

11월 증시 전망 및 투자전략 | 2022. 11. 1

가까워지는 기회. 아직은 위기대응

Strategist 이경민

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

Quant Strategist 조재운

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

Strategist, JR 김정윤

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



Contents

11월 증시 전망 및 투자전략

Summary	3
주식시장 전망	6
10월 Review : Dead Cat Bounce 전개	6
11월 KOSPI Band : 2,100~2,300	11
Dead Cat Bounce 연장되더라도 반등 폭은 매우 제한적	16
주요국 외환시장 개입. 과도한 흐름의 되돌림 & 임계치 임박(?)	22
미국 중간선거 : 상원 의석수 중요. 단기 등락은 있어도 추세 영향력은 제한	27
G20 정상회의, 정치적 리스크 완화 기대. 하지만, 시진핑 3기 구축 이후를 생각할 때	39
여전히 통화정책 변수에 일희일비. 11월 FOMC 핵심 포인트는?	45
11월 증시의 향배는 10월 CPI 결과에...	53
통화정책 안도의 기저는 경기불안. 후폭풍을 경계해야 할 시점	60
사면초가(四面楚歌). 안전자산 강세 전망	65
3Q 실적시즌 이후... IT보다 시클리컬을 더 경계할 때	71
KOSPI 2,050p는 의미있는 저점권 다만, 저점통과 과정은 험난할 것	80
투자전략	84
Main 전략은 리스크 관리, 안정성 강화. 단기 매매전략은 짧게, + α 로...	84
퀀트전략	92
4팩터 스코어 상위 업종: 통신, 소매/유통, 자동차, 디스플레이. 관심 종목 20개 기업 제시	92

Summary. 아직도 물가, 통화정책 변수에 일희일비하면... 펀더멘털 악화, 경기침체 변수가 증시에 충격을 가할 것

- 11월 KOSPI Band : 2,100 ~ 2,300p
하단 KOSPI 2,100p : 12개월 선행 PBR 0.78배(22년 저점), 확정실적 PBR 0.83배(22년 저점), 12개월 선행 PER 9.7배(22년 평균)
상단 KOSPI 2,300p : 12개월 선행 PER 10.5배(22년 1월 고점권), 60일 이동평균선(수급선) 위치
- 11월 FOMC 전후 금리인상 속도 조절 기대가 현실로 확인될 경우 11월초 미국 10월 ISM 제조업 지수, 10월 고용지표 부진으로 통화정책 안도감이 지속될 가능성 높음
이와 함께 11월 8일 미국 중간선거, 11월 15일 ~ 16일 G20 정상회담 등에 대한 정책 동력과 지정학적 리스크 완화 기대 유효
그러나 정치적 이슈가 증시 추세에 미치는 영향은 제한적. 기대감이 일정부분 선반영 되었다는 점도 영향력을 제한할 것
- **근본적인 문제, 펀더멘털은 더 악화되고 있음.** 미국 23년 GDP 성장률 전망은 0.4%로 레벨다운, 영국, 독일 GDP 성장률은 각각 -0.4%, -0.6%로 컨센서스 형성
미국채 10년물 - 2년물에 이어 10년물 - 3개월물 역전. 11월 FOMC 전후 10년물과 기준금리 역전 가능성. 경기침체 확률 상승 중
KOSPI 이익 전망 하향조정 가속화. 12개월 선행 EPS 219원으로 레벨다운. 7월초 KOSPI 2,300선은 12개월 선행 PER 8.5배 수준이었지만, 현재 KOSPI 2,300선은
PER 10배 상회. **추가적인 반등시도가 있더라도 그 폭은 제한적이고, DownSide Risk는 확대되고 있는 상황**
- 통상적인 주식시장은 통화정책에 1차 충격(역금용장세, 밸류에이션 조정), 펀더멘털 악화에 2차 충격(역실적장세, 경기침체, 실적쇼크)을 받으며 하락추세 마무리
현재 글로벌 금융시장은 여전히 1차 충격 변수에 일희일비. 향후 주목해야 할 부분은 경기, 실적 등 펀더멘털. **아직 충분히 반영되지 못한 2차 충격 변수의 후폭풍 경계**
- 대신증권은 이번 하락추세의 **KOSPI 하단을 2,050p로 유지(7월초 제시)**. 밸류에이션, 기술적 분석, 수급 등의 여건을 감안할 때 충분히 저평가된 수준으로 판단
KOSPI 2,000선 초반부터 비중확대 관점에서 접근 유효. 다만, 하락추세의 정점 통과 과정은 험난할 전망. **UnderShooting** 가능성을 열어놓고 분할매수가 적절할 것

* 자세한 내용은 11월 7일 발간 예정인 2023년 금융시장 및 주식시장 전망에서 언급할 예정

투자전략

KOSPI 2,250p 이상에서는 현금비중 확대, 포트폴리오 방어력 강화에 집중

KOSPI 2,250p 부터 단기 트레이딩 자제, 차익실현, 현금비중 확대 권고
포트폴리오 전략 차원에서는 배당주, 통신, 음식료 등 비중확대로
포트폴리오 방어력 강화에 집중력을 높여가야 할 것

KOSPI 2,200 ~ 2,300p 박스권에서는 순환매 대응으로 국한
다만, 10월보다 주식 트레이딩 비중을 줄여나가는 가운데 목표수익률과
투자기간을 짧게 가져갈 필요가 있음
11월에는 중소형주 실적시즌인 만큼 종목 대응이 필요하다는 판단

11월 전반부 Dead Cat Bounce 연장 이후에는
안전자산(채권, 달러) 강세, 위험자산(주식, 원자재 등) 약세 현상
뚜렷해질 전망

퀀트 전략

KOSPI는 3Q22 실적 발표를 27.2% 완료, 컨센서스 대비 10.4% 하회. 건강
관리, 에너지, 산업재가 컨센서스를 상회하는 실적을 발표했으며 경기재,
소재, IT는 컨센서스를 하회하는 실적 발표

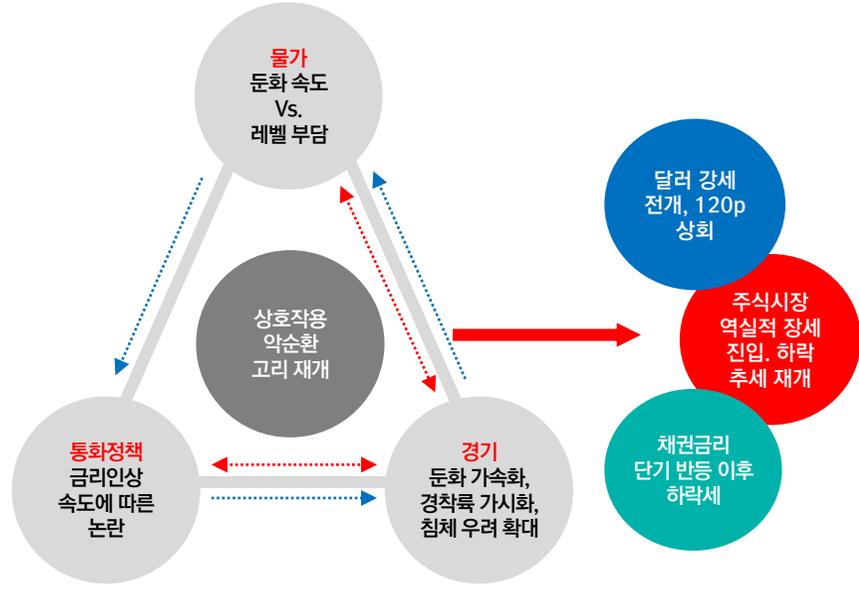
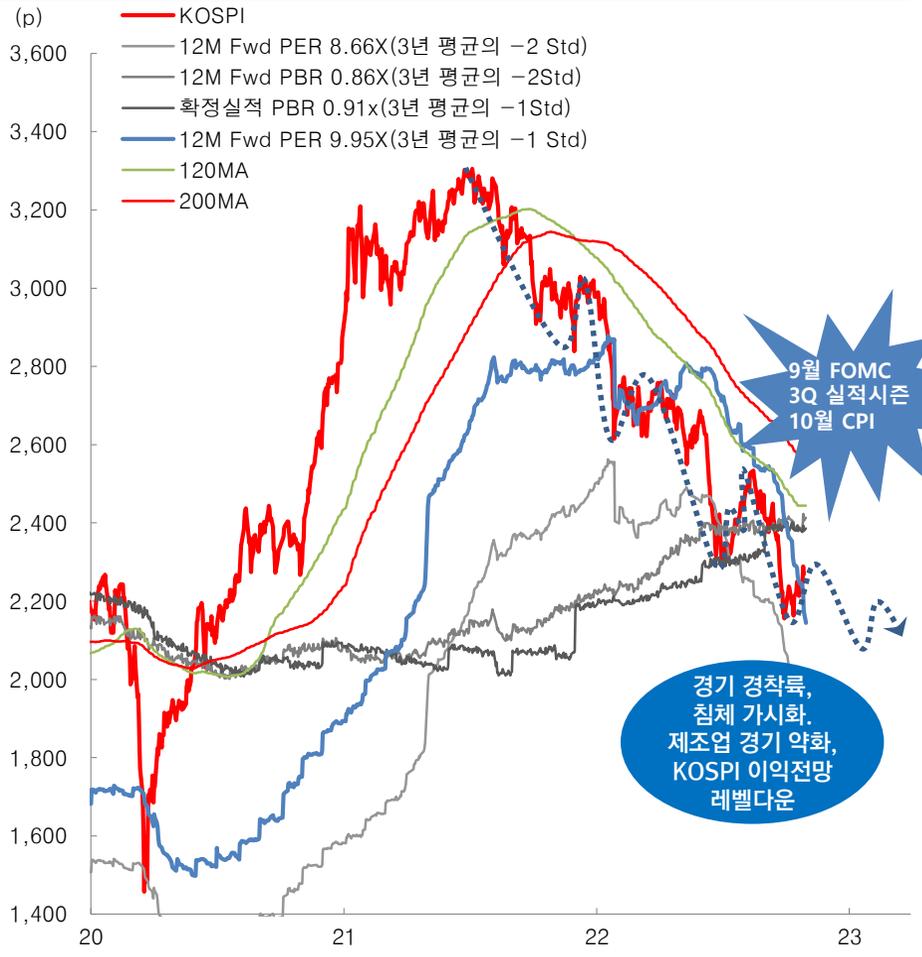
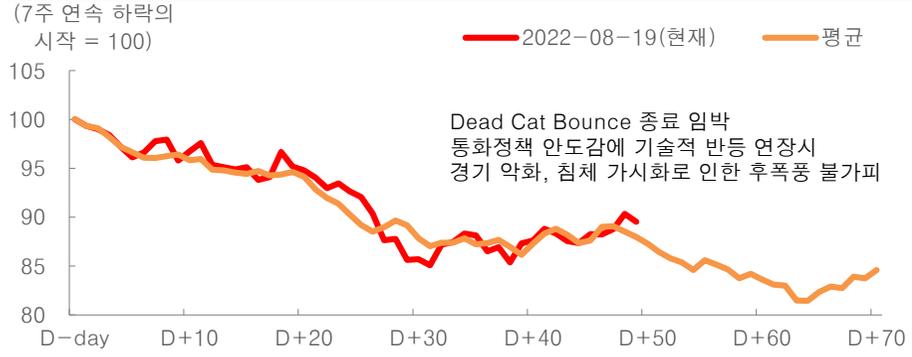
KOSPI 12개월 선행 순이익 전망치는 10.0% 하회. 2023년 순이익 전망치
는 연초이후 26.0% 하향되며 2022년 순이익 전망치를 하회. 2022년 전망
치는 IT, 경기소비재가 하향을 주도. 2023년 전망치 하향은 IT가 주도.
4Q22 영업이익 전망치는 소재, IT, 에너지가 큰 폭 하향

멀티 팩터 스코어 모델에서 지난 한달간 순위 변동에 크게 영향을 미친 요
소는 퀄리티와 가치 팩터. 실적 전망이 지속해서 하향되고 있는만큼 어닝
스를 고려해 업종과 종목을 선별할 필요

상위 업종은 통신, 소매/유통, 자동차, 디스플레이, 상사/자본재이며 상위
종목은 코리아씨키트, 후성, 팬오션, 콘텐트리중앙, 한섬 등

[KOSPI 11월 Band 2,100 ~ 2,300p] 통화정책 안도감에 반등 연장은 가능하지만, 경기악화 후폭풍은 커져

물가 - 통화정책 - 경기 간 악순환 고리 + 경기에 포커스가 맞춰진 딜레마(Dilemma) 국면 전개. 아직도 물가, 통화정책 변수에 일희일비 중. Dead Cat Bounce 이후 악화된 펀더멘털 변수를 빠르게 반영해 나갈 전망. 11월초 반등시도는 리스크 관리 기회



자료: Bloomberg, FnGuide, 대신증권 Research Center

[11월 투자전략] 반등시 주식비중 ↓, 현금비중 ↑. 배당주, 방어주(통신, 음식료 등)로 포트폴리오 방어력 강화

KOSPI 2,250p부터 차익실현, 포트폴리오 방어력 강화에 집중. 단기 트레이딩 비중 줄이고, 하더라도 짧게...

투자환경

MACRO & 통화정책

금리인상 속도조절 공론화
통화정책 안도감 유입 가능
문제는 경기 우려로 속도조절론이 커지고 있다는 점. 경기 악화 지속

실적 전망

3분기 실적, 예상보다 부진
22년 하반기, 23년 실적 하향조정 가속화
반도체, IT 실적 레벨다운.
본격적인 시클리컬 실적 하향조정

수급

과도한 금융시장 변동성 이후
달러, 금리 숨고르기 국면에
외국인 순매수 유입
펀더멘털 둔화/약화, KOSPI
밸류에이션 부담 가중

Stocks

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

통신 : KT, SK텔레콤

필수소비재 : 동원F&B, 롯데칠성

손해보험 : 현대해상, DB손해보험

에너지 : GS, S-Oil / 유틸리티 : 한국가스공사

+α 단기 Sub 트레이딩 : 낙폭과대 + 퀄리티 업종/종목

미디어/교육 : 콘텐츠리중앙, SBS / 운송 : 팬오션, 대한해운

소프트웨어 : NAVER / IT하드웨어 : 일진머티리얼즈, 코리아씨키트

화장품/의류 : 한섬, 신세계인터내셔널, 코웨이, 화승엔터프라이즈, 영원무역

KOSPI200 4팩터 스코어 상위 기업

후성, 한솔케미칼, 동국제강, SK디앤디, DB하이텍, 덴티움

* 다수 종목이 포트폴리오 방어력 강화, 단기 트레이딩 전략에 포함

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

11월초 Dead Cat
Bounce 연장 가능

10월 CPI 확인, 10월말
경기부진 확인하며
변동성 확대 경계

KOSPI 2,250선 이상에서
현금비중 확대 & 배당주,
통신, 음식료 업종 중심의
포트폴리오 방어력 강화

단기 Trading 전략 자제,
낙폭과대 + 퀄리티
종목으로 순환매 대응

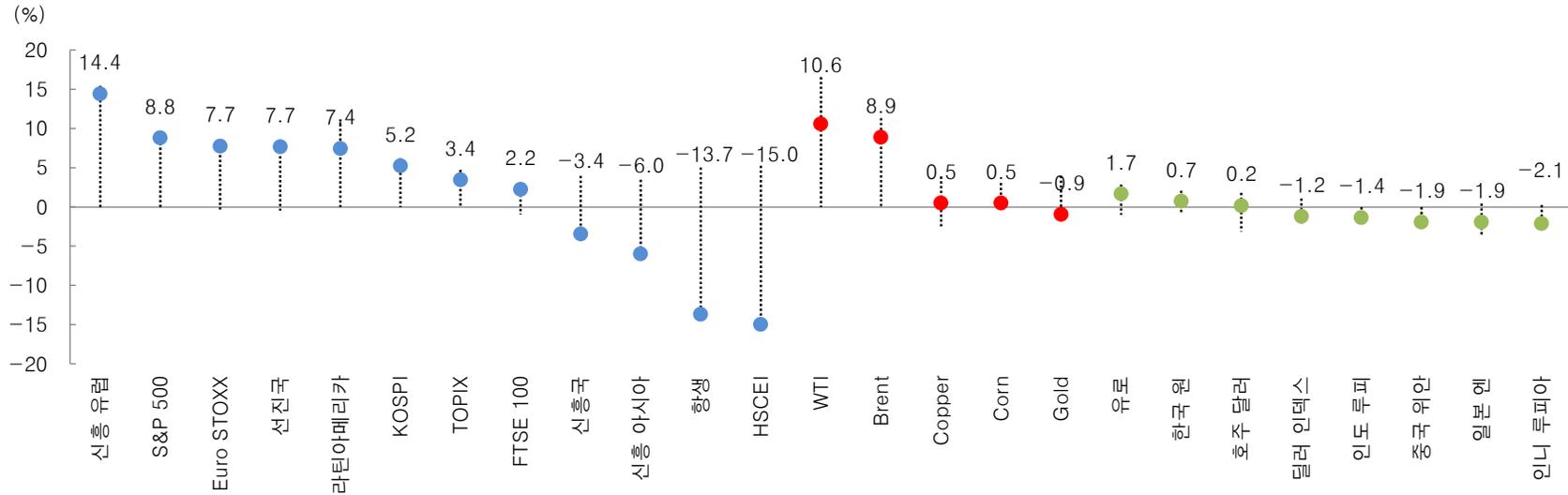
10월 Review : Dead Cat Bounce 전개

Strategist, JR 김정윤

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

홍콩을 제외한 글로벌 증시 반등

10월 글로벌 금융시장 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

주: 10월 28일 종가 기준

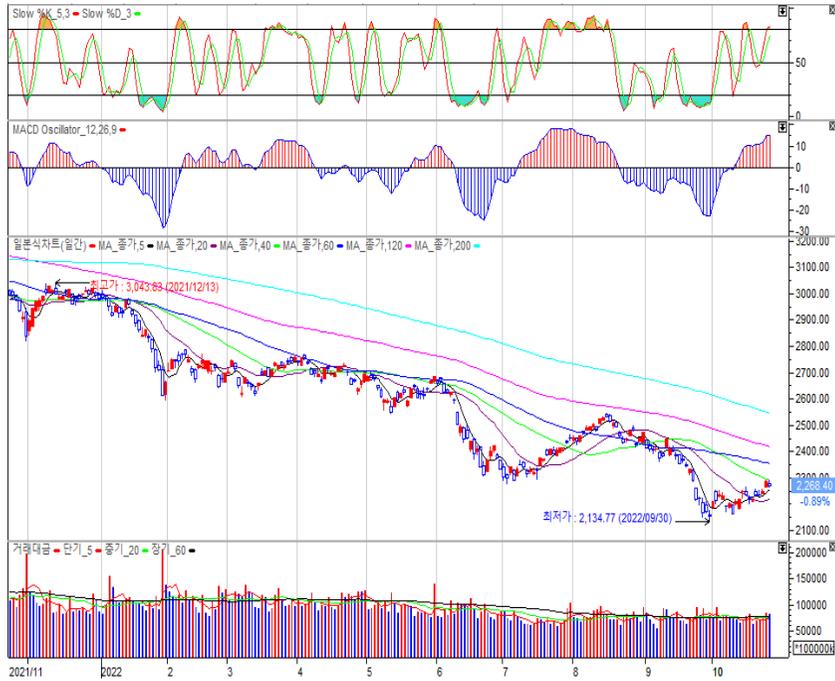
9월 급락에 따라 극도의 공포국면에 위치했던 투자심리가 반작용 영향으로 개선되어 글로벌 증시 반등세 전개. 특히 영국 정부 감세안 유턴으로 영국발 금융시장 변동성 완화. 더불어 경기 악화 우려로 연준 긴축 속도조절 기대감 유입된 점과 강달러 압력 완화됨에 따라 위험선호 심리 회복. 지역별로는 신흥 유럽(+14.4%)이 가장 Outperform. 반면, 홍콩 증시는 10%대 급락세 기록. 중국 20차 당대회에서 시진핑 주석 3연임 확정됨에 따라 시장에 비우호적인 정책 확대 우려가 악재로 작용

원자재 시장의 경우 경기 침체 우려 지속에 불구하고 OPEC+의 감산 결정, 미국의 원유 수출 증가 등의 영향으로 WTI는 10.6% 상승해 월 중 95 달러로 근접하기도 함. 구리, 옥수수는 상대적으로 움직임이 제한적

외환시장에서는 유로화 반등세 이어지며 월 후반 장 중 패리티 수준 상회하기도 함. 연준 긴축 속도조절 기대감 속에 달리는 약세반전. 한편, 일본 엔화 고공행진 지속되어 월 중 151.9엔까지 급등. 다만 BOJ 개입 영향에 이후 급등세 일부 진정. 달러/원화도 지난 25일 장 중 1,444.2원까지 상승해 연중 최고치 경신했으나 강달러 압력 완화 영향에 상승세 진정

Dead Cat Bounce 전개

KOSPI는 10월 저항선 2,250선 상회



KOSDAQ은 KOSPI대비 상대적으로 반등 제한



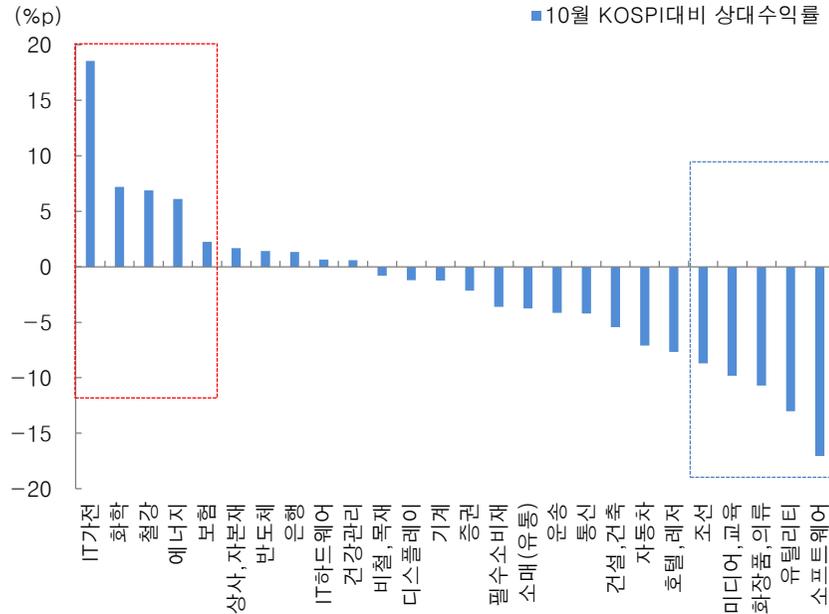
자료: 대신증권 Research Center

자료: 대신증권 Research Center

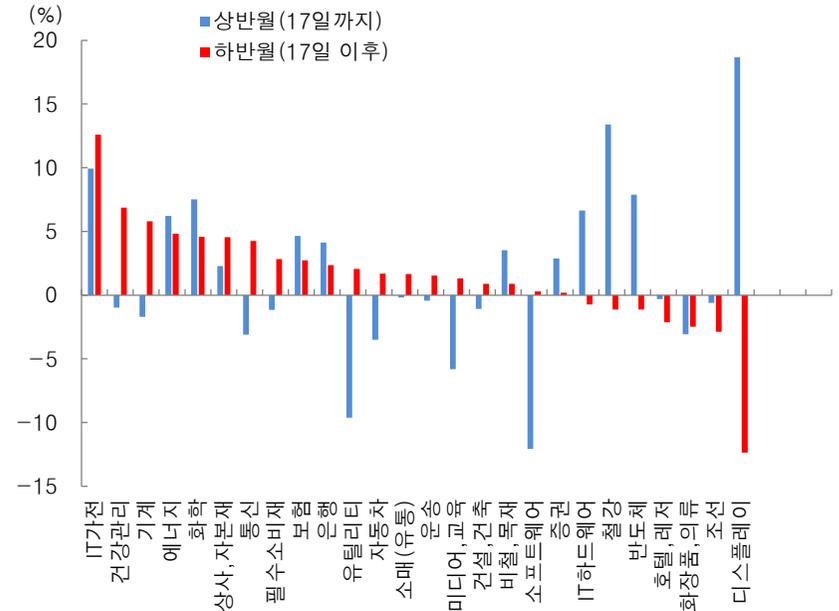
10월 KOSPI, KOSDAQ은 각각 +5.24%, +2.23% 기록. 영국 감세안 유턴 및 BOE 개입에 따른 영국발 금융시장 변동성 완화와 더불어 외국인 투자자들의 국내 증시 순매수 전환이 긍정적으로 작용. 월 후반 들어 연준 긴축 속도조절 기대감, 그리고 강달러 압력 완화되어 KOSPI 반등세 확대로 이어짐. 외국인 투자자들이 특히 반도체, 2차전지 중심으로 순매수세 유입되어 KOSPI 반등 주도. KOSDAQ은 650선에서 지지력 확보하며 반등세 전개되었으나 KOSPI대비 상승폭은 상대적으로 제한적

눈부신 2차 전지의 활약

KOSPI Outperform 업종 : IT가전, 화학, 철강, 에너지



상반월, 하반기 모두 강세 보인 IT가전, 에너지, 화학



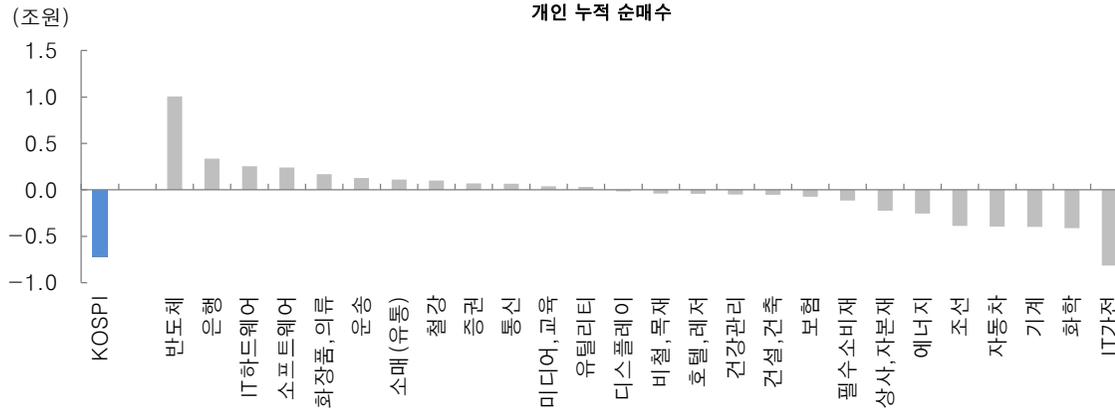
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: 10월 28일 종가 기준

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: 10월 28일 종가 기준

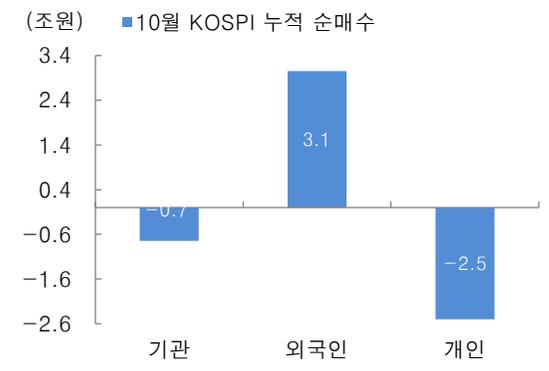
10월 KOSPI 대비 Outperform한 주요 업종들은 IT가전, 화학, 에너지. 특히 LG에너지솔루션, 삼성SDI, SK이노베이션, 포스코케미칼 등 2차 전지 관련 기업들이 해당 업종들의 강세 주도. 상반월, 하반기 모두 여타 업종 대비 견조한 상승세 기록. 반면, 데이터센터 화재 악재에 카카오는 14.6% 급락해 소프트웨어 업종 약세로 이어짐. 화장품/의류, 호텔/레저 등 내수/소비 업종들도 수익률 하위권 기록. 상반월에 가장 높은 수익률 기록한 디스플레이 업종은 하반기에 수익률 최하위권 기록. 특히 밸류에이션 매력에 LG디스플레이는 월 중 25%까지 급등하기도 했으나 실적 부진 속에 상승폭 대부분 반납

