅 연설이 금융시장을 뒤흔들어 놓음
- 연설 시작 당시 언급했던 대로 "더 짧아 지고, 초점이 좁아지고, 메시지는 더 직설 적"
- 현재 당면한 인플레이션 억제와 당위성 에만 초점을 맞춘 것. 인플레이션이 지속 되고, 고착화되는 것이 더 위험요인이라 는 언급과 함께 인플레이션 억제를 위한 불행한 비용을 감수하더라도 인플레이션 안정을 위한 금리인상, 긴축을 이어가겠 다는 의지를 천명
- 매번 FOMC 회의 때마다 다소 비둘기파 어휘를 통해 금융시장을 진정시키는 행 보를 보였던 파월 의장이 이번에는 매우 간단하고, 명료하게 현재 통화당국이 직 면한 핵심 쟁점은 여전히 물가 안정임을 강조한 이유는?



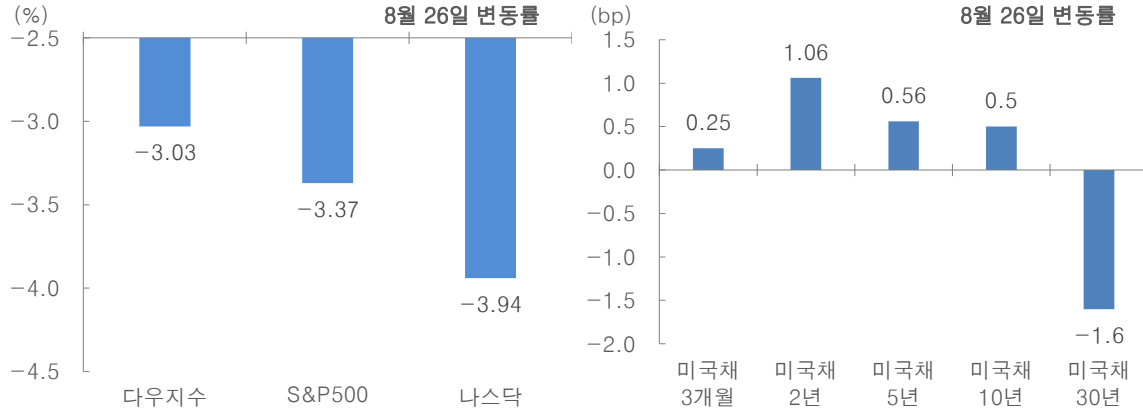
# [경기판단] 자칫하면 스태그플레이션으로 진입할 수 있다는 경계심리 확대

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. 하지만, 최근 고물가 고공행진으로 연착륙이 아닌 스태그플레이션 가능성 확대



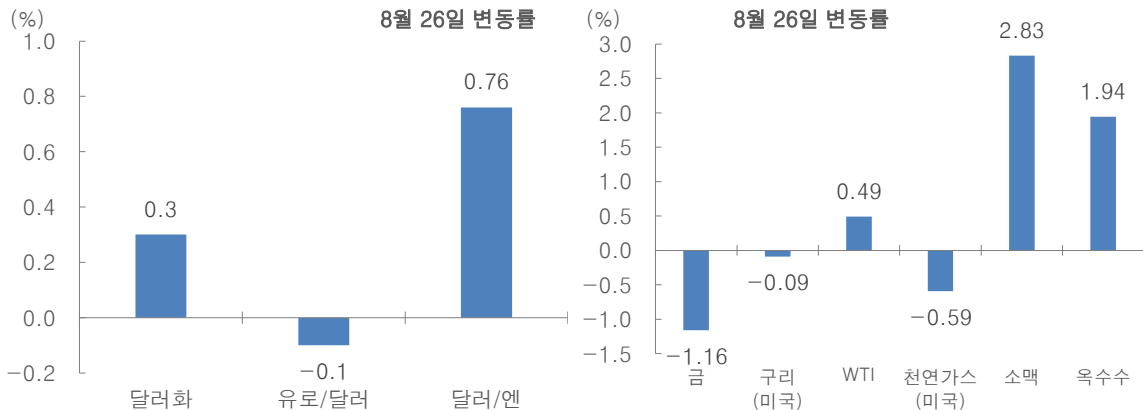
## [금융시장 반응] 주식시장 급락. 하지만, 여타 금융시장 변동성은 제한적

파월 연준의장 잭슨홀 연설 이후 증시 하락반전, 장 중 낙폭 확대. 3%대 급락  
채권금리는 연설 이후 상승폭 축소. 10년물 3%, 2년물 3.38%대에서 등락 반복



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

외환시장 변동성도 제한적. 원자재 가격은 개별 이슈로 등락 엇갈려

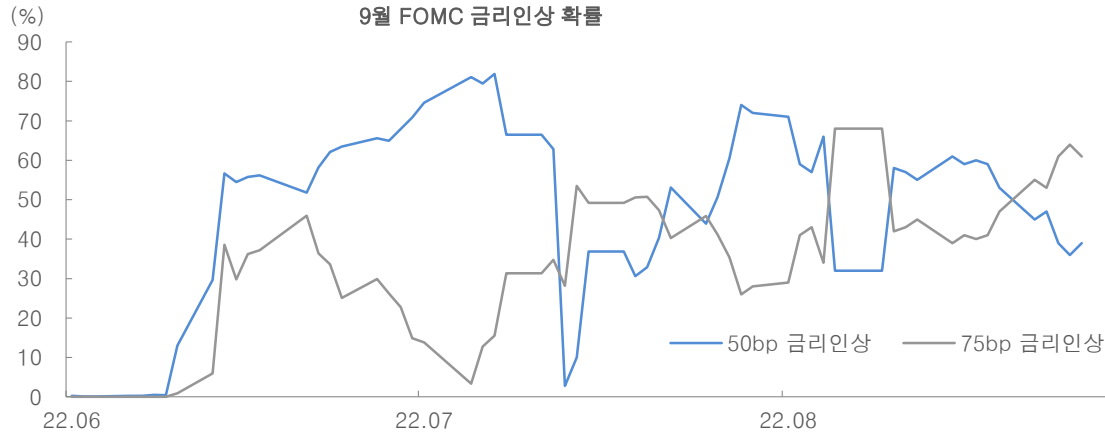


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 파월 연준의장의 이례적으로 짧고, 간결하지만, 매파적 색깔을 확실히 드러낸 연설 직후 증시는 급락
- 미국 증시는 장 중 낙폭을 확대해가며 장 대응봉으로 직전 저점을 크게 이탈. 경제 성장과 통화정책에 대한 연설 속에 통화정책 전환, 균형감각, FED Put을 기대했던 투자심리가 급격히 냉각된 결과
- 반면, 여타 금융시장의 변동성은 제한적
- 미국채 금리는 2년물만 1.06bp 상승했을 뿐, 여타 만기물은 0.5bp 전후 등락에 그침. 경기침체 우려가 반영되었기 때문
- 달러화도 0.3% 상승에 그침. ECB도 자이언트 스텝(75bp)을 단행해야 한다는 목소리가 커진 영향(유로화 강세 압력 확대)
- 원자재 시장은 다소 의아한 흐름. 제한적인 달러 강세로 개별 이슈에 등락을 보였다고는 하지만, 안전자산인 금은 1% 이상 하락하고, 경기민감 원자재인 구리는 약보합, WTI는 상승 마감
- 어느 금융시장이 현재 상황을 제대로 반영하고 있을까? 단기, 중기 관점에서 중심을 잡아야 할 시점

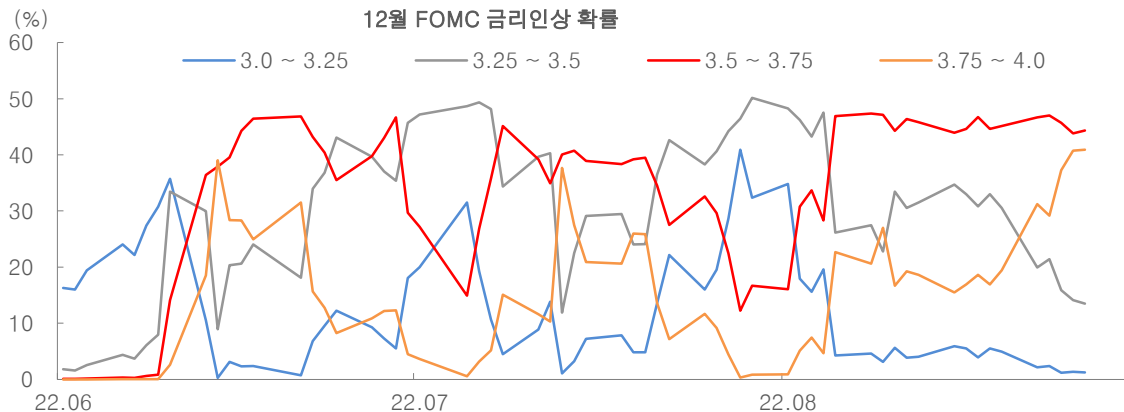
## [금리인상 컨센서스] 22년 금리인상 우려는 제한적

### 9월 FOMC, 75bp 금리인상 확률 60%대로 레벨업



자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

### 연준의 22년 12월 기준금리 3.75 ~ 4% 금리인상 확률 레벨업. 그래도...

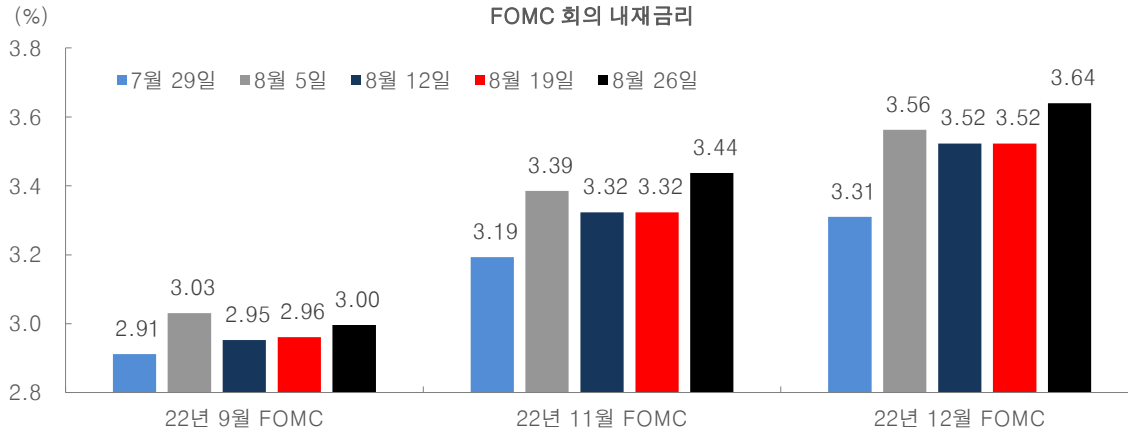


자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

- 7월 FOMC 의사록 공개, 유럽 물가 급등의 여파로 연내 금리인상 확률에 변화 뚜렷
- FED Watch 기준 9월 FOMC에서 50bp 금리인상 확률은 60%대에서 30%대로 레벨다운, 75bp 금리인상 확률은 30%대에서 60%대로 레벨업
- 아이러니하게도 잭슨홀 미팅 직후 9월 75bp금리인상 확률은 64%에서 61%로 소폭 하락
- 연내 4% 이상 금리인상 확률도 19.4%로 지난주 10% 후반에서 40%대로 레벨업. 아직 3.5 ~ 3.75% 기준금리 컨센서스가 44%로 소폭 높은 수준
- 투자심리가 위축되고, 매물이 출회되기는 했지만, 9월 FOMC, 연내 통화정책에 대한 공포심리는 제한적임을 시사

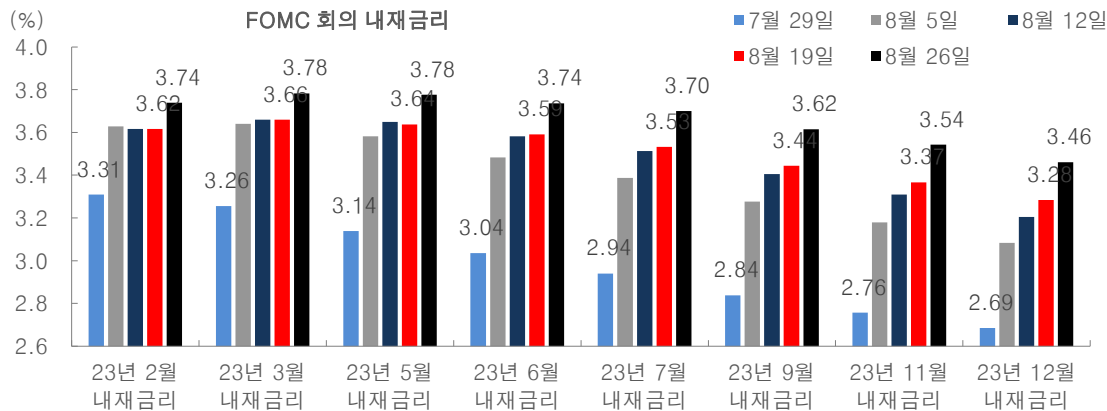
# [금리인상 컨센서스] 문제는 과도했던 23년 금리인하 기대. 일정부분 정상화되었지만, 여전히 시장의 기대

## 9월 FOMC와 연내 금리인상 컨센서스는 안정세를 유지하고 있어



자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

## 과도했던 2023년 금리인하 기대, 진정되었지만 여전히 점도표(3.8%) 하회 중

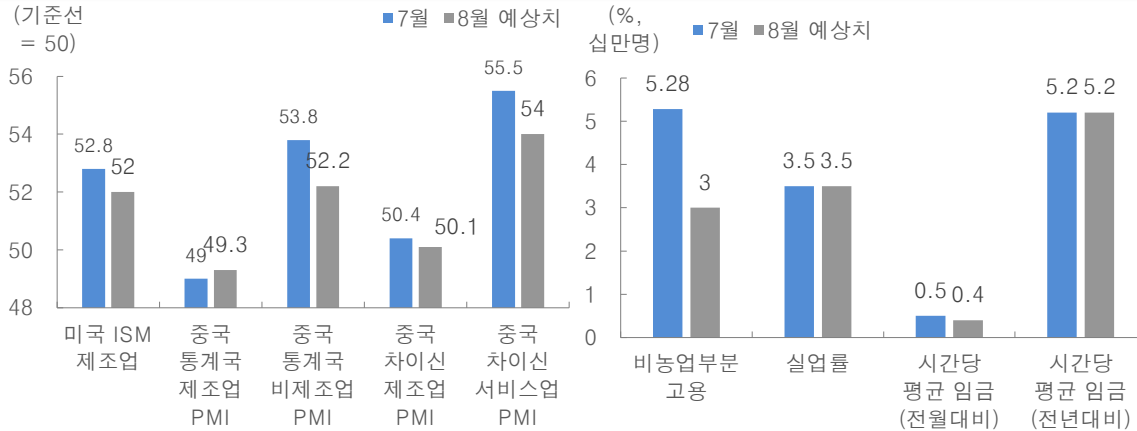


자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

- 문제는 2023년 금리인하 기대
- 과도했던 금리인하 기대가 8월 들어 고용 서프라이즈 이후 잭슨홀 미팅 충격 이후 진정되고 있지만, 두 가지 해석이 가능하다고 판단
- 단기적으로는 물가와 통화정책에 대한 희망의 끈을 잡고 있다는 측면에서 경기 - 통화정책 - 경기 간의 순환고리가 빠르게 악순환 국면으로 전환되지는 않을 수 있음. 9월 FOMC 전까지 경제지표 결과에 일희일비하는 장세가 지속될 전망
- 반면, 파월 연준의장의 간결하고, 강력한 경고에도 불구하고 시장은 여전히 2023년 기준금리 고점을 3.78%로 예상. 연준이 6월에 제시한 3.8보다 소폭 낮은 수준.
- 연준이 의도한 것과는 달리 2023년 하반기부터 금리인하를 기대는 유효. 이전보다 완화되기는 했지만, 2023년 하반기 중 한 번 이상의 금리인하가 컨센서스로 형성 중
- 9월 FOMC 점도표 결과가 중요한 이유

# [경제지표 해석] 둔화되고 있지만, 여전히 확장국면이다?

## 제조업 경기, 전월대비 소폭 둔화되지만 여전히 확장국면. 견조한 고용 확인?



자료: ISM, 중국 통계국, 차이신, 미국 노동부, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 여전히 낮은 경기에 대한 눈높이



자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 월말, 월초 미국 8월 ISM 제조업 지수와 중국 8월 PMI, 미국 8월 고용지표 발표 예정
- 예상을 크게 벗어나지 않는다면 경기, 고용은 둔화되고 있지만, 여전히 확장국면에서 임금상승압력이 정점을 통과하고 있다는 기대를 자극할 수 있음
- 이 경우 단기 급락에 따른 되돌림 시도가 전개될 수 있음
- 이번 기술적 반등, Bear Market Rally의 마지막이 될 것으로 예상

# 9월초 KOSPI 반등은 변동성 확대를 대비하는 기회

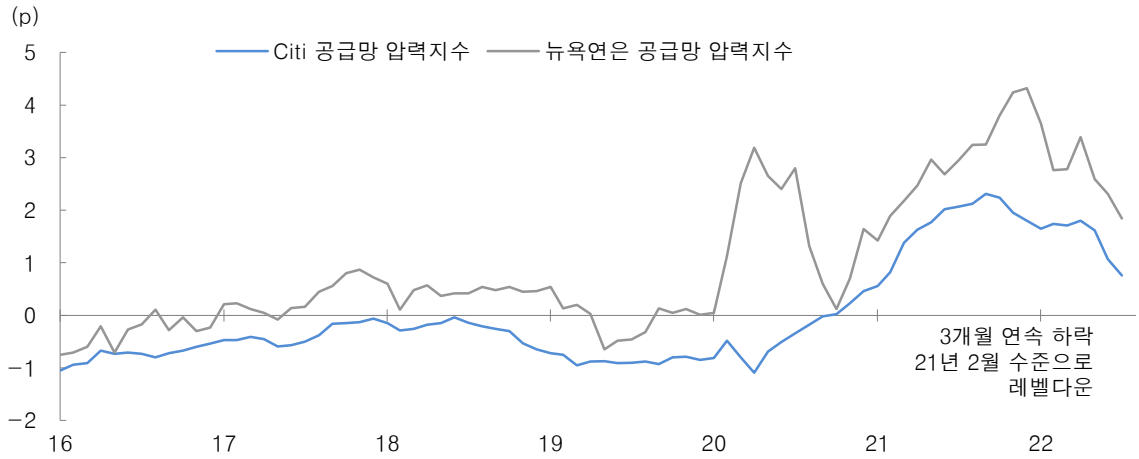
---

Strategist 이경민

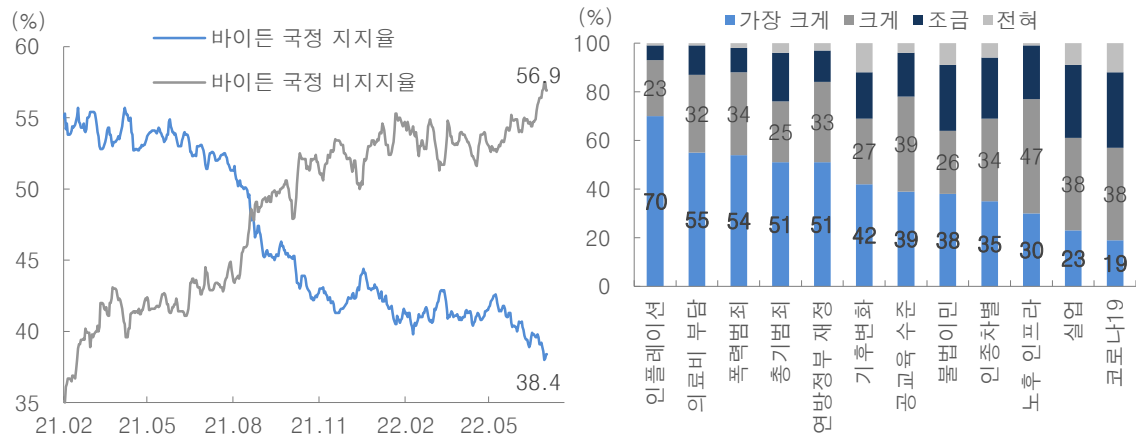
02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

# [공급망 & 정책] 공급망 압력지수 레벨다운 가세. 바이든 행보에 주목

## 공급망 압력지수 레벨다운. 공급불안으로 인한 물가 압력 진정 가능성



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

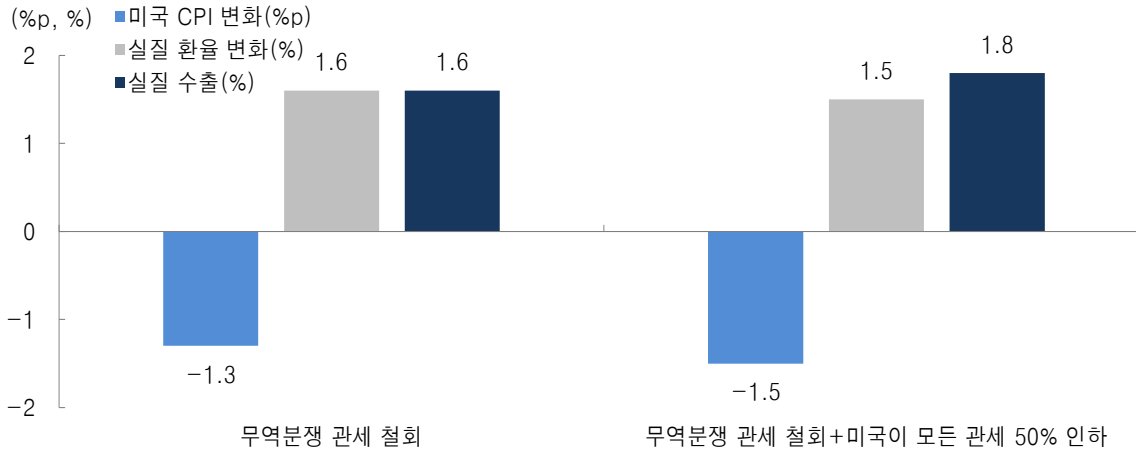


- 여기에 공급망 안정에 대한 기대도 가세
- 뉴욕 연은과 CITI에서 발표하는 공급망 압력지수가 3개월 연속 하락하면서 2021년 2월 수준으로 레벨다운. 공급발 물가 상승압력이 제어될 것이라는 기대를 자극할 수 있는 변화
- 한편, 향후 물가 안정의 키를 쥐고 있는 바이든의 행보도 중요. 11월 중간선거를 앞둔 바이든 국정 지지율은 38.4%까지 레벨다운되었고, 정치 지도자 선호도에 있어서도 바이든은 43.0%로 트럼프 43.8%에 역전
- 바이든 지지율 급락의 근본적인 이유는 인플레이션. 미국인 93%가 인플레이션을 가장 우려하고 있고, 자신의 삶에 영향을 주고 있다고 생각
- 바이든이 중동, 사우디를 방문하고, 대중국 관세 철폐 가능성을 높이는 것은 인플레이션을 잡기 위한 행보
- 하지만, 아직까지 뚜렷한 성과가 부재한 상황

자료: Citi, 뉴욕 연은, RealClearPolitics, 대신증권 Research Center

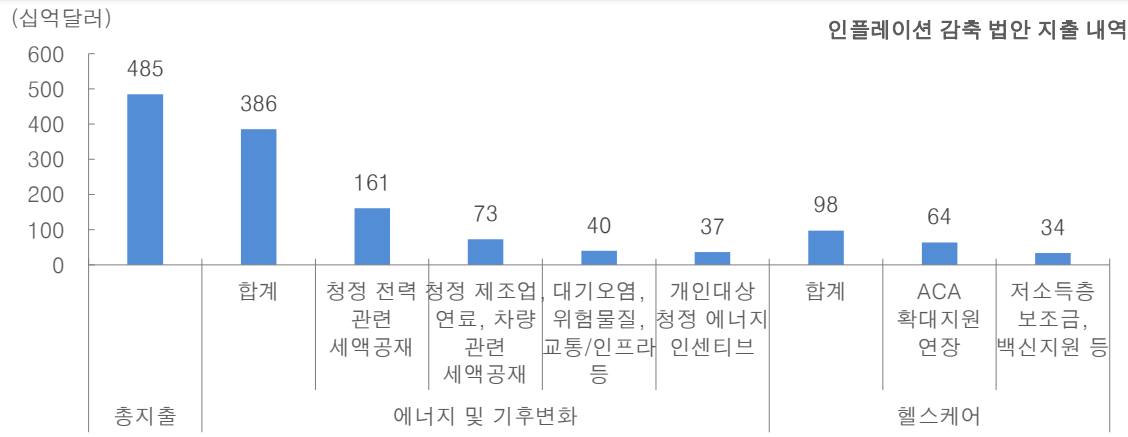
## [바이든 행보] 대중국 관세 철회 여부 주목. 인플레이션 감축 법안은... 글세...