차별적인 외국인들의 업종 선택

개인투자자들은 반도체 중심으로 순매수



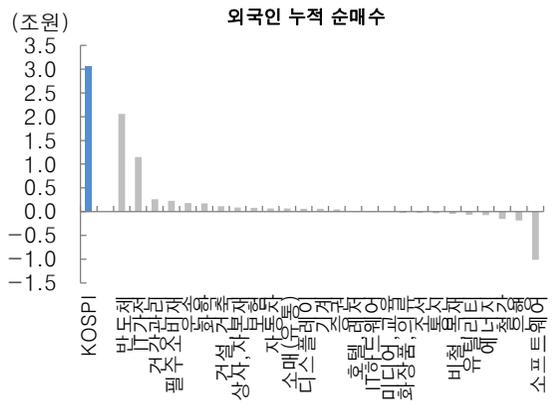
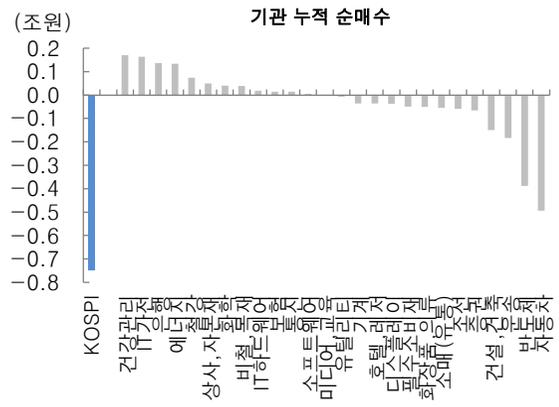
외국인 순매수 전환



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 순매수 집중 업종: IT가전, 반도체



- 10월 들어 외국인 투자자들은 순매수 전환. 업종 선택은 차별적으로 이루어졌으며 반도체, 2차 전지(IT가전) 중심으로 자금 유입
- 개인투자자들은 2차 전지주 강세를 차익 실현 기회로 판단하며 IT가전 업종을 집중적으로 순매도하는 반면 최대 순매수 업종은 반도체

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

11월 KOSPI Band : 2,100 ~ 2,300p

Strategist 이경민

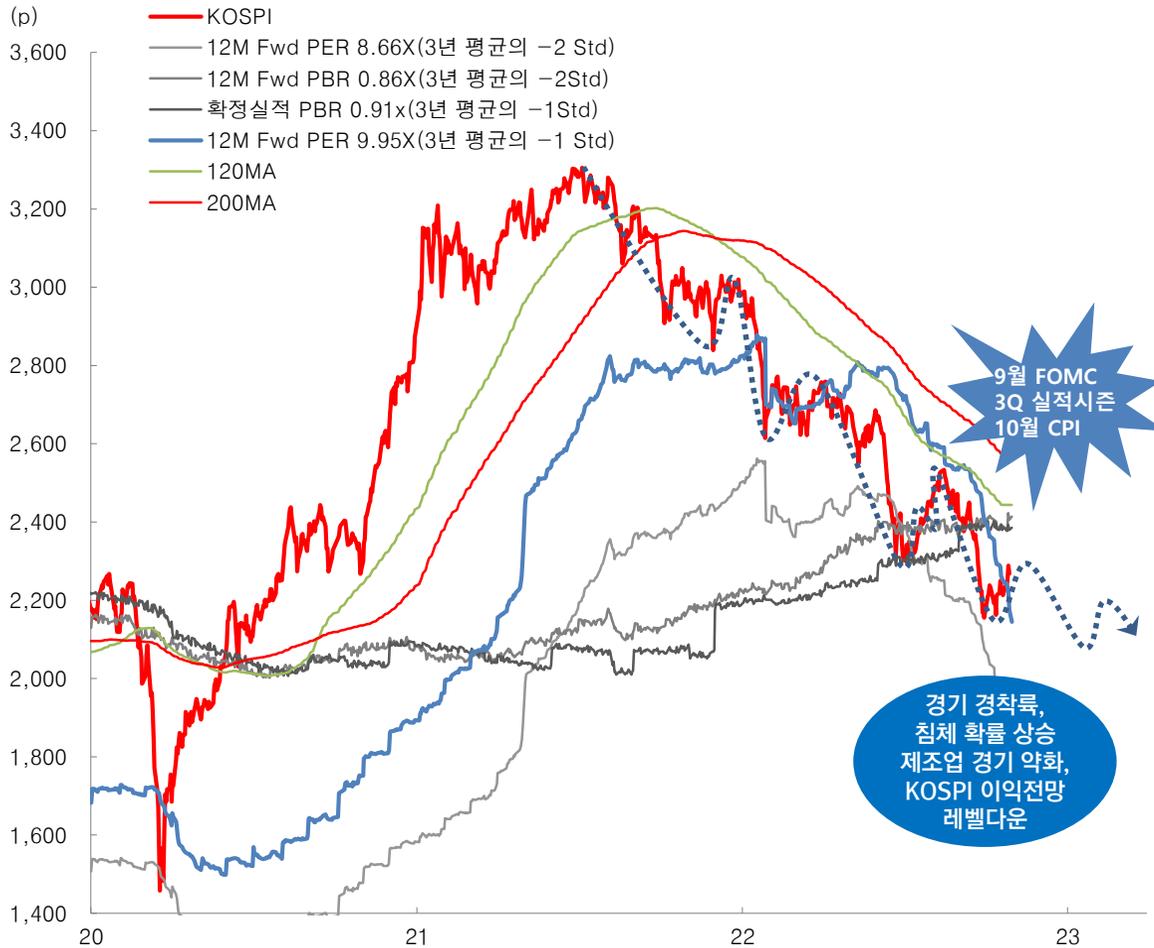
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, JR 김정윤

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

11월 KOSPI 전강후약 패턴 전망. 통화정책 안도감은 이어질 수 있지만, 물가, 경기 불안에 주목할 때

11월 전반부 통화정책 안도(금리인상 속도조절, 경제지표 부진)로 반등 연장 가능. 그러나 경기 불안, 실적 전망 하향조정은 지속. 10월 CPI 전후 변곡점 형성 예상

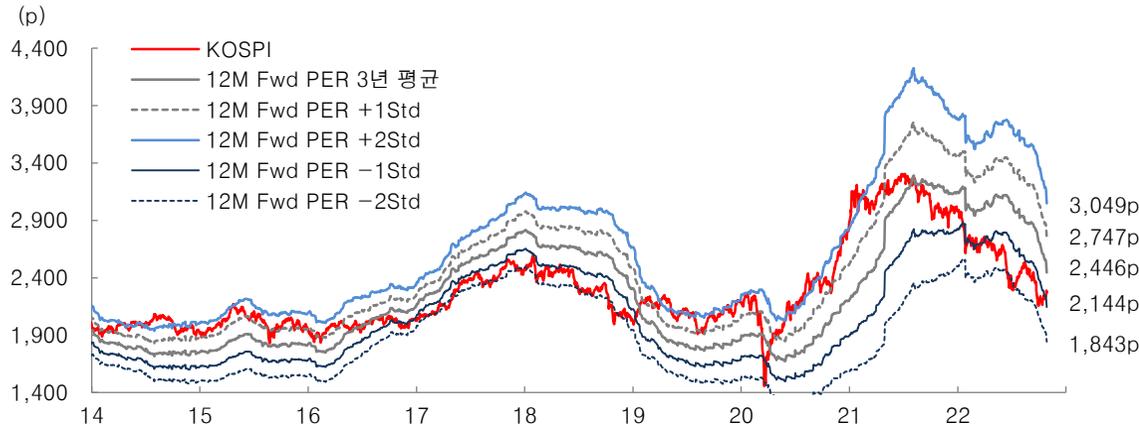


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 10월 KOSPI를 비롯한 글로벌 증시의 기술적 반등, Dead Cat Bounce 전개. 다소 과도한 움직임을 보였던 9월 흐름을 되돌리는 국면
- 영국의 감세안 철회, 일본의 외환시장 개입 등 금융시장 변동성을 제어하려는 주요국 정부와 중앙은행의 대응이 있었고, 이로 인해 달러, 채권금리 급등세가 진정된 영향
- 11월 전반부에는 11월 FOMC(3일, 한국 시각)에서 금리인상 속도조절 공식화할 경우 기술적 반등, Dead Cat Bounce 연장 가능
- 하지만, 이는 견고해진 하락추세 속에 단기 되돌림 국면이 조금 더 지속된 것. 경제, 기업실적 전망 하향조정 지속. 23년 미국 경제 0.4% 성장에 그치고, 유로존은 0.2% 역성장 예상
- 10월 CPI(11월 10일)를 확인하며 재차 물가 레벨과 통화정책, 그 사이에서 경기 부담이 커지는 악순환의 고리 강화 예상. 역금융장세와 역실적장세 성격이 동시에 유입될 가능성 높음

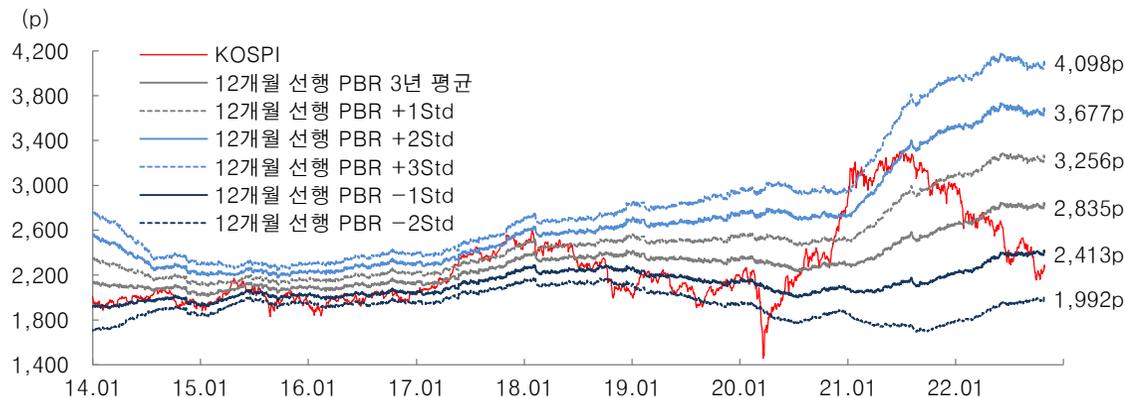
11월 KOSPI Band 2,100 ~ 2,300p

12개월 선행 PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

12개월 선행 PBR Band

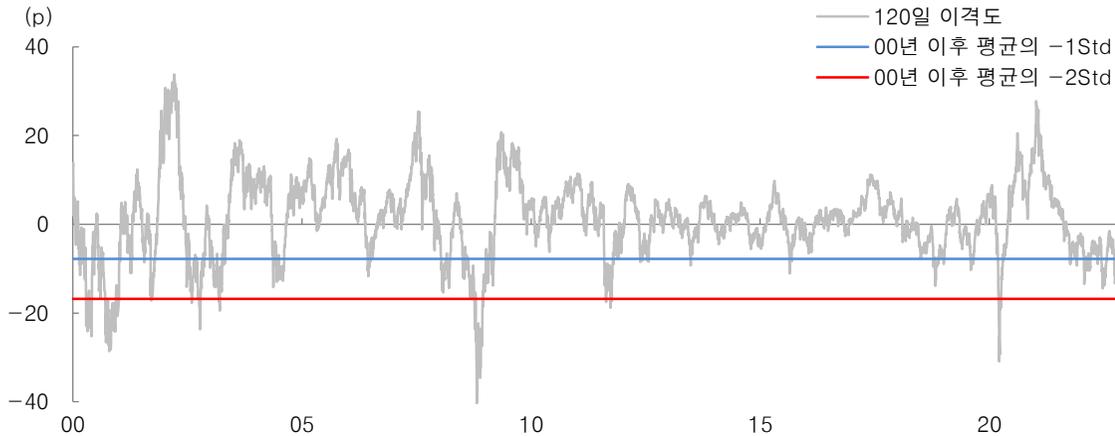


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 하단 KOSPI 2,100p : 12개월 선행 PBR 0.78배(22년 저점), 확정실적 PBR 0.83배(22년 저점), 12개월 선행 PER 9.7배(22년 평균)
- 상단 KOSPI 2,300p : 12개월 선행 PER 10.5배(22년 1월 고점권), 60일 이동평균선(수급선) 위치
- 반등 목표치 KOSPI 2,300p로 9월 2,550p, 10월 2,350p에서 다시 50p 하향조정. 물가/경기불안 가중, 이익전망 레벨다운 반영(12개월 선행 EPS 6월말 271p, 7월말 260p, 8월말 255p, 9월말 242p, 10월말 219p)
- 실적 전망 하향조정 가속화로 KOSPI 2,300p는 12개월 선행 PER 10배를 상회. 7월초 8.5배에서 레벨업된 것으로 기술적 반등은 연장될 경우 밸류에이션 부담 가중
- 펀더멘털 둔화/약화로 인한 증시 하방압력 확대가 본격화되면서 KOSPI 하락추세는 더욱 견고해지고 있다는 판단

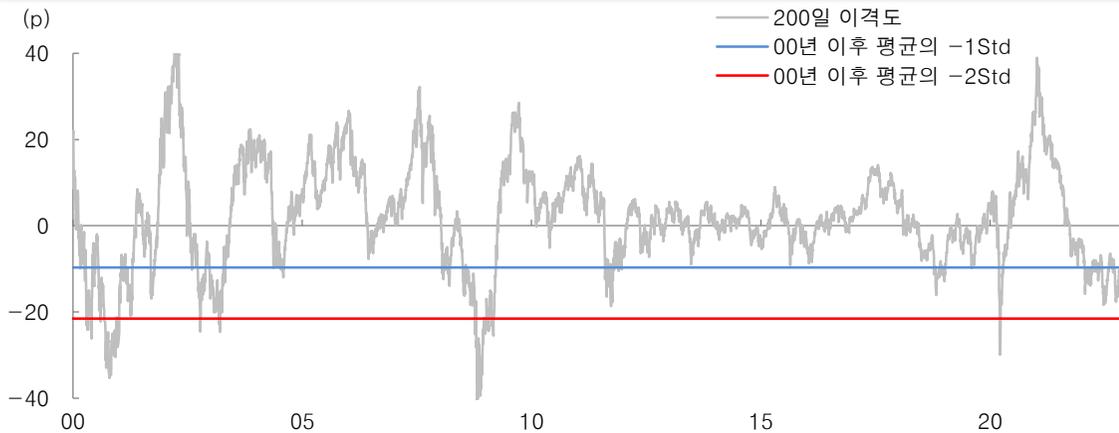
KOSPI 경기선(120일), 추세선(200일) 이격도 저점권은 2,000선 초반. 아직 Rock Bottom은 아니야

KOSPI 120일 이동평균선 이격도, 직전 저점권에서 반등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 200일 이동평균선 이격도, 2차 지지권까지 이탈 이후 회복 시도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI 이격도는 직전 저점권에서 반등에 나서며 1차 지지권(00년 이후 -1표준편차) 회복
- 120일, 200일 이동평균선 하락세가 이어지고 있어 하락추세는 여전히 유효한 상황에서 하락으로 인한 괴리율 확대는 당분간 불가피
- 120일, 200일 이격도와 00년 이후 평균의 -2표준편차 수준까지 10.6%p 괴리율 존재. KOSPI 기준 2,020 ~ 2,030p
- 단기 급락에 따른 반등시도는 가능하지만, 아직 Rock Bottom 통과는 아님을 시사
- 120일, 200일 이동평균선의 하락 속도를 감안할 KOSPI 2,000선 초반이 Rock Bottom일 가능성 높다고 판단

11월 주요 경제지표 및 이슈/이벤트 일정 : 경제지표 부진에 대한 해석이 중요한 시점

	11월 1일 ~ 10일	11월 11일 ~ 20일	11월 21일 ~ 30일
통화정책	<ul style="list-style-type: none"> 3일 미국 연준 FOMC 3일 라가르드 ECB 총재 연설 3일 BOE 통화정책회의 		<ul style="list-style-type: none"> 24일 미국 연준 11월 FOMC 의사록 공개 24일 한국은행 금통위
경제지표	<ul style="list-style-type: none"> 1일 한국 10월 수출입, 무역수지 1일 중국 10월 차이신 제조업 PMI 1일 미국 10월 S&P글로벌 제조업 PMI, ISM 제조업지수 2일 한국 10월 소비자물가 2일 유로존 10월 S&P글로벌 제조업 PMI 2일 미국 10월 ADP 취업자 변동 3일 중국 10월 차이신 서비스업, 종합 PMI 3일 미국 주간 신규실업수당청구건수, 10월 S&P 글로벌 서비스업, 종합 PMI, ISM 서비스업지수 4일 유로존 10월 S&P 글로벌 서비스업, 종합 PMI, 9월 생산자물가 4일 미국 10월 비농업부문고용, 실업률 7일 중국 10월 수출입, 무역수지 9일 중국 10월 소비자물가, 생산자물가 10일 미국 10월 소비자물가, 주간 신규실업수당 청구건수 	<ul style="list-style-type: none"> 11일 일본 10월 생산자물가 12일 미국 11월 미시간대학교 소비자신뢰지수, 기대인플레이션 14일 유로존 9월 산업생산 15일 일본 3/4분기 GDP 성장률(잠정치) 15일 중국 10월 광공업생산, 소매판매, 고정자산투자 15일 독일 11월 ZEW 서베이, 유로존 3/4분기 GDP 성장률(잠정치) 15일 미국 10월 생산자물가, 11월 뉴욕 제조업지수 16일 미국 10월 소매판매, 광공업생산 17일 미국 11월 NAHB 주택시장지수 17일 유로존 10월 소비자물가(확정치) 17일 미국 10월 주택착공, 건축허가, 11월 필라델피아 연은 제조업지수, 주간 신규 실업수당 청구건수 18일 일본 10월 소비자물가 19일 미국 10월 경기선행지수 	<ul style="list-style-type: none"> 21일 미국 10월 시카고 연방 국가활동지수 22일 한국 11월 소비자심리지수 23일 미국 11월 리치몬드 연은 제조업지수 23일 유로존 11월 S&P글로벌 제조업, 서비스업, 종합 PMI 23일 미국 11월 S&P글로벌 제조업, 서비스업, 종합 PMI, 주간 신규실업수당 청구건수 24일 한국 10월 생산자물가 24일 독일 11월 IFO 서베이 27일 중국 10월 공업이익 29일 미국 9월 FHFA 주택가격지수, S&P 코오로직 CS20개 도시 가격 30일 미국 11월 컨퍼런스보드 소비자기대지수 30일 한국 광공업생산 30일 중국 11월 국가통계국 제조업, 비제조업, 종합 PMI 30일 유로존 11월 소비자물가(예상) 30일 미국 11월 ADP 취업자 변동
기타 일정	<ul style="list-style-type: none"> 7일 EU 위원회 경제전망 8일 미국 중간선거 10일 옵션만기일 	<ul style="list-style-type: none"> 15~16일 G20 정상회의 	<ul style="list-style-type: none"> 25일 OECD 경제전망 보고서

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

실물 및 심리지표 전반적으로 부진하는 모습 보일 것으로 예상. 관건의 시장의 해석. 경제지표 부진을 긴축 속도조절 가능성에 무게를 두거나 혹은 경기 경착륙/침체 우려를 본격적으로 반영할 소지가 있어 해석에 따라 단기적으로 증시 향방도 달라질 것. 주요 이벤트로 8일 미국 중간선거 주목. 공화당이 하원을 장악할 것이라는 컨센서스. 공화당이 상원 투표에서 의석을 얼마나 확보할 수 있을지가 관건. 15~16일은 G20 정상회의 예정. 푸틴 대통령 참석 및 미중 정상회담 여부에 주목할 필요. 모두 이루어질 경우 우크라이나 사태 및 미중 갈등 완화 기대감이 단기적으로 유입 가능

Dead Cat Bounce 연장되더라도 반등 폭은 매우 제한적

Strategist 이경민

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

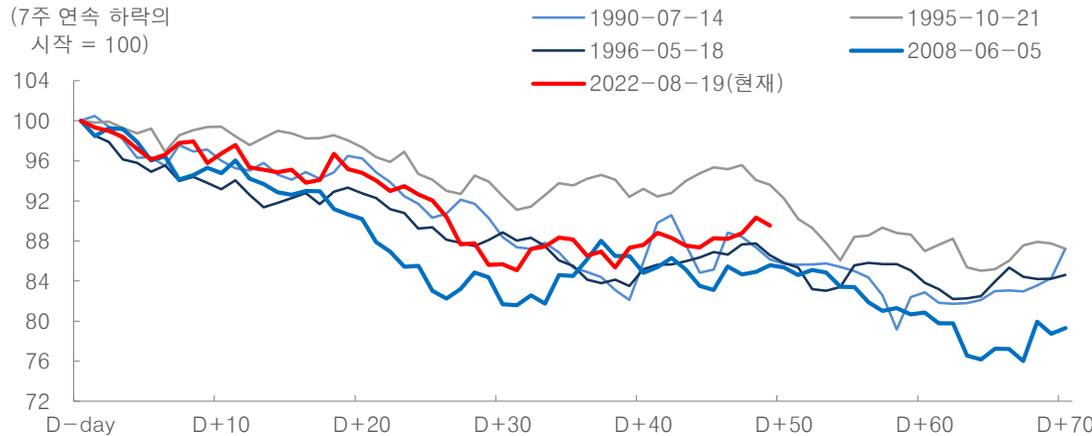
Strategist, JR 김정윤

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

[KOSPI Dead Cat Bounce] 끝을 향해 가고 있어... 이후에는 추가적인 레벨다운 불가피

Dead Cat Bounce가 조금 더 이어지더라도 끝을 향해 가고 있어

(7주 연속 하락의 시작 = 100)



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

7주 연속 하락 이후 가장 16거래일 동안 평균 7.03% 반등

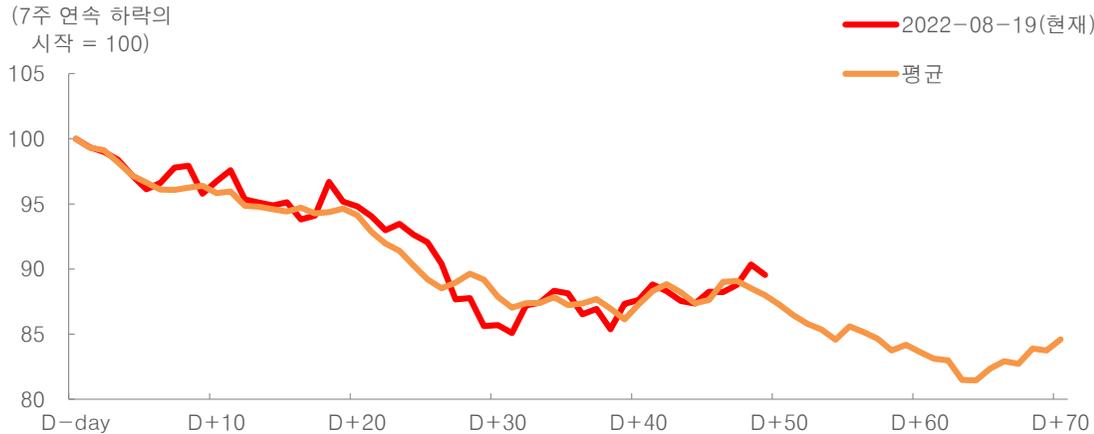
7주 연속 하락 시점	저점대비 반등율	7주 연속 하락 이후 단기 고점까지 소요시간
1990년 8월	10.28%	3거래일
1995년 12월	4.89%	16거래일
1996년 6월	5.60%	8거래일
2008년 7월	7.88%	6거래일
평균	7.03%	8.25거래일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 현재 KOSPI는 Dead Cat Bounce 국면. 과거 7주 연속 하락 이후 전개되었던 네 번의 흐름과 유사한 등락 전개 중
- 9월말 KOSPI는 7주 연속 하락한 이후 10월 4주 연속 양봉패턴으로 마감. 한 달 동안 5.24% 상승
- 가장 16거래일 동안 평균 7%대 반등세 기록했음을 감안할 때 10월말 ~ 11월초 2,300선 회복시도는 가능해 보임
- 하지만, 단기 급락에 의한 되돌림 전개 이후 추가적인 레벨다운 국면이 나타남
- 7주 연속 하락은 단기적으로 되돌림은 가능하지만, 하락추세는 견고해지고 있음을 시사

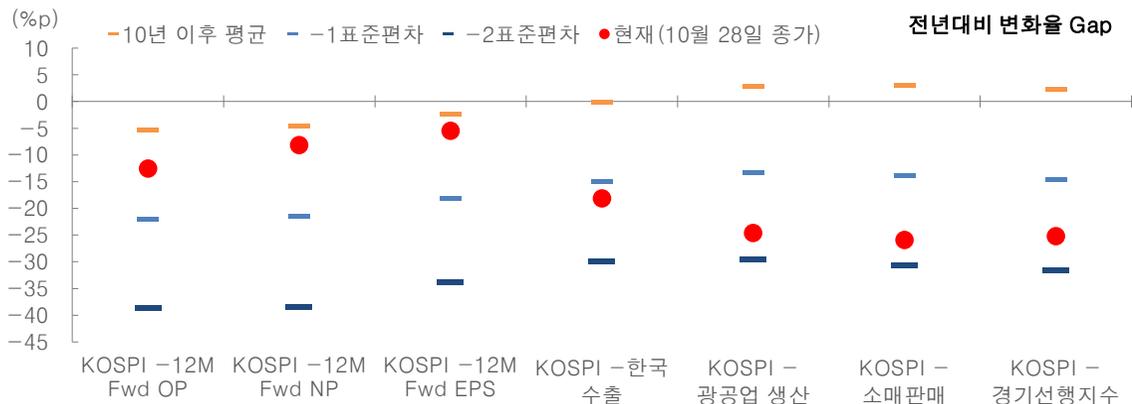
[KOSPI Dead Cat Bounce] KOSPI 2,300선 회복시도는 가능하지만, 그 이상은 어려워...

과거 네 번의 7주 연속 하락 사례 평균 KOSPI 추이를 그대로 따라가는 현재



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

이익/경기 모멘텀 대비 KOSPI 괴리율. 평균 -1Std 수준 = KOSPI 2,260선



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 1990년 이후 네 번의 7주 연속 하락 이후 증시 평균 흐름 대비 이번 KOSPI의 낙폭이 더 컸던 상황임에 따라 Dead Cat Bounce 연장 가능
- 다만, 11월 전반부 반등이 좀 더 이어진 다 하더라도 2,300선 회복/안착 가능성은 낮다고 생각
- 이익모멘텀, 경기모멘텀대비 주가 변화율(전년대비) 간의 격차를 보면 최근 이익모멘텀의 가파른 둔화/약화와 함께 경기모멘텀 둔화까지 가세하며 2010년 이후 평균의 -1표준편차 수준은 2,260선으로 레벨다운(9월말 KOSPI 2,330선)
- 강력해진 하락추세 여전히 유효. 단기 되돌림은 리스크 관리 기회
- 실적/경기모멘텀 둔화/약화가 가속화되고 있다는 점을 경계하고, 대비해야 하는 11월

[KOSPI 전망] 실적 전망 하향조정 가속화. 반등 폭은 제한적이고 Downside Risk는 확대 중

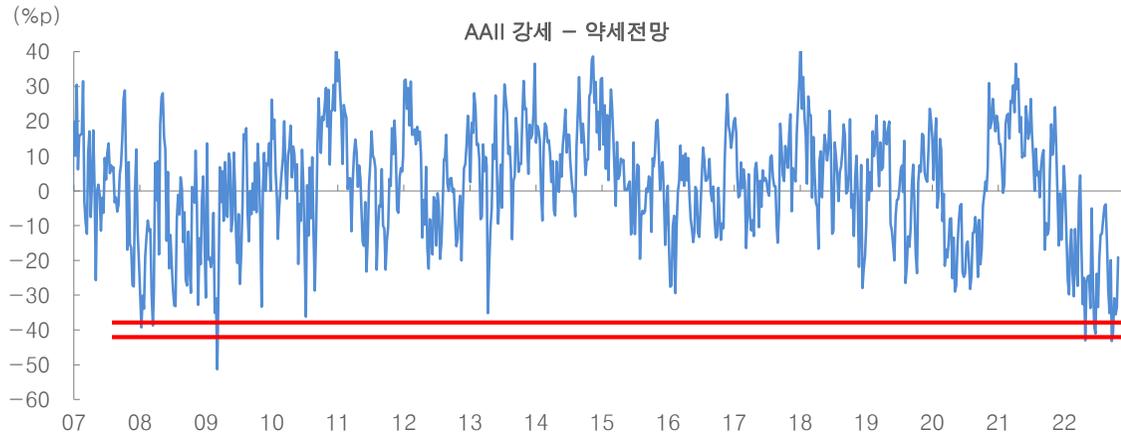


자료: 대신증권 Research Center

- 10월 KOSPI 반등은 강력한 하락추세 속의 단기 되돌림, Dead Cat Bounce
- 중장기 하락추세의 무게감은 더욱 무거워지고 있음. 11월 FOMC 이후 금리인상 속도조절이 가시화 되더라도 궁극적으로는 경기불안, 모멘텀 악화로 인한 것
- 글로벌 경제전망, 기업이익 전망 하향조정세 뚜렷
- 10월 CPI를 확인하며 다시 한 번 물가-통화정책 - 경기 간의 악순환의 고리 재개. 경기침체 우려까지 가세할 전망
- KOSPI 이익 전망 하향조정 가속화로 기술적 반등 목표치 2,200선 중후반대로 레벨다운(9월말 2,240 ~ 2,290선)
- 12개월 선행 EPS 219p까지 레벨다운(9월말 229.1). KOSPI PER 10배는 2,190p로 낮아짐. PER 10.28배는 2,255p
- KOSPI 2,300선 회복시도는 11월 FOMC에서 금리인상 속도조절이 공론화될 경우에 가능한 수준. 그 이상은 단기 OverShooting 구간으로 볼 수 있음

[투자심리] 중립 수준으로 회복 중. Fear & Greed Index는 어느새 Greed 국면으로 전환

AAII 강세-약세전망은 -43.2%p → -19.1%p로 반등. 심리적 안도감 유입



- AII 강세-약세전망 Spread는 -43.2%p에서 -19.1%p로 회복. 극도의 공포구간에서 벗어남
- CNN Money에서 제공하는 Fear & Greed Index는 Greed 국면으로 전환
- 10월 한 달 동안 금융시장 안정, 주식시장 반등으로 투자심리는 중립수준을 넘어 탐욕 구간으로 이동 중
- 투자심리에 근거한 반등시도는 정점에 근접하고 있음을 시사

자료: AII, Bloomberg, 대신증권 Research Center

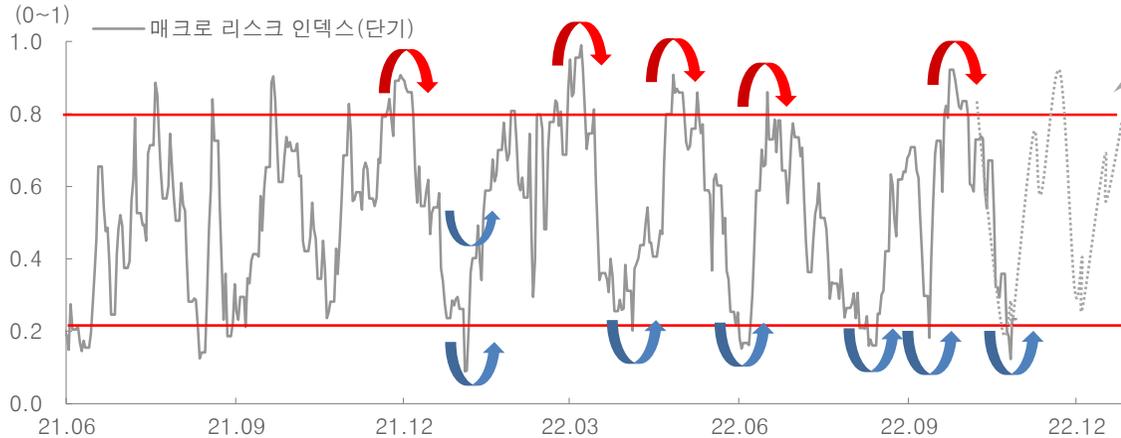
Fear & Greed Index는 Extreme Fear에서 Greed 권역으로 이동. 22년 고점을 향해 가는 중



자료: CNN Money, 대신증권 Research Center

[투자심리] 리스크, 변동성 지표, 단기 하향안정 국면 진입

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



자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

VIX도 수렴패턴 상단에서 하락반전. 변동성 완화국면도 절반 이상 지나



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 매크로 리스크 인덱스도 단기 변곡점에 도달. 단기 매크로 리스크 인덱스는 0.12 도달 이후 반등국면 진입
- 통상적으로 단기 매크로 리스크 인덱스가 0.2을 넘어선 뒤에는 단기 리스크 민감도 확대 국면으로 진입, 증시는 하락반전
- 변동성 지수인 VIX도 수렴패턴의 하단에 근접. 반등시도가 좀 더 이어지더라도 추가적인 하락, 레벨다운보다는 상승반전 가능성이 높다고 생각
- 동시 다발적으로 다수의 투자심리, 리스크, 변동성 지표들이 중요 분기점, 지지선, 저항선에 도달
- 기술적 반등, Dead Cat Bounce의 마무리 국면에 진입해 있음을 시사
- 작은 심리적인 변화, 악재 돌출만으로도 글로벌 금융시장의 중장기 하락추세 재개될 전망

주요국 외환시장 개입. 과도한 흐름의 되돌림 & 임계치 임박(?)

Strategist 이경민

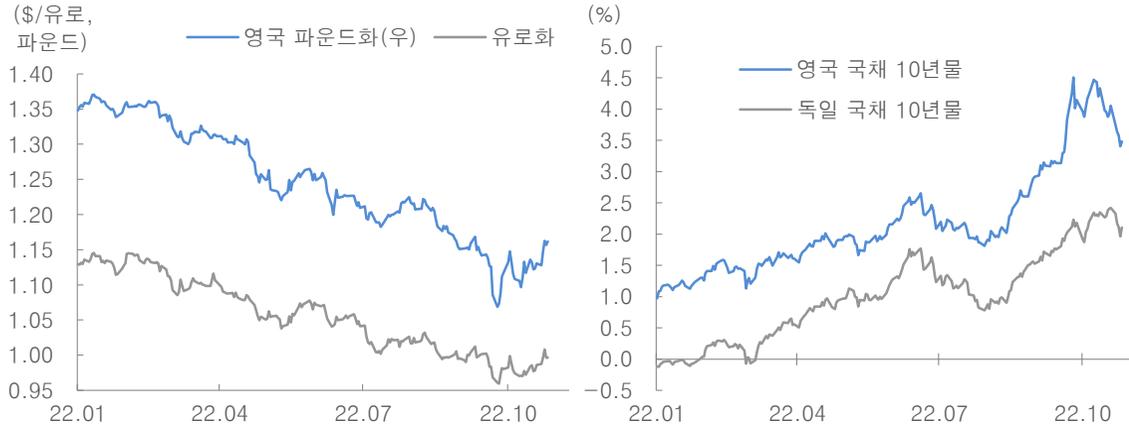
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, JR 김정윤

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

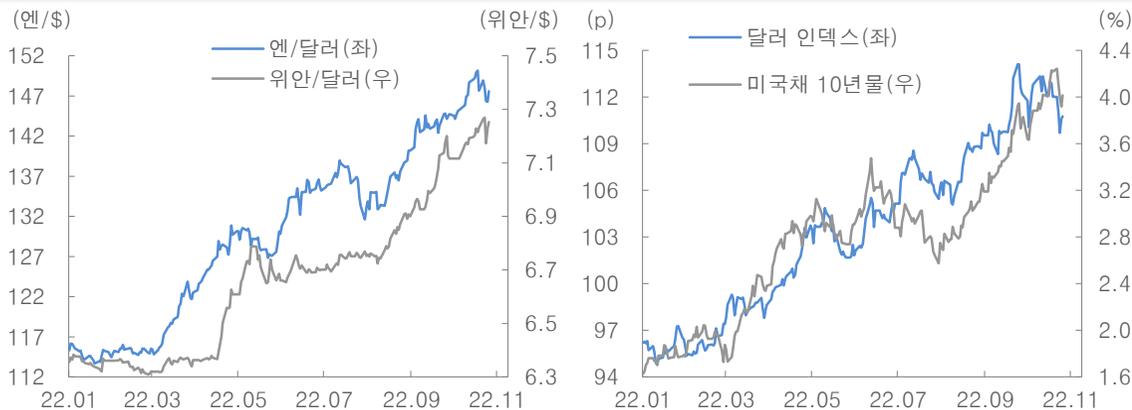
[주요국 변동성 안정화 노력] 영국 감세안 철회, 일본의 외환시장 개입. 근본적인 해결일까?

영국 재무부 장관 해임, 감세안 철회 결정. 영국 금융시장 안정의 나비효과



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

일본의 외환시장 개입, 중국 투기세력 경고. 달러, 미국채 급등세 진정

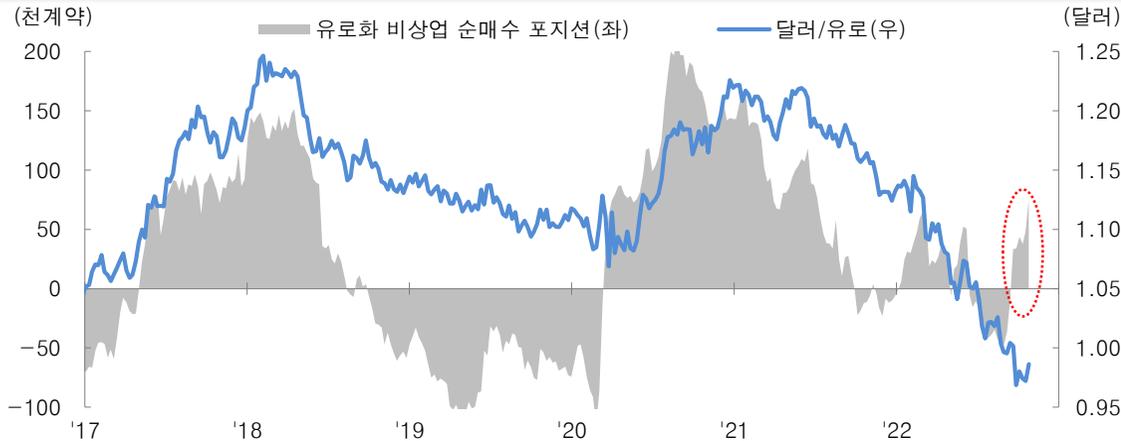


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 주요국 정부, 중앙은행에서 채권시장, 외환시장에서 나타나고 있는 급격한 변동성을 제어하기 위한 조치들 가시화
- 일본은 외환시장에 개입했고, 중국은 환투기세력에 경고를 보내고 있음. 한국도 외환 개입과 함께 증시안정펀드 집행을 준비 중
- 9월 후반부 채권금리, 달러 폭등, 파운드화, 유로화, 증시 폭락의 중요 역할을 했던 영국도 영란은행을 통해 무제한 자산매입 결정한데 이어 감세안 철회, 재무부 장관 해임 등을 결정, 금융시장 안정의 또 다른 변수가 되고 있음
- 극단적인 공포심리로 몰고간 고강도 금리인상에 대한 우려가 다소 진정 양상을 보이는 가운데 금융시장 변동성 완화가 투자심리 회복에 긍정적인 역할을 해 온 것은 사실
- 그러나 이러한 조치들이 궁극적인 해결 방안은 아님. 긴축 기조, 경기 둔화/약화 흐름을 바꾸지는 못하기 때문
- 오히려 현재 글로벌 금융시장의 취약함을 보여주는 한편, 각국 정부, 중앙은행들이 체감하는 한계치에 근접하고 있음을 시사

[외환시장 변화] 투기적 순매수, 달러화 매수 규모 축소, 유로화는 매수 전환

유로화 급락, 과도한 흐름이라 생각한 투기세력은 유로화 순매수 포지션 구축



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

달러 강세는 지속되고 있지만, 투기적 포지션은 축소 중



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 주요국 정부와 중앙은행들의 좌충우돌 행보에 글로벌 금융시장은 다소 극단적인 변동성 확대 양상을 보였고, 레벨과 수준 또한 과격한 수준까지 몰아 넣음
- 단기적으로 외환, 채권 시장에서 가격지표가 Over/UnderShooting 국면에 진입하면서 투기적 세력의 변화 가시화
- 달러화 투기적 포지션 매수규모는 6월 4천 5백만 계약 순매수를 기록한 이후 축소 중. 10월 마지막주에는 3천만 계약으로 순매수 규모 레벨다운
- 반면 유로화 포지션은 9월 둘째주까지 매도 우위였지만, 9월 셋째주부터 순매수 전환, 10월 마지막주에는 순매수 규모가 확대되며 7,490만 계약 매수 우위 기록 중
- 평균 수준을 넘어선 가격, 예상 범위를 넘어선 변동성 확대가 지속되는 상황에서 주요국들의 금융시장 안정화 조치에 대한 글로벌 유동성 반응이 나타나고 있다는 판단

[숨고르기 국면] 미국 달러화 진정한 나비효과 기대. 1) 원/달러 환율 안정

달러 인덱스, 단기 하락추세대 형성(일간차트)



자료: 대신증권 Research Center

원/달러 환율도 단기 숨고르기 국면 진행 중(일간차트)



자료: 대신증권 Research Center

- 달러 인덱스, 원/달러 환율 모두 과도한 상승이라고도 볼 수 있지만, 이 과정을 통해 상승추세가 더욱 견고해지고, 강해졌다고 볼 수 있음
- 다만, 상승추세가 견고해졌지만, 최근 단기 급등, OverShooting 과정을 통해 장기 상승추세대 상단에 도달
- 단기 숨고르기 국면, 되돌림 과정이 진행 중
- 달러 인덱스는 1차적으로 109p, 2차적으로는 105p 지지력 테스트 예상
- 원/달러 환율은 1차적으로 1,390원, 2차적으로 1,350원 지지력 테스트 예상
- 중요 지지선에서 지지력을 확보한 이후에는 다시 중장기 상승추세를 재개해 나갈 전망. 이 경우 직전 고점을 넘어설 것
- 단기적으로는 달러화 숨고르기 국면이 그동안 억눌렸던 증시의 기술적 반등 동력이 될 수 있겠지만, 중장기적으로는 주식비중 축소, 달러 비중 확대의 기회가 될 것

[숨고르기 국면] 미국 달러화 진정시 나비효과 기대. 2) 외국인 수급 회복

원화 약세 강도 2020년 이후 최고치에서 급락 반전. 외국인 연속 순매수



자료: Bloomberg, FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 투자자, 선물을 다시 중립... 현물은 연속 순매수 진행 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 달러와 원/달러 환율이 쉬어가는 동안 국내 증시 KOSPI에서는 외국인 수급 개선 가시화
- 최근 원/달러 환율의 급등세로 달러대비 원화 약세 강도가 2020년 이후 최고치까지 상승. 그럼에도 불구하고 외국인은 9월말 이후 3.47조원 순매수
- 달러 강세 진정, 채권금리 하락반전에 이어 중국 시진핑 3기 출범 이후 홍콩, 대만 증시에 대한 불안감의 반작용으로 판단
- 홍콩, 대만에서 빠져나온 자금이 일부 한국으로 이동하고 있다는 생각. 하지만, 추세적인 순매수인지는 확신하기 어려움
- 현물 수급의 변화를 선행하는 외국인 선물 매매패턴에서는 7월, 8월대비 소폭 매도 우위
- 한편, 외국인은 7월 이후 매수 우위를 이어가고 있음. 이 과정에서 순매수로 인한 반등 탄력은 제한적인데 반해 순매도로 인한 증시 충격은 큰 패턴 전개
- KOSPI 수급의 매수주체 부재가 외국인 매매의 영향력을 키우는 한편, KOSPI 하락압력 확대로 이어지는 양상

미국 중간선거 : 상원 의석수 중요. 단기 등락은 있어도 추세 영향력은 제한

Strategist 이경민

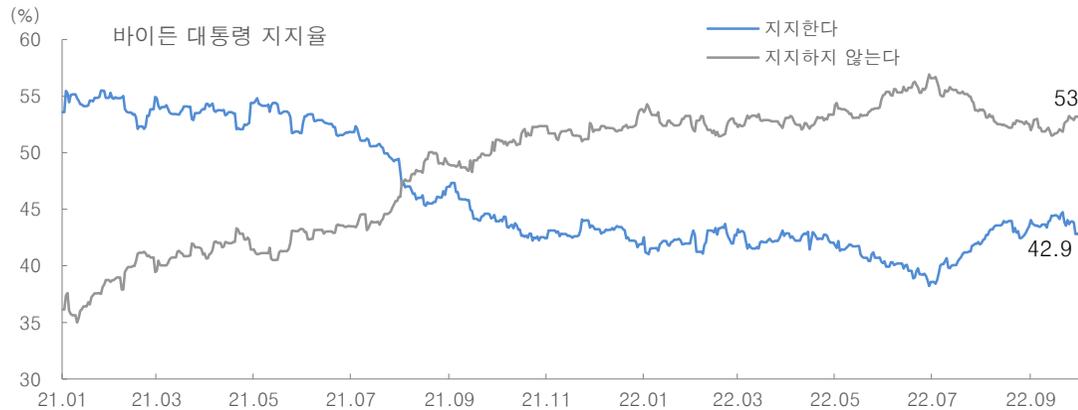
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, JR 김정윤

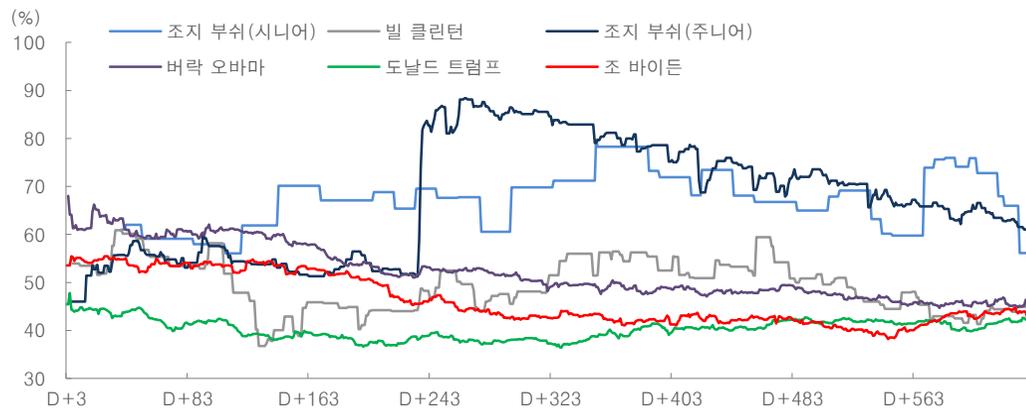
02) 769-3496 / jungyoon.kim@daishin.com

[판세 분석] 공화당으로 기울어지는 판세

11월 중간선거 앞두고 다시 하락하는 바이든 대통령 지지율



취임 이후 대통령 지지율. 바이든 지지율은 현재 트럼프와 동일



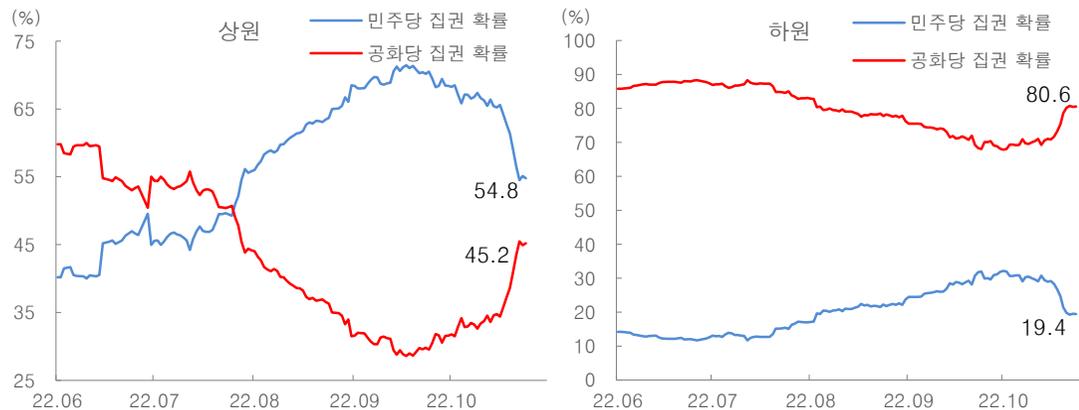
- 취임 이후 바이든 대통령 지지율은 하락 추세 지속. 작년 8월 기점으로 지지 여부 비율 역전
- 올해 7월 들어서 지지율이 반등에 나서기도 했으나 중간선거를 목전 앞에 두고 다시 하락해 현재 지지율은 42.9%
- 부시(시니어) 前 대통령부터 바이든까지 각 대통령들의 취임 이후 지지율 추이를 보면 현재 바이든 지지율은 트럼프 대통령(43.1%)보다 낮은 수준
- 선거 직전에 지지율 부진은 현재 집권당인 민주당에 큰 압박으로 다가올 것이며 판세는 공화당으로 기울어지고 있는 상황

[판세 분석] 의회 투표 컨센서스: 상원은 민주당 유지. 하원은 공화당이 탈환 예상

의회 투표 선호 정당 여론조사. 치열한 경쟁 속에 공화당이 다시 우위



하원 공화당 집권 전망. 중간선거 눈앞에 두고 상원 집권 확률도 급격하게 상승 중



- 의회 투표 정당 지지율 추이를 보면 민주당 10월 중순에 고점(45.8%) 기록 후 현재 44.5%까지 하락. 반면, 공화당은 45%를 넘어서며 정당 지지율 역전 발생
- 공화당의 하원 집권 확률은 현재 80.6%로 민주당의 19.4%를 압도
- 상원의 경우 9월말까지 공화당 집권 확률이 크게 부진. 그러나 최근 급반등세를 기록. 민주당과 공화당의 격차는 40.1%p에서 현재 9.5%p까지 큰 폭 축소
- 대통령 지지율이 부진하는 상황에서 상원에서 공화당의 집권 확률이 급등하면서 공화당이 의회를 장악할 가능성도 배제할 수는 없는 상황

[판세 분석] 의회 투표 컨센서스: 상원은 민주당 유지. 하원은 공화당이 탈환 예상

주요 정치 여론조사 집계 기관 의회 투표 컨센서스

기관	상원			기관	하원		
	민주당 우세	공화당 우세	경합		민주당 우세	공화당 우세	경합
Politico Forecast	48	48	4	Politico Forecast	196	211	28
Real Clear Politics	46	47	7	Real Clear Politics	175	225	35
FiveThirtyEight	50	50		FiveThirtyEight	217	218	
270 to Win	49	49	2	270 to Win	206	218	11

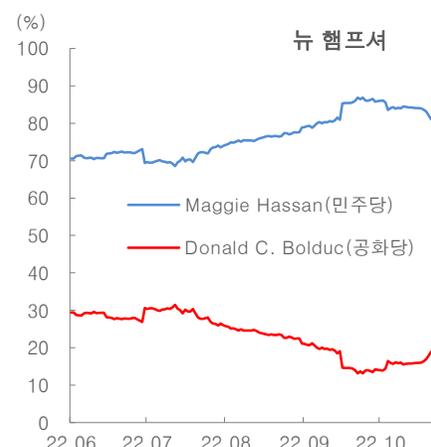
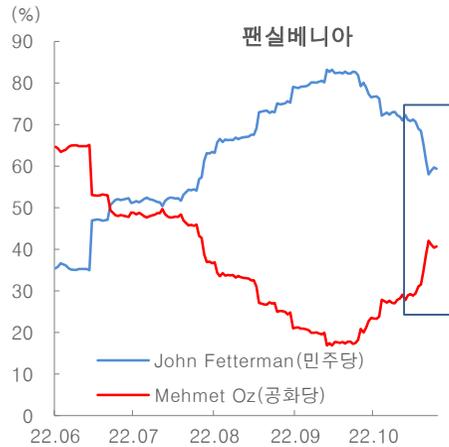
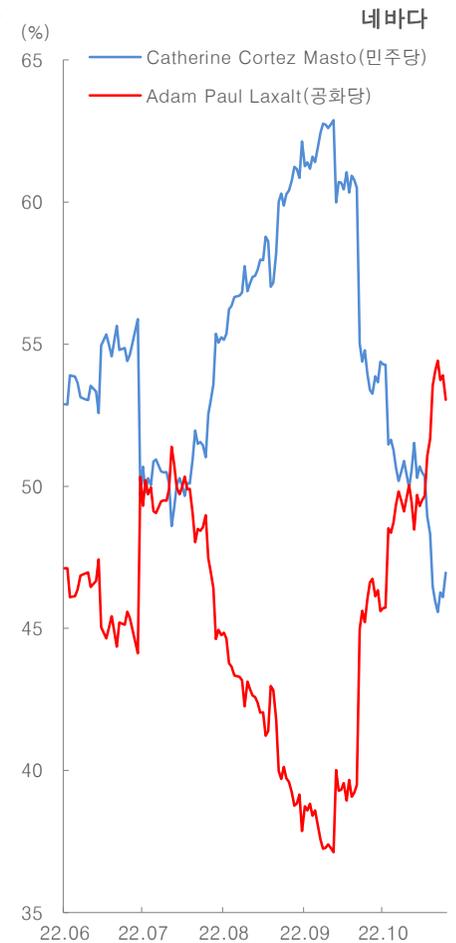
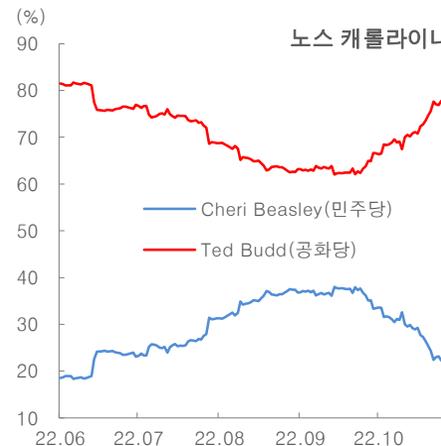
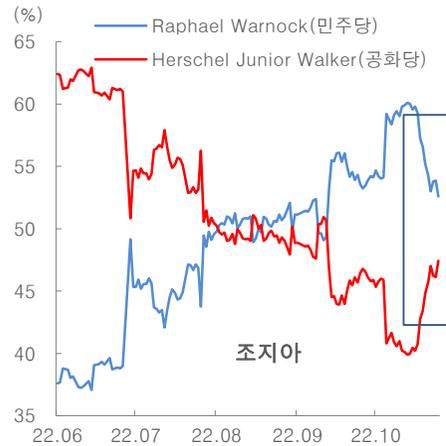
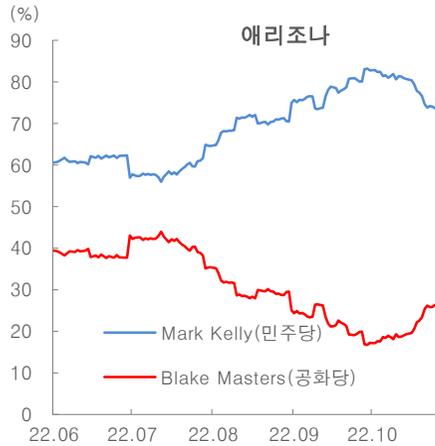
상원 투표: 주요 경합지역 정당 후보별 당선 확률