### 무역분쟁 당시 부과된 대중국 관세 철회할 경우 가능한 변화



자료: PIIE, 대신증권 Research Center

### 인플레이션 감축 법안 지출 요약



자료: Committee for a Responsible Federal Budget(CRFB), 대신증권 Research Center

- 대중국 관세 철회는 사우디 방문 성과가 없는 상황에서 중요한 카드로 부상할 수 있을 것
- 중국 정부도 대중국 관세 철회는 중국, 미국, 전세계 경제에 긍정적이라는 입장. 미중 간의 관세철회가 결정될 경우 미국 물가 안정, 외환시장 변동성 진정, 경기/교역 개선이 예상될 뿐만 아니라 미중 갈등 완화 기대도 유입
- 최근 KOSPI, 중국 간 디커플링 심화의 기저에는 미중 갈등이 자리하고 있다는 점에서 KOSPI 반등 탄력에 힘을 실어줄 것
- 바이든 대통령은 인플레이션 감축법안(The Inflation Reduction Act of 2022)에 최종 서명
- 법안은 에너지 투자 확대, 재정적자 축소 및 의료비용 절감을 통한 물가 억제를 목적으로 하고 있음
- 에너지 안보 및 기후변화 대응 강화가 재정지출의 대부분을 차지. 건강보험개혁 법(Affordable Care Act; ACA) 확대지원 기간 3년 연장안 등 공공보건 지원안도 포함



# [바이든 행보] 인플레이션 감축 법안은 바이드노믹스 일부. 경제/물가 영향 제한적 & 신재생 에너지는 긍정적

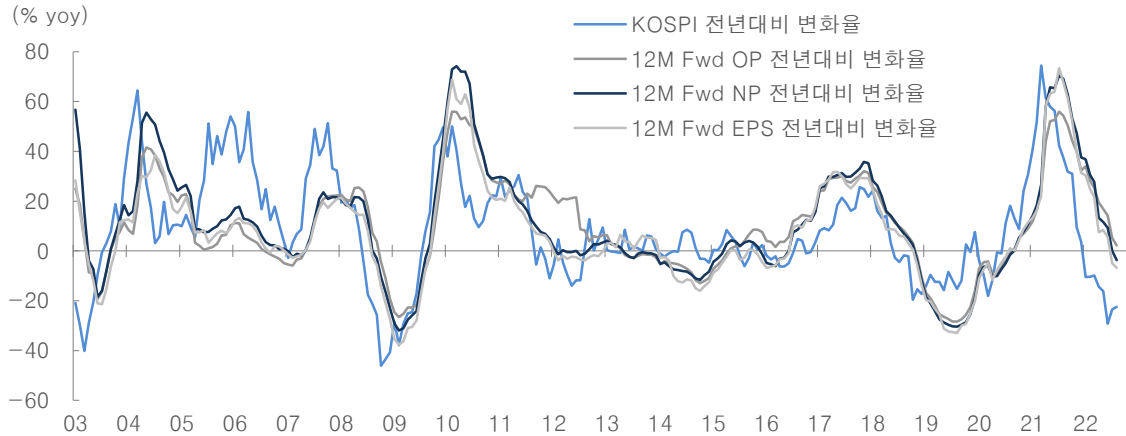
## 인플레이션 감축법 주요 내용

테마	내용
	· (에너지 안보 및 미국 생산 지원) 태양광 패널·풍력터빈·배터리 및 중요 광물 가공의 온쇼어링에 대한 생산세액공제(\$300억), 전기차·풍력터빈·태양전지판 등 청정 기술 제조 건설에 대한 투자세액공제(\$100억), 신규 청정 에너지 차량 제조시설 건설 대출(\$200억) 및 기존 시설 재정비 보조금(\$20억) 등
에너지 안보·기후변화 대응	· (경제 탈탄소화) 청정 에너지 전환에 대한 보조금·대출(\$300억), 지역사회 청정기술 지원(\$270억), 청정 전력원/에너지 저장/청정 연료 차량에 대한 세액공제 및 보조금 등  · (소비자 에너지 비용 절감) 가정용 열펌프·태양광·전기 HVAC 등 소비자 세액공제, 미국산 전기·대체에너지 차량 구매시 세액공제, 저소득층 주택 에너지 효율 개선  · (지역사회 및 환경정의 투자) 대기오염·기후변화 관련 지역사회 활동 지원, 지역간 교통 불평등 개선, 항구 대기오염 절감 보조금, 교통버스·쓰레기 수거 차량 등 대형 청정에너지 차량 지원 등
헬스케어	· (ACA 지원 확대안 시행 기간 연장) 미국구제계획법(America Rescue Plan; ARP)에 따라 한시적으로 확대된 ACA 보험료 보조금의 수혜대상 및 지원규모를 '25년까지 연장 적용  - 21.3월 ARP 통과에 따라 ACA 보험료 공제율 및 소득 기준 등이 '22년말까지 완화된 바 있으며, 이에 따라 '22년 ACA 가입자는 역대 최대치인 1,450만명으로 증가(전년 대비 +250만명)  · (기타 보건 지출) 메디케어 환자에 대한 특정 백신 무료 제공, 저소득층 보조금 등
가뭄 대응	아리조나 지역 가뭄 대응 지원(\$50억)

- 동 법안은 바이든 취임 공약이 반영된 국가재건법안(BBBA) 대비 예산 및 내용 측면에서 크게 축소된 것으로 평가
- 재정건전성의 소폭 개선 이외의 거시경제 영향은 미미하겠으나 전기차, 재생 에너지 산업 등은 주요 수혜 대상이 될 전망
- 소비자 의료 비용 절감안 포함에도 불구하고 에너지/식품/주택 등이 최근 물가 상승의 주요 동인임을 감안할 때 장단기적 물가 영향은 미미할 것으로 예상
- 와튼 스쿨 예산 모형(Penn Wharton Budget Model; PWBМ) 분석 결과, 동 법안의 PCE 물가 영향은 통계적으로 0과 다름없는 수준('24년까지 +0.05%p 후 '20년대 후반까지 -0.25%p).
- 한편 무디스(Moodys)도 CPI 영향을 연간 0.033%p에 불과하다고 추정
- 반면, 전기차 제조업체, 태양광·수소 등 청정/대체에너지, 배터리 등의 기업이 법안의 주요 수혜자가 되면서 미국 청정 에너지 생산 가속화 전망

# [KOSPI 정상화] 실적/펀더멘털과의 괴리를, 증시 반등으로 좁혀지고 있지만...

## KOSPI 변화율 Vs. 주요 선행실적 변화율



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## KOSPI 변화율 Vs. 주요 경제지표 변화율

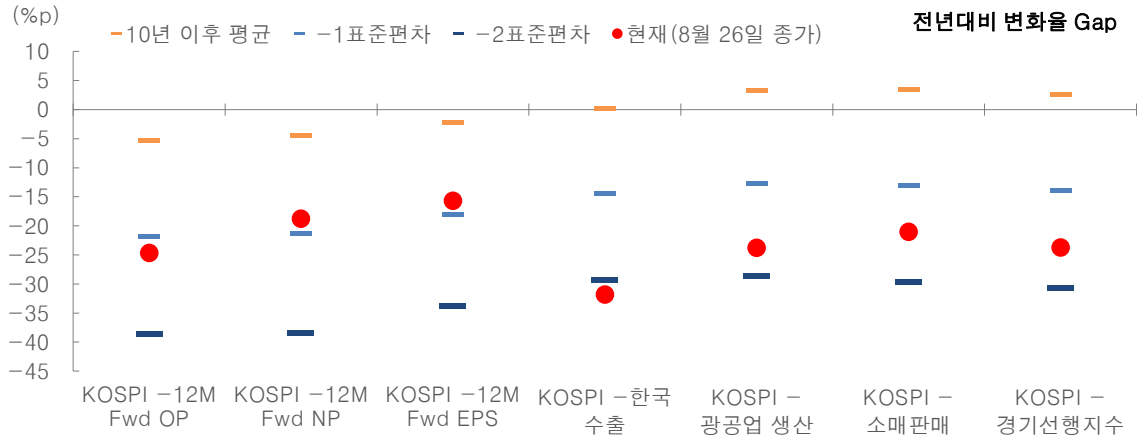


자료: 통계청, KITA, CEIC, FnGuide, 대신증권 Research Center

- 6월말 ~ 7월초까지 KOSPI, 실적, 펀더멘털 대비 극심한 저평가 영역에 위치
- 6월 저점 기준 KOSPI는 전년대비 -30%까지 확대, 이는 금융위기 이후 최저수준까지 레벨다운된 것
- KOSPI와 실적, 경제지표 간 전년대비 변화율 Gap은 2010년 이후 평균의 -2표준편차 하회
- 7월 이후 악순환의 고리 약화와 2분기 실적시즌을 계기로 KOSPI와 이익/펀더멘털 모멘텀 간의 괴리율 축소가 시작
- 7월 CPI 확인 이후 물가 - 통화정책 - 경기 간의 선순환 고리로 추가적인 Gap 축소 과정 전개
- 하지만, 이익모멘텀은 마이너스 반전, 마이너스 폭이 확대되는 상황. 경기둔화가 지속될 경우 반등 폭은 제한적일 전망
- 2021년 8월 이후 KOSPI 레벨다운이 지속되어 왔다는 측면에서 KOSPI 전년대비 변화율은 정체되는 가운데 펀더멘털 모멘텀 둔화, 약화로 정상화 전개 가능. 향후 펀더멘털 모멘텀과 역전현상 발생 가능성 경계

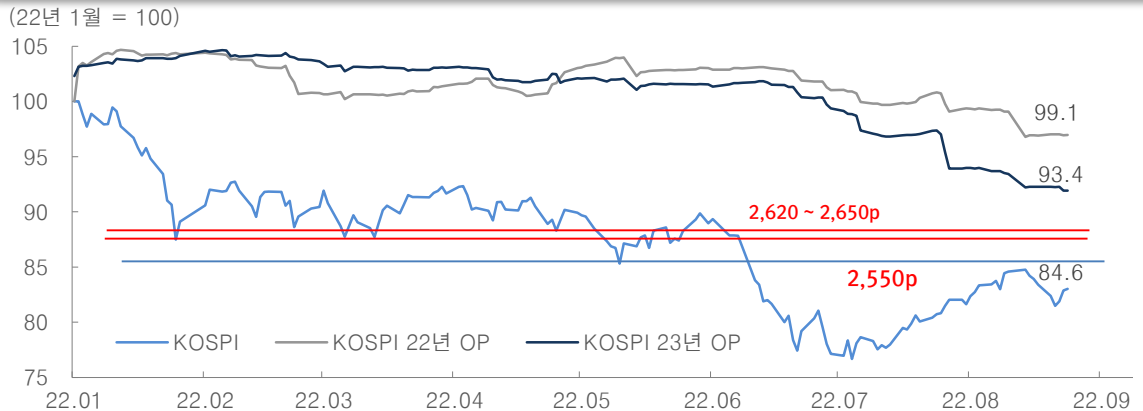
# KOSPI 기술적 반등 목표치 2,600선 이하로 레벨다운

## 이익모멘텀과의 극심한 저평가 해소(평균의 -1Std). 추가적인 반등 여력 축소



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

## KOSPI와 실적간의 괴리율, 2,600선대까지 반등 여력 존재하지만... 3분기 실적 불확실성 확대될 경우 상승여력은 제한적일 수 밖에 없을 것



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI와 실적, 경제지표 간 전년대비 변화율 Gap은 이익모멘텀의 경우 이미 2010년 이후 평균의 -1표준편차 수준 회복
- 펀더멘털 모멘텀과의 괴리율도 증시 반등과 경제지표 부진이 함께 전개되면서 -2표준편차 수준을 회복한 상황
- 현재 상황에서는 KOSPI의 5%대 추가 반등여력이 존재하지만, 이익모멘텀, 경기모멘텀 둔화가 지속될 경우 반등여력 더 둔화될 전망
- 2022년, 2023년 영업이익 전망과 KOSPI 간의 괴리율은 여전히 13.6%, 8.9%에 달하는 상황. KOSPI 2,450p 기준으로 2,670 ~ 2,780p
- 다만, 이익전망 하향조정이 지속되고 있고, 3분기 실적 불확실성이 커지는 상황에서 반등여력은 축소될 수 밖에 없다는 판단

# KOSPI 2,550선 이상은 기록(기록) 장세. 향후 변동성 확대에 대비해야 할 것

## 3분기 KOSPI 반등여력 제한적. KOSPI 2,500선 부터 리스크 관리 필요

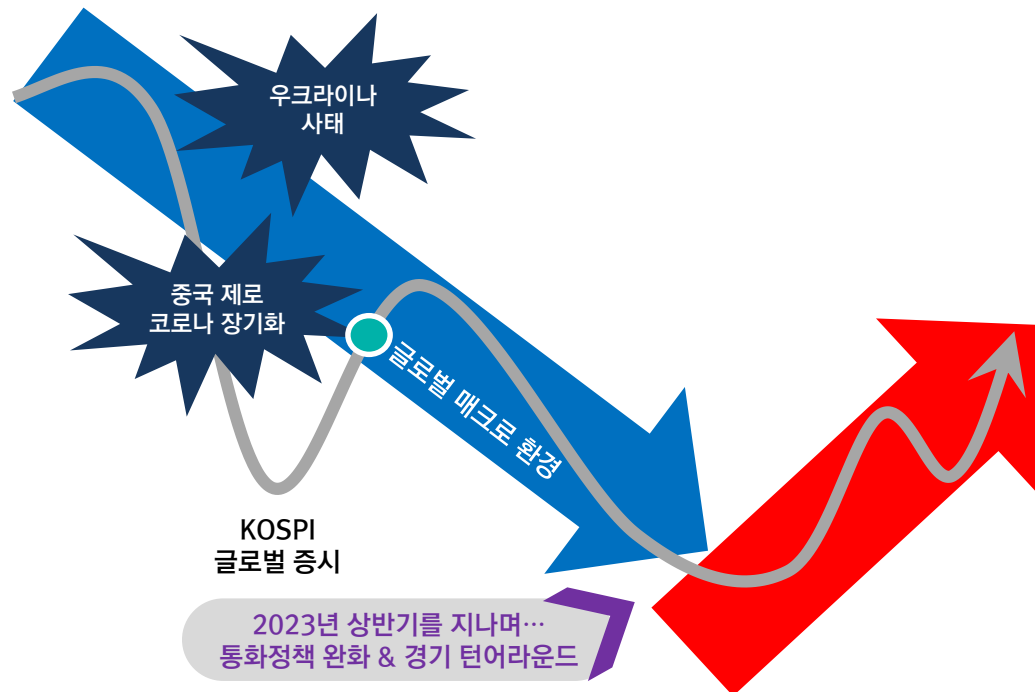


자료: 대신증권 Research Center

- 3분기 KOSPI는 그동안 국내외 금융시장을 압박해왔던 변수들이 다소 완화되고, 반작용 국면(선순환 고리 형성)에서 기술적 반등 전개
- 펀더멘털/매크로 환경의 변화보다는 극도로 위축되었던 투자심리 회복/개선이 반등/안도랠리 동력
- 투자심리와 가격/밸류에이션 매력을 근거로 한 반등은 정점에 근접. 9월 중순 이후 물가 - 통화정책 - 경기 간의 악순환의 고리 재개 가능성에 대비할 때
- 이익 전망 하향조정으로 기술적 반등 목표치 2,550선으로 레벨다운. 12개월 선행 EPS 현재 수준(255)에 KOSPI PER 10배를 반영. PER 10배는 KOSPI 고점(21년 6월) 당시 밸류에이션 수준이자 3년 평균의 -1표준편차 수준
- KOSPI 2,500선대부터는 리스크 관리에 대한 강도를 높여갈 것을 권고. KOSPI 2,550선을 상회하는 반등세는 단기 오버슈팅으로 볼 수 있음

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

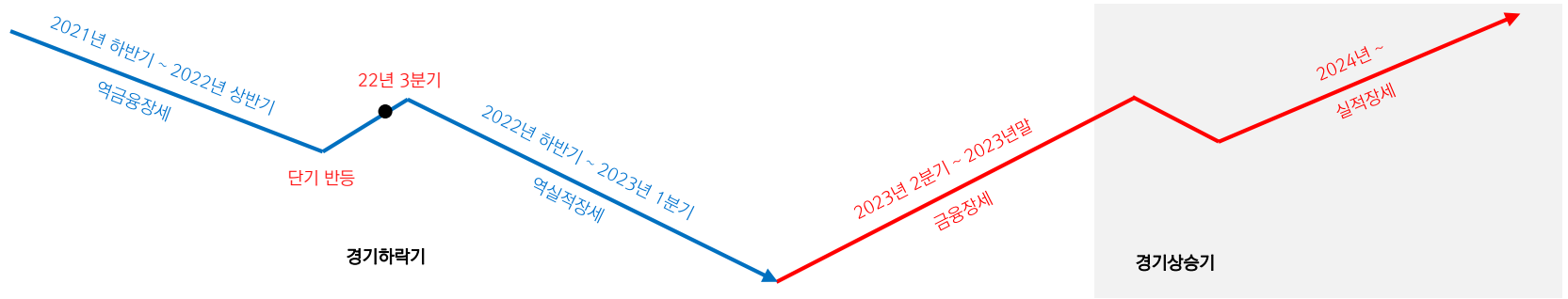
21년 하반기~23년 상반기까지 매크로 환경 둔화/약화국면에서 Trading 기회 포착 장기 하락추세 종료, 장기 추세반전은 23년 상반기를 지나며 기대해 볼 수 있을 것



- 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) 이하 회 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] 9월 중순 이후 역실적장세로 진입 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

# 마주할 현실 1) 8월 CPI. 물가 둔화 Vs. 레벨

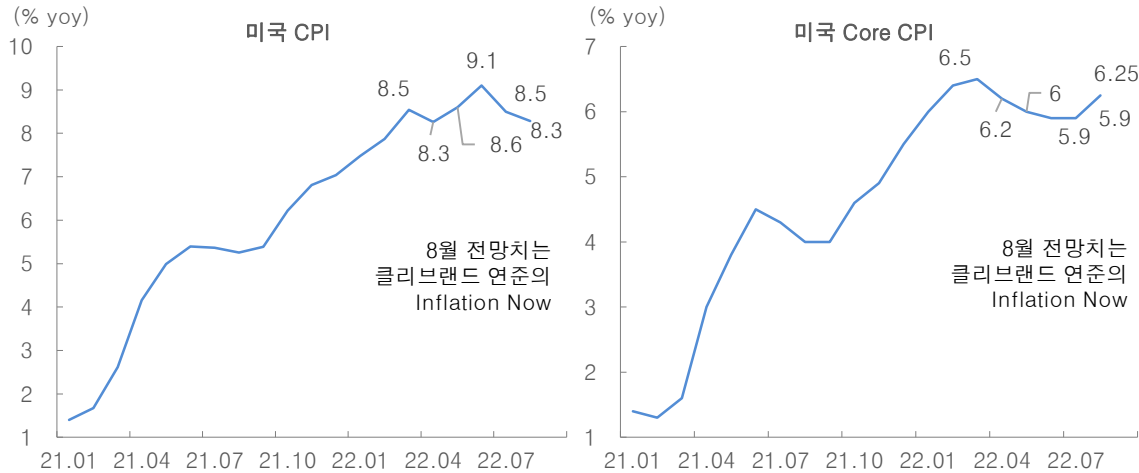
---

Strategist 이경민

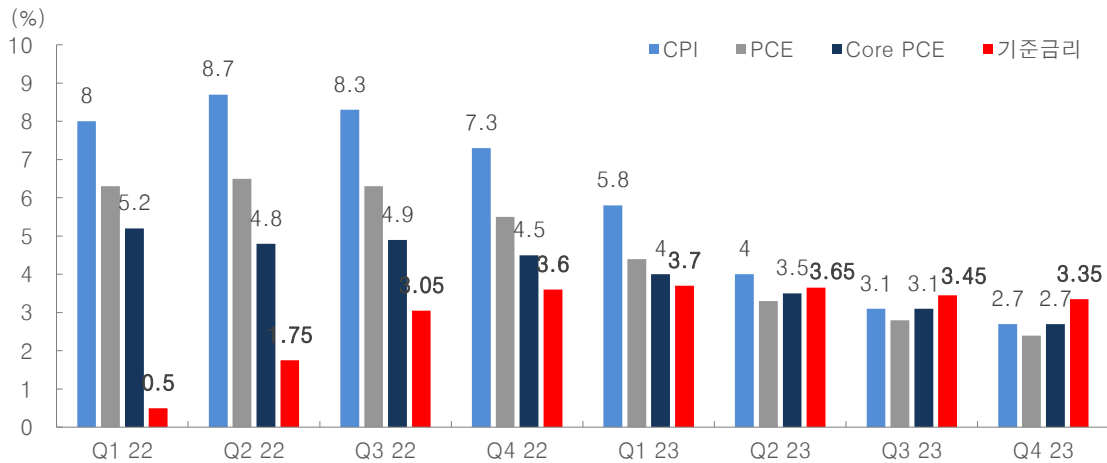
02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

# [8월 CPI] 물가 둔화는 지속될 수 있지만, 레벨에 대한 고민이 커질 수 있어...

## 8월 물가 둔화 폭은 제한적. Core CPI는 반등 예상



## 물가는 둔화되겠지만, 통화정책 속도 조절 & 23년 금리인상이 가능한 레벨일까?



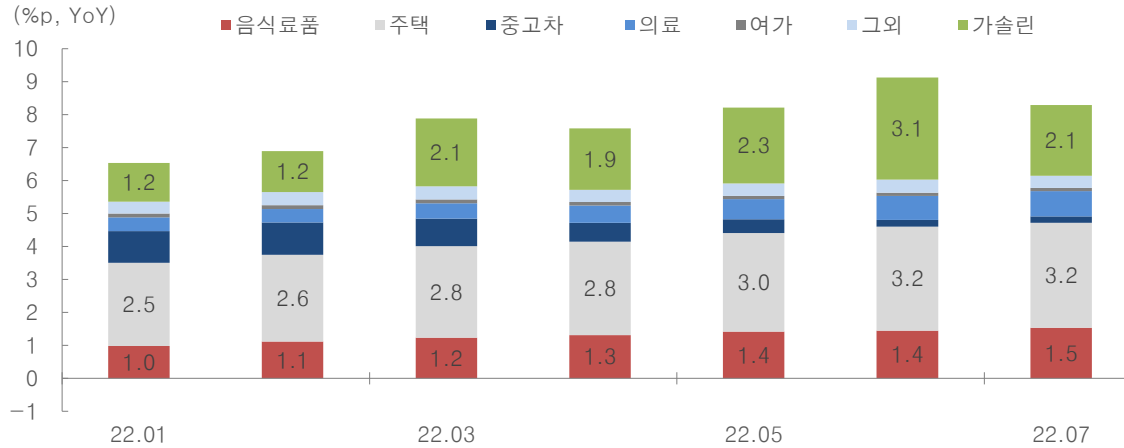
- 8월 CPI도 둔화가 예상되지만, 그 폭은 제한적일 가능성 높음. Core CPI는 주택 가격 상승 영향으로 7월 5.9%에서 6.25%로 레벨업 예상(클리브랜드 연은 Inflation Now 기준)
- 이 경우 물가 정점통과 기대는 유효하지만, 통화정책 속도 완화, 23년 금리인하가 가능한 정도의 물가 레벨다운이 가능한지에 대한 의구심 강화 불가피
- 즉, 물가 정점통과에 대한 기대감이 물가 레벨/통화정책 스탠스로 전환되면서 증시에 불안요인이 될 수 있다는 판단
- 여전히 23년 금리인상 전망은 연준의 점도표 3.8%를 하회하고 있고, 금리인하를 기대하고 있는 상황
- 연준이 강조하고 있는 물가 2% 수준은 2023년 하반기에나 가능할 것으로 컨센서스 형성 중

자료: 미국 노동부, 클리브랜드 연은, Bloomberg, CEIC, 대신증권 Research Center

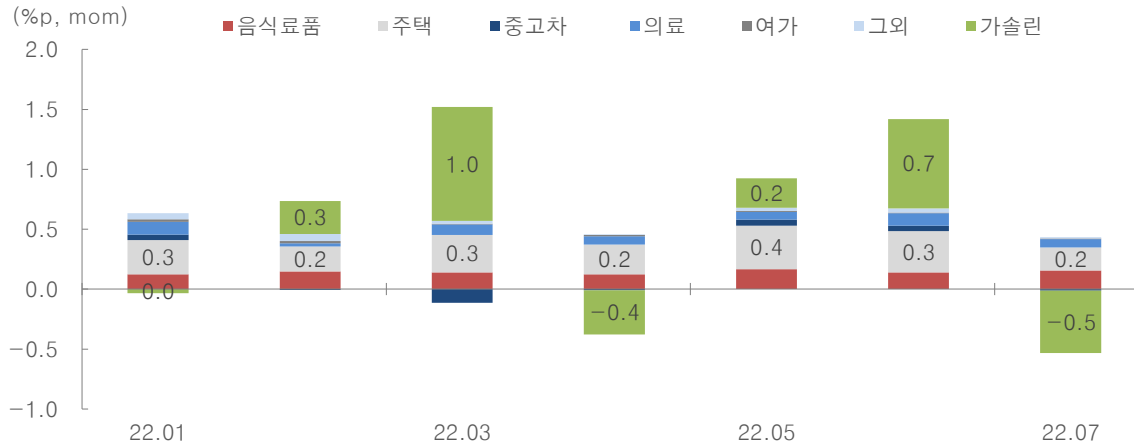


# [향후 물가 변수] 유가 레벨다운의 영향이 절대적. 주택은 정체, 걱정은 음식료 가격

## 물가상승률(전년대비) 기여도. 가솔린(1%p) 레벨다운, 음식료품은 0.1%p 상승



## 물가상승률(전월대비) 기여도. 가솔린(0.5%p) 하락

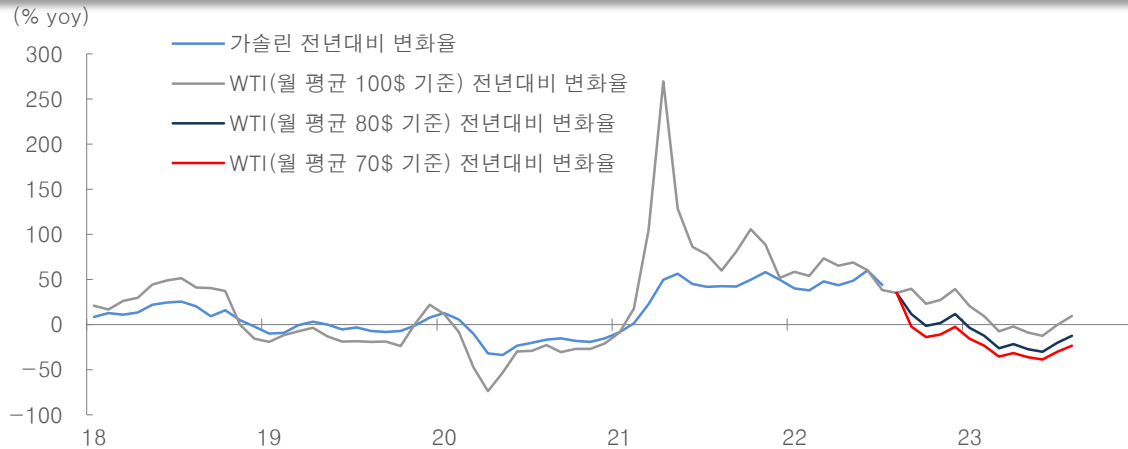


- 7월 CPI 레벨다운에 있어서는 유가, 휘발유 가격 하락이 절대적. 에너지 가격과 휘발유 가격은 전월대비 각각 4.6%, 7.7% 하락하며 2020년 4월 이후 가장 큰 폭의 하락세를 보임
- 가솔린의 CPI 상승기여도는 전년대비 +3.1%p에서 +2.1%p로 1%p 레벨다운되었고, 전월대비로는 +0.7%p에서 -0.5%p로 하락반전
- 다만, 물가의 추세를 주도하는 부분은 CPI 구성항목 중 비중이 가장 높은 주거비는 정체. 상승세가 유지되는 상황
- 음식료품 물가 상승압력은 더욱 확대되면서 기여도에 있어서 6월 1.4%p에서 7월 1.5%p로 확대. 연초 이후 0.5%p 기여도가 확대된 상황