경합지역	후보	당선 확률	당선 유력 정당
애리조나	Mark Kelly(민주당)	73.7	민주당
	Blake Masters(공화당)	26.3	
펜실베이니아	John Fetterman(민주당)	59.3	민주당
	Mehmet Oz(공화당)	40.7	
조지아	Raphael Warnock(민주당)	52.6	민주당
	Herschel Junior Walker(공화당)	47.4	
위스콘신	Mandela Barnes(민주당)	24.3	공화당
	Ron Johnson(공화당)	75.7	
네바다	Catherine Cortez Masto(민주당)	47.0	공화당
	Adam Paul Laxalt(공화당)	53.0	
뉴 햄프셔	Maggie Hassan(민주당)	77.6	민주당
	Donald C. Bolduc(공화당)	22.4	
노스 캐롤라이나	Cheri Beasley(민주당)	22.3	공화당
	Ted Budd(공화당)	77.8	

- 주요 정치 여론조사 집계 기관 수치에 따르면 금번 중간선거 컨센서스는 민주당이 상원 유지, 하원은 공화당이 탈환 예상
- 상원은 특히 의석수 경쟁이 치열. 예상 의석수는 민주당-공화당이 거의 동일할 것으로 예상되고 있음. 이 경우 부통령이 상원 의장으로서 민주당이 상원을 장악
- 상원 투표의 경우 주요 경합지역으로 애리조나, 펜실베이니아, 조지아, 위스콘신, 네바다, 뉴 햄프셔, 노스 캐롤라이나 포함
- 현재 당선 확률 기준으로만 보면 7 지역 중 민주당 당선 예상 지역은 4곳, 공화당은 3곳
- 다만, 주목할 곳은 펜실베이니아와 조지아. 해당 지역에서 공화당 후보들이 10월 들어 당선확률이 급반등세를 보이며 민주당의 당선을 장담할 수 없는 상황

[판세 분석] 경합지역 공화당 후보들의 약진

공화당 후보 당선 확률 약진: 네바다 역전. 팬실베니아, 조지아에서도 민주당과 격차 급격하게 좁히는 과정



[판세 분석] 중간선거 역사: 대통령 정당 의석수 감소 경향

1962년 중간선거 이후 상/하원 집권 정당 변화

중간선거	대통령	대통령 정당	상원		하원		중간선거 전 집권당	
			공화당	민주당	공화당	민주당	상원	하원
1962년	케네디	민주당	32(-)	68(+4)	176(+1)	258(-4)		
1966년	존슨	민주당	36(+3)	64(-3)	187(+47)	248(-47)		
1970년	닉슨	공화당	44(+1)	54(-3)	180(-12)	255(+12)		
1974년	포드	공화당	37(-)	61(+4)	144(-48)	291(+49)		
1978년	카터	민주당	41(+3)	58(-3)	157(+14)	277(-15)		
1982년	레이건	공화당	54(-)	46(+1)	165(-26)	269(+26)		
1986년	레이건	공화당	45(-)	55(+8)	177(-4)	258(+5)		
1990년	부쉬(시니어)	공화당	44(-)	56(+1)	167(-8)	267(+7)		
1994년	클린턴	민주당	52(+8)	48(-8)	230(+54)	204(-54)		
1998년	클린턴	민주당	55(-)	45(-)	223(-4)	211(+5)		
2002년	부쉬(주니어)	공화당	51(+2)	48(-1)	229(+8)	205(-7)		
2006년	부쉬(주니어)	공화당	49(-)	49(+5)	202(-30)	233(+31)		
2010년	오바마	민주당	47(+6)	51(-6)	242(+63)	193(-63)		
2014년	오바마	민주당	54(+9)	44(-9)	247(+13)	188(-13)		
2018년	트럼프	공화당	53(+2)	45(-2)	199(-42)	235(+41)		

1962년 이후 대통령 정당에서 평균 의석수 25~26개 감소(상/하원 합계)

중간선거	대통령	대통령 정당	대통령 정당 기준 의석수 증감	
			상원	하원
1962년	케네디	민주당	4	-4
1966년	존슨	민주당	-3	-47
1970년	닉슨	공화당	1	-12
1974년	포드	공화당	-4	-48
1978년	카터	민주당	-3	-15
1982년	레이건	공화당	0	-26
1986년	레이건	공화당	-8	-4
1990년	부쉬(시니어)	공화당	-1	-8
1994년	클린턴	민주당	-8	-54
1998년	클린턴	민주당	0	5
2002년	부쉬(주니어)	공화당	2	8
2006년	부쉬(주니어)	공화당	-6	-30
2010년	오바마	민주당	-6	-63
2014년	오바마	민주당	-9	-13
2018년	트럼프	공화당	2	-42
평균			-2.6	-23.5

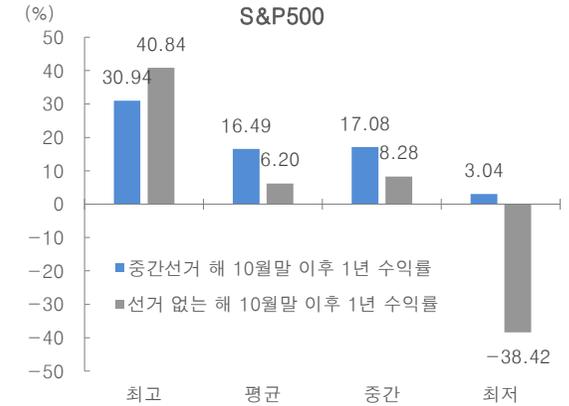
- 과거 중간선거에서 공화당이 하원을 탈환한 선거는 1994년, 2010년
- 현재 컨센서스와 같이 상원-민주당, 하원-공화당 시나리오는 2010년 중간선거와 동일. 당시 민주당은 하원에서 63석, 상원에서 6석 잃음
- 1994년의 경우 공화당이 상하원을 모두 장악. 당시 대통령 정당인 민주당은 하원 54석, 상원 8석 잃음
- 1962년~2018년 중간선거를 봤을 때 대통령 정당에서 평균적으로 25~26개 의석수가 감소(상/하원 합계)

[증시 영향 분석] 중간선거가 증시 상승으로 이어지는 것이 사실일까?

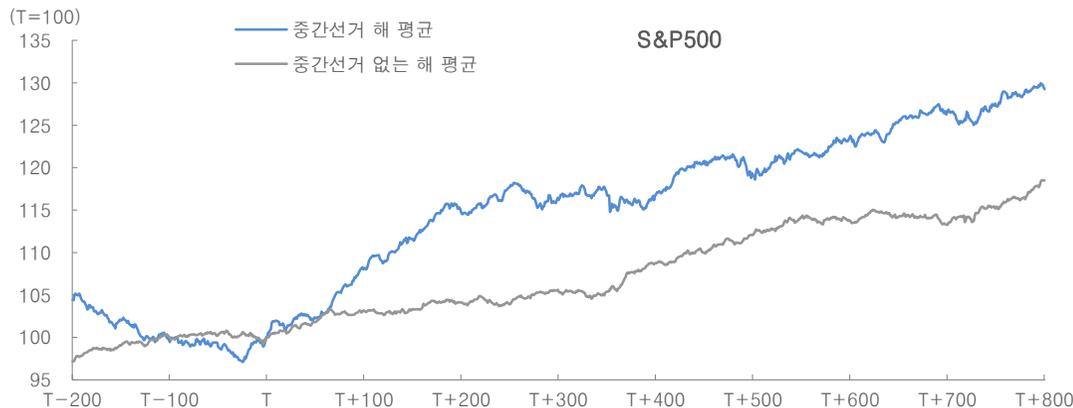
중간선거 해 10월 말 이후 S&P500년 1년 수익률 평균 16.5%

S&P500 수익률	중간선거 해				중간선거 없는 해			
	평균	중간	최고	최저	평균	중간	최고	최저
-3M	-0.64	-2.43	15.62	-19.91	0.15	-1.5	30.1	-7.76
-2M	-0.87	-0.73	11.3	-12.87	0.52	-1.27	32.42	-7.55
-1M	-2.32	-3.26	10.08	-14.22	0.13	-0.8	27.82	-9.72
+1M	2.38	1.79	10.16	-5.32	1.41	2.47	11.27	-11.39
+2M	2.86	3.09	13.03	-9.12	2.85	3.82	13.98	-9.93
+3M	7.07	7.9	17.18	-2.65	2.68	3.86	15.82	-12.76
+6M	14.88	15.89	25.85	3.62	4.16	4.38	27.93	-16.89
+12M	16.49	17.08	30.94	3.04	6.20	8.28	40.84	-38.42
+24M	25.26	27.6	50.14	-30.76	14.67	17.95	55.78	-38.03

1년 수익률 최고/평균/중간/최저 비교



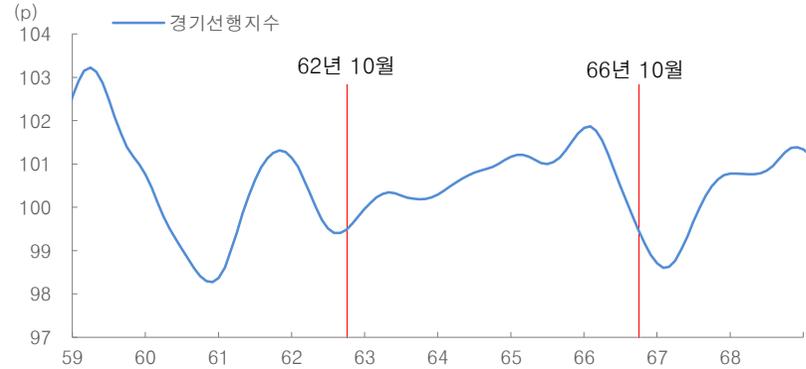
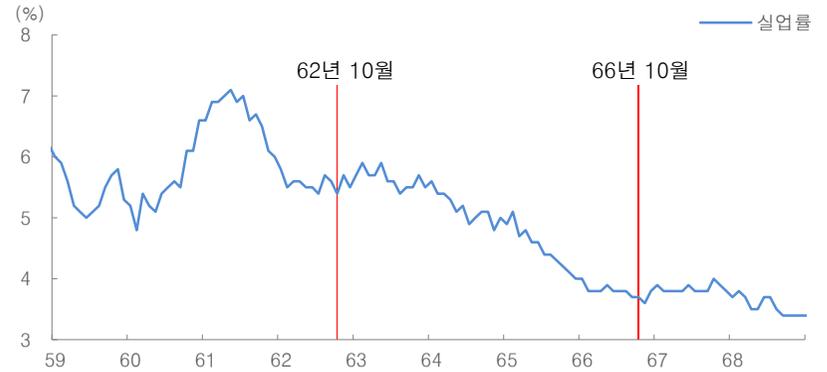
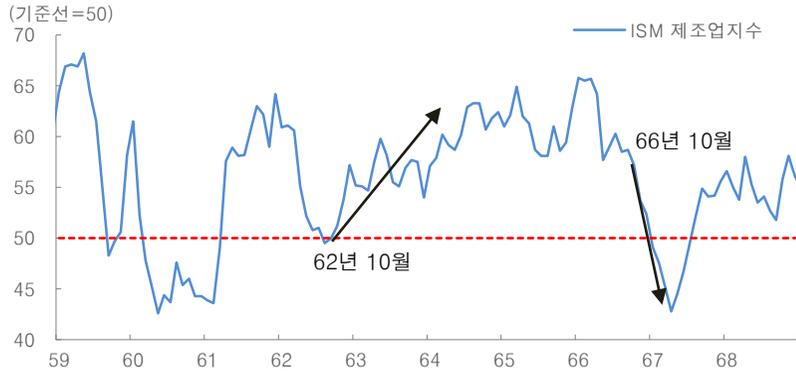
중간선거 해 10월 말 이후 VS 선거 없는 해 10월말 이후 S&P500 추이



- 중간선거가 있었던 해의 10월 말 이후 1년 평균 S&P500 수익률은 16.5%로 중간선거 없는 해 평균 6.2% 대비 약 10% 가까이 Outperform
- 중간값 기준으로 중간선거 있는 해가 1년 평균 17.08%로 없는 해 대비 약 9%p 높은 것으로 나타남
- 그러나 단순히 이러한 평균 수치로는 이러한 수익률은 기대하기에는 제한적
- 당시 펀더멘털과 현재의 차이점이 존재하기 때문

[증시 영향 분석] 1962년, 1966년 사례. 그때와 현재의 펀더멘털은 다르다

1962년 중간선거 당시 미국 경기 저점 통과 시점. 1966년 당시에는 저점 통과 직전

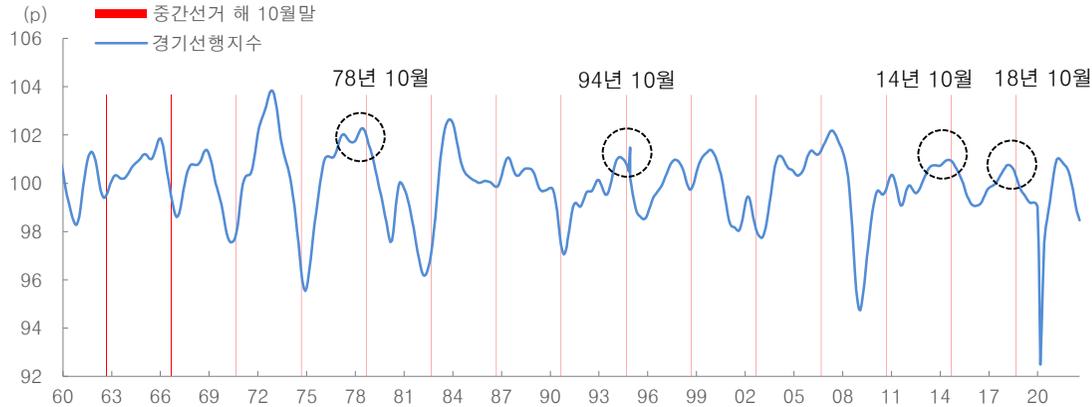


자료: ISM, 미국 노동부, OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

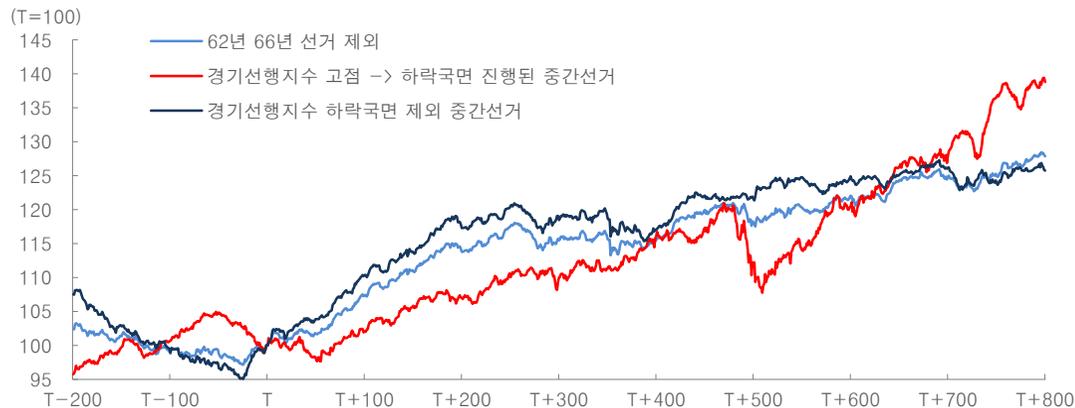
중간선거 이후 1년 최고 수익률을 기록한 1962년과 중간 수익률 기록한 1966년 당시의 경제상황을 보면 현재와 상당 점이 다름. 62년은 경기침체에서 벗어나며 ISM제조업지수가 크게 확장. 실업률과 물가 또한 안정적인 흐름 보임. 66년의 경우 경기 저점 통과 직전 시점. 소비자물가 상승률도 당시 10월 고점에서 급격하게 하락. 그러나, 현재 경기 상황은 정반대의 모습. 소비자물가 레벨은 여전히 크게 부담스러운 수준이고 아직 경기 저점 시점도 가능하기 어려운 상황. 앞서 언급된 중간선거 해 이후 수익률에 대한 눈높이를 낮춰야 하는 이유는 펀더멘털의 차이 때문

[증시 영향 분석] 선거보다는 펀더멘털에 주목하자

대부분의 중간선거는 경기선행지수 회복/확장 국면에서 진행



경기하락국면 전개된 중간선거에서 지수 평균 추이가 가장 부진



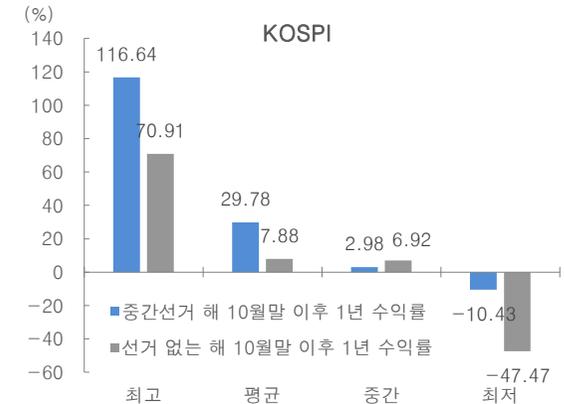
- 중간선거 해 이후 증시 수익률이 견조한 것은 역대 중간선거들은 대부분 경기 회복/확장국면에서 이루어졌다는 점 때문 이라고 판단
- 현재와 같이 경기선행지수가 하락국면 전개되었던 78년, 94년, 14년, 18년 중간 선거 당시 추이를 보면 10월 말 이후 1년 평균 수익률은 11.87%로 전체 중간선거 평균 16.5%대비 거의 5% 가량 Underperform, 펀더멘털 악화가 증시 수익률 추이에 영향을 미친 것
- 반대로, 경기 하강국면을 제외할 경우 평균 수익률은 18.17%로 증가
- 결국 증시 추이를 가능하는데 있어 중간 선거라는 단기 이슈보다는 펀더멘털에 초점을 맞춰야 한다고 판단

[증시 영향 분석] 3저 호황, 외국인투자 전면 개방에 가려진 진실

중간선거 해 10월 말 이후 KOSPI 1년 수익률 평균 29.8%

KOSPI 수익률	중간선거 해				중간선거 없는 해			
	평균	중간	최고	최저	평균	중간	최고	최저
-3M	0.13	2.49	12.69	-16.11	4.52	-0.38	55.15	-16.97
-2M	-0.93	1.07	14.45	-19.39	2.55	-1.66	44.91	-9.51
-1M	-1.59	-0.30	15.23	-19.35	1.93	0.605	36.99	-15.78
+1M	5.21	3.50	18.43	-2.82	1.78	0.475	19.72	-13.37
+2M	6.81	2.99	46.19	-7.08	4.34	2.69	28.99	-20.07
+3M	5.57	-0.40	48.53	-16.29	6.52	4.36	43.92	-20.68
+6M	17.32	9.14	105.34	-18.87	8.02	5.83	55.91	-19.42
+12M	29.78	2.98	116.64	-10.43	7.88	6.92	70.91	-47.47
+24M	23.03	6.58	207.99	-31.52	29.39	19.055	261.31	-51.01

1년 수익률 최고/평균/중간/최저 비교



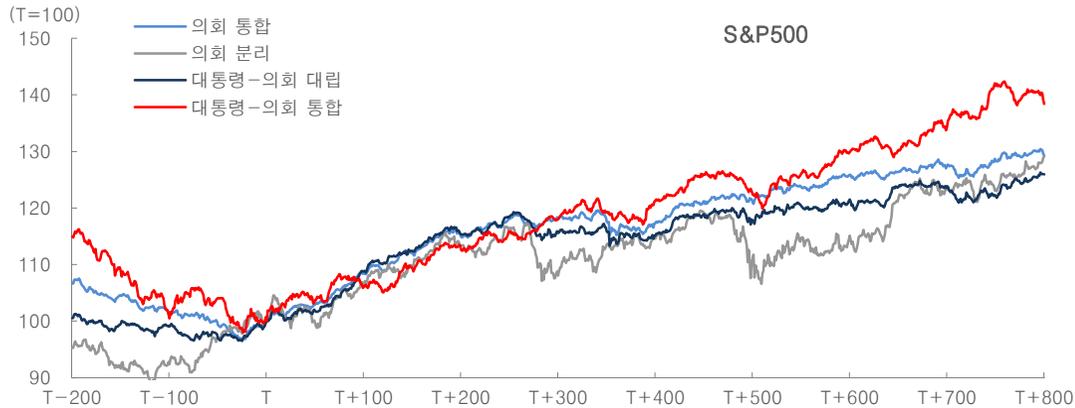
중간선거 해 10월 말 이후 VS 선거 없는 해 10월말 이후 KOSPI 추이



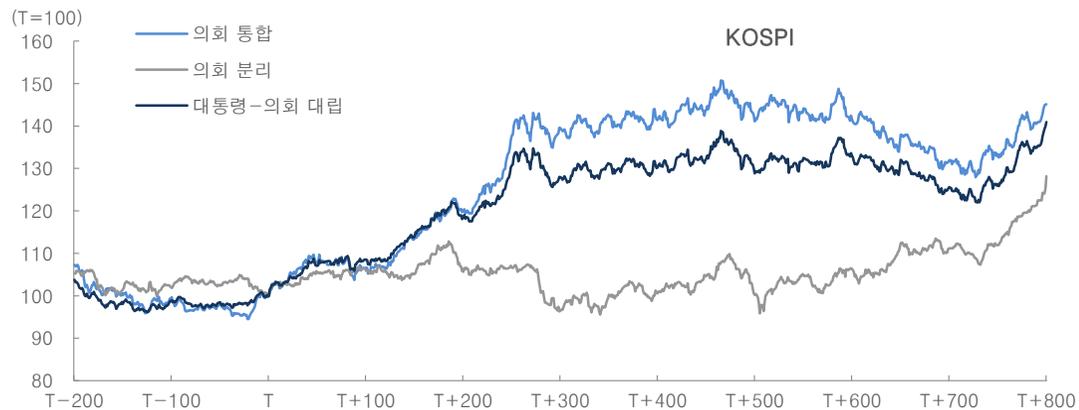
- KOSPI의 경우 중간선거 있는 해의 1년 평균 수익률은 29.78%로 선거가 없는 해 (7.88%)대비 월등히 높음. 그러나 86년 이후, 그리고 98년 이후 KOSPI의 상승은 중간선거 영향으로 해석하기에 무리
- 86년은 한국의 중화학공업 발전 및 3저 호황(저달러, 저유가, 저금리)에 따른 경제성장, 98년은 외국인 투자 전면개방으로 증시 레벨업
- 오히려 86년, 98년 중간선거 해를 제외하면 KOSPI 평균 추이는 중간선거 없는 해 대비 매우 저조

[증시 영향 분석] 시장은 통합을 원한다

대통령-의회 구도에 따른 S&P500 추이



대통령-의회 구도에 따른 KOSPI 추이



- 중간선거가 있는 해 10월말(T)를 기점으로 대통령-의회가 통합될 경우 증시는 1년이 지나가면서 상대적으로 강세 뚜렷
- 그 다음으로 지수 상승 추이가 평균적으로 좋았던 사례는 대통령 정당 상관없이 의회가 통합되는 것
- 의회가 분리되는 사례에서 평균적으로 지수가 가장 부진
- KOSPI에 적용할 수 있는 대통령-의회 통합 사례가 2002년 뿐이라서 이를 제외하면 가장 추이가 좋았던 사례는 S&P500과 마찬가지로 의회가 통합되는 사례
- 의회가 분리되었을 경우 중간선거 이후 약 4개월 이후부터 추이가 뚜렷하게 저조한 모습

[정치적 성향] 민주당과 공화당의 대립은 에너지에서 첨예. 우크라이나, 대중 정책도 관심

에너지 정책에 있어서 민주당은 태양광, 풍력을, 공화당은 수력을 지지

구분	민주당	공화당
정치 성향	진보	보수
정책 방향성	소비자 보호를 위한 적극적인 정부 규제 지지	시장주의에 근거하여 정부 규제 최소화
초당적 법안	미국 경쟁법(The America COMPETES Act) 미국 혁신법(U.S. Innovation And Competition Act of 2021) 미국경쟁법안(ACA: The America COMPETES Act) 첨단기술 육성법안(Endless Frontier Act)	
대중정책	중국 견제 필요 '차이나하우스' 설립 계획	중국 견제 필요 '차이나하우스' 설립 반대
생산/제조	메이드인 아메리카(자체 생산) 선호	필요 시 일부 외부 생산/조달 허용
외교	미국 우선주 속에 리더십 회복	원-원을 위한 상호 정책 필요
우크라이나	추가 지원 필요	회의적. 미국 경제 회복이 우선
기후 변화	적극적 대응	최우선 과제는 아님
에너지	친환경 투자 확대	전통 에너지 기업에 우호적
의료 시설	의료 서비스 접근성 확대	의료 보장 확대 반대
수혜 업종	친환경 에너지, 배터리 제조사, 의료 시설/보험, 방산, 인프라 등	전통 에너지, 제약사, 대형 플랫폼, 소비재, 인프라 등

- 다양한 어젠다가 제시되는 대통령 선거와 달리 중간선거는 업종별 수혜주 찾기에 한계 존재
- 다만, 이번 선거는 에너지 정책에 주목. 글로벌 기후 환경 대응, 우크라이나 지정학 위기 등으로 에너지 안보 경각심 확대. 공화당과 민주당이 대척점에 있는 대표적인 이슈
- 민주당은 친환경 에너지를, 공화당은 석탄/화석 연료 등 전통 에너지를 선호
- 지난 6월 공화당은 11월 중간선거에서 승리할 경우, 1) 화석 연료/천연가스(LNG 등) 수출 확대, 2) 원자력 에너지 혁신/효율화 지원, 3) 수력 발전을 장려하는 내용 등을 담은 에너지 정책을 추진하겠다고 발표
- 두 정당 모두 원자력과 천연가스에는 동의. 재생 에너지 관련해서 공화당은 수력 발전, 민주당은 태양광과 풍력 발전 지지
- 상원에서도 공화당 승리시 태양광, 풍력 등 친환경 에너지 업종의 단기 가격 조정, 수력 관련주 강세 가능

G20 정상회의, 정치적 리스크 완화 기대. 하지만, 시진핑 3기 구축 이후를 생각할 때

Strategist 이경민

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

Strategist, JR 김정윤

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

G20 정상회담에서 우크라이나 – 러시아 갈등 완화, 미중 정상회담 개최 기대감 확대

G20에서 주목할 이슈는 푸틴 참석, 미중 정상회담 여부

2022년 G20 슬로건: 함께하는 회복, 더 강한 회복
(Recover Together, Recover Stronger)

- 주요 의제로는 글로벌 보건, 지속성장 가능 에너지 전환, 디지털 전환

- 9월 27~29일에 진행된 제3차 G20 세르파* 회의에서는 지정학적 갈등 하에서도 팬데믹, 기후변화, 식량, 에너지 안보 등 위기에 맞서 G20이 더욱 긴밀하게 연대하고 단합해야한다는 점에 동의

- 10월 12~13일에 진행된 제4차 G20 재무장관·중앙은행총재 회의에서는 세계 경제 악화 원인으로 러시아의 우크라이나 침공 명시 여부에 대한 대립으로 합의문 채택 불발



최근 발언에서 미중 정상회담 성사 가능성은 존재

기대 변수	최근 주요 인사 발언
푸틴 대통령 참석 여부	<ul style="list-style-type: none"> - 라브로프 러시아 외무장관: 바이든 대통령과의 정상회담 제안이 온다면 고려할 것 - 푸틴 대통령: G20 참석을 결정하지 않았다 - 크렘린궁: G20까지 시간이 남았다, 기다리면 알게 될 것 - 바이든 대통령: 푸틴을 대면해서 앉아야 있을 이유를 찾지 못했다
미중 정상회담 여부	<ul style="list-style-type: none"> - 시진핑 주석: 미중 관계 전국위원회 서신에서 '중국과 미국이 대국으로서 소통과 협력을 강화하는 것은 세계 안정성과 확실성을 높이고 세계 평화와 발전을 추동하는 데 도움이 될 것. 중미가 올바르게 공존할 길을 찾도록 노력하길 바란다' - 커버 백악관 전략소통조정관: 미국은 소통선을 열어둘 것이고 G20 회의에서 가능 미중 회의를 내부적으로 검토 - 바이든 대통령: 만약 시진핑 주석이 온다면 만날 것으로 확신한다. (중국과) 치열한 경쟁을 추구하고 있으나 그것이 분쟁일 필요는 없다

- 11월 15~16일 인도네시아 발리에서 G20 개최 예정. 회의에서 다룰 의제는 글로벌 보건, 지속성장 가능 에너지 전환, 디지털 전환 등 포함
- 하지만 이보다 시장 이목이 집중되는 사항은 푸틴 대통령의 참석 및 미중 정상회담 성사 여부
- 최근 미국, 중국 주요 인사 발언을 봤을 때 이전보다 강경한 발언들이 줄어들었다는 점에서 G20 회의에서 미중 정상회담 성사 가능성은 높아지고 있는 상황
- 푸틴 대통령의 참석 여부는 여전히 미궁 속이지만 다만 미중 정상회담 성사 가능성이 높아지고 있는 상황에서 푸틴 대통령까지 참석할 경우 우크라이나 사태 및 미중 갈등 완화 기대감 유입될 가능성 존재

근본적인 문제 1) 對러시아 제재

올해 주요 對러시아 제재 사항

시기	국가	내용
2월	미국	- 미국인의 반군 점령지로의 신규투자 금지
		- 점령 관련 제재 대상자 미국 내 자산 동결
		- 러시아 은행(VEB, Promsvyaznank) 제재대상 지정, 미국 금융기관의 러시아 연방 중앙은행, 러시아 연방 국부기금, 러시아 연방 재무부 국채 거래 제재 통해 자금조달 차단
	유럽	- 독일: 노드스트림2 가스관나 사업 중단
	일본	- 우크라이나 동부 지역 독립 인정 관계자에 비자 발급 중단, 자산 동결, 수출입 제한
	영국	- 러시아 은행 5곳과 부유층에 대한 자산동결 등 제재
3월	미국	- 對러시아 전략물자 수출 통제: 미국산 또는 미국 기술을 사용하는 반도체, 통신기기 등 첨단제품을 러시아와 러시아군에 수출 제한, 미국의 전략물자에 포함되는 소프트웨어 및 기술을 이용해서 외국에서 생산한 제품도 러시아 수출 금지
		- 對러시아 산업 제재를 원유 정제 산업에 대한 제재까지 확대
		- 러시아 방산기업 48개, 연방 의회 하원 의원들을 제재 대상에 추가
		- 對벨라루스 수출 통제: 對러시아 수출통제 내용을 벨라루스에 적용
	유럽	- 러시아 은행 7개 및 각 자회사에 대한 특별금융서비스 제공 금지
	- 러시아직접투자펀드가 자금 지원하는 프로젝트에 대한 투자, 참가, 기여 금지	
	- 러시아 에너지 부문 신규 투자 금지	
	- 수출통제: 무기 수출입, 석유 정제, 항공/우주, 해상/항해 품목 수출 금지, 철/철강 수출입 제한	
	일본	- 對러시아 사치품 수출통제
4월	미국/EU/G7	- 러시아 금융기관, 국유기업, 주요 정부 관리 및 인사 금융제재 강화
		- 러시아가 미국 관할권 내 자금 사용하여 부채 상환 금지
	일본	- 러시아로부터 알코올, 목재, 기계류 수입 금지
		- 러시아를 위한 신규 대외 직접 투자 금지
	EU	- 수출 제한: 국방 및 안보 관련 항목 추가 지정
	- 수입 제한: 석탄 및 기타 고체 화석 연료	
	- 금융 제재: 암호화 지갑 등에 예금 금지, 회원국 공식 통화로 표시된 지폐 및 양도성 증권 판매 금지	
	영국	- 對러시아 사치품 수출 금지
		- 러시아산 철강 및 철강제품 수입 금지
5월	일본	- 첨단 품목 14종의 對러시아 수출 금지, 러시아 특정 단체 71곳에 수출 금지
6월	EU	- 러시아산 원유 및 특정 석유제품의 구매, 수입, 이전 및 관련 해상운송 보험/재보험 금지
7월	EU	- 러시아산 금 및 관련 품목(보석류) 수입 금지, 국방 및 안보 관련 품목 50여개 추가
		- 러시아 선박의 EU 갑문 접근 금지
	영국	- 對러시아 투자, 무역제재 관련 새로운 규정 개정
		- 팔라듐과 백금 포함한 러시아 및 벨라루스산 추가관세 대상 품목에 35% 추가관세 도입
9월	미국	- 러시아 및 벨라루스 수출통제 강화: 생화학 관련 물질, 장비, 양자 컴퓨팅 및 첨단제조
		- 군사정보최종사용자 통제 확대
		- 산업안보국(BIS): 러시아 56개 및 크림반도 1개 단체를 제재 목록에 추가
	일본	- 러시아로 화학무기 등 관련 물품의 수출 금지
	G7	- G7 재무장관 회의: 러시아산 원유와 석유제품에 대한 가격 상한제 시행 합의

- 러시아의 우크라이나 침공에 따라 올해 미국, 유럽을 포함한 주요 국가들의 對러시아 제재 지속
- 특히, 각종 금융 제재와 전략물자 관련 수출 통제 조치들이 대다수
- G20 정상회의에서 푸틴 대통령이 참석할 경우 우크라이나 사태 완화에 대한 기대감은 자극할 수는 있을 것
- 그러나, 핵심은 對러시아 제재들의 완화 여부. 對러시아 제재 완화 없이는 푸틴 대통령도 강경한 기조를 유지할 것
- 결국 푸틴의 G20 참석 자체가 우크라이나 사태의 완화에 실질적으로 기여하는데 있어서는 한계가 존재

근본적인 문제 2) 탈세계화 기조 확대

미국의 4대 핵심 품목 리스크와 미국 대응책

구분	반도체	대용량 배터리	핵심 광물	의약품
공급망 리스크	<ul style="list-style-type: none"> · 악의적 공급 중단 · 인적자원 부족 · 아시아에 편중된 공급 구조 	<ul style="list-style-type: none"> · 원재료 조달 차질 · 배터리 팩 수입 의존도 · 중국의 시장가격 왜곡 	<ul style="list-style-type: none"> · 특정국가에 대한 수입 의존도 높음 · 연구 및 생산인력 부족 	<ul style="list-style-type: none"> · 해외에 생산 의존
대응책	<ul style="list-style-type: none"> · 동맹 통한 안정 공급 · 자국 제조 생태계 복원 · 특정 국가에 대한 첨단 장비 수출 통제 · 투자 확대 	<ul style="list-style-type: none"> · 운송/유틸리티 분야 미국산 배터리 수요 촉진 · 배터리 핵심 원료 공급망 보강 · 인센티브 통한 민간 투자 유인 · 인적자원 투자 확대 	<ul style="list-style-type: none"> · 동맹국과 협력 글로벌 공급망 투명성 재고 	<ul style="list-style-type: none"> · 인센티브를 통한 미국내 생산 확대 · FDA 권한 강화

중국은 2014년부터 반도체를 국가 핵심 산업으로 천명

중국 '반도체 굴기' 추진 내용

- 2014년 반도체 산업 발전 추진 요강: 반도체를 IT분야 핵심 및 경제/사회발전과 국가안보를 지탱하는 산업으로 천명
- 2015년 중국 제조 2025 계획으로 반도체와 반도체장비 소재/부품 자급률을 2025년까지 70%로 확대
- 2014년 200억달러 제1기 반도체산업투자금(빅 펀드) 설립, 2019년 290억달러 제 2기 빅 펀드 설립
- 2016년 13차 5개년 국가 과학기술혁신 계획: 14나노 로직 칩 생산, 14~28나노 관련 장비 소재 기술 테스트 패키징 공급망 구축 목표
- 2021년 14차 5개년 계획 및 2035 중장기 목표: 반도체를 전략 육성 분야로 선정. 설계 소프트웨어, 소재, 제조 장비/기술, 첨단 메모리 기술, 3세대 반도체 개발 천명

- 트럼프의 대중국 견제, 미중 무역전쟁으로 미중 갈등이 고조화 되는 상황에서 코로나19, 우-러 전쟁 등으로 글로벌 주요국들의 세계화는 블록화
- 바이든 대통령은 취임 직후 미국의 글로벌 공급망 검토를 요구하고 4대 핵심 품목 중심으로 공급망 개편 전략을 세움
- 바이든 행정부는 이를 통해 궁극적으로 해외 의존도를 낮추고 바이 아메리카, 메이드 인 아메리카 기조를 강화하는 동시에 대중국 경쟁력 강화에 초점을 맞추고 있는 것으로 보임
- 한편, 중국은 2014년 반도체 산업 발전 추진 요강을 통해 반도체를 국가 핵심 산업으로 천명하고 이를 국가 차원의 정책 수립 본격화. 최근 20차 당대회 보고서에서도 국가전략적 과학기술력 강화 방침을 언급. 향후 과학기술 자립도를 높이기 위한 정책당국의 움직임 가속화 예상
- 탈세계화 과정 속에서 미중 간의 기술패권 다툼은 지속될 것으로 예상되어 양국 간의 갈등이 단기간에 해소되기에는 어려움이 존재

제 20차 당대회 중점: 사회주의 현대화 강국 건설

양적 성장보다는 이제 질적 성장에 초점

20차 당대회 주요 내용

- 성과: 16개 분야에서 10년간의 변혁 총결산. 6개 주요 분야 언급
- 1) 두개의 확립(시진핑을 당 중앙의 핵심, 전당의 핵심 지위로 확립하고, 시진핑 신시대 중국 특색 사회주의 사상의 지도적 지위 확립). 2) 혁명 속에서 중국 공산당 강화. 3) 전면적 샤오캉 사회 건설 목표 달성. 4) 국가 안보 수호 역량 강화. 5) 중국의 국제적 위상 향상. 6) 중국의 제도적 우위 강화

- 로드맵: 2020~2035년 사회주의 현대화 실현, 2050년 부강한 사회주의 현대화 강국 건설

키워드:

1) 고품질 발전:

- 높은 수준의 사회주의 시장경제체제 건설
- 현대 산업 시스템 구축: 실물 경제 초점, 신산업 촉진, 제조/항공/우주/운송/디지털 건설 가속화
- 농촌 활성화 전면 추진
- 외부 개방 촉진하며 무역 강국 건설

2) 과학 & 기술의 자력갱생:

- 양질의 교육 시스템 구축 가속화
- 국가전략적 과학기술력 강화 및 국가혁신체계의 전반적인 효율성 제고
- 인재 확보를 위해 국제 경쟁에서 우위를 형성하는 데 중점

3) 민생:

- 분배 시스템 개선. 노동에 따른 분배 중심으로 다양한 분배 방식을 지원하는 시스템 구축
- 기회의 평등을 촉진시키고 중산층을 확대
- 의료 및 보건 시스템의 개혁 심화

4) 녹색 개발:

- 경제발전 방식의 녹색전환 가속화, 녹색 개발 지원하는 재정/금융 시스템 개선
- 녹색 및 저탄소 산업 개발, 탄소중립 목표의 적극적인 추진

5) 국가안보:

- 세계일류의 군대 건설 가속화하는 것이 사회주의 현대국가 건설을 위한 전략적 요구
- 군사훈련과 전쟁준비를 전면적으로 강화, 국방과학기술산업의 역량강화
- 일국양제를 견지하고 개선하며 조국통일 추진

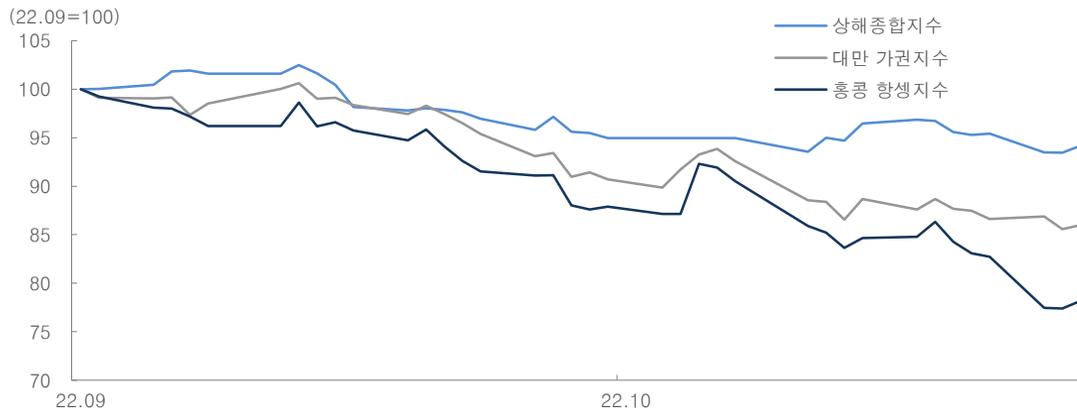
- 당대회 보고에서 언급된 키워드는 고품질 발전(질적 성장). 특히 현대 산업 내에서 항공/우주/운송/디지털 중국의 건설을 가속화할 계획이며 이를 위해 과학&기술 자립에 집중할 것을 강조
- ‘안보’ 도 수시로 언급. 세계일류의 군대 건설 가속화가 곧 사회주의 현대국가 건설을 위한 전략적 요구라고 명시해 국방과학기술산업 역량을 강화할 계획. 일국양제를 견지하고 조국통일을 추진하겠다고 강조
- 질적 성장 추구 속에 과학 & 기술 자립 과정에서 기술패권을 둘러싼 미중 갈등은 지속될 소지
- 더불어 국가안보시스템 구축과 국방산업 역량 강화를 강조한 만큼 중국의 외교 정책 또한 현재보다 강경해질 가능성 존재
- 일국양제 강조와 조국 통일이 반드시 실현될 수 있다고 언급한 점에서 대만을 둘러싼 미국과의 마찰과 지정학적 리스크는 지속될 것으로 예상

시진핑 3기 지도부. 더 이상 경쟁자는 없다

새로운 지도부는 모두 친시진핑

시진핑 3기 지도부					
이름	나이	現 직책	새로운 직책(예상)	계파	유임 여부
시진핑	69	국가주석	국가주석	태자당	유임
리창	67	現 상해시 당서기	국무원 총리	시자친	유임
자오러지	67	現 중앙기율검사위원회 서기	전인대 상무위원장	시자친	유임
왕후닝	63	現 중앙서기처 서기	정협 주석	시자친	신임
차이치	66	現 베이징시 당서기	중앙서기처 서기	시자친	신임
딩쉐상	67	現 중앙판공청 주임	중앙기율검사위원회 서기	시자친	신임
리시	60	現 광둥성 당서기	국무원 상무부총리	시자친	신임

향후 중국 주요 정치 일정



- 시진핑 3기 지도부는 모두 시자친으로 구성되어 시진핑의 권력은 더욱 견고, 정책 결정과 집행이 신속하게 이루어질 수 있으나 오히려 정책 투명성은 이전보다 악화될 소지 높음
- 금번 당대회를 통해 시진핑 주석의 경제 및 사회 정책 성공을 자부한 만큼 단기적으로 정책 방향성에는 변화가 없을 것으로 판단
- 그러나 중국 부동산, 소비 전반적인 경기 악화 우려가 지속되는 상황. 이 때문에 부동산 및 제로 코로나 관련 정책에 대한 변화는 불가피해 해당 시점은 내년 3월 전인대가 될 것으로 예상
- 중국 당대회 이후 홍콩 증시가 여타 중화권 증시대비 큰 폭 하락. 주요 요인으로 시진핑의 권력 중앙 집권적 성격 강화에 따라 기업규제, 부의 분배 등 시장 친화적인 정책들을 강조했던 시진핑 기조가 더욱 강화될 수 있다는 우려 유입

여전히 통화정책 변수에 일희일비. 11월 FOMC 핵심 포인트는?

Strategist 이경민

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

Strategist, JR 김정윤

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

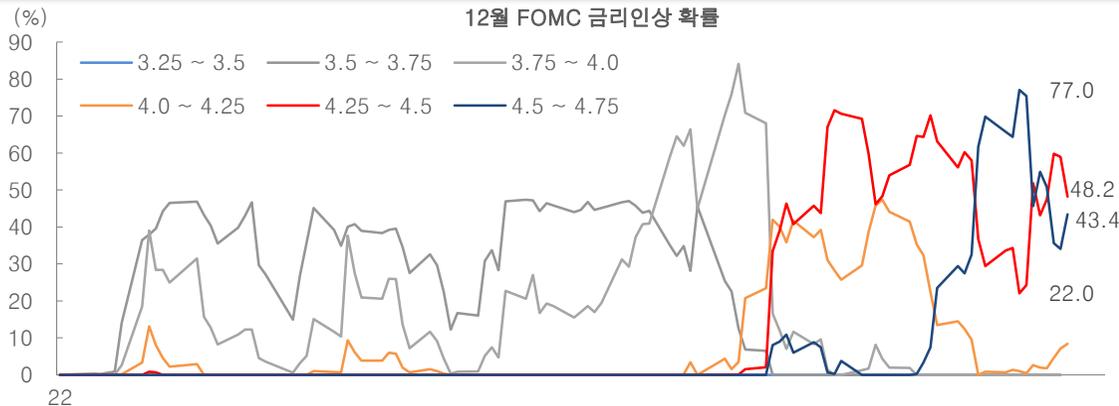
[11월 FOMC] 11월 75bp 금리인상은 기정사실화. 12월 금리인상 속도조절을 공식화 여부가 관건

11월 FOMC 75bp 기정사실화. 속도조절 가능성 이후 50bp 인상 확률 상승



자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

연내 미국 기준금리 4.5 ~ 4.75% 확률 70%에서 40%대로, 4.25 ~ 4.5% 확률 22%에서 48.2%로 급변. 금리인상 속도 조절 가능성이 불러온 변화

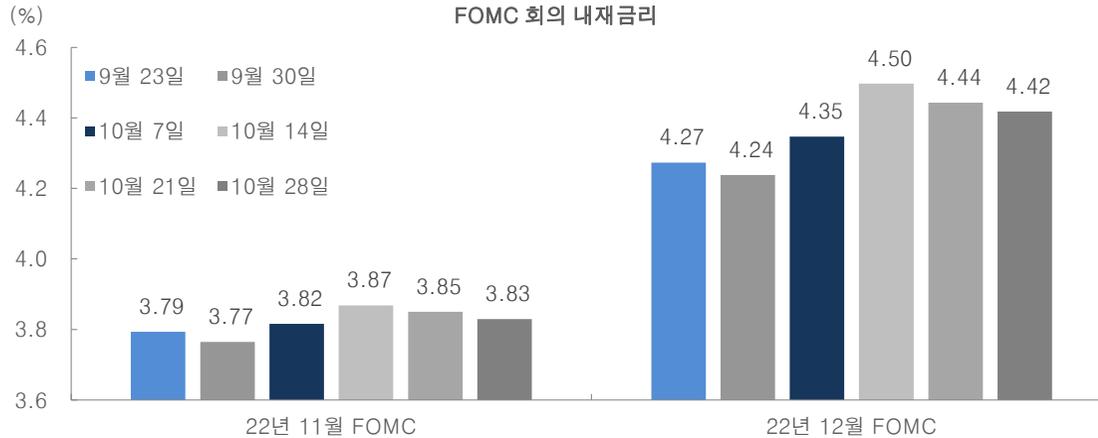


자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

- 9월 CPI 확인 이후 물가 고점에 대한 논란 속에 11월 75bp 금리인상이 기정사실화됨
- 11월 FOMC(11월 3일 새벽 3시, 한국시각)에서 관건은 금리인상 폭이 아닌 통화정책 스탠스 변화 여부
- 핵심 포인트는 금리인상 속도 조절을 공론화하고, 파월 연준의장의 기자회견을 통해 공식화하는지 여부
- 이 경우 단기적으로 금리인상 속도 완화 기대감에 단기 기술적 반등, Dead Cat Bounce는 좀 더 연장될 것
- 그러나 추세 반전은 불가능하다고 생각. 금리인상 속도 조절의 근거가 경기둔화, 악화에 근거하고 있기 때문
- 오히려 통화정책 안도감 이후 경기 침체라는 후폭풍을 경계해야 한다는 생각

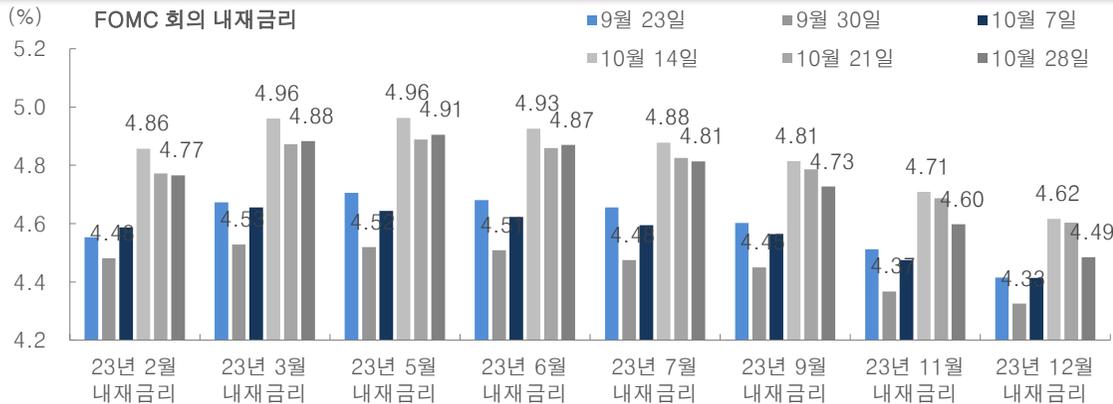
[11월 FOMC] 12월 FOMC와 23년 FOMC 금리인상 컨센서스 변화에 주목

11월 FOMC 이후 12월 내재금리가 4.25% 이하로 내려가는지 여부가 관건



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

금리인상 속도 조절 이슈가 수면 위로 부상한 이후 6월까지 금리인상 사이클이 지속될 수 있다는 전망은 유효하지만, 23년 하반기 금리인하 폭 확대 기대 강화



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 금리인상 속도조절이 FOMC 성명서 또는 파월 연준의장의 기자회견을 통해 공식 화될 가능성은 높다고 생각
- 이미 9월 FOMC 의사록에 “몇몇 (several) 위원들은 특히 현재 매우 불확실한 글로벌 경제와 금융 환경에서 경제 전망에 상당히 부정적 영향을 줄 수 있는 리스크를 완화하는 목적으로 긴축의 속도 조절이 중요하다” 고 언급
- 10월 들어 다수의 연준 위원들이 금리인상이 경제에 미치는 파급력을 경계하는 한편, 금리인상 속도 조절에 대한 발언을 이어가고 있음
- 11월 FOMC 이후 12월 금리인상 컨센서스 레벨다운 여부가 중요. 내재금리 기준 4.25% 수준으로 예상치 낮아질 경우 KOSPI를 비롯한 글로벌 증시의 반등은 좀 더 이어질 수 있을 것
- 한편, 금리인상 속도 조절로 인해 23년 하반기 금리인하 기대 강화. 이에 대한 연준의 경계심리가 커질 수 있다는 점도 주목

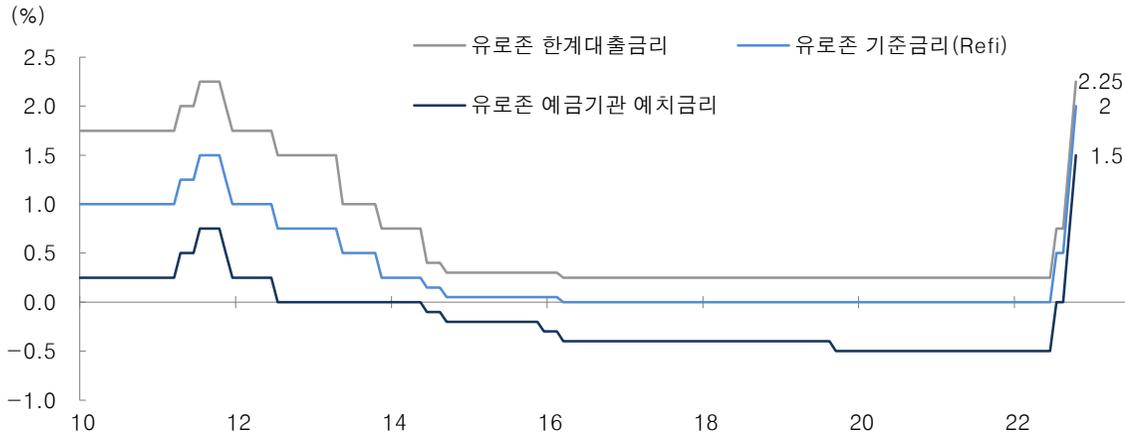
[11월 FOMC] 연준 위원들의 스탠스... 인플레이션 통제를 강조하는 목소리 속에 속도조절 이슈 부상

최근 연준 위원들의 스탠스는 여전히 인플레이션 통제에 초점이 맞춰져 있지만, 10월 들어 금리인상의 경제적 영향력과 경기흐름에 대한 경계의 목소리, 이에 근거한 금리인상 속도조절론 부상