자료: 미국 노동부, CEIC, 대신증권 Research Center

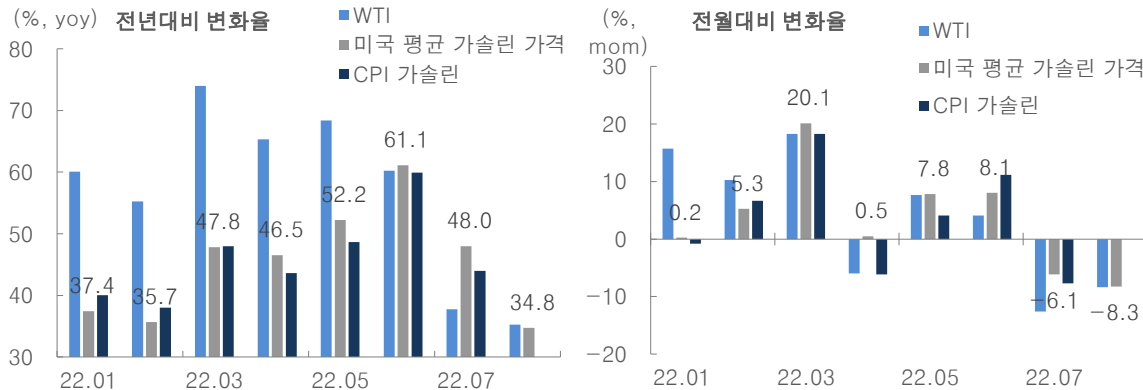
# [향후 물가 변수] 유가, 가솔린 가격 하향안정 예상

## 유가 전년대비 상승률은 둔화국면 진입 예상



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 7월에 이어 8월에도 유가, 가솔린 가격 하락 중. 전년대비 증가율 레벨다운, 전월대비 변화율은 2개월 연속 마이너스 가능



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 유가는 7월 평균 100달러(WTI기준)를 기록한데 이어 8월에도 100달러를 하회, 90달러 초반에서 등락 중
- 월 평균 유가가 100달러를 유지할 경우 전년대비 변화율은 6월 61.06%에서 7월 38.06%, 8월 39.8%로 레벨다운
- 유가의 CPI 전년대비 기여도를 감안할 6월 3.1%에서 2.1%대로 레벨다운된 것
- 8월 26일까지 가솔린 평균 가격의 전월 대비 변화율은 -8.3%로 7월 -6.1%보다 하락폭 확대. 전년대비 변화율 또한 34.8%로, 7월 48.0%대비 추가적인 둔화 예상
- 유가로 인한 CPI 안정은 지속될 전망. 다만, 가솔린 가격의 CPI 기여도 2.1%가 0으로 된다 하더라도 물가는 6% 수준

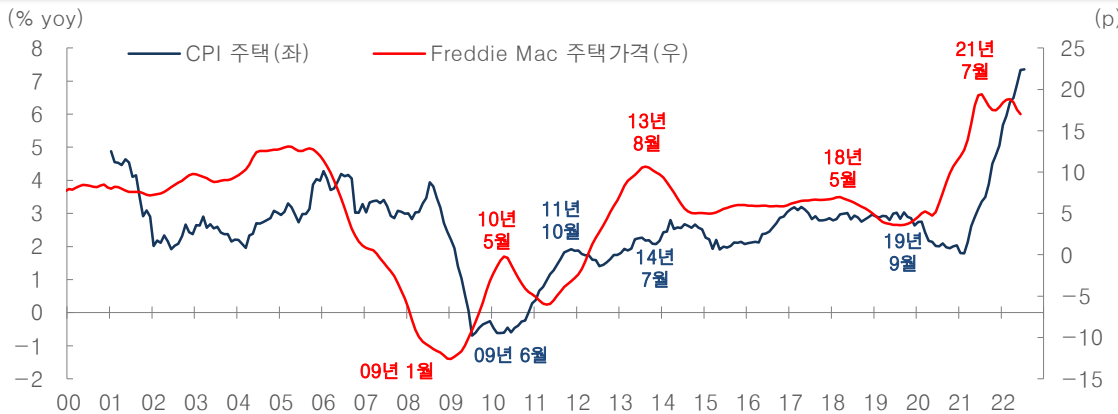
# [향후 물가 변수] CPI 주택물가 정점통과 가능성. 앞으로 급격한 둔화, 하락을 걱정해야 할 수도...

## 주택관련 지표들 2021년 8월 ~ 9월 저점통과. 최근 급격한 하락세 진행 중



자료: NAHB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 실질 주택 가격 상승률도 꺾여...

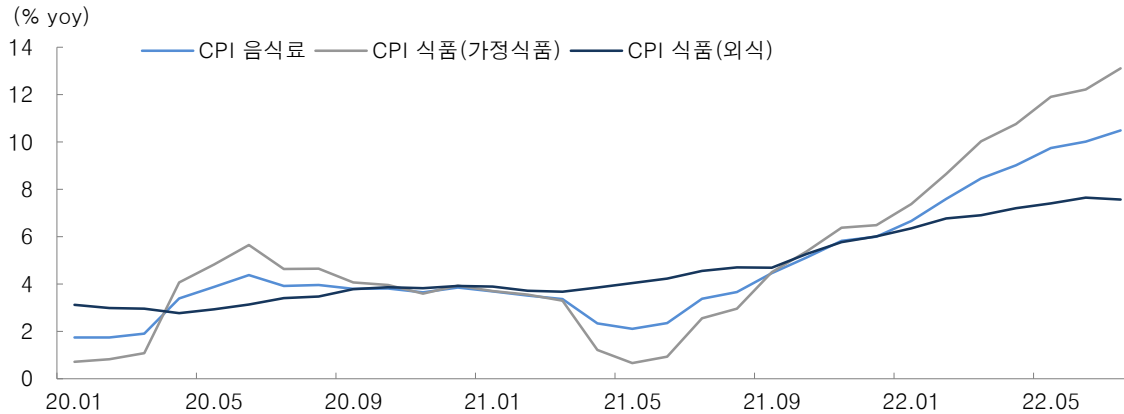


자료: 미국 노동부, 프레디 맥, Bloomberg, 대신증권 Research Center

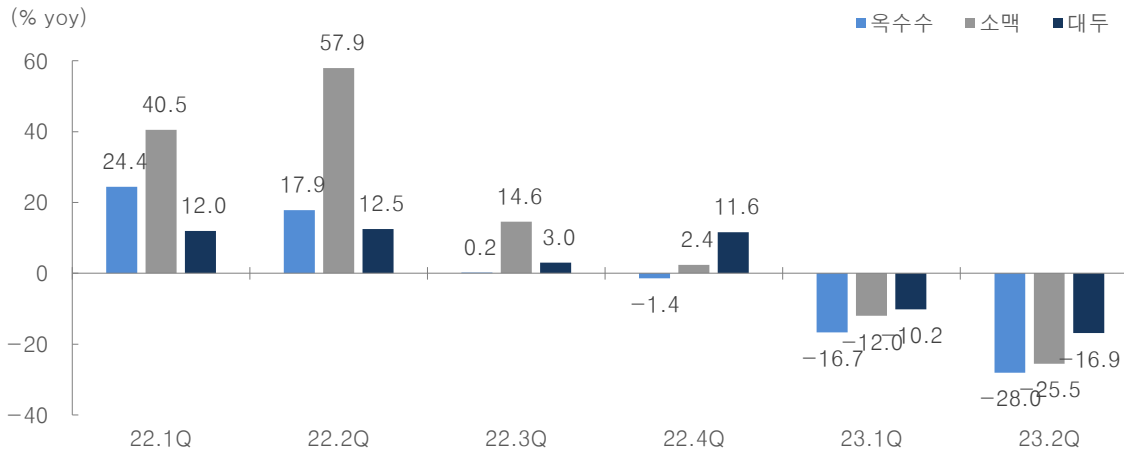
- 주택 물가도 3분기를 지나며 정점통과 가능성 확대
- 신규/기존 주택판매지수, 주택시장 지수 등은 2021년 8월 ~ 9월 정점 통과
- CPI에 반영되는 주택지표와 1년 정도 시차를 감안할 때 22년 8월을 지나며 주택 물가도 진정국면 진입 가능
- 실제로 7월 CPI에서 주택CPI 상승폭 크게 둔화. 5월 6.9%, 6월 7.33%, 7월 7.36%
- 모기지금리 5% 돌파로 주택시장에서 매수심리가 급격히 악화되는데 이어 실제 주택 가격, 지수 변화율도 큰 폭 둔화
- 주택경기가 가파르게 둔화/약화될 경우 물가 안정에는 긍정적이겠지만, 경기둔화, 약화 우려를 자극할 수 있음

## [향후 물가 변수] 음식료 가격 부담은 커지는 상황. 그런데... 곡물가격 레벨을 감안해 본다면?

### 음식료 가격 상승폭 확대. 곡물가 레벨업이 전가되는 중



### 현재 곡물가격 레벨이 유지된다면? 23년 상반기 중 음식료 물가 부담 완화 가능



- 음식료품 물가의 상승폭 확대 중. 22년 상반기 중 급등했던 곡물가격이 시차를 두고 제품으로 전이되고 있기 때문
- 시차를 감안할 올해 연말까지 CPI 레벨에 대한 논란을 야기할 수 있음
- 하지만, 현재 곡물가격이 유지될 경우 2023년 물가에 미치는 영향은 크게 약화될 전망
- 전년대비 변화율을 보면 현재 곡물 가격 유지시 2022년 4분기 전년대비 변화율은 보험권으로 레벨다운되고, 2023년 1분기에는 10%대 하락세, 2분기에는 20%대 하락세 가능
- 곡물가격과 음식료품 물가 간의 시차를 감안할 때 올해 연말, 23년 연초까지는 물가 부담 요인이라는 점은 경계 해야겠지만, 이후에는 물가 안정의 또다른 변수가 될 수 있음

# 마주할 현실 2) 9월 FOMC. 점도표 Vs. 시장 기대. 그리고 경기

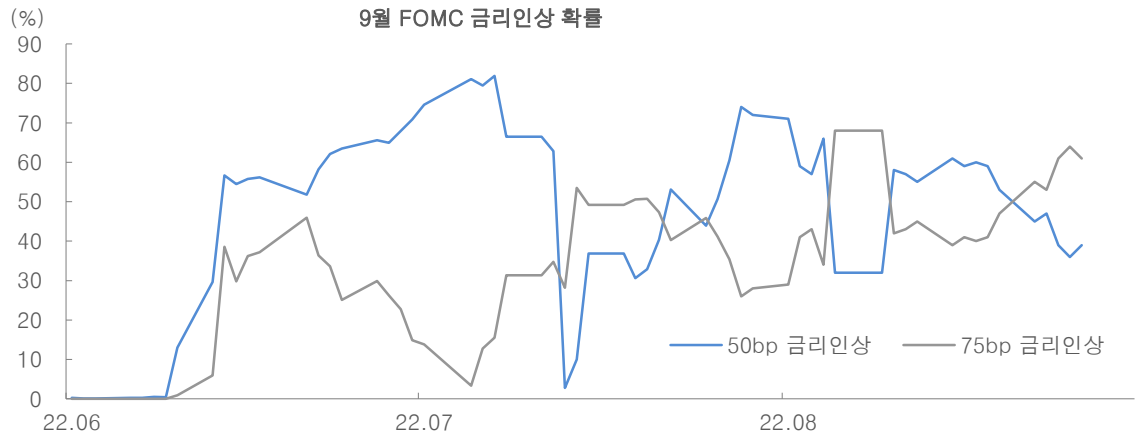
---

Strategist 이경민

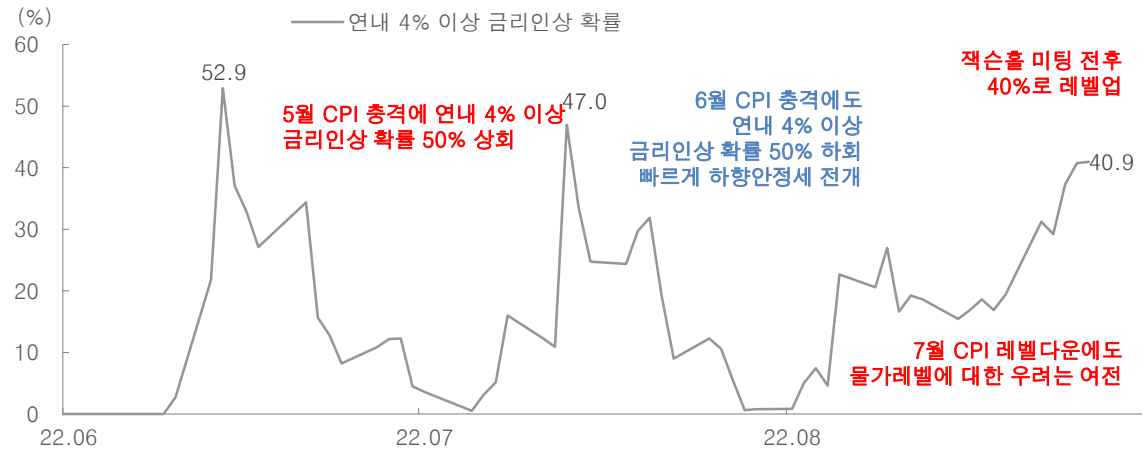
02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

# [9월 FOMC] 컨센서스 변화에 따른 등락 예상. 근본적인 문제는...

## 잭슨홀 미팅 이후 75bp 금리인상 확률 60% 상회. 증시에는 일정부분 선반영



## 물가 레벨 부담 & 잭슨홀 미팅 충격으로 연내 4% 이상 금리인상 40%대 진입

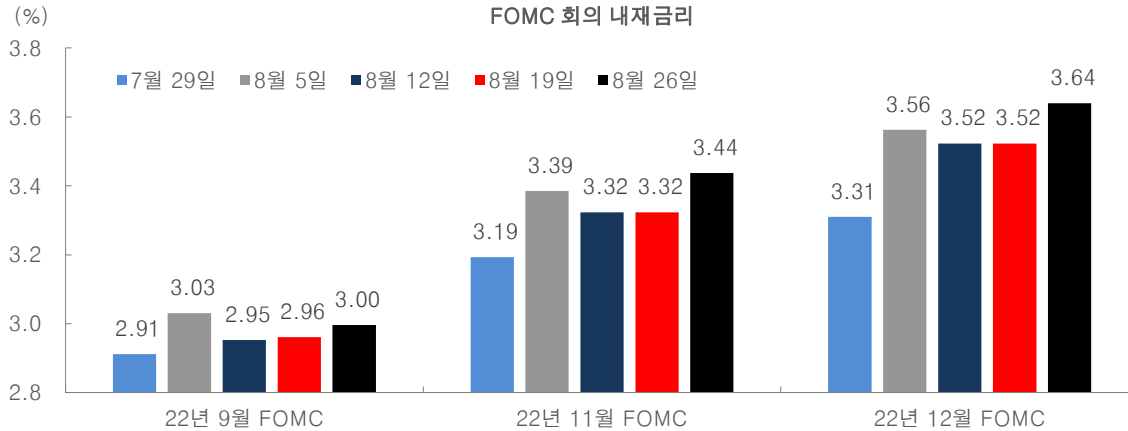


- 9월 FOMC에서 금리인상 확률은 다시 자이언트스텝(70bp) 금리인상이 우위를 보이고 있음
- 7월 고용서프라이즈에 이은 높은 물가 레벨에 대한 우려로 75bp 금리인상 확률은 우상향 흐름
- 9월 FOMC까지 시간적 여유가 있어 컨센서스 변화가 반복되면서 등락을 야기할 수 있음
- 문제는 9월 FOMC에서 점도표를 확인하며 시장의 기대와 연준의 스탠스 간의 괴리가 확인되면서 연내 금리인상 속도에 대한 부담이 커지는 시점
- 7월 CPI 둔화 이후에도 연내 4% 이상 금리인상 확률은 여전히 20%대에서 등락을 보였던 상황
- 물가 정점 통과 기대로 인한 심리적 안도감은 유효하지만, 물가 레벨에 대한 부담은 여전히 시사하는 부분
- 최근 잭슨홀 미팅 이후 연내 4% 이상 금리인상 확률은 40%대로 레벨업

자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

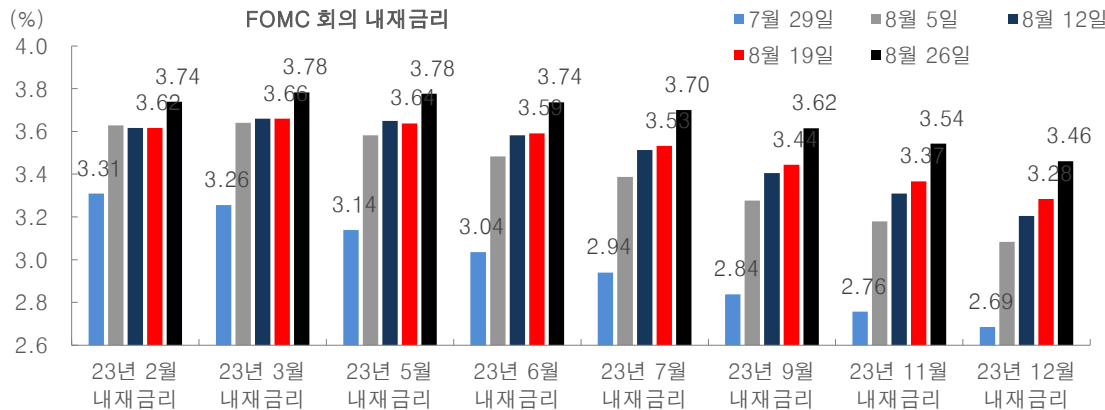
# [9월 FOMC] 문제는 과도했던 23년 금리인하 기대. 일정부분 정상화 되었지만, 연준이 이를 충족시켜줄까?

## 9월 FOMC와 연내 금리인상 컨센서스는 안정세를 유지하고 있어



자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

## 2023년 금리인하 기대도 일정부분 톤 다운되었지만...

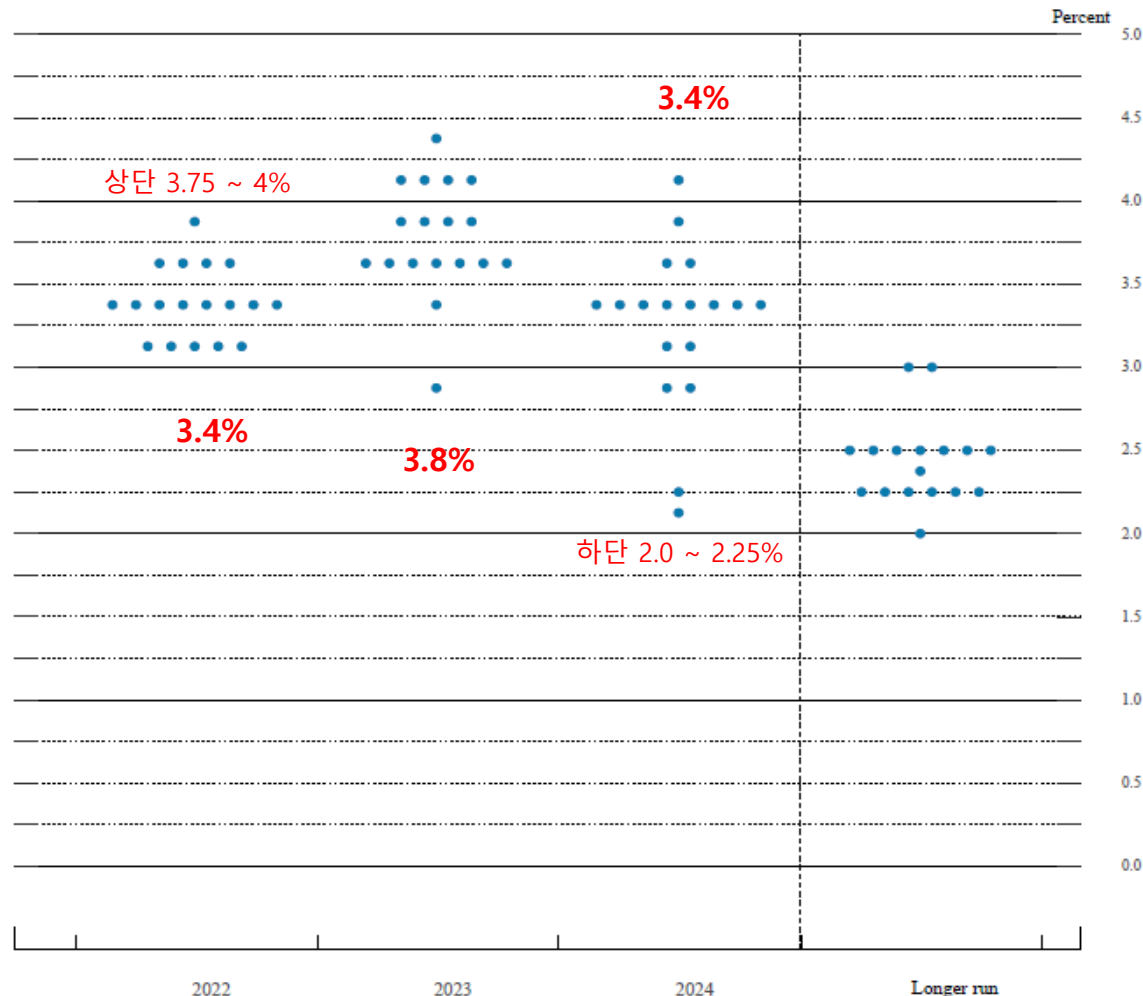


자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

- 문제는 2023년 금리인하에 대한 시장의 기대
- 8월 들어 고용 서프라이즈, 높은 물가 수준 확인, 잭슨홀 미팅을 거치며 23년 금리인하 기대는 다소 진정
- 7월말까지만 해도 2023년 3월부터 금리인하를 시작해 23년 연말에는 2.7%까지 금리를 낮출 것이라는 기대가 유입
- 하지만, 지난주 컨센서스는 상반기 중 추가 금리인상, 하반기 금리인하, 23년 연말 기준금리 3.46%로 형성 중
- 하지만, 23년 금리인상 컨센서스 상단은 3.78%로 6월 FOMC에서 연준이 제시한 3.8 수준에 근접한 수준. 게다가 하반기 중 한 번 이상 금리인하를 여전히 기대하고 있음
- 9월 FOMC에서 문제는 연준의 점도표가 시장의 기대를 충족시켜줄 수 있을지 여부

## [9월 FOMC] 점도표 변화 체크

### 연준 9월 점도표, 6월대비 상향조정 가능성 경계



- 다수의 연준 위원과 파월 연준의장까지 물가 억제를 최우선 과제로 피력하면서 긴축을 지속하겠다는 의지를 천명한 만큼, 2023년 금리인하 기대를 불식시키려고 할 가능성 높음
- 6월 FOMC 점도표를 통해 23년 금리인하 가능성을 시사하며 시장의 기대를 자극했던 것으로 보임
- 24년 금리인상 예상은 2023년(3.8%)보다 낮은 3.4%. 두 명의 연준 위원은 2% 초반으로 금리인하 전망으로 표명
- 2024년 금리인상 가능성이 엇보인 점도표는 연준이 경기도 주시하고 있으며, 상황에 따라 정책대응이 변할 수 있음을 시사
- 이를 감안할 때 점도표가 6월보다 낮아지기 보다는 동일하거나 상향조정되면서 시장의 통화정책 완화 기대를 불식시킬 가능성 높다고 판단