연준 위원	성향	지역	일자	코멘트 요약
존 윌리엄스	중도	뉴욕	3일	최근 인플레이션 둔화 신호가 발생하고 있지만, 물가 상승압력 여전 . 우리의 일 아직 끝나지 않았고 시간 더 걸릴 것. 실업률 내년 말 4.5% 예상
토마스 바킨	중도	리치몬드	3일	글로벌 공급망, 신재생 에너지 투자, 인구통계변화 등으로 인플레이션 압력 확대. 하지만 2% 목표 인플레이션 달성 위한 적절한 통화정책 경로 설정 가능
필립 제퍼슨	중도	이사	4일	현재 직면한 가장 큰 문제는 인플레이션. 이를 해결하기 위해 노력 . 인플레이션 둔화 조짐 있으나 시간 걸려. 공급망 개선은 물가 상승 완화에 도움
라파엘 보스틱	비둘기	애틀란타	5일	인플레와 싸움 여전히 시작 단계. 경기 둔화 된다고 금리인상 서둘러서는 안된다 . 제한적 영역인 4~4.5% 수준까지 금리 올릴 것. 이후 영향 평가
메리 델리	중도	샌프란시스코	5일	금리를 제약적인 영역까지 높이는데 확고. 필요하다면 이보다 더 많이 올릴 가능성. 인플레이션 둔화까지 높은 금리 유지. 연착륙 경로 매우 좁아
찰스 에반스	비둘기	시카고	6일	인플레이션이 높기 때문에 연준의 정책 변화는 제한적인 시각으로 바라봐야 할 것
닐 카시카리	비둘기	미니애폴리스	6일	금리 상승 여파로 경기 위축 예상 되나 연준 정책 기조를 변경할 기준은 매우 높아
로레타 메스터	매파	클리블랜드	6일	경기침체 위험을 감수하고 공격적으로 금리 올려야 . 긴축정책이 인플레이션 완화에 기여하고 있다는 증거가 늘어나고 있으나 정책 변화는 시기 상조
크리스토퍼 윌러	매파	이사	7일	차기회의에서 긴축 속도에 대한 깊은 논의가 있을 것으로 예상 . 인플레이션에 대한 진전 거의 없어. 의미 있는 진전까지 금리인상 지지
존 윌리엄스	중도	뉴욕	7일	기준금리는 시간이 지날수록 4.5% 근처로 가야. 금리 고점과 긴축 속도는 경제흐름에 따라 달라질 전망 . 타이밍과 금리인상 폭은 데이터에 기반
라엘 브레이너드	비둘기	부의장	10일	인플레이션 하락에 확신이 들 때까지 제약적 통화정책 유지. 각국의 동시다발적 금리인상이 세계 경제에 미치는 영향 주시 . 데이터 기반 금리경로 설정
로레타 메스터	매파	클리블랜드	11일	인플레에서 어떤 진전도 보지 못해. 내년까지 금리인상 지속 . 지나친 긴축에 따른 피해보다 긴축을 너무 적게 함으로써 오는 피해가 더 큰 위험
미셸 보우먼	매파	이사	12일	인플레 진정이 시작되면 금리인상 속도 늦추는 것이 적절 . 다만 인플레이션을 지속적으로 낮추기 위해서 금리를 제약적인 수준까지 올리고 유지해야
에스터 조지	매파	캔자스시티	14일	FED의 정책이 경제에 스며들고 시장 변동성을 최소화할 수 있는 시간을 주기 위해 금리를 더 천천히, 꾸준히 인상할 필요 있어
라파엘 보스틱	비둘기	애틀란타	18일	연준이 인플레이션을 통제할 수 있다면 최대 고용 달성에 어려움이 있을 것. 단기적으로는 약간의 고통이 있겠지만, 장기적으로는 이익
찰스 에반스	비둘기	시카고	19일	9월 CPI가 예상보다 안 좋게 나왔음에도 지난달 우리가 밝힌 금리 경로가 여전히 인플레이션을 낮추기 충분하다고 믿어
닐 카시카리	비둘기	미니애폴리스	19일	Core CPI 상승 지속 . 진정되지 않는다면 4.75% 또는 그 비슷한 수준에서 멈춰야 하는지 알 수 없어. 디플레이션이 더 문제
제임스 볼러드	매파	세인트루이스	19일	주가 하락에 연준이 대응할 필요 없어. 기준금리 4.5% 또는 4.75% 근접해야 함. 시장에서는 11월 75bp 금리인상을 가격에 반영한 듯
패트릭 하커	중도	필라델피아	20일	기준금리 인상에도 인플레이션 억제 실망스러워 . 올해말 4%를 훨씬 상회하고 제한적인 수준 유지. 내년 실업률 4.5% 전망
리사 콕	비둘기	이사	20일	인플레이션 용납할 수 없을 정도로 높은 상태 유지 . 이를 통제하기 위해선 금리를 계속 인상해야. 연준 정책은 물가 안정/회복에 계속 초점을 맞춰야
메리 델리	중도	샌프란시스코	21일	기준금리 인상 사이클이 최종금리 수준에 가까워짐에 따라 25bp 또는 50bp의 점진적인 금리인상으로 감속이 적절 . 근원 물가 6.6%는 우려

[10월 ECB] 2회 연속 자이언트 스텝 결정. 하지만, 금리인상 속도조절 가능성 시사

ECB 2번 연속 자이언트 스텝, 예치금리 1.5%, 대출금리 2.25%로 결정



자료: ECB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

10월 ECB 금리결정에서는 50bp 금리인상을 3명이 주장 물가와 함께 경기를 감안하겠다는 정책 방향성 피력. 속도조절 가시화

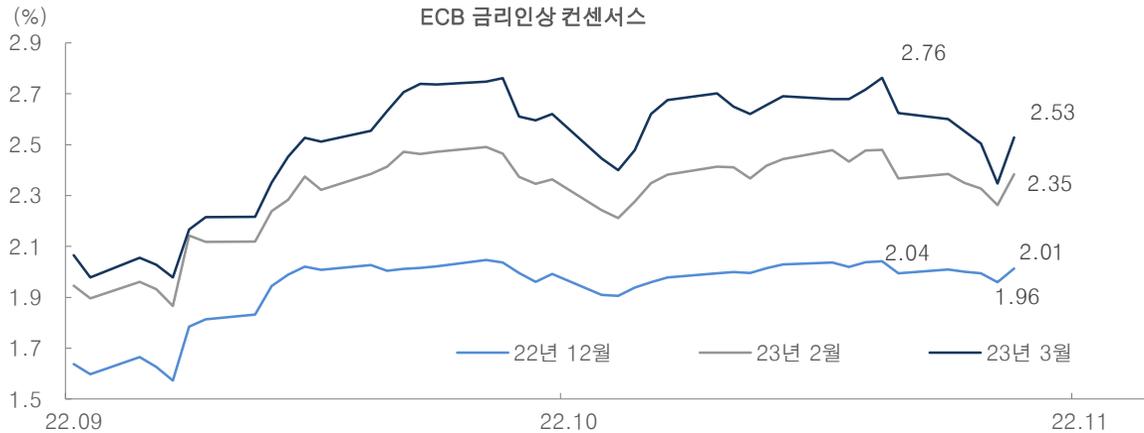
구분	주요 내용
금리인상 결정	2회 연속 정책금리의 75bp 인상 (9월과 달리 3명의 위원들은 50bp 인상 주장)
통화정책 스탠스	2% 물가목표로의 회귀를 위해 금리인상 지속이 예상된다고 평가 9월 의결문의 '향후 몇 차례 회의에서' (the next several meetings) 표현 삭제 향후 정책금리 경로는 인플레이션 전망 뿐만 아니라 경제의 향방에도 좌우될 것이라고 강조하면서 회의별 접근 (meeting by meeting) 방식 유지할 것을 명시
양적 긴축	PEPP의 재투자 방침은 유지. 기자회견을 통해 자산규모 (현재 약 €8.8조) 축소를 위한 가이드라인을 12월 회의에서 결정 할 것이라고 언급
시장 평가	고물가 (9월 HICP 9.9%) 및 경기침체 위험 ('23년 -0.2%, 블룸버그 컨센서스)을 동시에 고려하겠다는 입장을 감안할 때 12월 이후 긴축 속도 완화 가능성 확대

자료: ECB, 주요 언론, 대신증권 Research Center

- ECB의 행보도 금리인상 속도 조절론에 힘을 실어주고 있음. 10월 27일(현지시간) 10월 ECB 통화정책 회의에서는 2번 연속 75bp 금리인상을 결정했지만, 3명의 위원들이 50bp 금리인상을 주장
- ECB는 성명서에 기존 '향후 여러번에 걸쳐 금리를 인상하겠다'는 문구가 '추가로 오를 것이라 예상된다'는 문구로 수정. 향후 정책금리 경로는 인플레이션 전망 뿐만 아니라 경제의 향방에도 좌우될 것이라고 강조하면서 회의별 접근(meeting by meeting) 방식을 유지할 것을 명시
- 라가르드 총재는 기자회견에서 향후 정책방향은 ① 경기 영향을 반영한 물가 전망, ② 기시행된 금리인상(200bp) 영향, ③ 통화정책의 시차효과를 종합적으로 감안하여 결정할 것이라고 강조
- 고물가 부담도 크지만, 가시화되고 있는 유로존 경기침체를 반영한 결정. 특히, 천연가스 급락, 독일 전기료 레벨다운/정상화로 인해 통화정책 결정의 기준을 경기로 크게 이동시켰다는 판단
- ECB와 FOMC 모두 지금까지 고강도 금리인상으로 인한 물가 안정을 기대하면서 실물경제에 미치는 파급력을 걱정하기 시작. 단기적으로는 반등의 기회일 수 있지만, 좀 더 멀리 본다면 또다른 위기의 전조일 수 있음

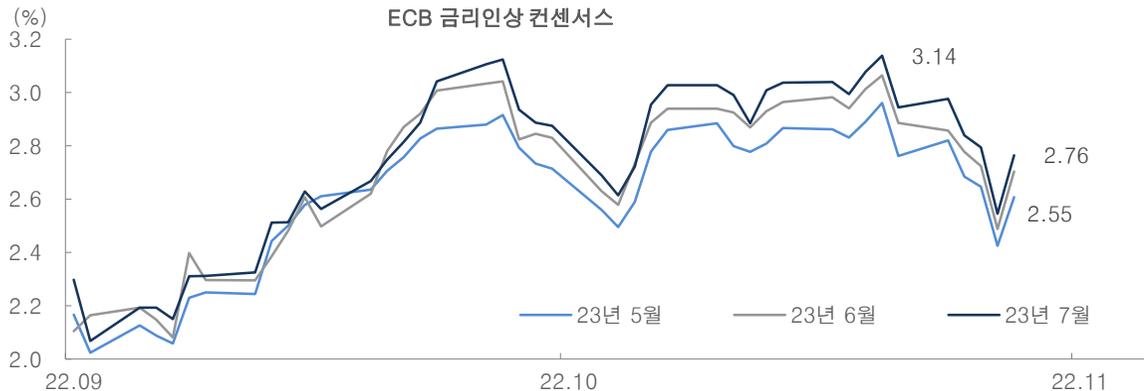
[10월 ECB] 금리인상 컨센서스 급락. 28일에는 유로존 물가/GDP 서프라이즈로 인해 반등

10월 ECB 통화정책 회의 직후 금리인상 컨센서스 급락



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

23년 하반기 ECB 금리 3%대 진입 예상. 10월 ECB 직후 2.55%로 레벨다운 주말 유로존 주요국 물가 서프라이즈, 양호한 GDP 성장률에 반등

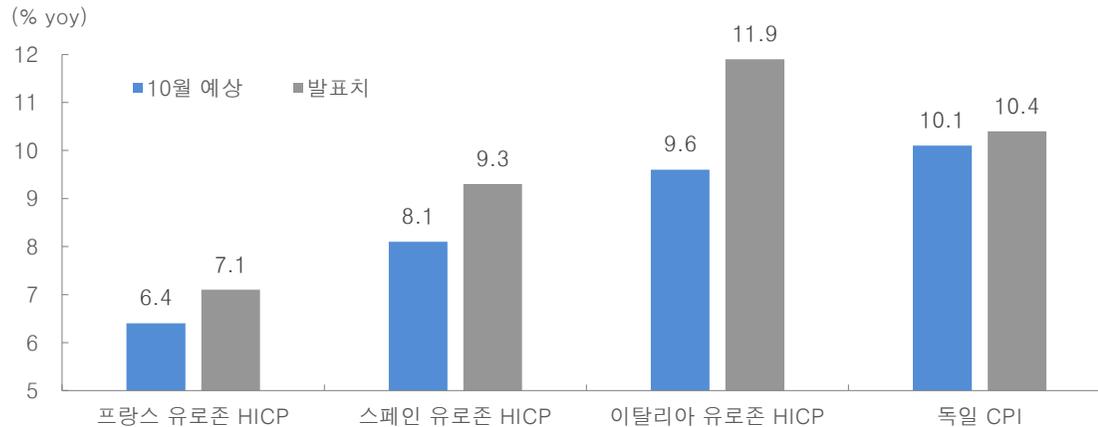


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- ECB의 경기 불확실성을 반영한 통화정책 속도 조절 가능성을 열어놓으면서 ECB의 금리인상 컨센서스 큰 폭 하락. 23년 하반기에는 금리 동결 기대 반영
- 다만, 10월 28일에는 27일 하락분을 대부분 되돌린 상황
- 유로존 주요국들의 물가 레벨이 여전히 높고, 경기는 견조하다는 경제지표들을 확인하면서 나타난 현상
- 금리인상 속도 조절이 단기적인 투자심리에는 긍정적일 수 있지만, 선제적으로 물가 안정이 수반되어야 할 것
- 한편, 금리인상 속도 조절 카드가 제시된 것은 물가 안정이 아직 가시화되지 않은 상황에서 경기불안 때문
- 금리인상 이후 6개월이 지나면서 실제 경제에 미치는 영향력이 가시화될 것을 경계하는 한편, 이미 경기 악화가 가속화되고 있기 때문으로 판단
- 현재로서는 물가, 통화정책 변수에 일회 일비하고 있지만, 앞으로는 경기, 기업실적 등 펀더멘털 부진, 악화, 침체 가시화 등이 금융시장에 미치는 영향력이 커질 전망

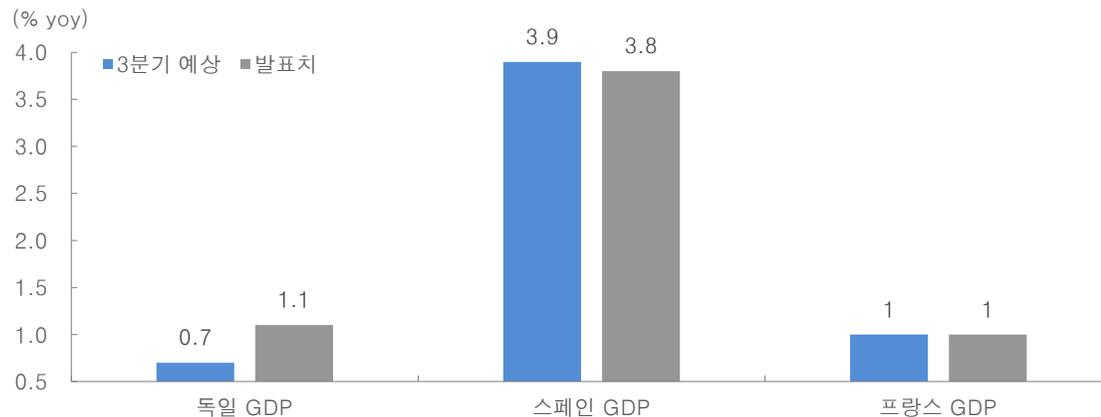
[10월 ECB] 물가 서프라이즈, GDP 성장을 예상치 상회에 금리인상 컨센서스 반등

유로존 주요국 CPI 예상치 큰 폭으로 상회. 금리인상 속도조절이 가능할까?



자료: Eurostat, Bloomberg, 대신증권 Research Center

독일 GDP 성장을 서프라이즈. 3분기까지는 양호하다?

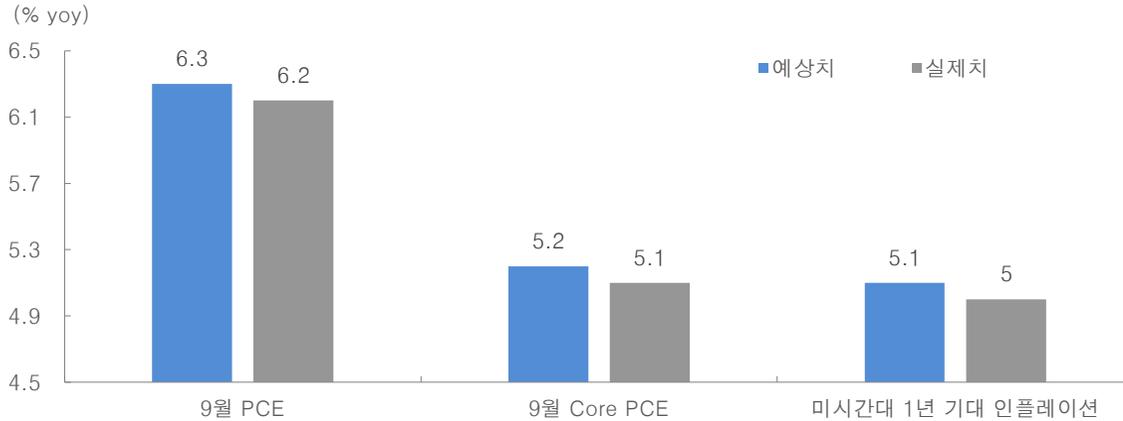


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 10월 28일 공개된 유럽 주요국들의 물가 지표는 예상치 상회. 특히 이탈리아 물가는 11.9%까지 급등했고, 독일도 10%대를 유지하는 상황
- 이미 높은 물가 수준에서 예상치를 상회한 CPI는 금리인상 속도조절론에 의구심을 갖게 한 것
- 독일 GDP 서프라이즈도 경기가 여전히 견조하다는 시그널로 인식하며 금리인상이 지속될 수 있다는 불안심리 자극
- 글로벌 금융시장은 아직까지도 물가, 통화정책에 휘둘리고 있고, 경제지표 부진 = 금리인상 우려 완화, 경제지표 호조 = 금리인상 우려 확대로 해석되는 상황

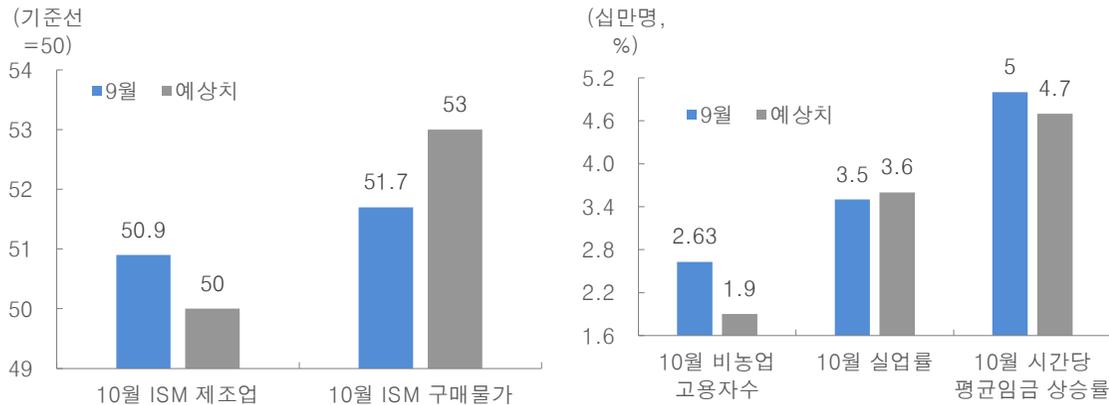
[11월 FOMC 전후] PCE 예상치 하회, 경제지표 부진, 임금 상승률 둔화는 Dead Cat Bounce 연장 동력

9월 PCE와 함께 기대인플레이션 예상치 하회



자료: BEA, Bloomberg, 미시간대, 대신증권 Research Center

ISM 제조업 지수 둔화와 고용 부진, 그리고 임금상승률 둔화 예상



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

- 10월말 9월 PCE는 예상치를 하회하며 금리인상 속도조절론에 힘을 실어줌
- 따라서 11월 FOMC에서 금리인상 속도 조절 기대가 연준의 스탠스로 확인될 경우 11월 첫째주 기술적 반등, Dead Cat Bounce 연장 가능
- 11월 첫째주 확인하는 미국 10월 ISM 제조업 지수와 고용지표 부진이 금리인상 우려 완화로 해석될 수 있기 때문
- 그렇다고 추세반전이나 강한 Bear Market Rally와 같은 큰 기대는 독이 될 것
- 물가 레벨은 여전히 높고, 무엇보다도 금리인상 속도 조절이 공론화, 이슈화되는 이면에 가시화되고 있는 경기침체 우려가 자리하고 있음
- 그동안 글로벌 금융시장, 증시를 압박해 왔던 핵심 변수가 금리인상, 긴축이었다면, 앞으로는 경기가 될 전망

11월 증시의 향배는 10월 CPI 결과에...

Strategist 이경민

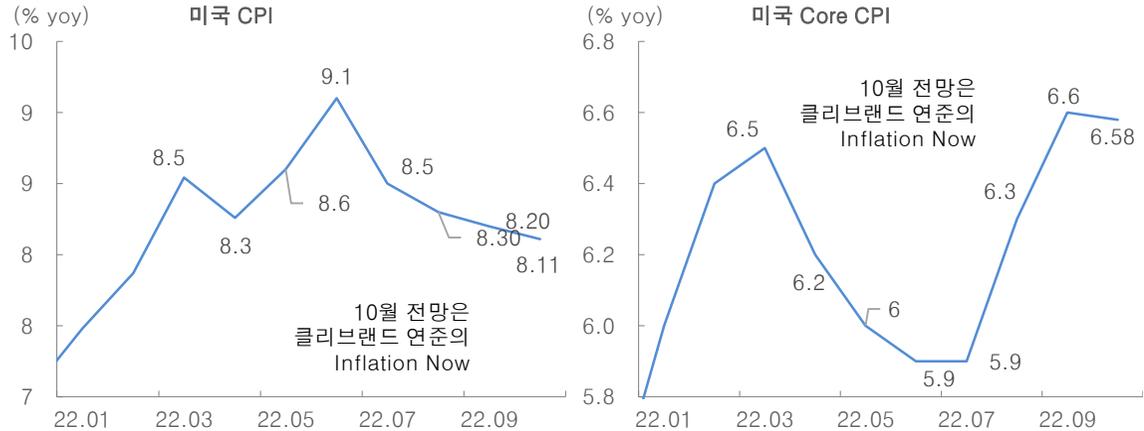
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, JR 김정윤

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

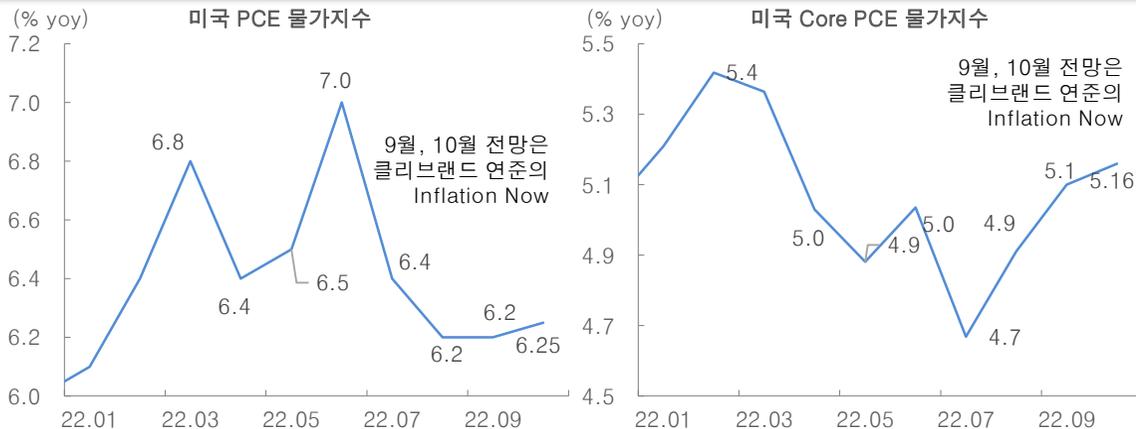
[10월 CPI] 물가 안정은 아직 이르다는 컨센서스 형성 중

10월 CPI, Core CPI 9월대비 둔화 예상. 하지만, 고공행진 중



자료: 미국 노동부, 클리브랜드 연은, 대신증권 Research Center

10월 PCE는 9월대비 소폭 상승폭 확대 전망

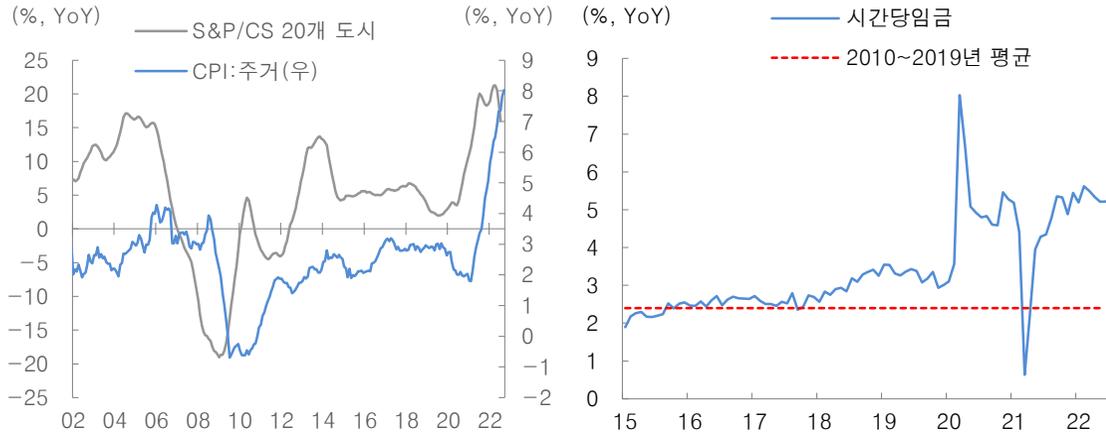


자료: BEA, 미국 노동부, 클리브랜드 연은, 대신증권 Research Center

- 11월 전반부 이후 중요한 변곡점은 11월 10일에 발표되는 10월 CPI
- 현재 클리브랜드 연은의 Inflation Now 기준 예상치(전년동월 대비)는 CPI 8.11%, Core CPI 6.58%로 집계. 물가가 소폭 둔화되지만, 여전히 고공행진 중
- 예상치를 상회할 경우 증시 충격은 불가피할 것. 스태그플레이션 우려까지 유입될 수 있음
- 반면, 예상치를 하회할 경우 12월 금리인상 컨센서스가 25bp까지 낮아지면서 기술적 반등, Dead Cat Bounce 연장 기대
- 그러나 본질은 경기. 가시화되고 있는 경기침체 우려를 핵심 변수로 놓아야 하는 상황
- 10월말 예상치를 하회했던 PCE는 10월 반등 예상. 아직 물가가 잡히지 않은 상황에서 경기불안, 침체 우려가 금리인상 속도조절의 가장 큰 이유

[10월 CPI] 물가 안정을 위해서는 서비스 물가 안정이 필요

주거비 상승세 지속. 임금과 물가 간의 고리 형성 조짐



자료: 미국 노동부, Bloomberg, S&P/CS, CEIC, 대신증권 Research Center

절사평균 CPI와 비탄력적 CPI. 재화가격 재차 급등세 지속



자료: 클리블랜드 연은, 애틀랜타 연은, 대신증권 Research Center

- 9월 물가 지표는 서비스 가격이 예상보다 경직적이며 이로 인한 물가 상방 압력이 강하다는 점을 보여줌
- 물가의 하방 경직성을 보여주는 비탄력적 CPI 상승률과 절사평균 CPI 상승률은 각각 7.0%, 7.3%로 전월(6.8%, 7.2%)대비 추가 확대
- 주거비는 적어도 내년 1분기까지 근원 물가 상승폭을 확대하는 주요 요인. 다만, 통화정책 영향으로 주택 경기가 빠르게 둔화되고 있다는 것을 감안할 때 시간이 다소 걸리겠지만 방향성은 이미 정해짐
- 주거비보다 더욱 우려되는 부분은 인건비 상승에 따른 비주거 부문 서비스 가격 오름세. 9월 FOMC 의사록에서 나타났듯이 그동안 임금-물가 순환에 대해 부정해오던 연준도 향후 발생 리스크에 대해 우려하기 시작
- 임금과 상관관계가 높은 개인 서비스 부문(예: 자동차 수리비, 어린이집 교육비)의 물가 오름세가 확산되고 있다는 점에서 임금이 물가에 미치는 영향이 가시화되고 있음

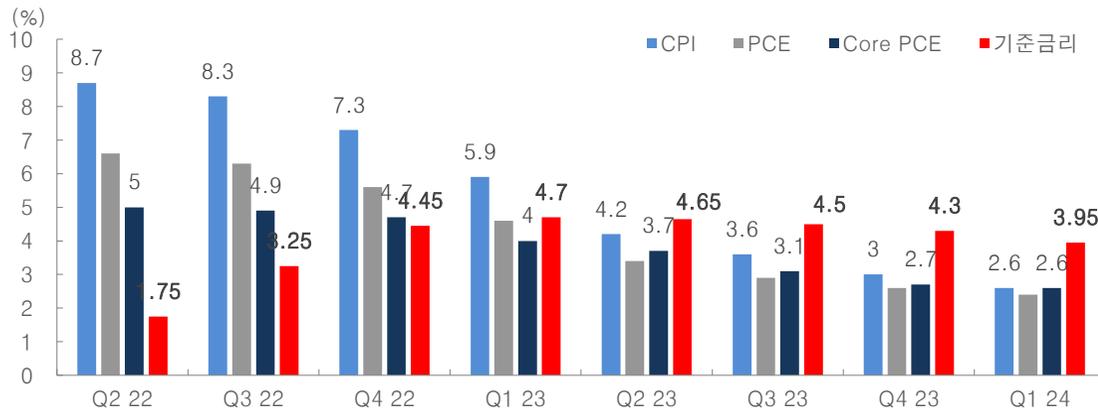
[10월 CPI] 아직까지는 양호한 경기 및 고용여건. 물가 정점과 진정 속도가 관건

우려했던 것보다 양호한 미국, 유로존 경제지표



자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

정점 통과 기대는 남아있지만... 23년 4분기 2%대 물가 진입이 가능할까? 금리는?

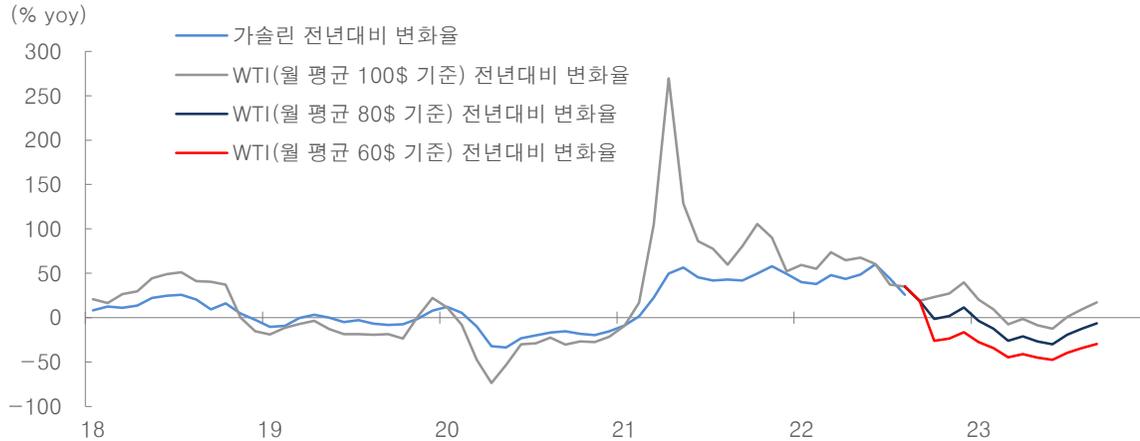


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

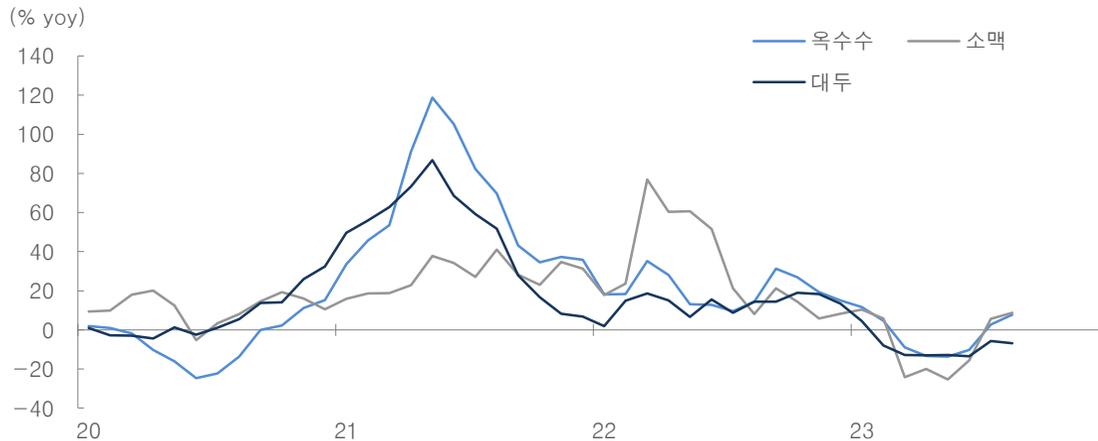
- 최근 예상보다 양호한 경제지표들이 남아있고, 미국의 경우 수축국면으로 진입한 경제지표가 제한적임에 따라 물가, 통화정책에 민감도가 높다고 볼 수 있음
- 이는 역으로 아직은 물가 안정을 기대하기 어렵다는 의미
- 현재 물가 전망(Core PCE 기준)을 보면 2023년 2분기 중 3%대 물가 진입, 2023년 4분기에는 2%대 물가 진입 예상
- 하지만, 경기가 견조한 상황에서 물가 안정에 대한 기대를 크게 갖기 어려운 환경
- 아이러니하게 경기가 악화되고, 침체가 가시화되면서 물가 안정은 빨라지고, 통화정책은 완화적으로 전환될 전망
- 현재 시장 기대에 반영되고 있는 경기는 견조하고, 물가는 안정될 것이며, 통화정책은 완화적으로 전환될 것이라는 기대는 과도하다는 판단

[향후 물가 변수] 유가, 가솔린 가격 하향안정 지속. 음식료 22년 연말, 23년 연초 이후 안정국면 진입될 것

유가 전년대비 상승률 둔화국면 진입. 2022년을 지나며 물가를 제어하는 변수로...



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



- 유가는 평균 가격(WTI기준)은 80달러대로 진입, 유지 중. 10월에는 소폭 반등세를 보이기는 했지만, 일간 유가는 80달러를 기준으로 등락 반복
- 2022년말 ~ 2023년 1분기 중 전년대비 마이너스 증가율을 기록할 경우 유가는 물가 안정 변수로 역할을 할 것
- 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

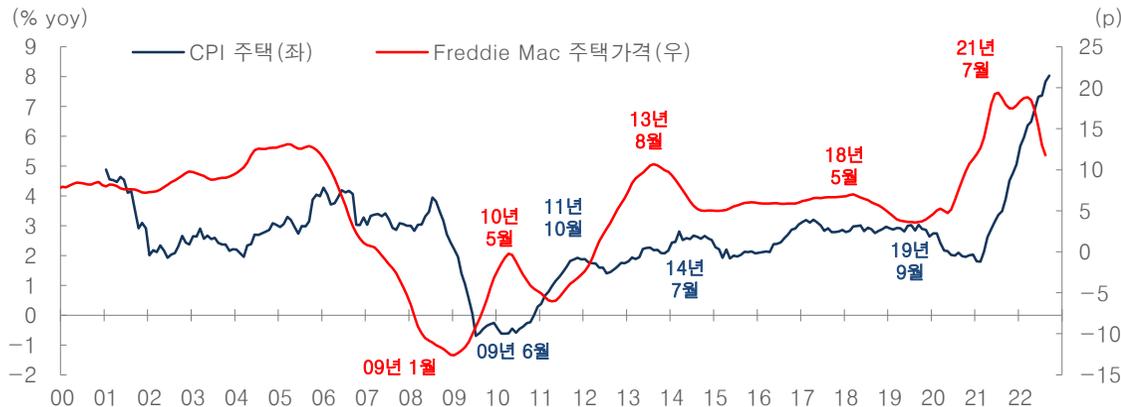
[향후 물가 변수] CPI 주택, 23년 1Q 중 하향안정 가능. 이후 급격한 둔화, 하락을 걱정해야 할 수도...

주택 심리지표들 2021년 12월 정점통과 이후 급락세. 22년말 주택물가 정점통과?



자료: NAHB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

실질 주택 가격 상승률 둔화 확대. 시차 감안하면 22년말 CPI 주택 정점통과 가능

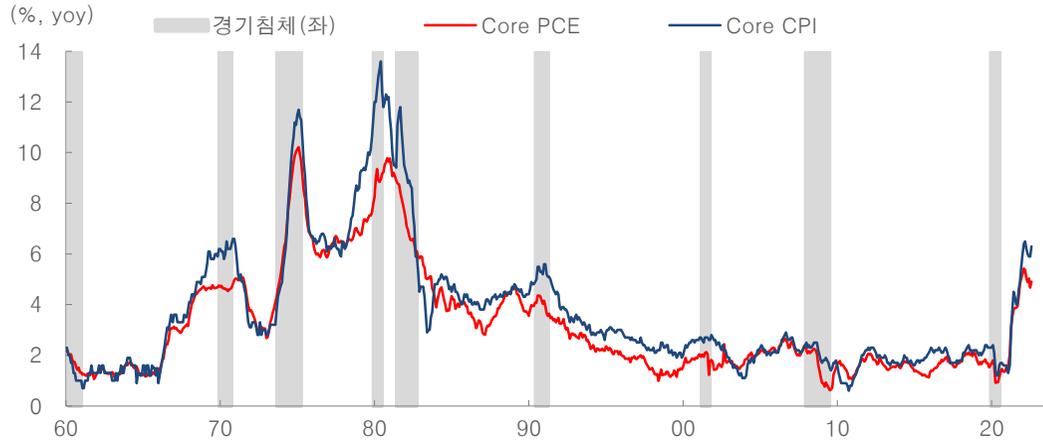


자료: 미국 노동부, 프레디 맥, Bloomberg, 대신증권 Research Center

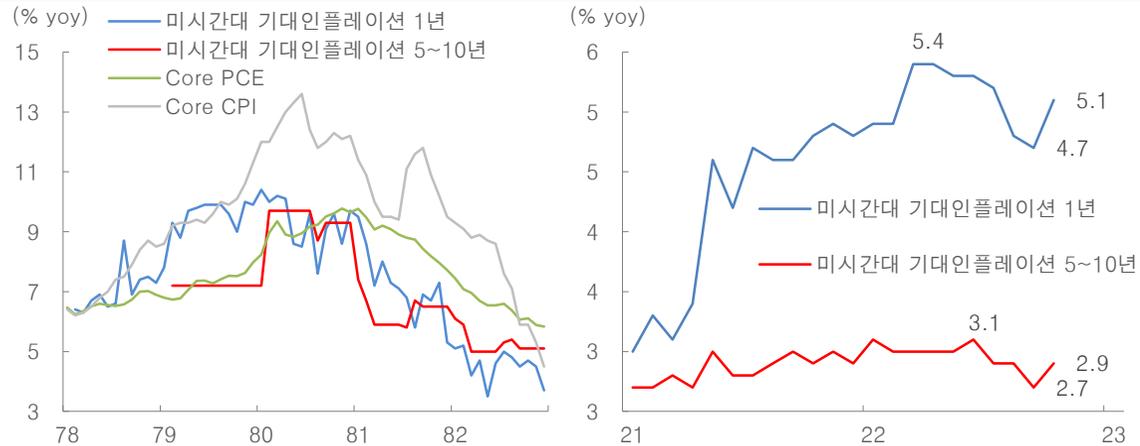
- 주택 물가는 당초 3분기를 지나며 정점 통과를 예상했지만, 지연되는 상황
- 실제 주택 가격 변화율 정점 통과 시점이 지연되었고, 임대료 상승이 지속되고 있기 때문
- 신규/기존 주택판매지수, 주택시장 지수 등은 2021년 하반기 정점 통과
- CPI에 반영되는 주택지표와 1년, 길게는 1년 4개월 정도의 시차를 감안할 때 22년 연말을 지나며 주택물가도 진정국면 진입 가능
- 모기지금리 7% 돌파로 주택시장에서 매수심리가 급격히 악화되는데 이어 실제 주택 가격 변화율도 큰 폭 둔화
- 주택경기가 가파르게 둔화/약화될 경우 물가 안정에는 긍정적이겠지만, 경기둔화, 약화 우려를 자극할 수 있음

[향후 물가 변수] 경기 & 기대 인플레이션. 1980년과 달리 기대 인플레이션은 하락

경기침체 국면에서 물가는 큰 폭으로 레벨다운. 오히려 디스인플레이션 국면 전개



침체국면에서도 물가 상승이 지속되었던 1980년. 기대인플레이션 통제가 필요



- 물가는 통상적으로 경기 상황 궤를 같이 함. 경기 둔화/악화, 침체국면에서는 물가 안정은 물론, 오히려 물가 하락이 가파르게 전개
- 1990년 이후 Core 물가 흐름을 보면 경기 침체 국면에서는 오히려 물가 급락, 디스인플레이션이 나타났고, 디플레이션 우려가 커졌던 것이 사실
- 물론, 1970년대, 80년대에는 경기침체기에도 물가 급등이 전개되는 스태그플레이션 나타나기도 했음
- 하지만, 당시에는 정책당국의 오판과 통화정책 변경으로 인해 기대인플레이션이 더욱 상승하며 경기와 무관하게 물가 급등이 이어졌던 것
- 이로 인해 최근 파월 연준의장을 비롯한 수많은 연준위원들이 1970년대와 같은 실수를 하지 않겠다고 언급
- 1970년, 80년대와 다른 것은 이러한 연준의 강력한 물가 억제 의지 피력으로 기대인플레이션 하락세가 나타났다는 점
- 기대인플레이션이 제어되기 시작했고, 경기 둔화가 빠르게 진행되며 침체 확률이 높아지고 있음은 물가 안정이 멀지 않았음을 시사

자료: 미국 노동부, BEA, 미시간대, Bloomberg, 대신증권 Research Center

통화정책 안도의 기저는 경기불안. 후폭풍을 경계해야 할 시점

Strategist 이경민

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

Strategist, JR 김정윤

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

22년 하반기 역실적장세로 진입, 2차 하락추세 진행 중. 하지만 금융시장 등락은 여전히 역금융장세 성격

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

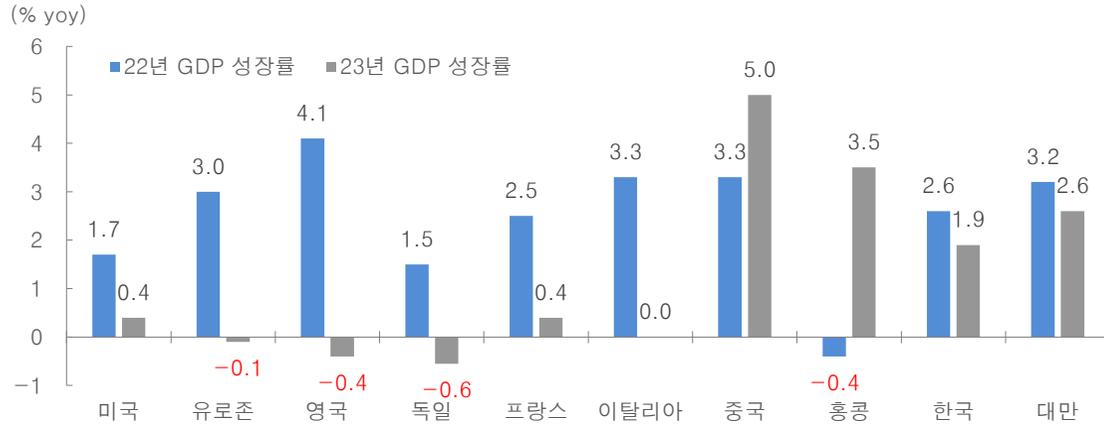


구분	역금융장세	역실적장세	금융(유동성) 장세	실적(펀더멘털) 장세
국면	후퇴기	침체기	회복기	활황기
주가	↓	↘	↑	↗
특징	큰 폭 하락	부분적 투매	단기 큰 폭 상승	장기간 안정상승
금리	↑	↘	↓	↗
실적	↗	↓	↘	↑
경기	실질이자율 상승 내구소비재수요 감소 생산활동 위축	재고누적 실업률 가속 금리인하, 경기부양책	자금수요 감소 금리인하, 물가안정 민간소비지출 증가	생산판매활동 증가 설비투자, 소비 증가 물가상승, 통화긴축 자금수요 증가
주도주 (과거)	중소형 우량주(활황기말~후퇴기초) 저PER주(후퇴기 후반)	내수관련주(경기방어주) 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 역금융장세였음. 실적 개선세는 유효하지만, 경기둔화, 금리 상승세 뚜렷. 3분기 금리안정, 단기 가격/밸류에이션 매력에 근거한 반등은 하락추세에서 되돌림 과정 다음 장세는 역실적장세. 4분기부터 경기모멘텀 약화, 금리 하락, 실적 감소 등의 펀더멘털 환경 예상. 하지만, 금융시장은 여전히 물가, 통화정책 변수에 일희일비 중. 경기라는 2차 충격 변수가 글로벌 금융 시장에 아직 충분히 반영되지 않고 있음을 의미. 향후 경기침체, 실적 악화 등 펀더멘털 변수에 의한 추가 하락 가능성 경계. 펀더멘털에 근거한 증시 하방압력은 커지고 있고, 앞으로 더 커질 전망

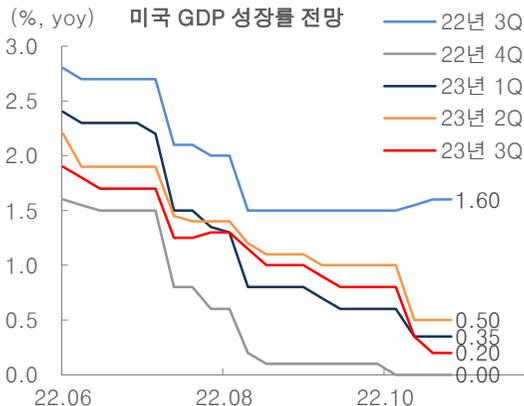
[경기하방압력 확대] 23년 미국 0%대 진입, 유럽 마이너스 성장 가시화. 더 낮아질 것. 중국 5%대 성장 위협

주요국 GDP 성장률. 미국 0%대 진입, 유럽 주요국은 역성장 예상. 신흥국은?



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

22년 4분기 ~ 23년 상반기까지 미국 0% 성장, 유럽 역성장 가시화

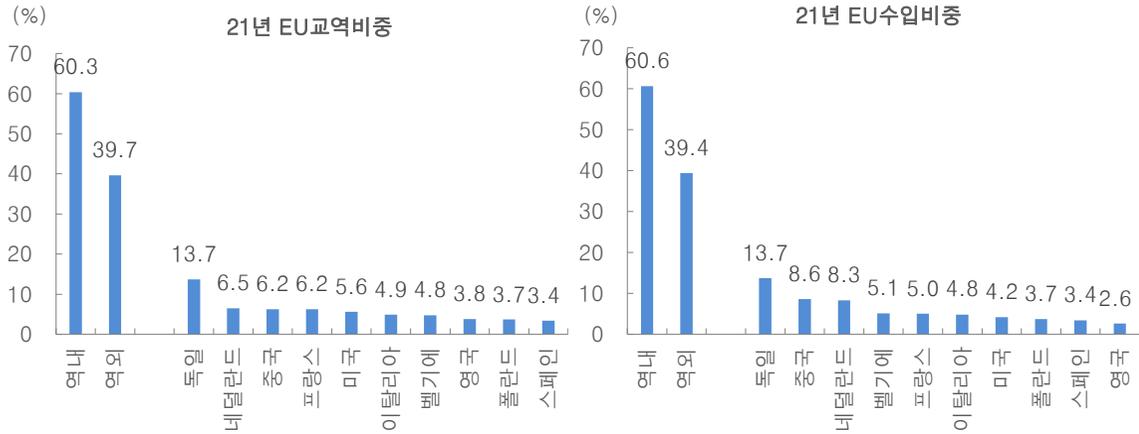


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 물가 고공행진 장기화, 고강도 금리인상 지속의 여파가 경기 하방압력을 높이고 있음
- 물가와 통화정책이 경기에 미치는 영향력을 감안할 때 금리인상 이후 6개월이 지나는 22년 4분기부터 경기침체가 가시화될 전망
- 실제로 미국 22년 4분기 GDP 성장률은 0.1%대로 레벨다운되었고, 유로존 GDP 성장률은 23년 1분기 0%, 2분기 -0.7%, 3분기 -0.2%로 역성장 전망 유입
- 연간 GDP 성장률도 23년 기준 영국과 독일을 시작으로 마이너스 성장 전망 반영 중
- 주요 선진국들의 0% 성장, 마이너스 성장이 예상되는 상황에서 중국의 5% 성장도 자신할 수 없는 상황
- 글로벌 경기 둔화/약화는 시간이 갈수록 뚜렷해질 전망

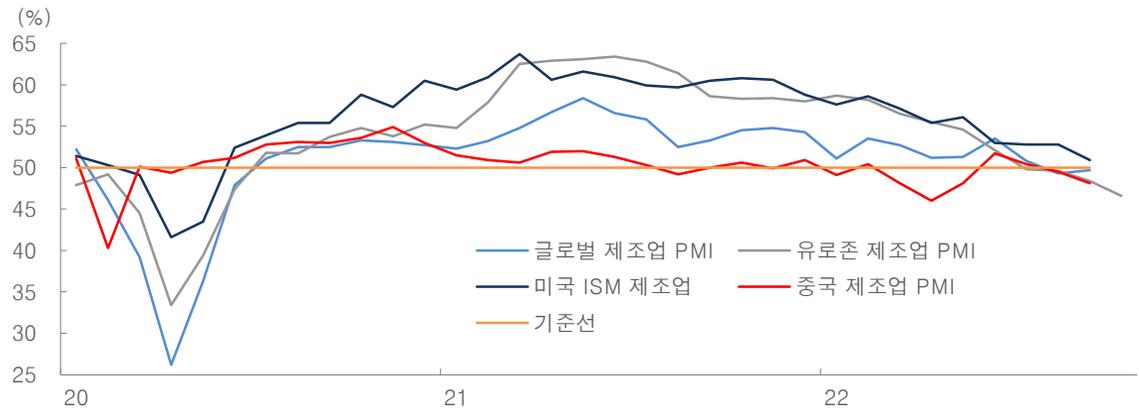
[경기하방압력 확대] 글로벌 수축국면 진입. EU 경기불안의 나비효과 경계

EU의 경기침체의 나비효과는 미국, 중국은 물론, 신흥국 경기/교역 둔화를 야기



자료: 무역협회, 대신증권 Research Center

글로벌 주요국 제조업, 수축국면 진입

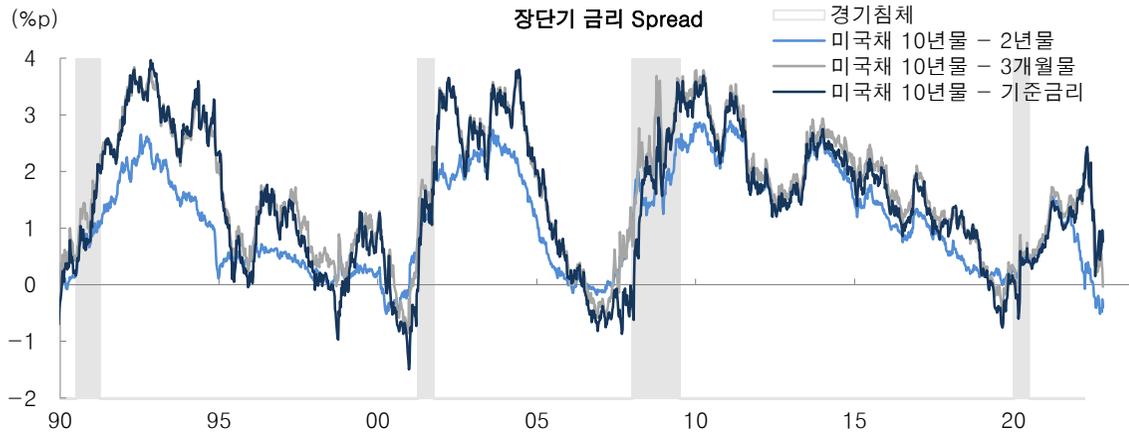


자료: ISM, S&P 글로벌, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 특히, EU의 경기약화, 침체가시화는 미국, 중국의 對EU 수출 및 수입에 영향을 주어 글로벌 경기 회복세 둔화를 야기
- 선진국들의 둔화는 신흥국에게 부정적으로 영향. 특히, 제조업 수출 중심의 국가(예: 인도, 한국)에 영향
- 글로벌 경기둔화는 제조업 분야로 확산 중. 글로벌 제조업 PMI와 주요국 제조업 PMI는 50을 하회하면서 수축국면 진입
- 미국 ISM 제조업 지수가 견조한 흐름을 보이고 있지만, 시차의 존재일 뿐 차별적인 제조업 경기를 기대하기 어려운 상황

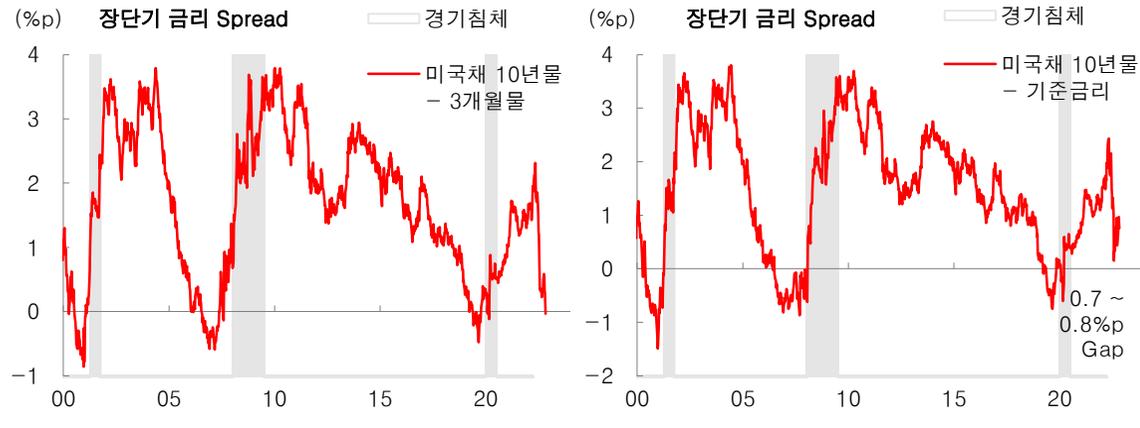
[경기하방압력 확대] 미국 10년 - 3개월물 국채금리 역전. 11월 FOMC 이후 10년-기준금리도 역전 가능