## [9월 FOMC] 연준 위원들의 스탠스... 여전히 인플레이션 통제에 초점을 맞추고 있어

최근 연준 위원들의 스탠스는 여전히 인플레이션 통제에 초점이 맞춰져 있어  
블러드 연은 총재는 점도표보다 높은 기준 금리 레벨을 언급

연준 위위	성향	지역	일자	코멘트 요약
토마스 바킨	중도	리치몬드	8월 12일	인플레이션 통제를 위해서는 더 많은 금리인상이 필요. 일시적인 것이 아닌 '일정기간' 유지되는 것을 보고 싶어. 소비자는 인플레이션을 싫어해
미셸 보우먼	매파	이사	8월 17일	노동시장 강세 지속. 다만 노동 공급에 대한 불확실성은 여전. 높은 인플레이션으로 인해 부담을 느끼는 퇴직자가 노동시장으로 재유입될 수도
메리 델리	중도	샌프란시스코	8월 18일	핵심 서비스 인플레이션은 여전히 상승 중. 올 연말까지 3% 조금 넘는 수준의 금리 예상. 적절한 범위의 금리인상 기초 지속 유지
에스더 조지	매파	캔자스시티	8월 18일	지난달 인플레이션 수치, 고무적이지만 수요와 공급간 상당한 불균형. 인플레이션 기대치는 잘 고정. 기업들 임금 인상 압박 여전. 공급망 개선 긍정적
닐 카시카리	비둘기파	미니애폴리스	8월 18일	경기침체를 촉발하는 대가를 치르더라도 가능한 한 빨리 매우 높은 인플레이션을 낮춰야. 경제 견고하지만 침체 없이 인플레이션을 낮추기는 어려워
제임스 블러드	매파	세인트루이스	8월 19일	차기 회의에서 75bp 금리인상 지지. 올 연말까지 기준금리를 3.75%에서 4% 범위로 유지하는 것이 중요. 인플레이션을 통제하려면 아직 갈 길 멀어
토마스 바킨	중도	리치몬드	8월 19일	인플레이션 2% 목표로 되돌리기 위해 최선을 다하고 있음 인플레이션 통제 과정에서 경기침체 발생 가능
닐 카시카리	비둘기파	미니애폴리스	8월 24일	최대 고용, 높은 인플레이션은 매우 불균형한 상태. 균형을 맞추기 위해서는 통화정책을 강화해야 함. 2%로 회복되고 있다는 강력한 증거 필요
잭슨홀 미팅			8월 25 ~ 27일	제임스 블러드(매파) : 올해 3.75 ~ 4%까지 금리인상. 더 높게 오래 갈 수 있어 패트릭 하커(중도) : 3.4% 이상 금리인상. 이후 진행상황 확인하며 금리인상 에스더 조지(매파) : 향후 4 ~ 5%까지 금리인상 가능 제롬 파월(의장) : 물가안정을 위한 긴축 지속 재천명, 불가피한 피해, 비용 감수. 완화적 기조로의 조기 전환 경계

- 8월 중순 이후 연준 위원들의 스탠스를 보면 여전히 인플레이션 통제에 초점이 맞춰져 있음
- 이와 함께 2023년 금리인하 기대에 부담을 느끼고 있는 것으로 보임. 인플레이션 레벨이 진정될 때까지는 금리인상을 지속해야 한다는 의지 피력
- 일부 비둘기파 위원들은 경기침체 우려를 언급하고 있음
- 제임스 블러드 연은 총재는 9월 FOMC 75bp 금리인상, 연내 3.75 ~ 4% 기준금리 도달 주장. 인플레이션 통제까지 시간이 필요함을 언급
- 9월 FOMC에서 시장이 기대하는 2023년 금리인하 시그널은 없을 것으로 보임. 오히려 물가 통제 의지를 피력하면서 금리인하 기대를 제어하려 할 가능성 높음

### 경기둔화, 경기침체 가능성을 언급하고 있는 베이지북

#### 5월 베이지북

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

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

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

#### 6월 베이지북

① 대부분 지역에서 식품, 에너지 가격 상승으로 가계 소득 축소, 소비지출 감소, ② 재고가 쌓이며 신규 자동차 판매 등도 대부분 지역에서 부진, ③ 제조활동 역시 다수 지역에서 공급망 약화, 인력난으로 인해 어려움을 겪고 있음, ④ 주택 수요는 경제 우려가 커지며 눈에 띄게 약세를 보임  
대부분 지역에서 수요 둔화 조짐 확대. 5개 지역은 경기 침체 우려 확대

#### 7월 베이지북

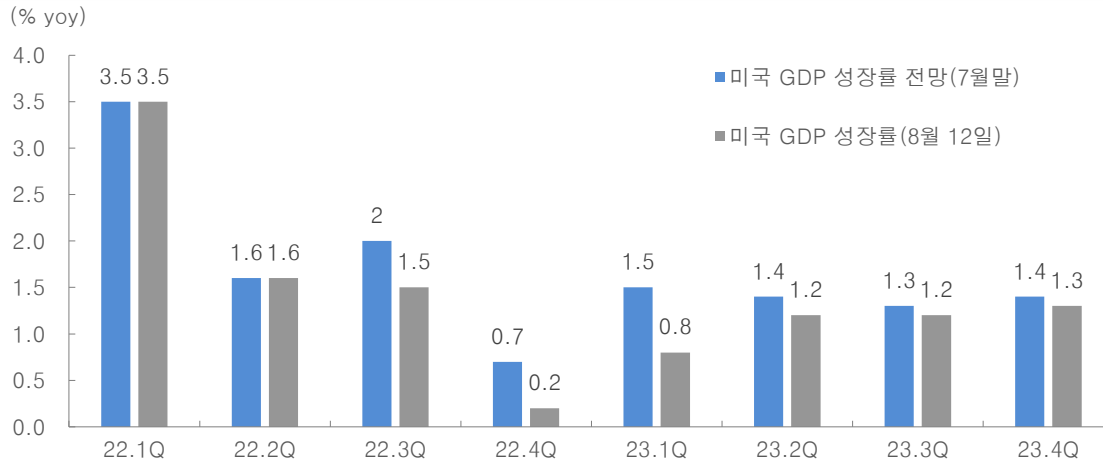
① 대부분의 지역 식품, 가스 가격 상승으로 가계 처분소득 감소함에 따라 소비지출 둔화, 제조 활동 엇갈림. ② 많은 지역에서 공급망 혼란과 노동력 부족이 생산을 방해, ③ 주택수요는 구입부담이 커짐에 따라 비수기 판매 감소로 눈에 띄게 약세

대부분 지역에서 수요 둔화 조짐 확대. 5개 지역은 경기 침체 우려 확대

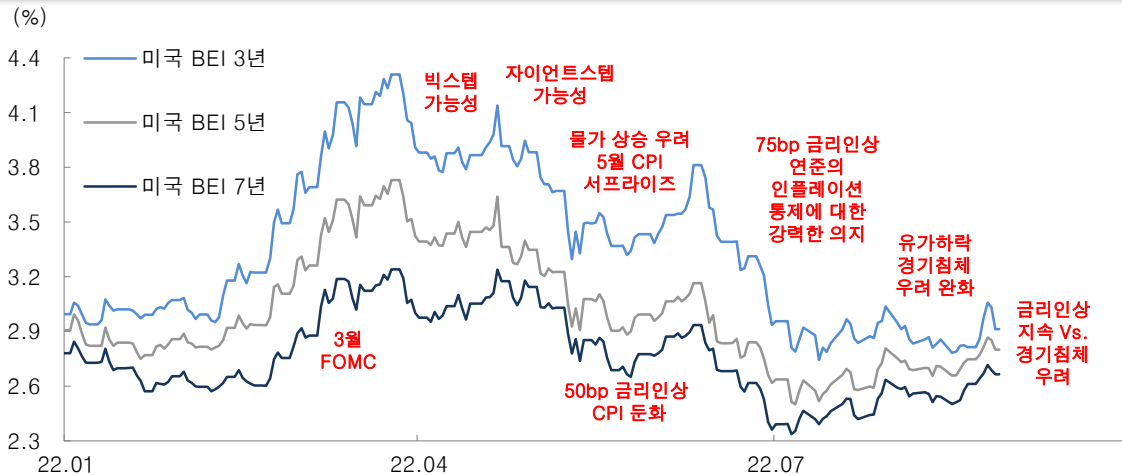
- 5월, 6월, 7월 베이지북을 보면 미국 경기둔화 가능성이 좀 더 높아지고 있음을 확인
- 5월에는 일부 지역이라고는 하지만, 전체 12개 지역 중 8개 지역에서는 성장 기대가 약화되고 있고, 3개 지역은 경기침체를 우려하고 있다고 보고
- 2/3 지역에서 경기둔화, 1/4 지역에서 침체 가능성이 높아졌다는 의미
- 6월과 7월에는 대부분 지역에서 수요 둔화 조짐이 확대되고 있고, 12개 지역 중 5개 지역에서 경기침체 우려가 확대되고 있다고 언급
- 연준의 고강도 긴축부담이 커지는 상황에서 경기 연착륙 가능성은 점차 약해지고 있다는 판단

# [경기하방압력 확대] 실제 미국 침체 우려 확대. 그럼에도 불구하고 물가를 빠르게 잡아야 하는 이유

## 미국 4분기 GDP 성장률 0.1%까지 레벨다운. 경기침체 확률 높아져



## 미국 기대인플레이션(BEI)은 4월 이후 하락세 지속



- 최근 경기 불확실성 확대에도 불구하고 성장률과 상관없이, 연준위원 전반의 인플레이션 억제 의지를 피력하는 이유
- 물가가 장기간 고공행진하면서 그들이 예상했던 연착륙 가능성이 악화되고, 자칫하면 스태그플레이션으로 전개될 가능성이 높아지기 때문
- 따라서 중앙은행이 통제할 수 있는 물가를 최대한 빠르게 진정시키 경착륙은 불가피하더라도 스태그플레이션은 피해야 한다는 목소리가 커지는 것으로 보임
- 그럼에도 불구하고 시장은 통화정책 완화, 2023년 금리인하 기대를 지속
- 파월 연준의장은 이번 잭스홀 미팅을 통해 이같은 시장의 기대를 억제하려고 했던 것으로 보임
- 시장의 기대, 수요를 꺾어서라도 최대한 빠르게 인플레이션 안정이 필요한 상황
- 당분간 고강도 긴축과 경기 불안이 동시에 금융시장 불확실성을 자극할 수 있음

# 마주할 현실 3) 3Q 실적시즌. 실적 전망 레벨다운 가능성

---

Strategist 이경민

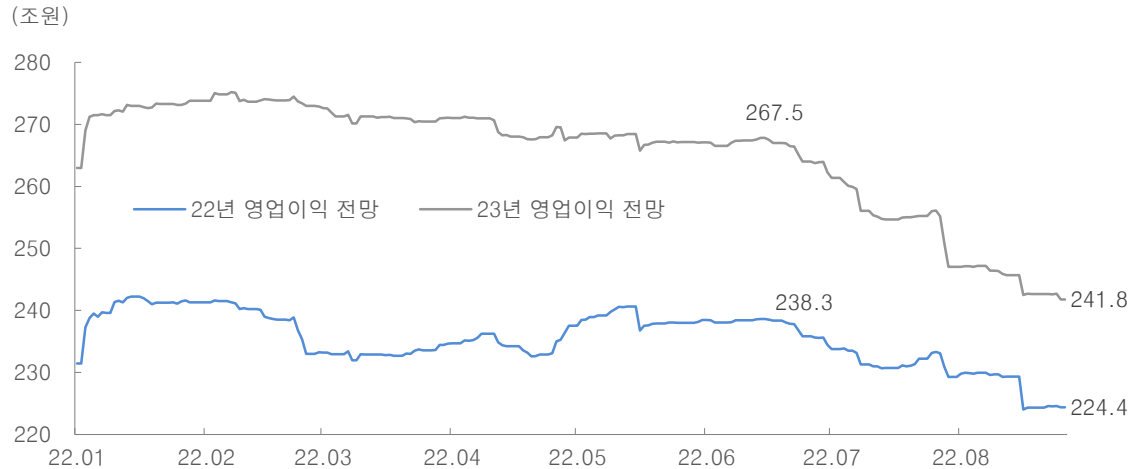
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, RA 김정윤

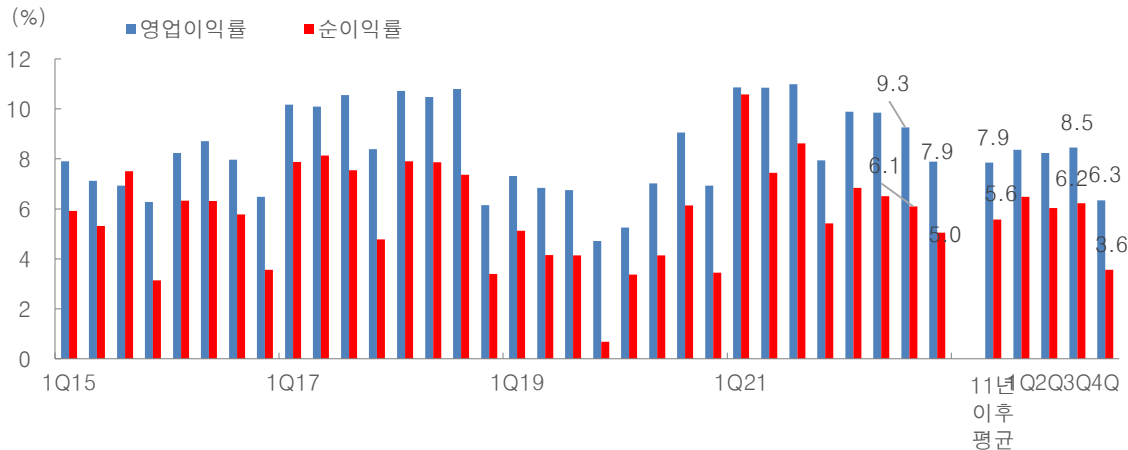
02) 769-3496 / jungyoon.kim@daishin.com

# [3Q 프리어닝 시즌] 여전히 실적 기대 높아... 경기둔화, 환율효과 약화, 원자재 가격 하락의 여파를 감안할 때

## KOSPI 영업이익 전망 22년 238.3조에서 224.4조원대로 레벨다운



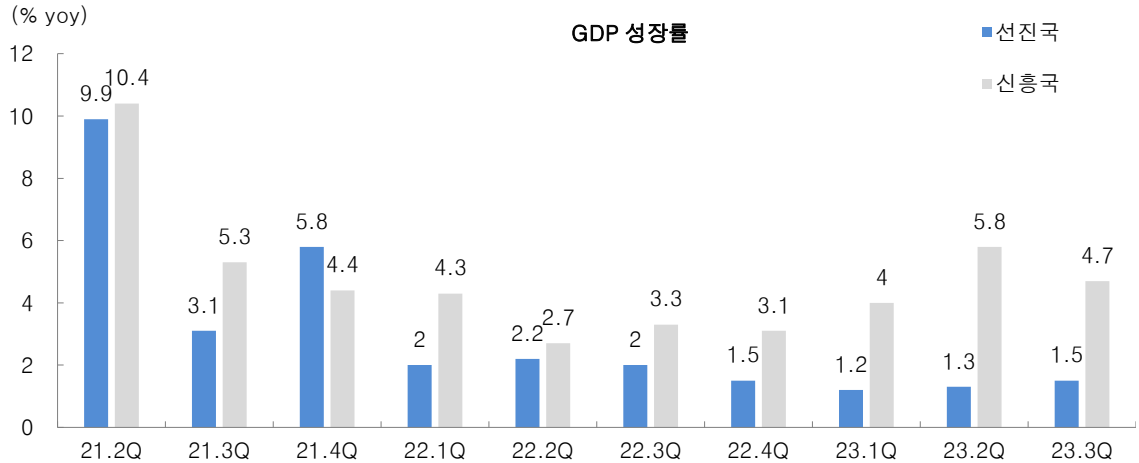
## KOSPI 3분기 영업이익률 9.3%. 2017년, 2018년 경기 정점 수준



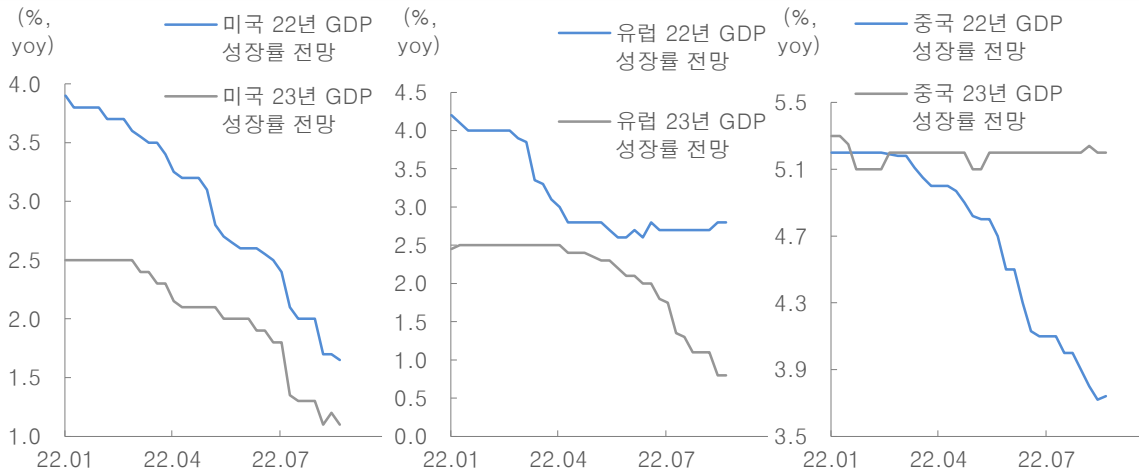
- 또 하나의 중요 변수는 3분기 실적시즌. 3분기 실적이 가시화되는 9월 중순 이후 프리어닝 시즌 경계
- 2분기 실적시즌을 지나며 22년 영업이익 전망은 238.3조원에서 224조원대로, 23년은 267.5조원에서 241.8조원대로 레벨다운
- 하지만, 여전히 실적 기대가 높다고 생각. 현재 3분기 영업이익률은 그동안 실적 하향조정을 반영해 9.3%로 낮아지기는 했지만, 9%대는 경기/실적 회복/개선세가 뚜렷했던 2017년 ~ 2018년 수준. 2011년 이후 평균인 영업이익률 7.9%도 큰 폭 상회
- 4분기 영업이익률도 7.9%. 이 또한 2011년 이후 평균인 6.3%를 상회하는 수치. 여전히 눈높이가 높은 실적 전망을 3분기, 4분기 실적이 충족시켜줄 수 있을지 의문
- 경기는 더 부진한데, 환율효과는 약해지고, 비용부담은 여전하지만, 판매가격 하락압력은 커지는 국면으로 진입했다는 점에서 3분기 실적시즌 경계 필요

# [경기하방압력 확대] 글로벌 GDP 성장률 22년 하반기 레벨다운 불가피. 경제전망 하향조정 지속

## 선진국 / 신흥국 GDP 성장률 21년 1분기까지 둔화 지속



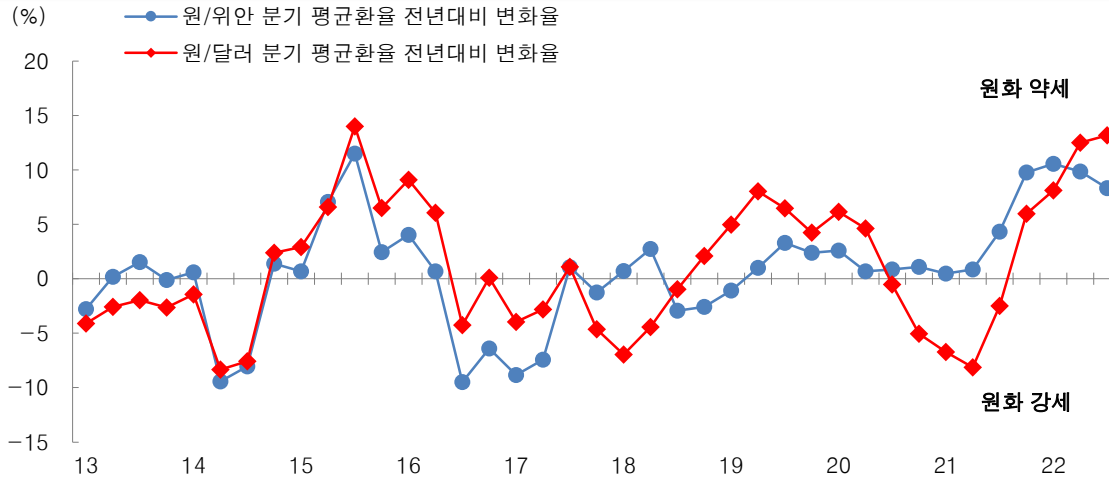
## 주요국 경제성장률 하향조정은 지속되고 있어... 성장 기대를 회복하기 어려워



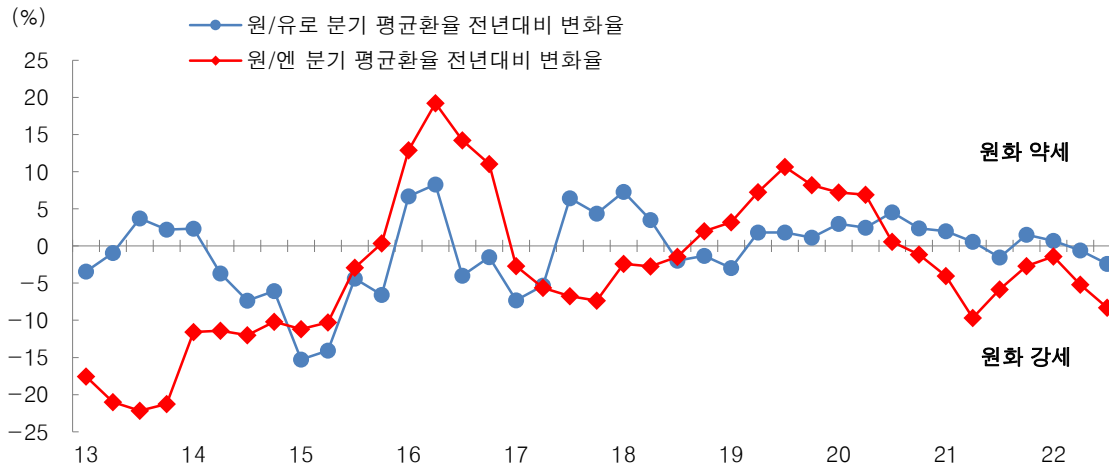
- 2022년 하반기 글로벌 GDP 성장률의 레벨다운이 예상되는 상황. 물가의 고공행진, 이로 인한 긴축 또한 지속적인 부담요인
- 2022년 현 시점에서 향후 경기를 바라볼 때 물가와 경기 간의 악순환의 고리가 형성될 가능성 높음
- 물가가 고공행진 할 경우 경기부담이 커지고, 물가가 가파르게 하락할 경우 수요불안이 가중되는 사면초가의 상황이 전개될 것으로 예상
- 중앙은행의 고강도 긴축의 영향으로 물가가 빠르게 잡힌다면 수요 불안에 시달리며 경기가 경착륙에 대한 공포가 커질 것으로 경계
- 당분간 경기 전망 하향조정이 지속되면서 경기회복 기대가 되살아나기 어려운 상황

## [환율효과] 달러대비 환율효과 정점통과. 여타 통화대비 환율효과는 약화

### 달러 대비 원화 약세는 정체. 하지만, 위안화대비 원화 약세는 둔화



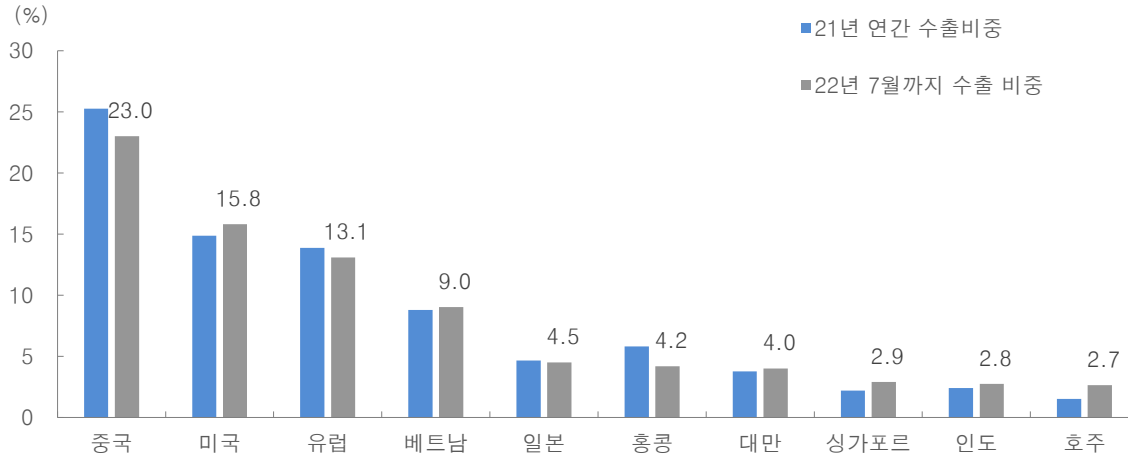
### 유로화, 엔화대비 원화는 강세가 심해지는 상황



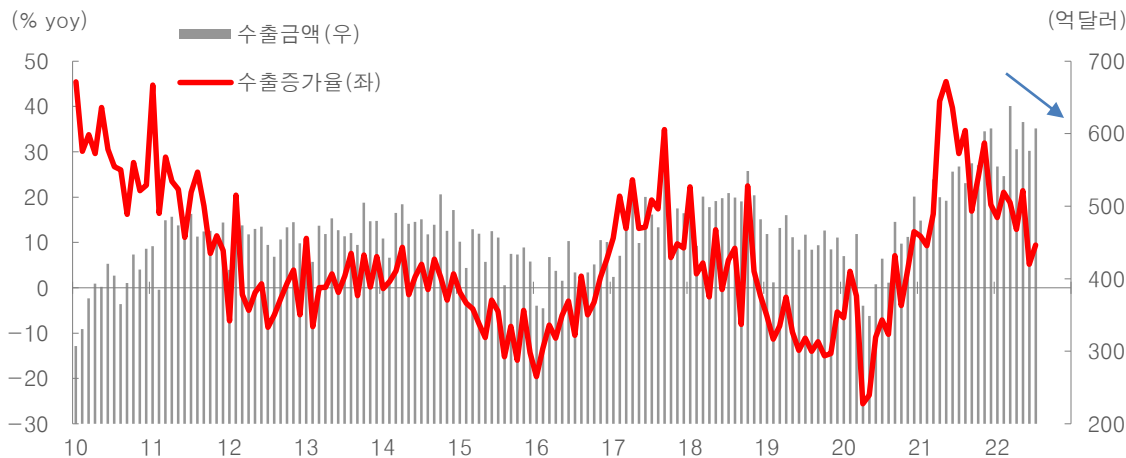
- 2022년 1분기, 2분기 실적 서프라이즈 동력이었던 환율효과도 3분기부터는 더 기대하기 어렵다는 생각
- 원/달러 환율이 1,300원을 상회하면서 달러대비 원화 약세강도는 소폭 상승. 환율효과가 유지된다고 볼 수 있음
- 하지만, 위안화대비 원화 약세는 1분기 정점통과 이후 2분기 연속 둔화. 유로화, 엔화대비 원화 흐름은 원화가 상대적 강세국면으로 진입한 이후 강세 강도 확대

## [환율효과] 미국발 환율효과 유지 Vs. Non-US 환율효과 약화. 수출 둔화와 함께 실적 부담 가중

### 미국(수출비중 15.8%) 환율효과 유효. 중국, 유럽, 일본(총 40.6%) 환율효과 약화



### 수출 모멘텀 둔화 지속. 수출금액까지 감소될 가능성



- 미국 달러대비 환율효과보다 미국 이외의 지역에서 환율효과 약화 영향이 더 큰 상황
- 미국의 수출비중은 15.8%. 중국, 유럽, 일본의 수출 비중은 40.6%
- 이 경우 수출모멘텀 둔화와 맞물려 한국 기업 실적에 부담이 될 수 있을 것
- 한국 수출모멘텀 둔화가 지속되는 가운데 수출금액은 3월 고점으로 감소되고 있음
- 8월 수출도 570억달러(전년대비 7% 성장 반영)를 하회할 가능성이 높은 상황. 7월, 8월 평균 수출금액 580억달러 수준으로 3분기 월 평균 수출금액 590억 달러 하회

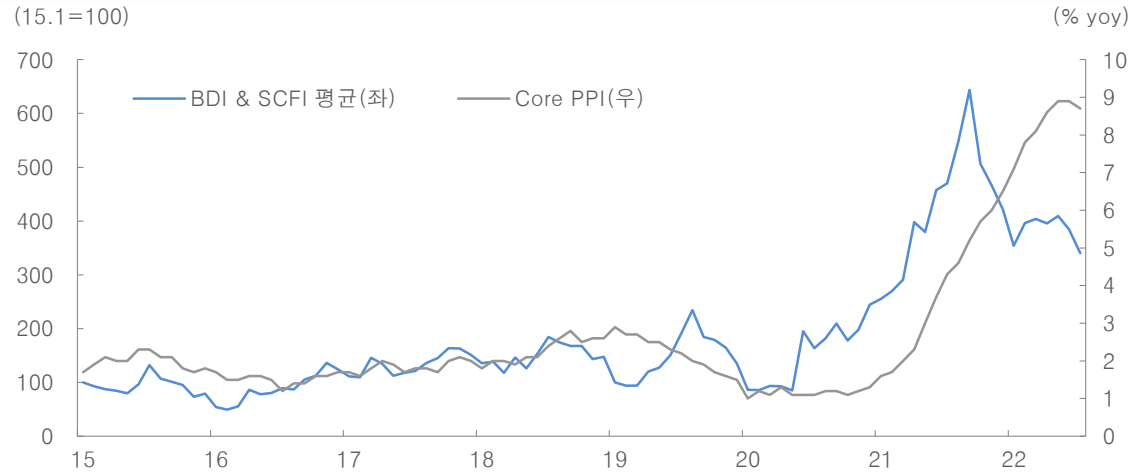


# [원자재 가격 레벨다운] 비용 부담은 지속되는 가운데 제품가격 하락압력 확대 가능성

## 에너지를 제외하면 여타 원자재 가격 연초 저점 하향이탈



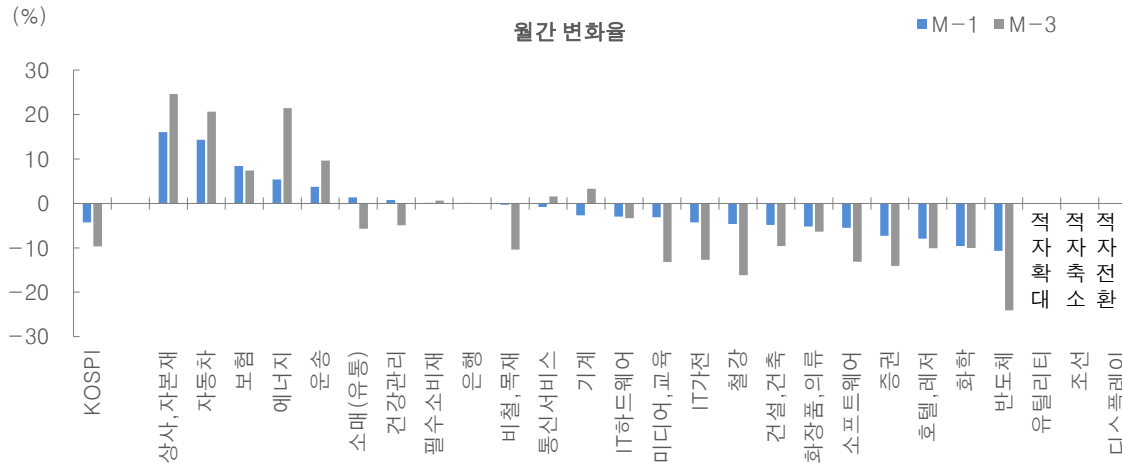
## 운임지수 전 저점 하향이탈. 하지만, Core PPI는 시차를 두고 정점통과 징후 감지



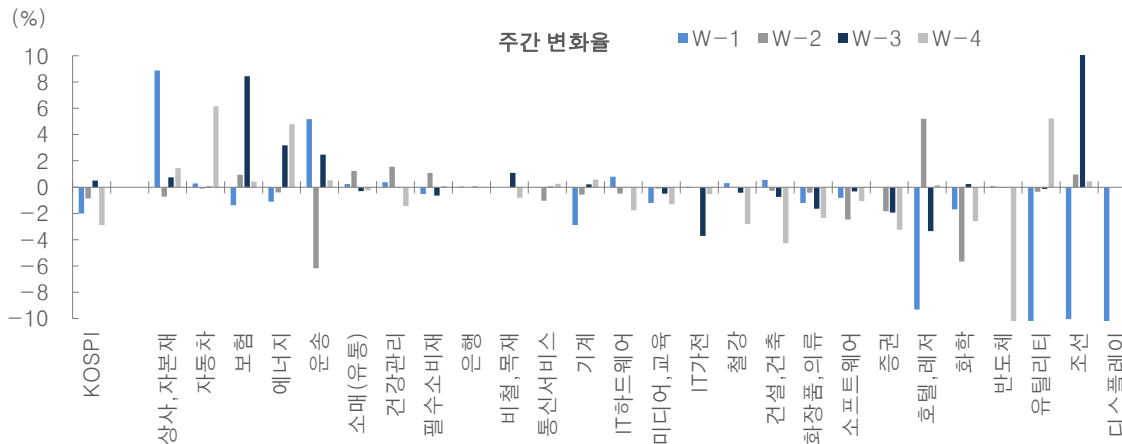
- 원자재 가격 레벨다운도 기업 실적에 부정적인 변화
- 에너지 가격은 여전히 고공행진 중. 반면 귀금속, 산업금속, 농산물 등은 레벨다운. 연초와 유사하거나 그보다 낮은 수준에서 등락 중
- 원자재 가격 레벨다운으로 제품가격 하락압력은 불가피. 반면, 원자재 레벨업에 따른 비용부담은 여전
- 원자재 가격 레벨다운에도 불구하고 PPI 상승이 지속되고 있고 있음. 이는 투입 원자재 시차때문으로 판단
- 이로 인해 3분기부터는 시클리컬 업종들도 마진 압박에 시달릴 가능성을 경계해야 할 것

# [3Q 프리어닝 시즌] IT, 수출주는 물론, 시클리컬 실적 하향조정 가능성 높아

## 경기민감, 성장주, IT 실적 하향조정 Vs. 시클리컬 실적 상향조정



## 시클리컬 실적 상향조정은 2분기 실적 서프라이즈 영향. 지속될 수 있을까?



- 3분기 영업이익 컨센서스는 26개 업종 중 17개 업종이 한 달 동안 하락. 3개월 변화율이 마이너스인 업종은 18개
- IT를 중심으로 한 경기민감주/성장주와 내수주 실적 레벨다운 뚜렷. 최근 화학, 철강 등 시클리컬 업종 중 원자재 가격, 마진 Spread 하락에 실적 레벨다운 중
- 최근까지 상사/자본재, 자동차, 보험, 에너지, 운송 등 실적 상향조정 중이지만, 이는 2분기 실적 서프라이즈 영향
- 환율 효과 약화, 원자재 가격 하락, 물가 정점통과의 반작용 등 그동안 실적 호전의 변수들이 약해지는 가운데 경기둔화가 가속화되고, 경기모멘텀 약화가 가시화될 경우 기업실적 부진은 불가피할 전망이다

# 악순환 고리 전환 = 안전자산 선호심리 강화

---

Strategist 이경민

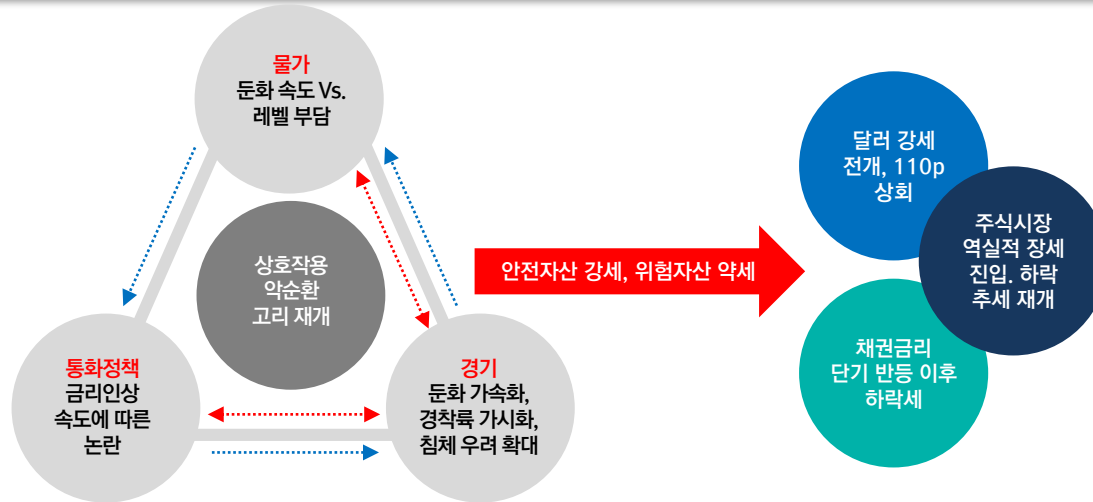
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, RA 김정윤

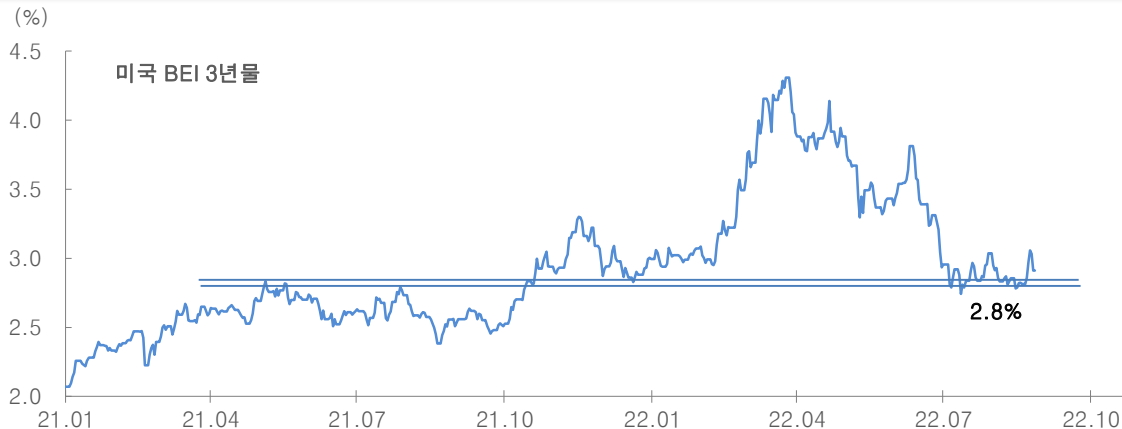
02) 769-3496 / jungyoon.kim@daishin.com

# [악순환] 경기 이슈가 중심에 자리하면서 악순환의 고리가 강화될 가능성 = 안전자산 선호심리 강화

## 악순환의 고리로 전환시 달러 강세, 채권금리 하락, 위험자산 약세 전망



## BEI 반등은 긴축부담, 하락은 수요 약화. 미국 3년물 BEI 2.8% 이탈 여부 체크



- 물가 - 통화정책 - 경기 간의 선순환 고리가 악순환 고리로 전환될 경우 안전자산 선호심리 강화
- 그동안에는 물가 - 통화정책 - 경기 간의 연결고리가 지속되는 가운데 물가 - 경기, 통화정책 - 경기 간의 상호작용이 강화되면서 경기침체 우려 확대 예상
- 이 경우 물가가 올라도 내려도, 통화정책이 매파적이어도, 완화적이어도 증시에는 불안요인이 될 수 있음. 긴축과 경기 간의 상호작용 때문
- 하반기 기대인플레이션 레벨다운은 수요 약화, 경기 경착륙 시그널로 인지할 가능성이 높다고 판단

# [악순환] 하락추세대로 재진입한 미국 채권금리

## 미국 10년물 국채금리, 장기 하락추세대 상단에서 하락반전. 2.6% 지지력 체크



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 미국 2년물 국채금리는 단기 오버슈팅 국면 진행 중



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 미국 채권금리는 1970년대 후반부터 이어져 온 장기 하락추세대 상단 저항에서 하락반전
- 10년물 국채금리의 하락반전이 단기적으로 금리 상승압력에서 벗어남에 따라 안도랠리의 동력이 되었던 것이 사실
- 하지만, 추세적인 하락세는 이야기가 달라질 것. 경기 사이클 하락을 반영한다는 측면에서 미국 경기 경착륙, 경기침체 가시화의 전조 시그널로 생각할 수 있음
- 단기적으로는 2.6%에서 지지력을 확보함에 따라 9월 FOMC 전후 3 ~ 3.2% 돌파도 가능
- 하지만, 이는 단기 비중확대 기회. 악순환의 고리 형성과 경기불안이 커질 경우 하락추세 전개 예상. 안전자산 선호심리를 대표하는 시그널로 볼 수 있을 것

## [악순환] 한국 채권금리도 저항대 도달

### 한국 국채 3년물 금리, 단기 오버슈팅 구간에서 저항대 직면



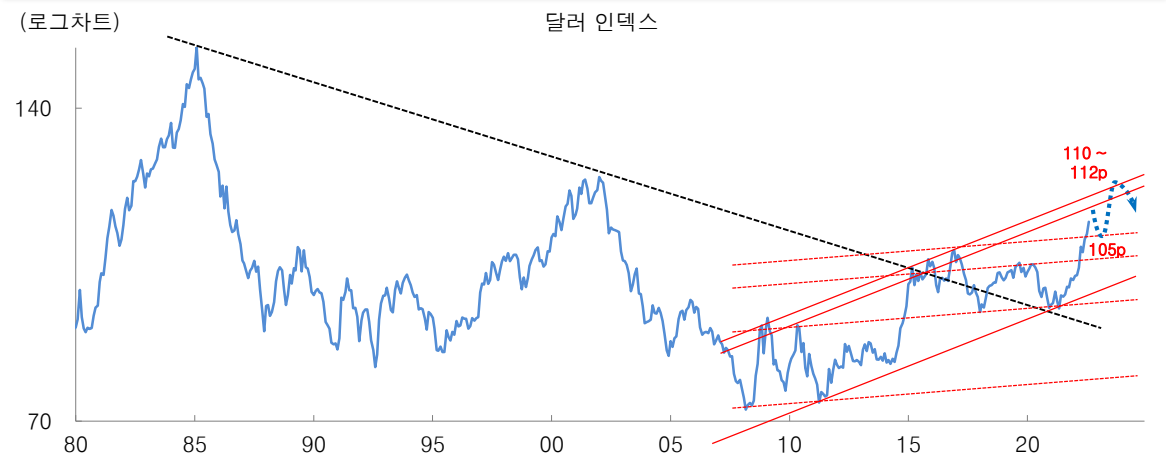
### 한국 국채 10년물 금리, 추가 상승여력은 존재하지만 상승속도는 제어될 것



- 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 이후 하락추세 전개 예상
- 10년물 국고채 금리는 추가 상승여력은 남아있지만, 최근과 같은 급등세는 진정될 전망
- 한국 채권금리도 추가 반등시도는 가능하지만, 추세 반전, 하락추세 전개 가능성에 대비해야 할 때

# [악순환] 달러 인덱스 단기 등락 이후 110p를 넘어설 것

## 달러 인덱스 장기 상승추세 속에 3분기 100p 지지력 테스트 가능성



## 장기 상승추세대 상단에서 하락반전. 100p 전후까지 하향안정세 전개 예상



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 달러화 강세 지속 전망. 단기적으로는 금 등에 따른 되돌림 국면이 전개되더라도 105p에서 지지력 테스트 전망
- 연준의 강력한 인플레이션 통제 의지와 함께 유럽 경기불안이 심화되고 있는 상황. 미국까지 경기 불확실성에 시달리게 된다면 달러 강세 압력은 지속될 수 밖에 없는 상황
- 유로화 약세 압력 지속, 안전자산 선호심리 강화시 22년 연말 ~ 23년 1/4분기 중 110달러 돌파 예상
- 달러 인덱스 105p 전후에서는 비중확대 가능

# [악순환] 원/달러 환율 3Q 1,250원선 지지력 테스트 & 이후 다시 1,350원대 돌파시도 전망

## 주간 차트 기준 상승추세에 상단에 도달. Max 1,350원



자료: 대신증권 Research Center

## 원/달러 환율 단기 저항대 도달 & 하락다이버전스 발생. 1,250원 지지력 테스트



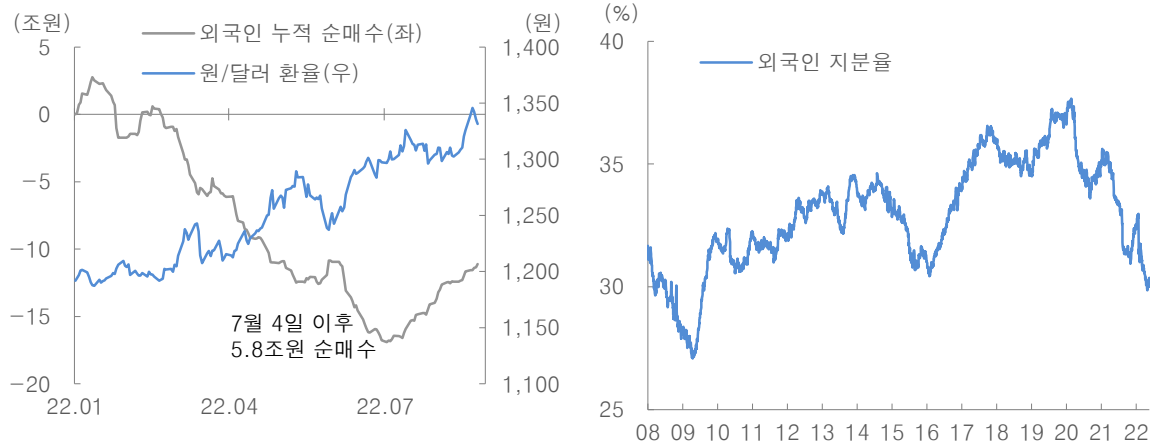
자료: 대신증권 Research Center

- 원/달러 환율도 단기 오버슈팅 구간에서 등락은 불가피하겠지만, 2022년 연말, 2023년 연초까지 1,400원선을 향한 상승세 지속될 전망
- 단기적으로는 중단기 상승추세에 상단에 도달했고, 하락다이버전스가 진행 중이라 1,300원선에서 지지력 테스트 예상
- 하지만, 이후 경기침체 우려가 가중되고, 미국과 한국 간의 금리인상 속도 차이, 유럽 경기불안으로 인한 글로벌 교역 부진 등으로 인해 2022년 연말, 2023년 연초를 지나며 다시 1,350원선을 넘어 1,400원선을 향해 상승세를 이어갈 전망

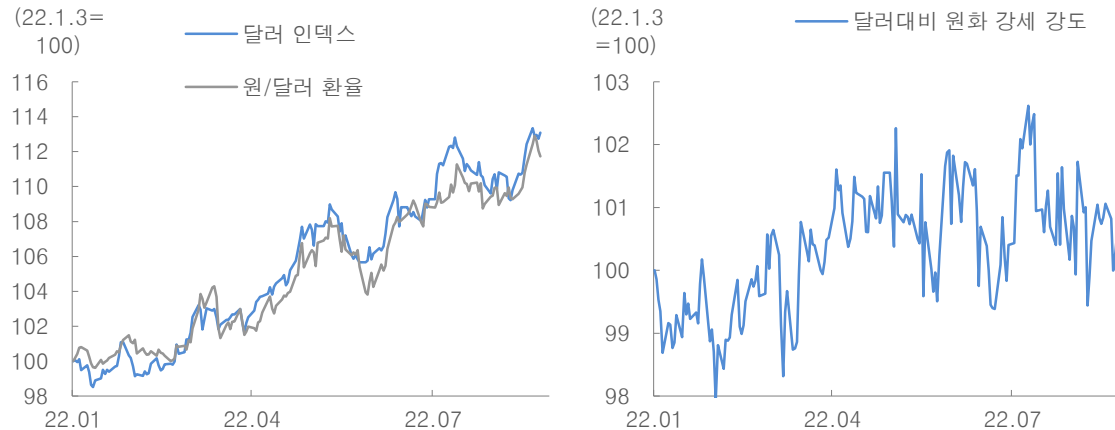


# [악순환] 달러대비 원화 강제 강도 체크. 외국인 순매수가 지속될 수 있을까?

## 원/달러 환율 상승에도 외국인 순매수 지속. 외국인 지분을 30%에서 등락 중



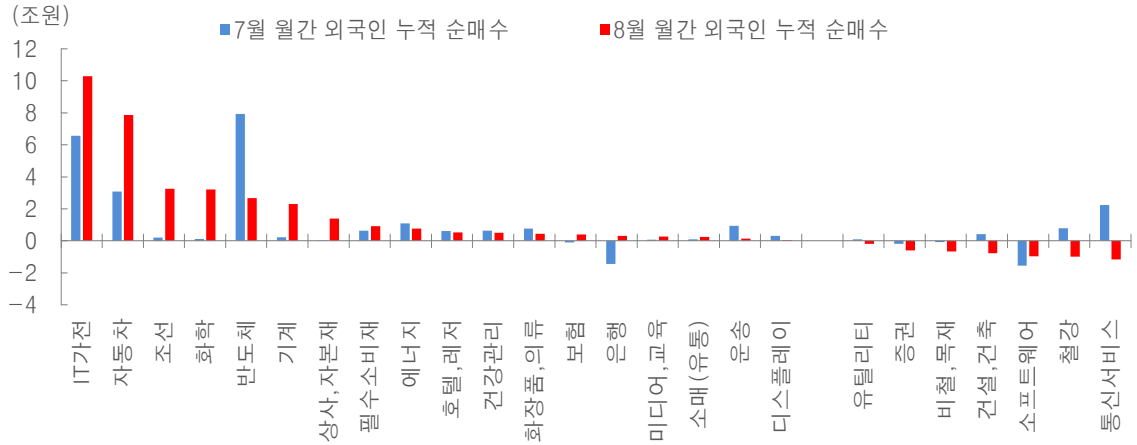
## 달러 대비 원화 약세강도는 상대적인 강제 국면 유지



- 원/달러 환율이 1,340원을 넘나들며 IMF 이후 연일 금융위기 이후 최고치를 경신하고 있음에도 불구하고 외국인은 8주 연속 순매수. 누적 순매수 규모는 5.8조 원에 달하는 상황
- 원/달러 환율 1,340원 돌파의 근본적인 원인이 급격한 유로화 약세, 그로 인한 달러 인덱스 레벨업 영향이 컸기 때문
- 실제로 달러 인덱스와 원/달러 환율 추이를 보면 달러 강제 폭/속도보다는 원/달러 환율이 상대적으로 안정적인 흐름을 보여왔음. 달러대비 원화는 상대적 강제 국면을 이어가고 있는 것
- KOSPI 수급주체가 부재한 상황에서 외국인 수급에 대한 의존도가 높은 것이 현실
- 따라서 외국인 수급 변화에 일희일비할 수 밖에 없겠지만, 외국인 순매수가 지속되는 동안은 추가적인 반등을 기대할 수 있을 것

# [악순환] 단기 순환매 대응에 집중하고 있는 외국인. 언제든 떠날 수 있다

## 7월과 8월 외국인 매매패턴은 엇갈려... 단기 순환매 대응에 집중



## 외국인 선물 매매패턴 변화에 주목. 순매수 강화 또는 순매도 전환...



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 외국인 매매패턴을 보면 아직 추세에 대한 확신은 부족
- 실적대비 저평가 매력에 근거한 순환매를 주도할 뿐 시장이나 업종을 꾸준히 사면서 추세적인 상승을 주도할 의지는 부족하다고 생각
- 7월에는 낙폭과대주이면서 실적대비 저평가된 반도체, 화장품/의류, IT가전 등을 순매수한 반면, 2분기 실적시즌이었던 8월에는 2분기 실적이 예상보다 양호했던 업종들 중 실적대비 저평가되었던 IT가전, 자동차, 소프트웨어 등을 순매수
- 지수 뿐만 아니라 업종에 있어서도 방향성보다는 단기 가격메리트와 실적과 주가 간의 괴리율, 2분기 실적 결과에 따라 빠른 순환매를 이어간 것으로 판단
- 선물시장에서 적극적인 순매수가 없다는 점도 약점
- 9월 퀴드러플 위칭데이 전후 외국인 선물 매매패턴 변화가 중요하다는 판단

# KOSPI Rock Bottom 2,050선. 빠르면 22년 연말, 23년 연초 저점통과 가능

---

Strategist 이경민

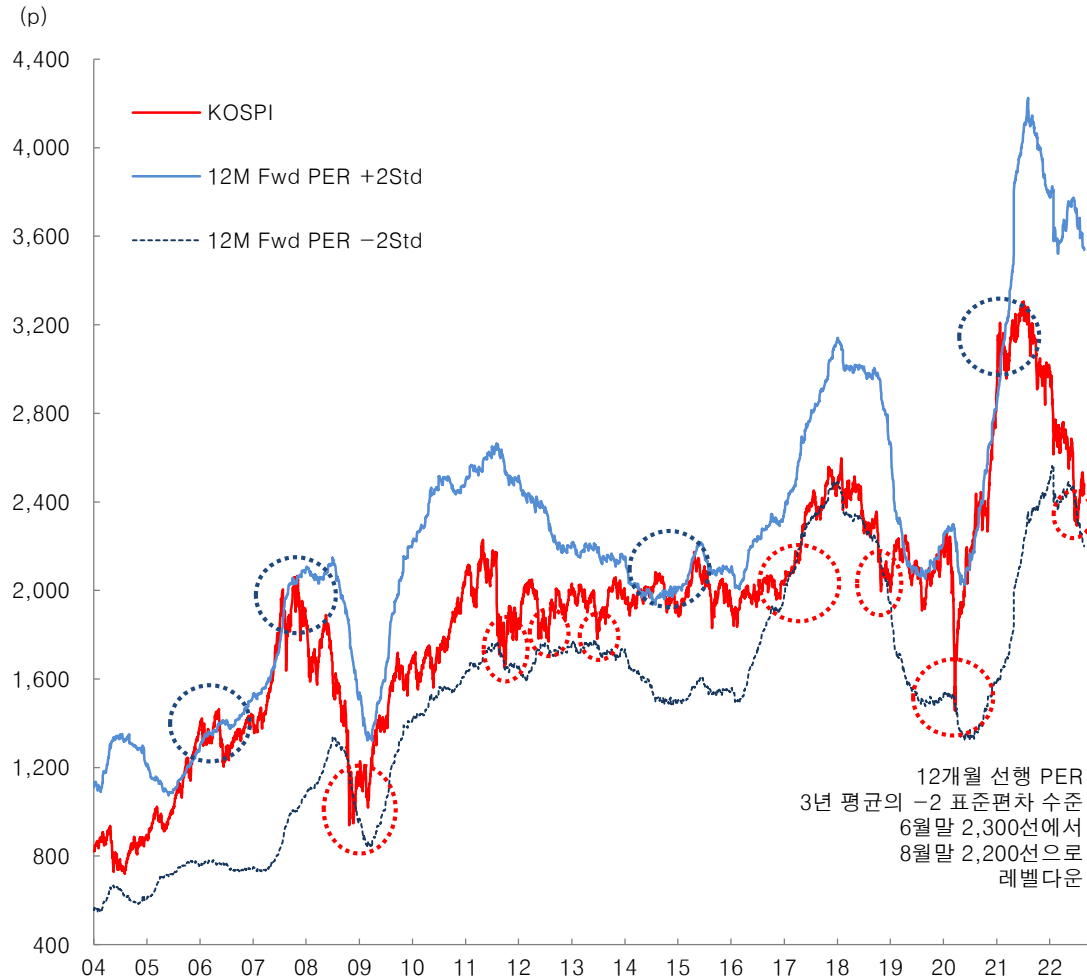
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, RA 김정윤

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

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

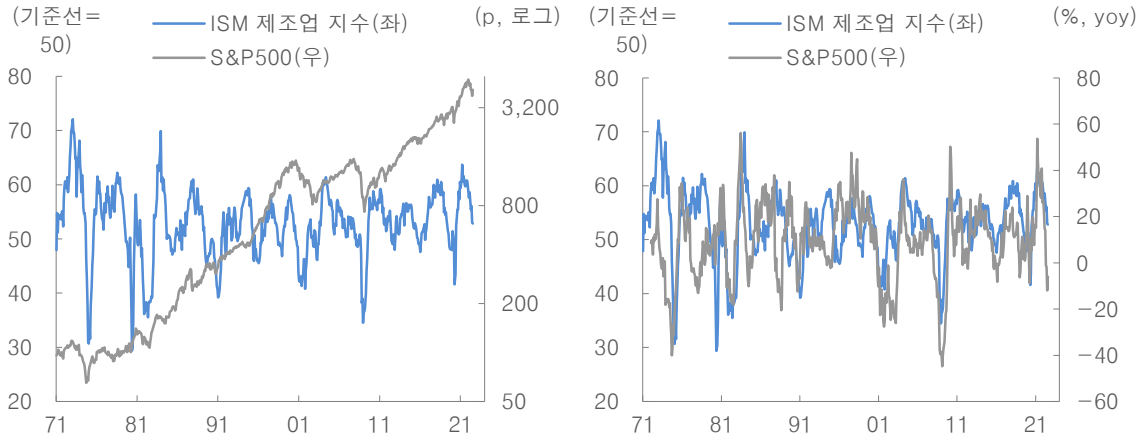
KOSPI 장기적으로 12개월 선행 PER 3년 평균의 -2표준편차 ~ +2표준편차 Band에서 장기 추세 전개. 중요 지지선, 저항선으로서 역할



- 장기적으로 KOSPI는 12개월 선행 PER 3년 평균의 -2표준편차 ~ +2표준편차 수준에서 등락을 보여왔음
- 특히, 3년 평균의 -2표준편차 수준에서 비중확대 전략은 100% 수익을 확보할 수 있었던 지수대
- 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
- 22년 6월말 ~ 7월초에도 동 밸류에이션 수준에서 단기 UnderShooting 이후 기술적 반등 전개
- 22년 하반기 ~ 23년 상반기 중 전개될 추가 하락국면은 밸류에이션 하락은 제한적인 가운데 이익전망 하향조정, 레벨다운이 KOSPI 조정의 중요한 이유가 될 것. 실제로 최근 이익전망 하향조정으로 12개월 선행 PER 3년 평균의 -2표준편차 수준의 KOSPI 레벨 100p 하락
- 글로벌 매크로 환경의 핵심 변수가 2022년 상반기 물가/금리에서 22년 하반기 이후 경기로 이동한다는 점에 주목

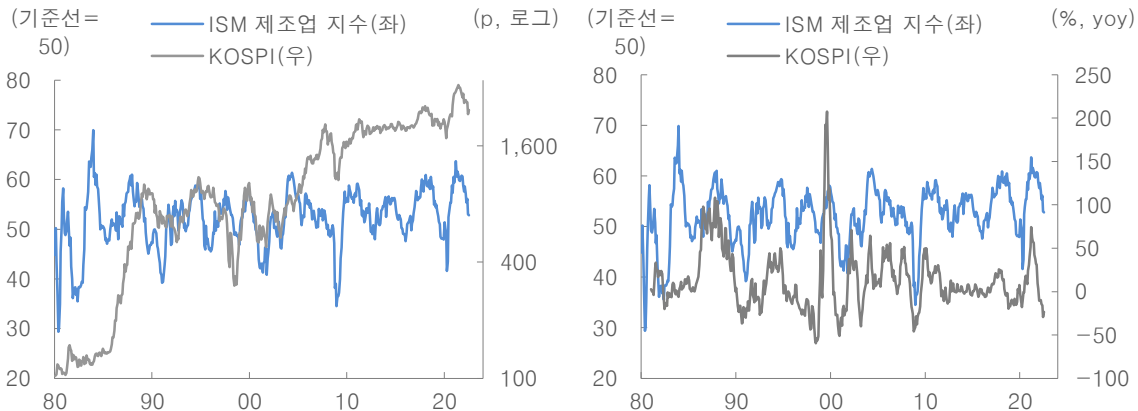
# [제조업 경기] 미국 ISM 제조업 지수와 주식시장 간의 높은 상관관계

## 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

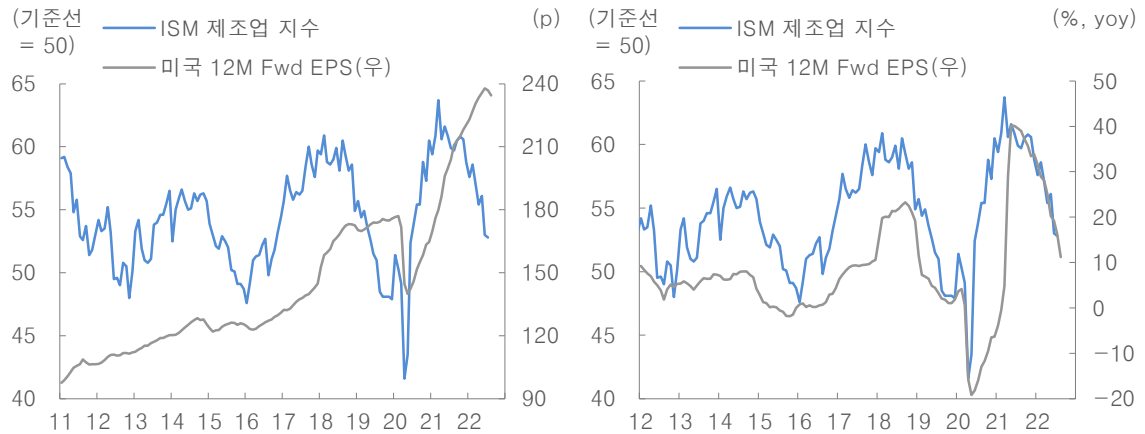


자료: ISM, FnGuide, 대신증권 Research Center

- 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

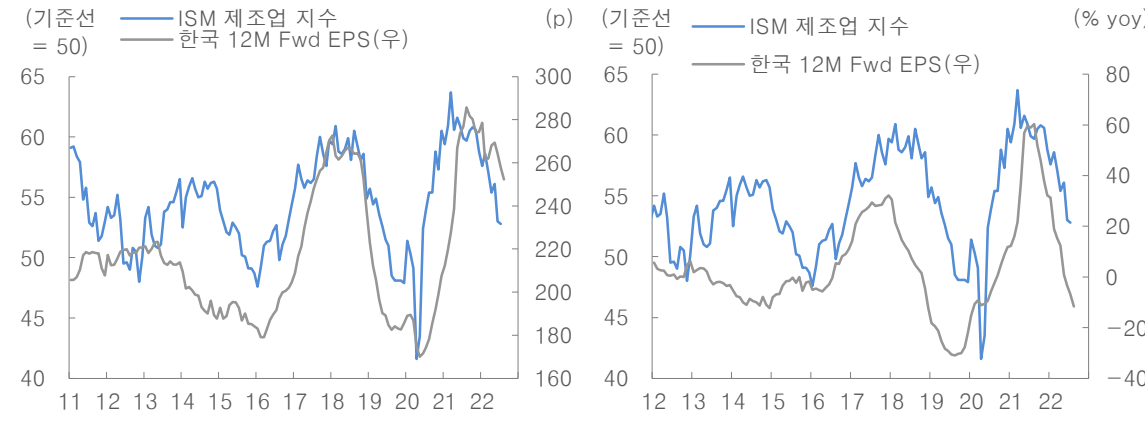
# [제조업 경기] 미국 ISM 제조업 지수 하락 = 기업 실적 부진 & 이익 전망 하향조정

## 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

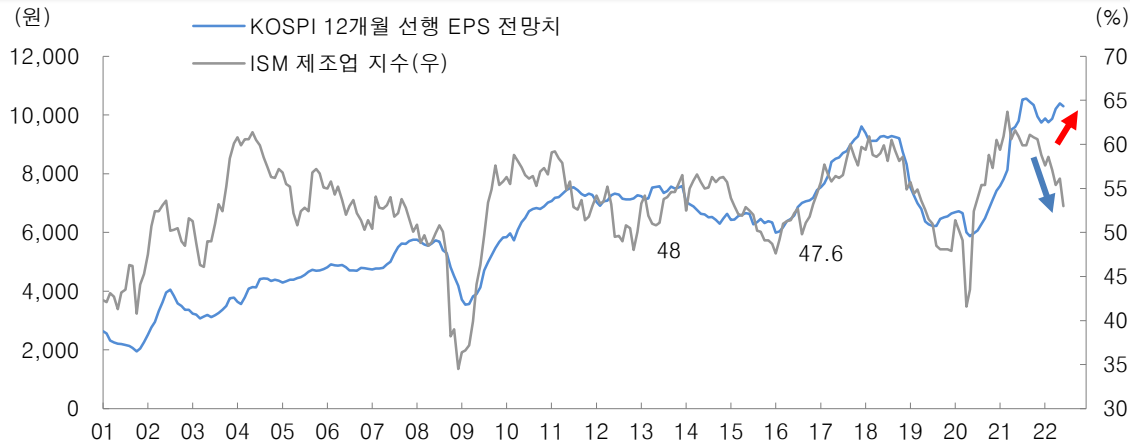


자료: ISM, I/B/E/S, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 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

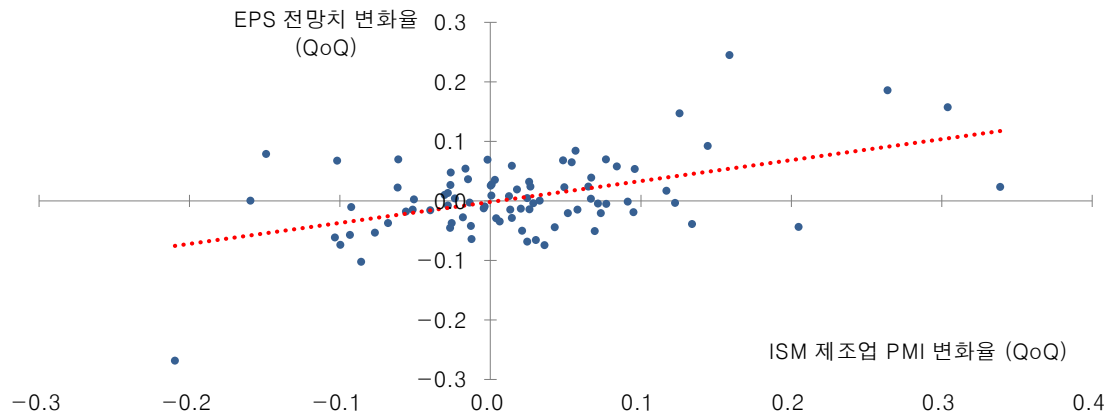
# [KOSPI 이익전망] ISM 제조업 지수와 KOSPI 이익전망의 높은 상관관계를 감안하면...

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



자료: ISM, FnGuide, 대신증권 Research Center

## ISM 제조업 지수 하락시 EPS 전망도 하향조정 불가피



자료: ISM, 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 제조업지수 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 제조업지수 레벨에 따른 이익전망 변화를 추정해 볼 필요가 있음

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

## ISM 제조업지수 레벨에 근거한 KOSPI 12개월 선행 EPS 변화

ISM 제조업지수	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: ISM, 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



리스크 관리, 안정성 강화를 Main으로,  
단기 순환매 대응은  $+\alpha$  로...

---

Strategist 이경민

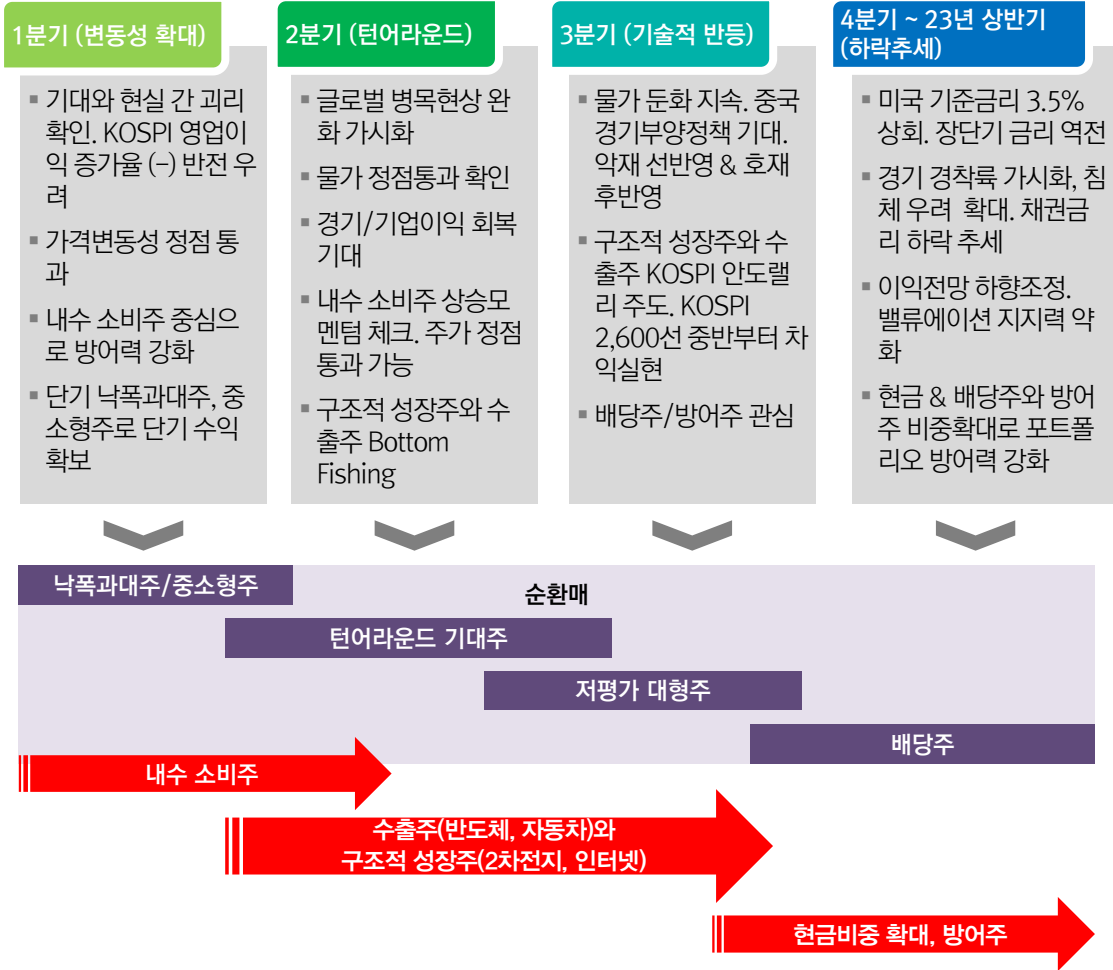
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, RA 김정윤

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

# [투자전략] 방어력 강화 지속. 3분기 중 단기 반등은 포트폴리오 재편의 기회

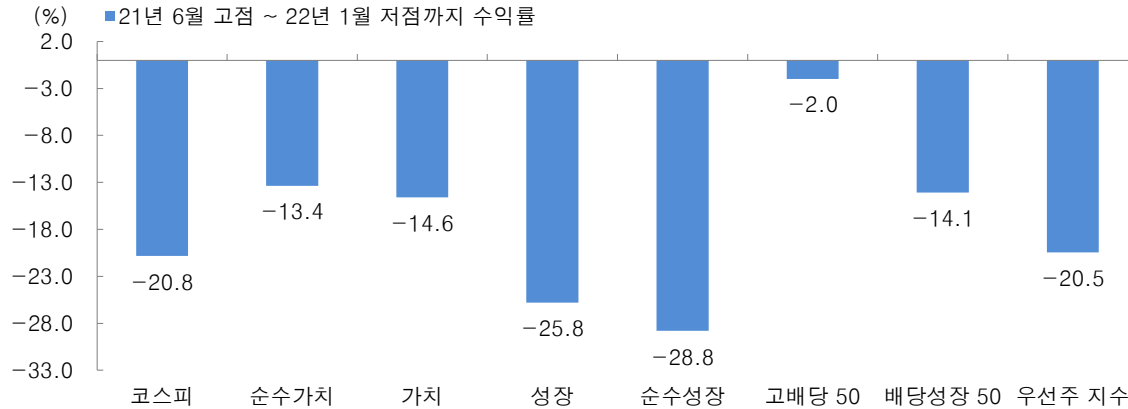
2022년 분기별 투자전략. 기술적 국면에서 구조적 성장주, 수출주 중심의 Trading. 3분기 중반 이후부터 주식비중 축소, 현금비중 확대 & 배당/방어주 비중확대



- 2023년 상반기까지 기본적인 전략은 방어력 강화. 포트폴리오 안정성을 높이는 데 주력
- 2022년 3분기 기술적 반등국면에서는 저평가 업종/종목 중에서도 2022년 실적 개선이 유효한 업종/종목이 중심에 자리
- 2022년 이후 KOSPI대비 상대수익률을 보면 인터넷, 반도체, 자동차, IT하드웨어(2차전지) 등이 저평가 영역에 위치
- 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

# [Main 투자전략] 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 하반기 중 KOSPI가 2,500선을 넘어서고, 2,600선에 근접할수록 현금비중을 확대하고, 고배당 스타일로 포트폴리오 재편 유효
- KOSPI대비 고배당주 상대강도는 현재 2010년 이후 고점권에 도달
- 2022년 3분기 안도밸리 구간에서 등락은 비중확대 기회로 판단. KOSPI 2차 하락국면에서 고배당주 상대강도는 고점을 넘어설 가능성이 높음

# [Main 투자전략] KOSPI 2022년 배당수익률 상위 종목

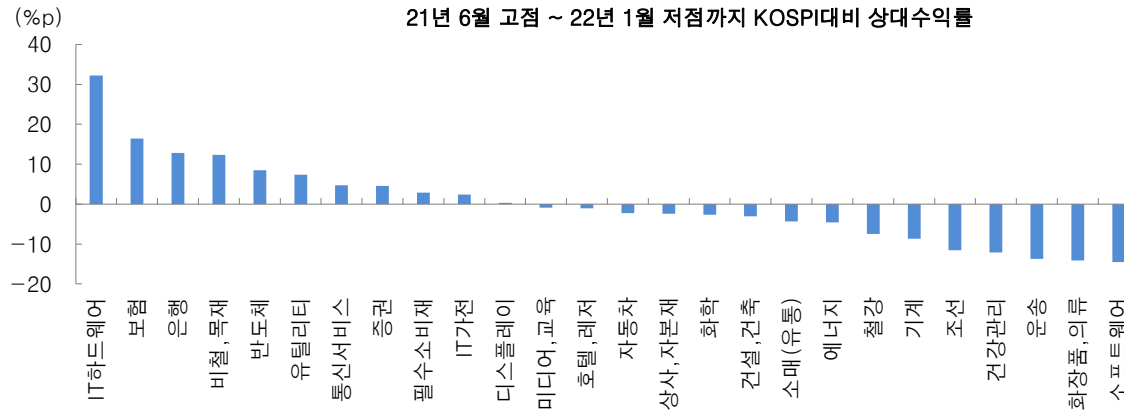
## 2Q22 배당 전망치

순위	기업코드	기업명	업종명	현금배당성장률(%)		당기순이익 증가율(%)		현금배당수익률(%)		12개월 선행	12개월 선행
				2021AS	2022E	2021AS	2022E	2021AS	2022E	PER	PBR
1	A139130	DGB금융지주	은행	19.3	21.2	43.2	2.5	7.1	9.3	2.4	0.2
2	A138930	BNK금융지주	은행	20.0	23.0	48.3	8.2	7.5	9.2	2.5	0.2
3	A175330	JB금융지주	은행	20.0	23.0	34.4	13.2	8.1	9.1	2.5	0.3
4	A316140	우리금융지주	은행	19.9	25.3	85.3	18.8	8.0	8.8	2.9	0.3
5	A024110	기업은행	은행	24.3	25.8	56.7	5.0	7.8	8.4	2.9	0.3
6	A086790	하나금융지주	은행	20.5	25.6	33.4	3.4	7.3	8.2	3.1	0.3
7	A002990	금호건설	건설,건축	67.9	19.4	460.6	-65.6	7.1	7.5	4.2	0.5
8	A055550	신한지주	은행	23.5	26.0	17.6	24.6	5.2	6.6	3.9	0.4
9	A105560	KB금융	은행	19.9	26.0	24.7	12.6	5.6	6.6	4.2	0.4
10	A082640	동양생명	보험	28.6	35.1	129.6	-30.1	11.2	6.5	4.3	0.4
11	A005830	DB손해보험	보험	23.9	24.2	57.4	1.5	6.7	6.5	4.9	0.6
12	A078930	GS	에너지	-74.2	13.1	959.9	62.2	4.7	6.3	2.4	0.3
13	A001120	LX인터내셔널	상사,자본재	4.8	23.6	49.4	48.9	7.9	6.1	3.6	0.6
14	A030200	KT	통신서비스	49.6	33.2	107.5	-4.2	6.3	5.7	7.4	0.6
15	A071050	한국금융지주	증권	20.3	20.4	105.2	-47.1	6.6	5.7	3.5	0.4
16	A032640	LG유플러스	통신서비스	42.1	33.4	51.5	-3.5	4.0	5.4	6.9	0.6
17	A298020	효성티앤씨	화장품,의류	15.8	28.0	499.0	-55.0	8.0	5.4	3.8	0.7
18	A001450	현대해상	보험	23.9	26.8	30.4	22.7	6.1	5.3	5.5	0.5
19	A005810	풍산홀딩스	비철,목재	56.8	7.9	1,227.3	-48.2	5.1	5.3	3.8	0.3
20	A011780	금호석유	화학	19.9	14.3	237.2	-43.8	4.8	5.0	4.6	0.6

- 2022년 배당수익률 전망이 높은 기업 중 2021년 대비 당기순이익 증가율이 높은 기업은 GS, LX 인터내셔널
- 고배당주 중 은행주 비중이 높음. 배당을 목표로 한다면 조정시 비중확대 전략이 유효하겠지만, 2022년 4분기 ~ 2023년 1분기 채권금리 하락, 2023년 중 금리인하 기대 유입 등을 감안할 때 시세차익은 어려울 전망
- 이보다는 손해보험주가 상대적으로 매력적이라는 판단

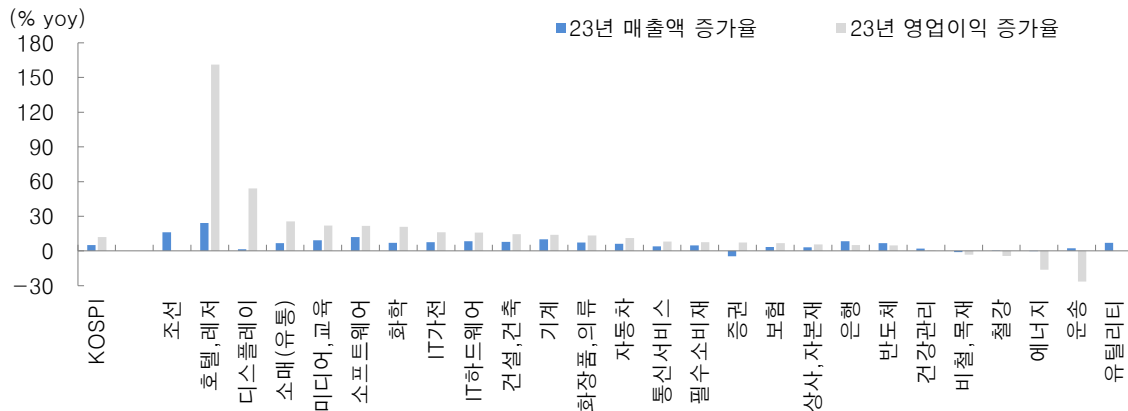
# [Main 투자전략] 방어주 비중확대 : 통신, 필수소비재

## 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

## [Main 투자전략] 하이 퀄리티 방어주 : 필수소비재, 에너지, 통신 업종 내 퀄리티 스코어 높은 업종 선별

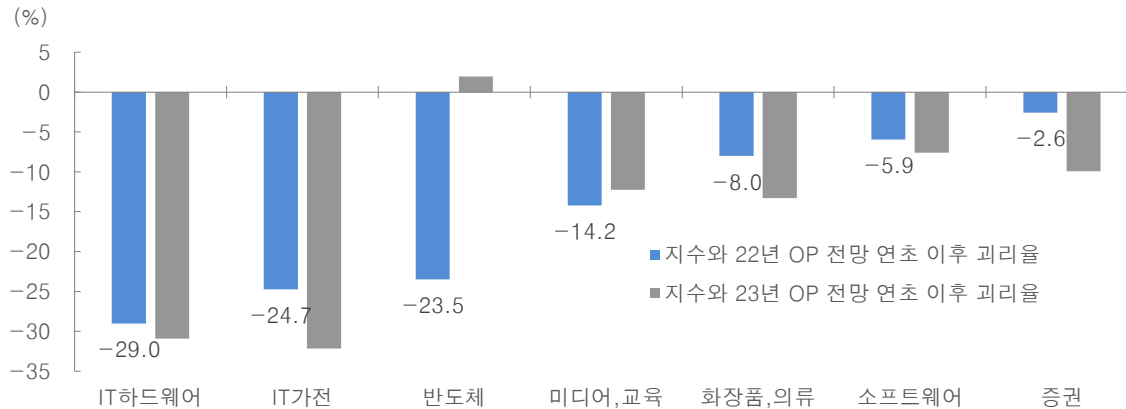
### 배당주 내 퀄리티 스코어 높은 종목

코드	한글명	W126업종명(대)	Quality Score	ROE(TTM)(%)	D/E	이익 안정성
A003230	삼양식품	필수소비재	1.70	0.16	0.92	31.26
A033780	KT&G	필수소비재	1.61	0.10	0.33	21.70
A026960	동서	필수소비재	1.59	0.08	0.17	21.70
A007310	오뚜기	필수소비재	1.54	0.09	0.69	23.02
A017670	SK텔레콤	통신서비스	1.50	0.13	1.59	55.59
A001680	대상	필수소비재	1.49	0.11	1.43	26.69
A000070	삼양홀딩스	필수소비재	1.44	0.10	1.21	93.39
A032640	LG유플러스	통신서비스	1.43	0.09	1.45	23.11
A004370	농심	필수소비재	1.43	0.04	0.33	57.03
A030200	KT	통신서비스	1.42	0.09	1.39	48.79
A006040	동원산업	필수소비재	1.40	0.11	1.07	179.60
A049770	동원F&B	필수소비재	1.39	0.07	1.46	21.70
A010950	S-Oil	에너지	1.32	0.23	1.77	554.10
A078930	GS	에너지	1.31	0.14	1.63	301.16
A145990	삼양사	필수소비재	1.30	0.04	1.14	46.19
A112610	씨에스윈드	에너지	1.19	0.04	1.00	198.16
A005610	SPC삼립	필수소비재	1.19	0.12	2.71	200.98
A097950	CJ제일제당	필수소비재	1.19	0.10	2.64	148.63
A005180	빙그레	필수소비재	1.18	-0.03	0.44	65.66
A006120	SK디스커버리	에너지	1.17	0.11	1.73	338.00
A001800	오리온홀딩스	필수소비재	1.15	0.04	0.50	322.08
A000080	하이트진로	필수소비재	1.08	0.07	2.54	193.71
A005300	롯데칠성	필수소비재	1.08	0.12	1.77	463.19
A004990	롯데지주	필수소비재	1.01	0.03	1.67	256.15
A017810	풀무원	필수소비재	0.88	0.01	2.99	163.90
A096770	SK이노베이션	에너지	0.52	0.07	1.85	1,376.66

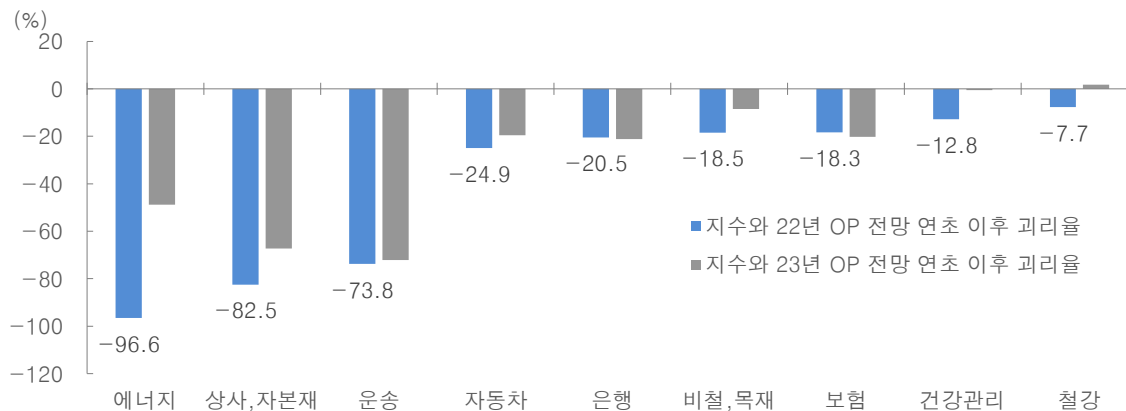
- 퀄리티 스코어 기준은 ROE, D/E(부채/자산) ratio, 과거 5개년 이익 변동성으로 측정

## [+α 투자전략] 실적대비 저평가된 업종을 대상으로 한 단기 순환매 대응은 유효

### 연초 이후 낙폭과대 업종 중 실적대비 저평가 업종 : IT가전, IT하드웨어, 반도체, 미디어/교육, 소프트웨어, 증권, 화장품/의류



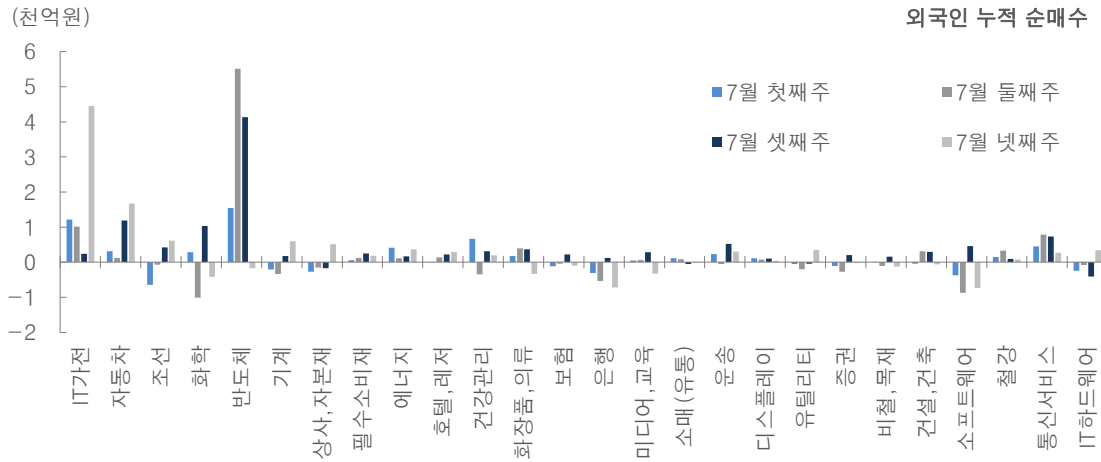
### 22년 실적 전망 상향조정으로 실적대비 저평가된 업종 : 에너지, 상사/자본재, 운송, 자동차, 은행, 비철/목재, 보험, 건강관리, 철강



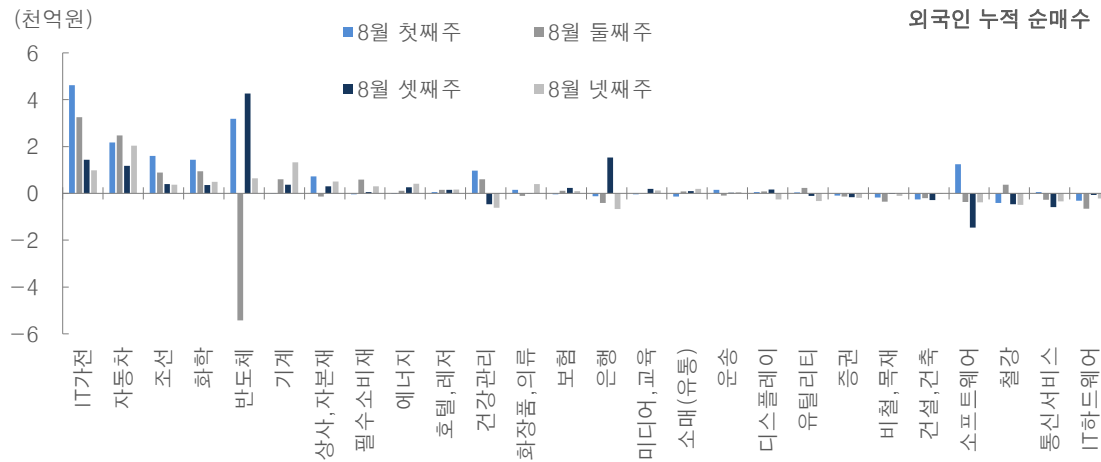
- KOSPI 하락추세 반전 전까지 2,400 ~ 2,600p 박스권이 유지되는 동안 순환매 대응은 가능
- 외국인 순환매 대상은 여전히 실적대비 저평가 업종
- 연초 이후 KOSPI대비 낙폭이 큰 업종 중 실적대비 저평가된 업종은 IT가전, IT하드웨어, 반도체, 미디어/교육, 소프트웨어, 증권, 화장품/의류, 건설 등
- 단기 가격/밸류에이션 매력에 근거한 반등시도를 이어갈 전망
- 한편, 가격 메리트는 약하지만, 22년 실적 전망 상향조정으로 실적대비 저평가된 업종으로 에너지, 상사/자본재, 운송, 비철/목재, 자동차, 은행 등이 있음
- 이들 업종은 실적전망 상향조정 여부가 관건. 실적 전망이 우상향하는 국면에서는 추세적인 상승세 이어갈 전망

## [+α 투자전략] 외국인 실적대비 저평가 업종을 중심으로 짧은 단기 순환매를 주도

### 7월 전반부 순매수 업종과 후반부 순매수 업종 엇갈려



### 8월 들어 IT가전, 자동차, 조선, 화학 등 순매수 강도 약화

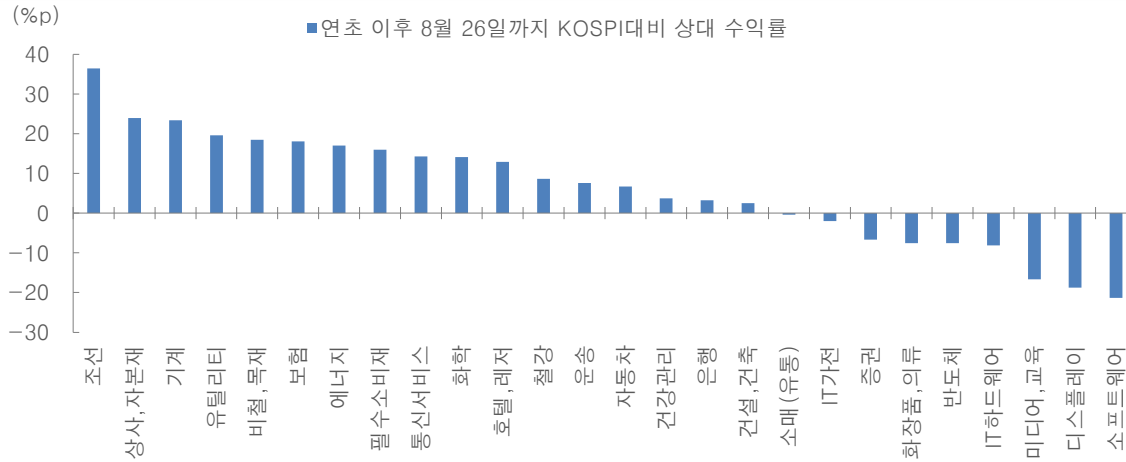


- 외국인은 실적대비 저평가 매력에 근거한 순환매를 이어가고 있음
- 7월에는 낙폭과대주이면서 실적대비 저평가된 반도체, 화장품/의류, IT가전 등을 순매수한 반면, 2분기 실적시즌이었던 8월에는 2분기 실적이 예상보다 양호했던 업종들 중 실적대비 저평가되었던 IT가전, 자동차, 소프트웨어 등을 순매수
- 8월도 전반부와 후반부가 엇갈리고 있음
- 8월 전반부 순매수가 강했던 IT가전, 자동차, 조선, 화학 업종 순매수 강도 약화
- 후반부에는 반도체 순매수가 재개되고, 은행, 기계, 화장품/의류 등 순매수 상위
- 실적대비 저평가 업종 내에서 단기 가격 메리트에 근거한 짧은 순환매가 지속되고 있는 상황

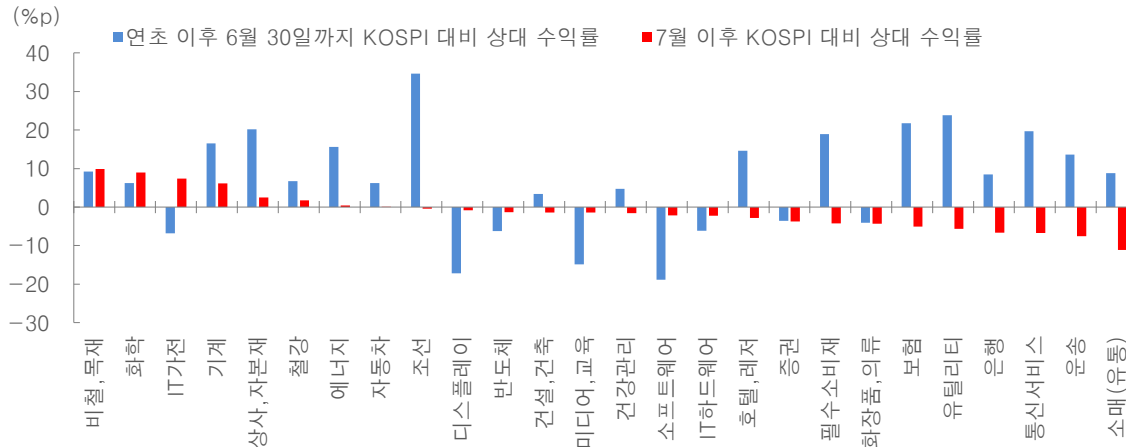


## [+α 투자전략] 연초 이후, 7월 이후 반등국면에서 저평가된 업종군이 단기 순환매 다음타자

### 실적대비 저평가 업종 중에서 연초 이후 저평가 업종이면서



### 반등국면에서도 저평가 영역에 위치한 업종군 중심으로 순환매 대응



- 8월 주목을 받았던 업종은 실적호전주. 7월에는 낙폭과대주들의 급반등으로 KOSPI 2,400선을 회복했고, 8월에는 실적호전주 중심으로 KOSPI 2,500선을 회복한 것
- 그렇다면 2분기 실적시즌이 종료된 상황에서 다음 순환매는 다시 낙폭과대주 + 실적대비 저평가 업종이 될 가능성이 높음
- 연초 이후 KOSPI대비 저평가 상황이 지속되는 상황에서 단기 가격메리트가 다시금 높아진 업종에 주목
- 1 ~ 2주 사이클로 진행되는 순환매 장세에서 단기 가격메리트가 유효한 업종 중심으로 길목지키기 전략이 단기적으로 유효할 것

# 퀀트전략

---

밸류/퀄리티/어닝&주가 모멘텀 모델 상 투자매력도 상위 업종:

반도체, 자동차, 디스플레이, 소매/유통, 철강

관심 종목 20개 기업 제시

Quant Strategist 조재운

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

## [2Q22 실적 결과] KOSPI 실적 발표 완료. 전체의 36% 기업이 서프라이즈를 기록

### KOSPI 실적 발표 현황(기업 수 기준)

섹터	기업 수	발표 기업 수	진행률(%)	상회	부합	하회	상회 비율	부합 비율	하회 비율
에너지	7	7	100.0	6	0	1	85.7	0.0	14.3
유틸리티	7	7	100.0	4	0	3	57.1	0.0	42.9
필수소비재	16	16	100.0	7	7	2	43.8	43.8	12.5
경기관련소비재	52	52	100.0	23	12	18	43.4	22.6	34.0
금융	34	34	100.0	13	12	9	38.2	35.3	26.5
산업재	72	72	100.0	26	23	23	36.1	31.9	31.9
전체	296	296	100.0	107	101	89	36.0	34.0	30.0
소재	38	38	100.0	13	13	12	34.2	34.2	31.6
건강관리	21	21	100.0	7	8	6	33.3	38.1	28.6
커뮤니케이션서비스	18	18	100.0	3	11	4	16.7	61.1	22.2
IT	31	31	100.0	5	15	11	16.1	48.4	35.5

주: 2022년 2/4분기 영업이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상

기준일: 2022년 8월 26일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

### KOSPI 실적 발표 현황(영업이익 기준)

섹터	영업이익	영업이익	영업이익	영업이익컨센서스 대비	전분기 대비	전년 대비
	202106	202203	202206	202206E 영업이익	영업이익	영업이익
금융	13,251,239	13,335,263	12,740,774	11,735,915	340.4	8.6
전체	57,918,944	61,695,138	66,404,955	61,464,306	36.0	8.0
산업재	4,905,739	11,097,793	12,784,897	10,772,461	31.4	18.7
에너지	1,809,060	5,119,685	6,879,363	4,786,801	26.7	43.7
건강관리	945,245	1,194,509	1,006,815	956,657	24.9	5.2
경기관련소비재	6,607,493	6,438,682	8,128,216	7,008,245	16.6	16.0
소재	8,516,803	6,406,426	6,555,846	6,339,259	16.6	3.4
필수소비재	1,232,654	1,335,515	1,459,119	1,348,245	13.7	8.2
IT	19,173,787	21,040,310	20,819,974	21,365,558	3.6	-2.6
커뮤니케이션서비스	2,134,082	2,499,383	2,246,607	2,362,864	3.1	-4.9
유틸리티	-657,158	-6,772,427	-6,216,658	-5,211,700	-16.9	-19.3

주: 2022년 2/4분기 영업이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상

기준일: 2022년 8월 26일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI 내 컨센서스가 존재하는 296개 기업 실적 발표 완료. 그 중 컨센서스 상회, 부합, 하회는 각각 36.0%, 34.0%, 30.0%. 시장의 우려대비 양호한 실적을 발표
- 업종별로는 에너지와 유틸리티, 필수소비재 기업이 높은 비중의 서프라이즈를 기록
- 반면 IT와 통신은 컨센서스에 부합하는 실적을 발표중인 기업이 다수이며 상회하는 기업은 16% 수준

상회: 발표치 > 컨센서스 \* 1.1

부합: 컨센서스 \* 1.1 > 발표치 > 컨센서스 \* 0.9

하회: 컨센서스 \* 0.9 > 발표치

- 실적 발표 금액을 살펴보면 영업이익 기준 KOSPI는 컨센서스 대비 36.0% 높은 실적을 발표
- 업종별로는 유틸리티를 제외한 전 업종이 컨센서스 대비 높은 영업이익을 발표했으며 금융은 340.4% 높은 수준의 영업이익을 발표

## [2Q22 실적 결과] 보험, 상사/자본재, 에너지, 자동차 등이 컨센서스 대비 높은 실적 발표

### KOSPI 실적 발표 현황(영업이익, W126 기준)

섹터	비율(%)			영업이익(백만원)				영업이익 증가율(%)		
	상회	부합	하회	202106	202203	202206	202206E	컨센서스 대비	전분기 대비	전년 대비
보험	80	20	0.0	2,384,791	2,633,800	3,329,652	1,714,801	94.2	26.4	39.6
상사, 자본재	60	13.3	26.7	3,652,057	5,868,876	6,636,078	4,562,867	45.4	13.1	81.7
에너지	85.7	0	14.3	1,809,060	5,119,685	6,879,363	4,786,801	43.7	34.4	280.3
자동차	64.7	5.9	29.4	4,567,146	4,334,530	6,232,501	5,069,693	22.9	43.8	36.5
기계	46.2	38.5	15.4	489,890	629,004	865,909	761,450	13.7	37.7	76.8
비철, 목재등	60	20	20.0	458,746	408,240	572,919	508,120	12.8	40.3	24.9
필수소비재	43.8	43.8	12.5	1,232,654	1,335,515	1,459,119	1,348,245	8.2	9.3	18.4
전체	36	34	30	57,918,944	61,695,138	66,404,955	61,464,306	8.0	7.6	14.7
소매(유통)	30	30	40.0	362,603	463,214	496,139	460,537	7.7	7.1	36.8
호텔, 레저서비스	33.3	33.3	33.3	-22,141	-40,459	48,389	45,391	6.6	219.6	318.5
운송	21.4	50	28.6	2,093,744	4,664,575	4,623,493	4,358,487	6.1	-0.9	120.8
철강	55.6	33.3	11.1	3,284,821	3,427,232	3,597,430	3,415,993	5.3	5.0	9.5
건강관리	33.3	38.1	28.6	945,245	1,194,509	1,006,815	956,657	5.2	-15.7	6.5
IT하드웨어	27.3	45.5	27.3	551,929	964,632	899,319	864,899	4.0	-6.8	62.9
IT가전	16.7	50	33.3	2,200,535	2,450,855	1,475,539	1,484,788	-0.6	-39.8	-32.9
미디어, 교육	27.3	36.4	36.4	150,399	116,019	281,572	284,063	-0.9	142.7	87.2
화학	20.8	37.5	41.7	4,773,236	2,570,954	2,385,497	2,415,146	-1.2	-7.2	-50.0
반도체	14.3	71.4	14.3	15,413,925	17,256,808	18,627,221	18,949,697	-1.7	7.9	20.8
통신서비스	0	100	0.0	1,140,897	1,320,258	1,167,149	1,209,413	-3.5	-11.6	2.3
화장품, 의류, 완구	38.9	33.3	27.8	1,692,334	1,697,285	1,349,469	1,422,824	-5.2	-20.5	-20.3
증권	20	30	50.0	3,156,950	2,450,305	1,852,019	1,964,848	-5.7	-24.4	-41.3
은행	21.4	50	28.6	7,709,498	8,251,159	7,559,103	8,056,267	-6.2	-8.4	-2.0
소프트웨어	0	50	50.0	1,156,676	1,376,886	1,105,846	1,192,026	-7.2	-19.7	-4.4
건설, 건축관련	27.3	40.9	31.8	1,615,239	1,181,468	1,410,477	1,533,241	-8.0	19.4	-12.7
유틸리티	57.1	0	42.9	-657,158	-6,772,427	-6,216,658	-5,211,700	-19.3	8.2	-846.0
조선	25	0	75.0	-2,945,190	-1,246,130	-751,059	-443,583	-69.3	39.7	74.5
디스플레이	0	0	100.0	701,060	38,346	-488,345	-246,665	-98.0	-1,373.5	-169.7

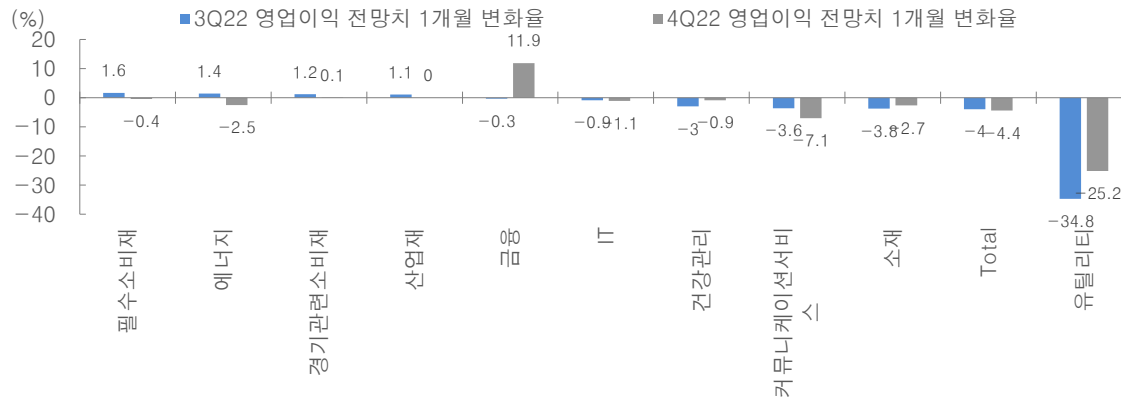
주: 2022년 2/4분기 영업이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상

기준일: 2022년 8월 26일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

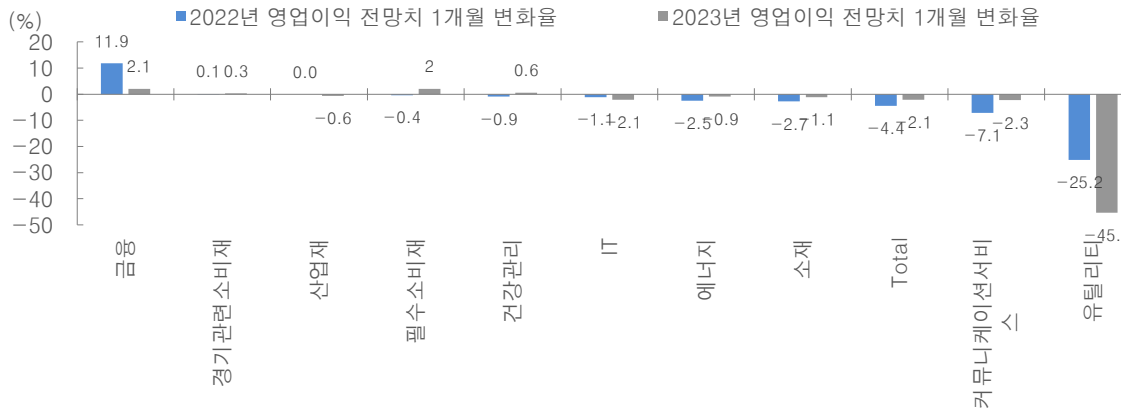
## [장단기 실적 전망] 하반기 실적 전망치는 지난 1개월 간 하향 조정

### KOSPI 3Q22/4Q22 실적 전망치 1개월 변화율



주: 2022년 2/4분기 영업이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상, 미발표 기업은 전망치를 사용  
 기준일: 2022년 8월 26일  
 자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

### KOSPI 2022/2023 실적 전망치 1개월 변화율

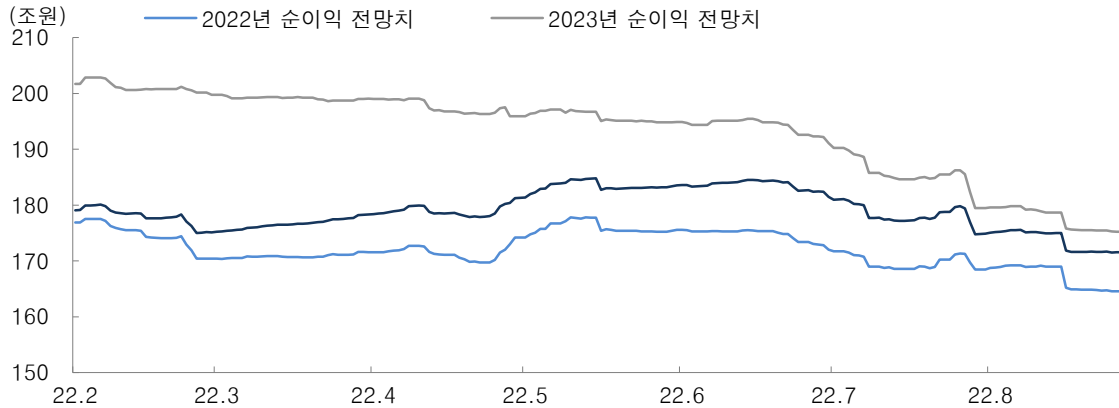


주: 2022년 2/4분기 영업이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상  
 기준일: 2022년 8월 26일  
 자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 지난 1개월 간 2022년 하반기 KOSPI 실적 전망치는 3Q22, 4Q22 각각 -4.0% -4.4% 하향조정(영업이익 기준) 2022년 전체로는 -4.4% 2023년 전망치는 -2.1% 하향
- 유틸리티 업종이 2022년 2023년 각각 25.2%, 45.4% 하향되며 KOSPI 전체 실적 전망치 하향을 견인. 유틸리티 외에도 통신 업종이 큰 하향 폭을 기록
- 금융업종은 4Q22 실적 전망치가 상향조정되며 2022년 전체 실적 전망치 상향을 견인

# [장단기 실적 전망] 실적 전망치 하향은 지속

## KOSPI 순이익 전망치 변화 추이



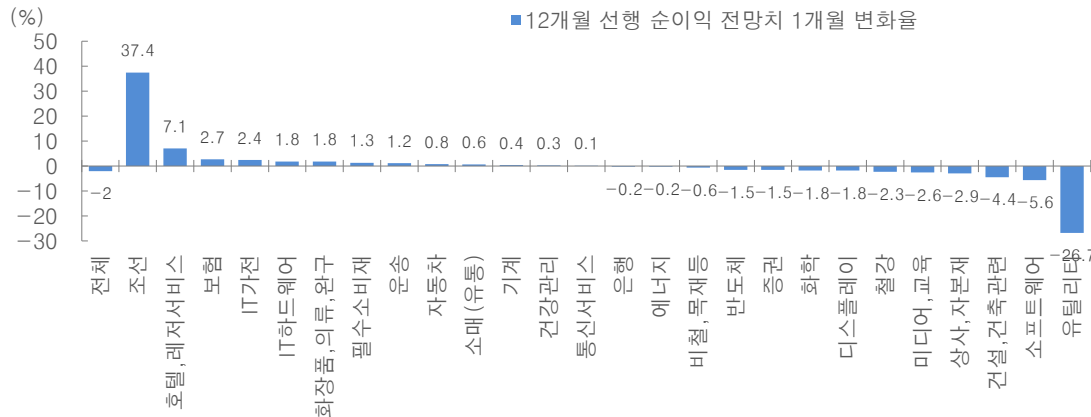
- 2Q22 우려와 달리 양호한 실적 발표 이후에도 실적 전망치 하향조정은 지속
- 증시에 비우호적 환경 지속과 수요 둔화 우려가 실적 전망치 하향의 주요 원인
- 업종별로 살펴보면 조선, 호텔/레저 등 낮은 기저를 가졌던 업종을 제외하면 순이익 전망치 개선폭은 7월 대비 저조
- 자동차, 에너지, 필수소비재 등 수요 둔화 우려에도 실적 상향 모멘텀이 견조했던 업종의 모멘텀 둔화

주: 2022년 2/4분기 영업이익의 컨센서스가 존재하는 기업 대상, 미발표 기업은 전망치를 사용

기준일: 2022년 8월 26일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## KOSPI 업종별 12개월 선행 순이익 전망치 변화율



주: 2022년 2/4분기 영업이익의 컨센서스가 존재하는 기업 대상

기준일: 2022년 8월 26일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

# [멀티팩터 모델 9월 Update] 높은 밸류에이션과 가격 하락폭이 컸던 섹터가 상위를 차지 : 반도체, 자동차 등

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
반도체	80	154	34	184	451
자동차	108	120	94	89	411
디스플레이	155	92	2	162	411
소매(유통)	120	115	74	97	406
철강	148	63	66	101	378
통신서비스	85	100	63	125	373
운송	68	92	95	116	370
상사,자본재	118	69	94	83	363
건강관리	7	115	102	125	348
은행	121	98	71	55	345
IT하드웨어	44	102	80	115	341
화학	63	52	91	113	319
보험	112	65	94	41	313
필수소비재	64	68	83	97	311
화장품,의류	44	113	47	97	301
증권	125	88	57	26	295
IT가전	39	52	83	113	287
소프트웨어	40	94	46	107	287
유틸리티	121	92	48	25	286
에너지	95	29	106	42	272
미디어,교육	27	68	49	94	238
호텔,레저	30	60	53	83	227
건설,건축	69	51	42	55	218
조선	54	15	47	47	163
비철,목재	40	15	55	42	152
기계	30	8	36	17	90

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

## 1) KOSPI200 구성종목에 대해

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

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

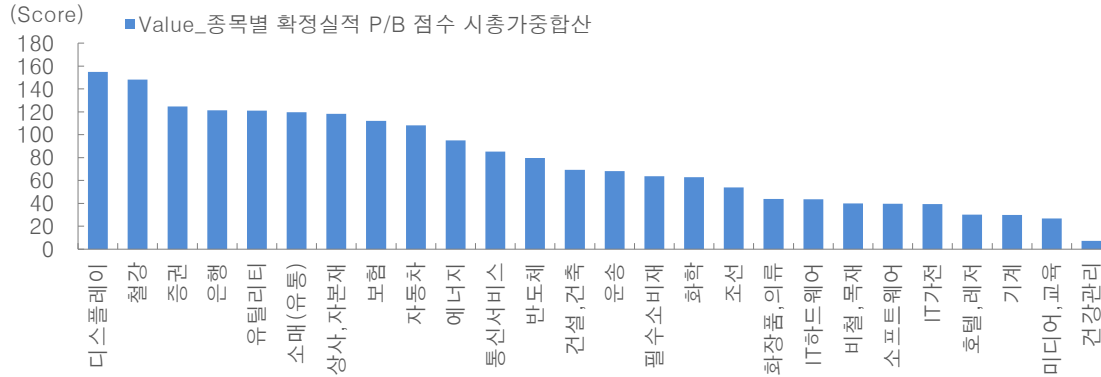
2) 섹터별로 구성종목의 팩터 스코어를 시총가중 합산하는 방식으로 해당 섹터의 멀티 팩터 스코어를 계산

- 멀티 팩터 스코어 모델에서 상위 2개 업종은 반도체와 자동차로 가격조정 정도가 컸던 업종. 그 외 반도체는 퀄리티에서 높은 점수를 받았으며 자동차는 밸류와 어닝스 모멘텀이 높은 점수를 기록

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center  
주: 8월 26일 종가 기준

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

## KOSPI200 업종별 밸류 팩터 스코어 현황

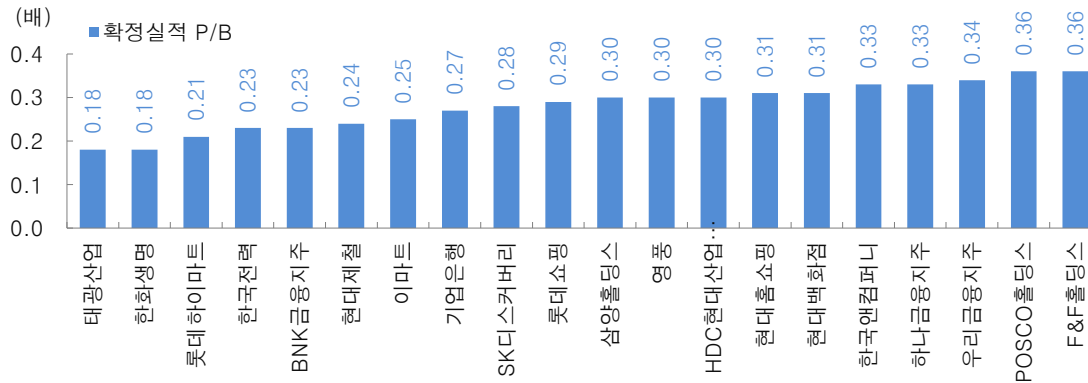


- 확정실적 P/B 기준 구성 종목의 밸류에이션 매력이 높은 업종은 디스플레이, 철강, 증권, 은행 등
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 확정실적 P/B 수준이 낮은 종목들을 살펴보면 F&F 홀딩스, POSCO홀딩스, 우리금융지주, 하나금융지주, 한국엔컴퍼니, 현대백화점 등 유통/소비재, 금융주가 다수 분포

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 8월 26일 종가 기준, 각 섹터별 구성종목의 밸류 팩터 스코어를 시총가중 합산

## KOSPI200내 확정실적 P/B 하위 20개 종목



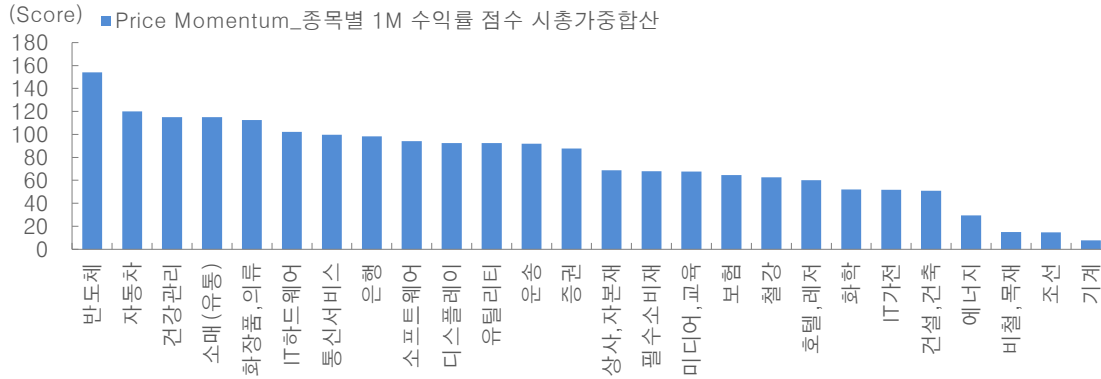
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 8월 26일 종가 기준



## [멀티팩터 모델 Update] 2) Price Reverse Momentum: 반도체, 자동차, 건강관리, 소매/유통 등

### KOSPI200 업종별 주가 역모멘텀 팩터 스코어 현황

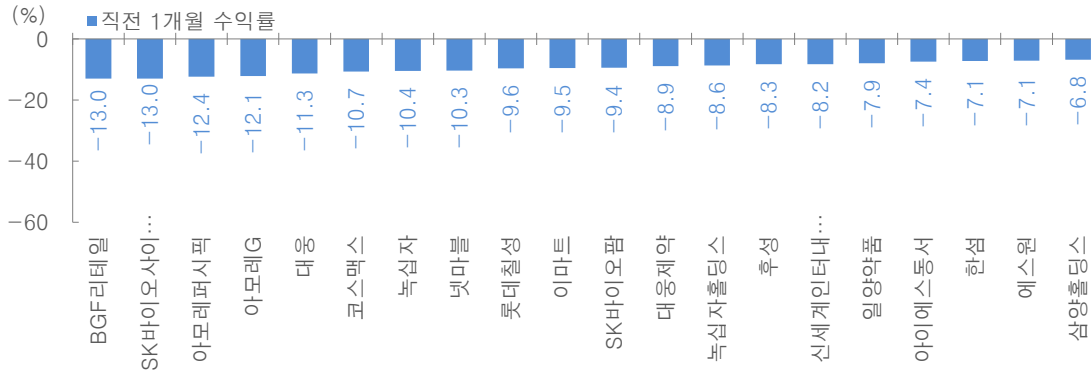


- 직전 1개월 수익률 기준 구성 종목의 주가 낙폭이 컸던 업종은 반도체, 자동차, 건강관리, 소매/유통, 화장품/의류 등
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 직전 1개월 주가 하락 폭이 컸던 종목을 살펴보면 BGF리테일, SK바이오사이언스, 아모레퍼시픽, 아모레G, 대웅, 코스맥스, 녹십자 등

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 8월 26일 종가 기준, 각 섹터별 구성종목의 주가 역모멘텀 팩터 스코어를 시총가중 합산

### KOSPI200내 직전 1개월 수익률 하위 20개 종목

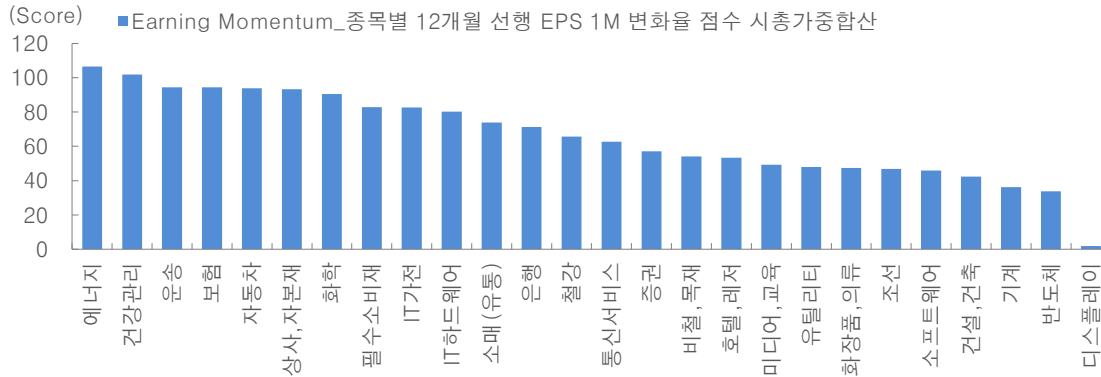


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 8월 26일 종가 기준

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

## KOSPI200 업종별 어닝 모멘텀 팩터 스코어 현황

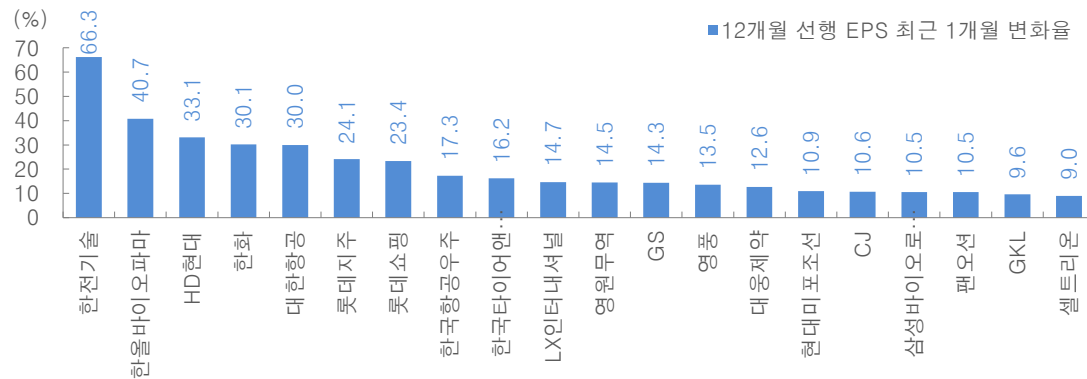


- 구성 종목의 12개월 선행 EPS 최근 1개월 상향조정 폭이 컸던 업종은 에너지, 건강관리, 운송, 보험, 자동차, 상사/자본재 등
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 12개월 선행 EPS 상향조정 폭이 컸던 종목을 살펴보면 한전기술, 한올바이오파마, HD현대, 한화, 대한항공, 롯데지주, 롯데쇼핑, 한국항공우주 등 향후 경기 둔화 리스크에도 수요가 견조할 것으로 전망되는 종목 다수 분포

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 8월 26일 수치 기준, 각 섹터별 구성종목의 어닝 모멘텀 팩터 스코어를 시총가중 합산

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

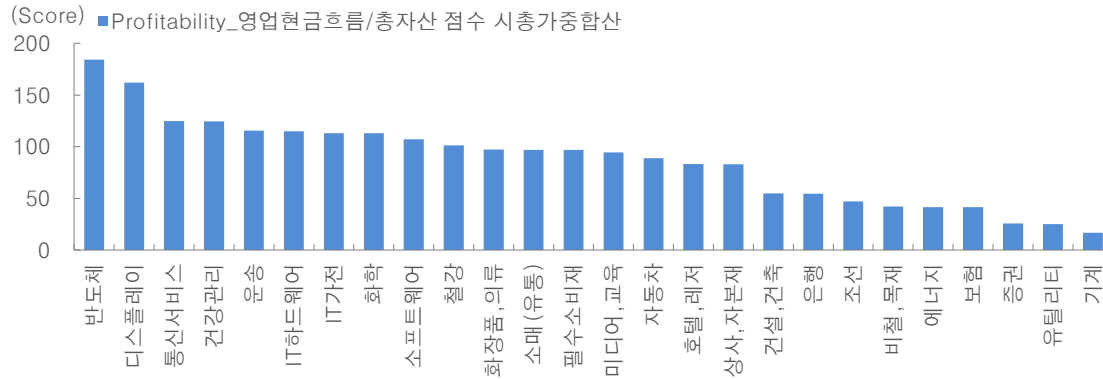


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 8월 26일 수치 기준

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

## KOSPI200 업종별 퀄리티 팩터 스코어 현황

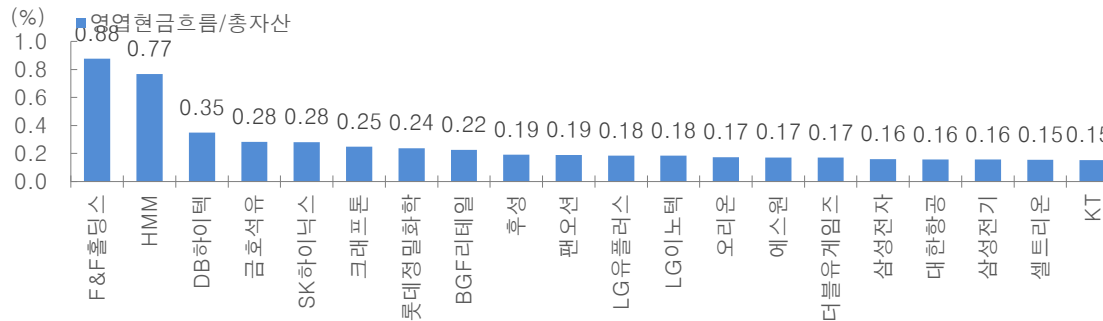


- 총자산 대비 영업현금흐름 기준 구성 종목의 수익성이 양호한 업종은 반도체, 디스플레이, 건강관리, 통신, 운송 등의 수익성 양호
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 총자산 대비 영업현금흐름 지표 값이 높은 종목을 살펴보면 F&F홀딩스, HMM, DB하이텍, 금호석유, SK하이닉스 등이 분포

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 8월 26일 수치 기준, 각 섹터별 구성종목의 퀄리티 팩터 스코어를 시총가중 합산

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



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 8월 26일 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
A028670	팬오션	운송	5.5	120	148	161	190	619
A001040	CJ	상사,자본재	3.1	156	152	162	123	593
A020000	한섬	화장품,의류,완구	1.3	158	183	75	165	581
A031430	신세계인테리어	화장품,의류,완구	1.5	74	186	137	173	570
A011200	HMM	운송	23.0	113	166	90	198	567
A012330	현대모비스	자동차	16.1	150	178	124	112	564
A005300	롯데칠성	필수소비재	2.6	85	192	126	154	557
A032640	LG유플러스	통신서비스	16.6	131	151	83	189	554
A069960	현대백화점	소매(유통)	7.9	187	169	96	99	551
A086280	현대글로벌비스	운송	10.9	92	159	149	145	545
A010780	아이에스동서	건설,건축관련	2.7	108	184	87	163	542
A006280	녹십자	건강관리	1.6	66	194	150	128	538
A030200	KT	통신서비스	22.2	138	116	103	180	537
A004020	현대제철	철강	13.8	195	125	97	114	531
A004170	신세계	소매(유통)	10.8	144	98	156	132	530
A005440	현대그린푸드	화장품,의류,완구	1.2	180	119	151	79	529
A023530	롯데쇼핑	소매(유통)	11.9	191	62	171	103	527
A033780	KT&G	필수소비재	23.6	91	123	133	176	523
A011070	LG이노텍	IT하드웨어	20.3	41	149	143	188	521
A018260	삼성에스디에스	소프트웨어	5.1	72	165	122	160	519

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.