역사적으로 미국채 10년물과 2년물, 3개월물, 기준금리 모두 역전시 경기침체 진입



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국채 10년 - 3개월물 (-)반전. 11월 FOMC 이후 10년 - 기준금리도 역전 가능



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 미국채 장단기 금리 Spread도 경기침체 가능성을 높이고 있음
- 미국채 10년물 - 2년물에 이어 10월말 10년물 - 3개월물도 Spread 마이너스 반전
- 미국채 10년물과 기준금리 간의 Spread +0.7 ~ 0.8%p임을 감안할 때 11월 FOMC 전후 역전 가능
- 과거 장단기 금리 Spread가 모두 역전이 된 상황에서 침체국면 진입. 경기침체 확률은 크게 레벨업되고 있고, 가시화되는 상황
- 증시는 아직 이러한 상황을 충분히 반영하지 못하고 있다는 판단. 경기침체가 가시화될수록 경기충격에 의한 글로벌 금융시장의 변동성 확대는 커질 전망

사면초가(四面楚歌). 안전자산 강세 전망

Strategist 이경민

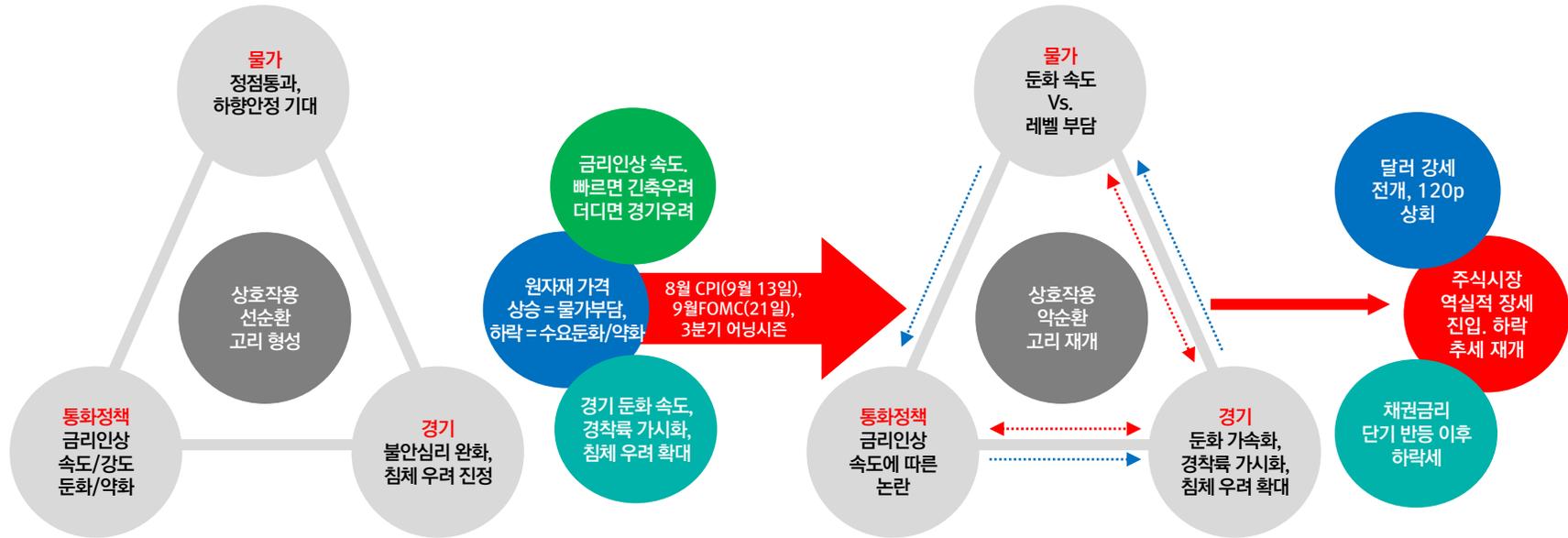
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, JR 김정윤

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

[재귀성 이론] 역실적 장세로 진입했지만, 물가 - 통화정책 - 경기 간 악순환 고리 여전히 작동 중

11월 FOMC를 지나며 경기에 초점이 맞춰진 물가 - 경기, 통화정책 - 경기 간의 상호작용이 강화될 전망

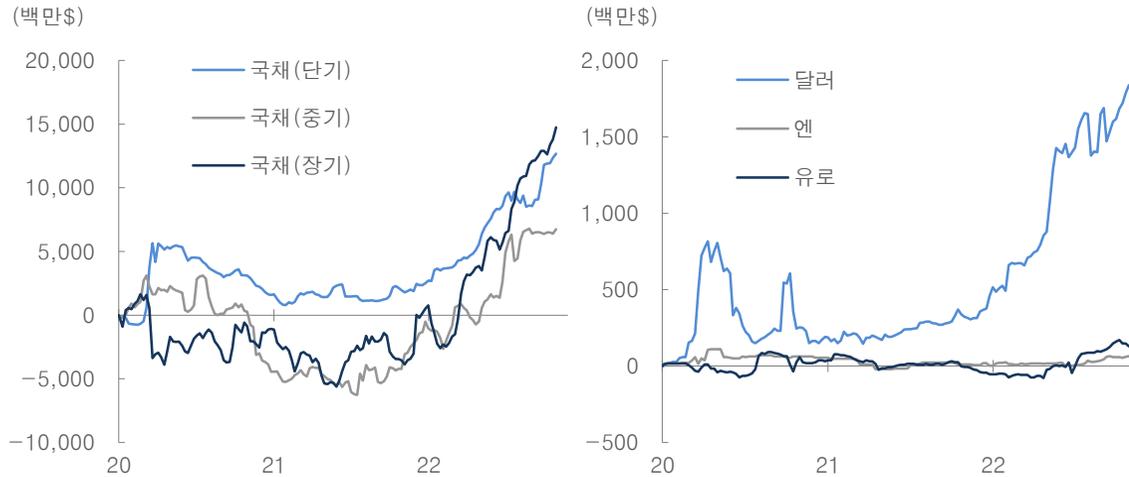


자료: 대신증권 Research Center

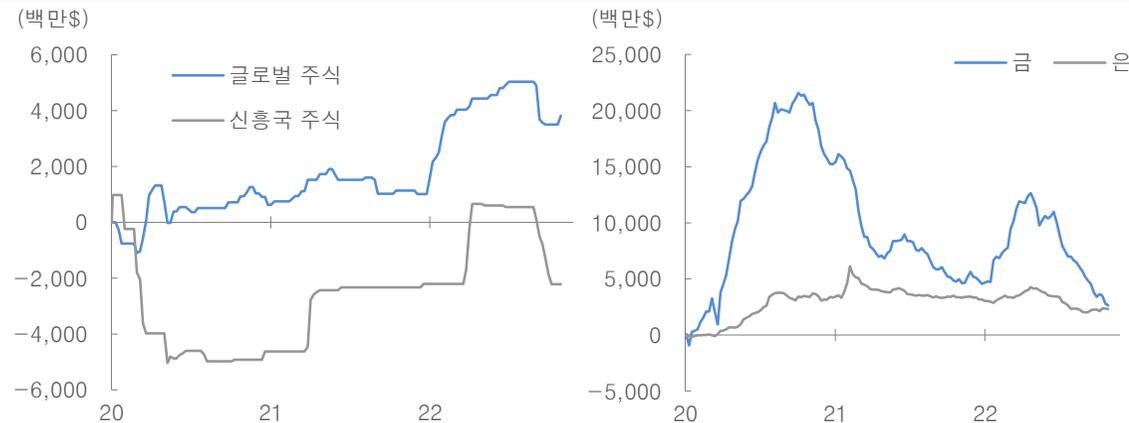
8월 CPI(9월 13일), 9월 FOMC(9월 21일)를 지나며 물가 - 통화정책 - 경기 간의 선순환 고리(7 ~ 8월 일시적으로 유입)는 다시 악순환 고리로 전환. 특히, 9월 FOMC 이후 상당기간 동안 고강도 긴축과 경기침체 우려라는 이중고에 시달릴 수 밖에 없음을 확인. 이 경우 기존의 물가 - 통화정책 - 경기 간 악순환의 고리(파란색 화살표)가 재개되는 것은 물론, 경기 둔화/약화가 더 뚜렷해질수록 물가와 경기, 통화정책과 경기 간의 상호작용(빨간색 화살표)도 함께 작동할 가능성 확대. 원자재, 물가가 올라도 내려도, 금리인상 속도가 빨라져도, 더디어져도 글로벌 증시는 불안정한 흐름을 이어갈 전망. 11월 FOMC에서 금리인상 속도 조절이 공식화될 경우 단기적으로 악순환의 고리(파란색 화살표)가 다소 약화될 수 있지만, 역으로 물가와 경기, 통화정책과의 경기 간의 상호작용(빨간색 화살표)은 더욱 강화될 전망. 본격적인 펀더멘털 불안이 증폭될 수 있음

[안전자산] 글로벌 유동성은 이미 채권, 달러로 빠르게 이동 중. 주식, 금에서는 자금 이탈

미국 ETF 자금 누적 유출입. 채권시장과 달러화로 쏠림 현상 뚜렷



주식에서 자금이탈 가속화. 연초 이후 금으로 유입되었던 자금 대거 이탈 중



- 이러한 국면 변화 가능성은 글로벌 스마트 머니, 유동성 변화로 이어지고 있음
- 글로벌 ETF 자금 누적 유출입 추이를 보면 21년 하반기부터 채권시장과 달러화로 자금이 대거 집중되고 있음
- 반면, 주식시장에서는 글로벌, 선진국, 신흥국 모두 자금이탈이 가속화되는 양상
- 안전자산 선호, 위험자산 회피 심리가 강해지고 있음을 읽을 수 있는 부분
- 반면, 안전자산 중에서 금에서 ETF 자금 변화는 연초 유입되었던 규모 이상으로 이탈 중. 경기 불안이 지속되고 있지만, 인플레이션, 강달러 환경에서 매력도 약화
- 향후 경기 불안, 침체 확률이 높아지는 만큼 안전자산으로 자금 이동은 빠르고 강해질 것이고, 상승추세는 뚜렷해질 전망

[안전자산] 채권금리 멀지 않은 시점에 정점통과 예상

미국 10년물 국채금리, 오버슈팅 국면. 결국 3%대 초중반으로 회귀할 것



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 2년물 국채금리는 단기 오버슈팅 국면 당분간 지속될 가능성 높아

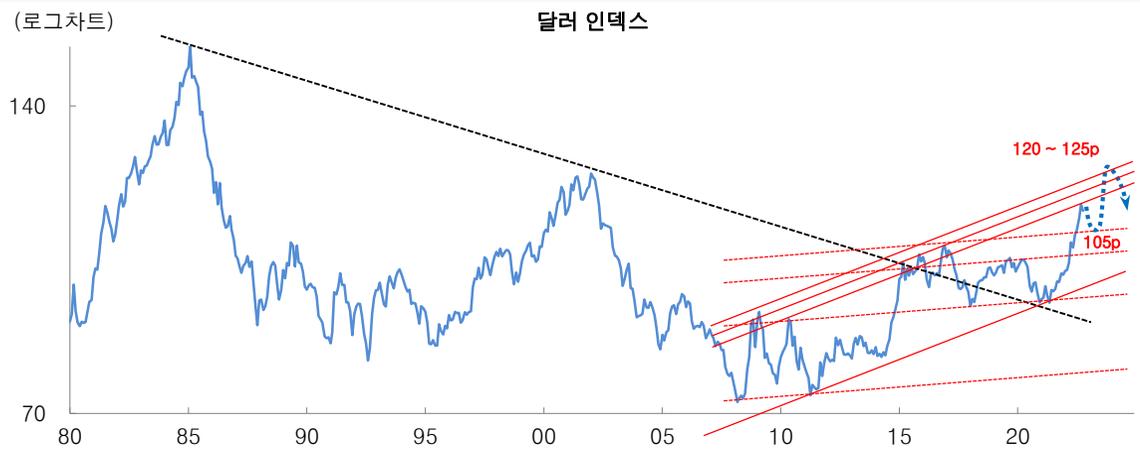


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 채권금리 급등 지속. 10년물 국채금리의 추가 상승은 정점통과 과정으로 생각. 하락반전시 단기적으로 금리 상승압력에서 벗어남에 따라 Dead Cat Bounce 전개 예상
- 하지만, 추세적인 하락세는 이야기가 달라질 것. 경기 사이클 하락을 반영한다는 측면에서 미국 경기 경착륙, 경기침체 가 사회의 전조 시그널로 생각할 수 있음
- 단기적으로는 10년물 미국채 금리 4.3% 돌파시도 가능
- 하지만, 이는 비중확대 기회. 악순환의 고리 형성과 경기불안이 커질 경우 하락추세 전개 예상. 안전자산 선호심리를 대표하는 시그널로 볼 수 있을 것

[안전자산] 달러 인덱스 단기 등락은 가능하지만, 23년 1분기 중 120p를 넘어설 것

달러 인덱스 장기 상승추세 속에 단기 등락은 가능하지만, 120p를 향한 흐름 지속



장기 상승추세 상단에서 하락반전, 105p 지지력 테스트 이후 상승추세 전개 예상



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 달러화 강세 지속 전망
- 단기적으로는 급등에 따른 되돌림 국면, 금리인상 속도조절 기대가 반영되더라도 105p에서 지지력 테스트 전망
- 연준의 강력한 인플레이션 통제 의지와 함께 유럽 경기불안이 심화되고 있는 상황. 미국까지 경기 불확실성에 시달리게 되더라도 유럽과 비교했을 때 달러 강세 압력은 지속될 수 밖에 없는 상황
- 유로화 약세 압력 지속, 안전자산 선호심리 강화시 22년 연말 ~ 23년 1/4분기 중 120p 돌파 예상
- 달러 인덱스 105p 전후에서는 비중확대 가능

[안전자산] 원/달러 환율 1,350원선 지지력 테스트 & 이후 1,500원대 돌파시도 전망



자료: 대신증권 Research Center



자료: 대신증권 Research Center

- 원/달러 환율도 단기 오버슈팅 구간에서 등락은 불가피하겠지만, 2022년 연말, 2023년 연초까지 1,500원선을 향한 상승세 지속될 전망
- 단기적으로는 중단기 상승추세에 상단에 도달했고, 하락다이버전스가 진행 중이라 1,350원선에서 지지력 테스트 예상
- 하지만, 이후 경기침체 우려가 가중되고, 미국과 한국 간의 금리인상 속도 차이, 글로벌 교역 부진, 한국 수출모멘텀 악화 등으로 2022년 연말, 2023년 연초까지 1,500원선을 향해 상승세를 이어갈 전망

3Q 실적시즌 이후... IT보다 시클리컬을 더 경계할 때

Strategist 이경민

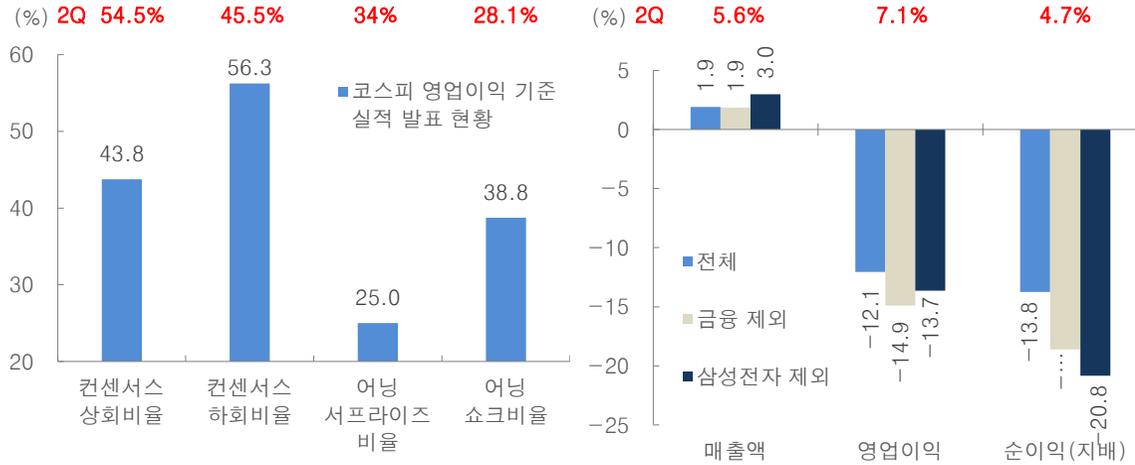
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, JR 김정윤

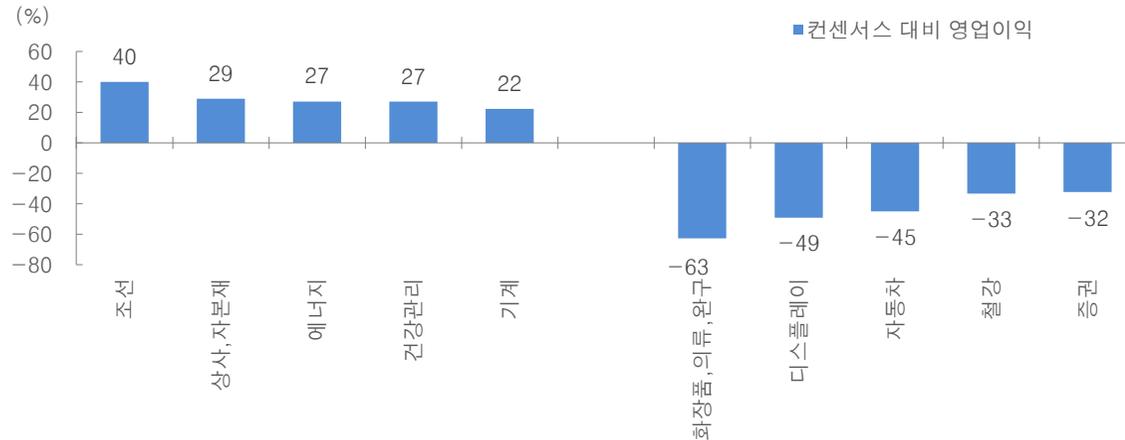
02) 769-3496 / jungyoon.kim@daishin.com

[3Q 실적시즌] 가파른 영업이익 전망 하향조정. 반도체를 제외하고 보면 이제 막 하향조정 시작

시장 컨센서스를 크게 하회 중인 3분기 실적시즌



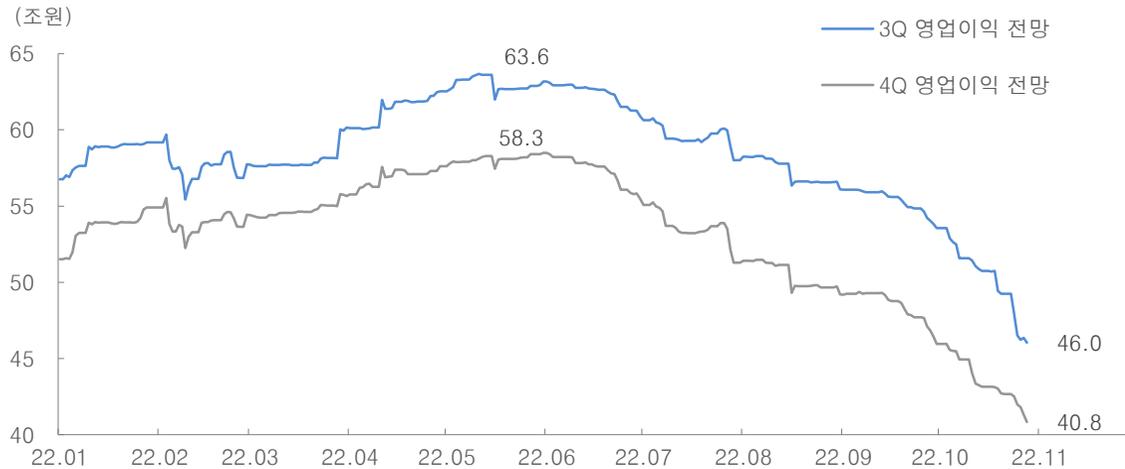
상사/자본재, 에너지는 2분기에 이어 실적 서프라이즈. 자동차, 철강 실적 쇼크



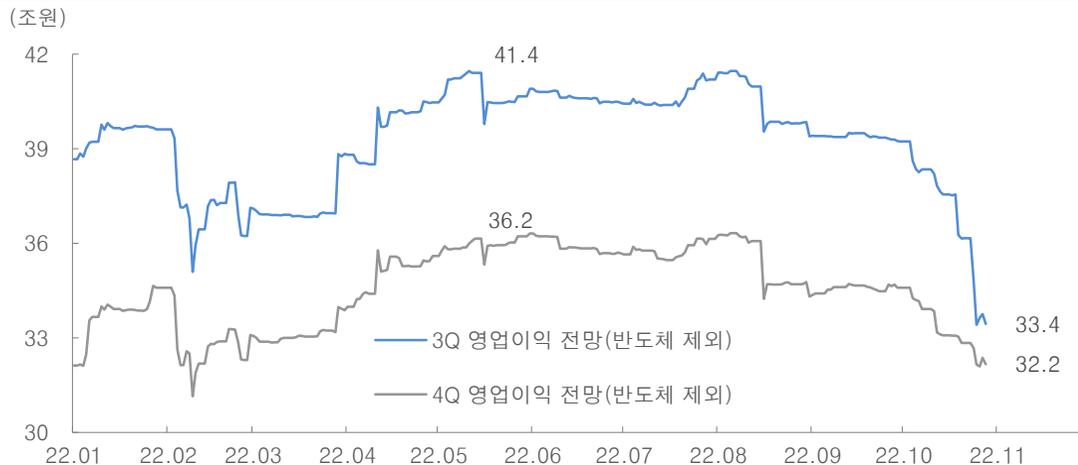
- 3분기 실적시즌은 예상보다 부진한 상황. 컨센서스 하회 비율이 56.3%에 달하고, 어닝 쇼크 비율도 38.8% 수준
- 컨센서스 상회비율이 50%를 넘고, 서프라이즈 비율이 30%를 상회했던 2분기 실적 시즌과 다른 양상
- 상사/자본재, 에너지는 2분기에 이어 3분기에도 실적 서프라이즈를 이어가고 있지만, 자동차, 철강은 실적 쇼크로 반전
- 그동안 실적 호조를 보여주었던 업종들이 하나 둘 탈락하는 양상. 경기 상황이 더 악화될 경우 전반적인 실적 전망치 하향조정 불가피

[3Q 실적시즌] 가파른 영업이익 전망 하향조정. 반도체를 제외하고 보면 이제 막 하향조정 시작

KOSPI 영업이익 전망 3Q 63.6조에서 46조원으로 레벨다운. 4Q는 40조 위협



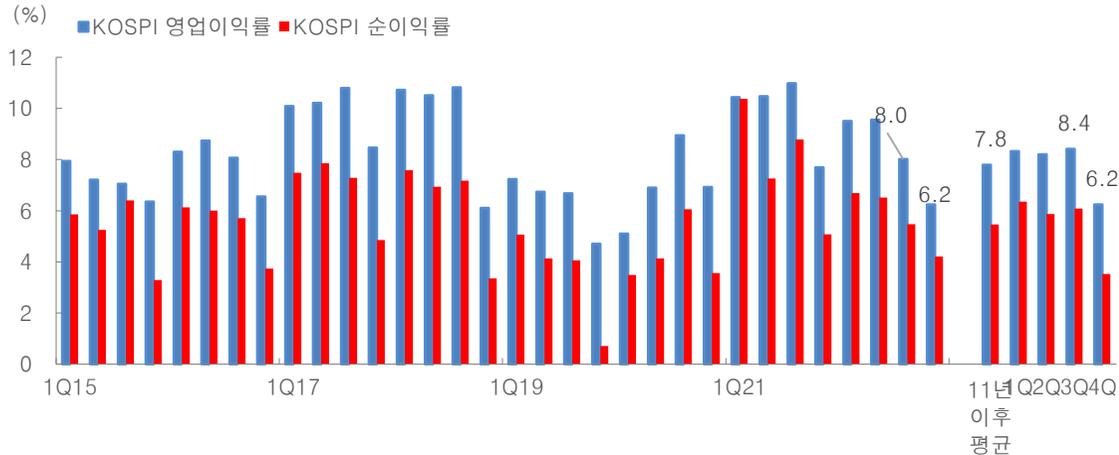
KOSPI 영업이익 전망, 반도체를 제외하고 보면 완만한 하향조정 진행 중?



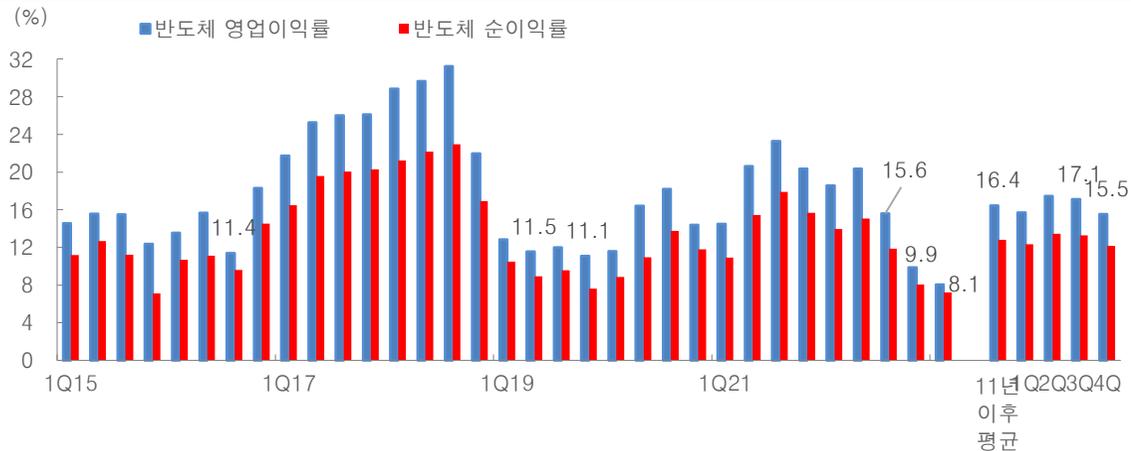
- 3분기 프리어닝 시즌부터 하향조정세를 보여온 이익전망은 실적시즌이 진행되면서 더 가팔라지는 양상
- 3분기 영업이익 전망은 63.6조원에서 46조원대로, 4Q는 58.3조원에서 40.8조원대로 레벨다운
- 그동안 반도체 중심으로 실적이 급격한 하향조정을 보였던 것과는 다른 모습
- 반도체를 제외한 3분기 영업이익 전망도 5월 중순 41.4조원에서 33.4조원으로 레벨다운. 현대차 품질비용이 반영되었다고는 하지만, 전반적인 실적 불안 확대 양상
- 그동안 KOSPI 이익전망 레벨다운의 중심에 반도체가 자리
- 그러나 앞으로는 반도체를 제외한 여타 업종들에 대한 실적 전망 하향조정 예상. 아직까지 높았던 실적에 대한 눈높이 조정이 이제 막 시작되었을 가능성 높다고 판단

[3Q 실적시점] 가파른 KOSPI 영업이익률 하향조정. 전적으로 반도체 영향

KOSPI 3분기 영업이익률 8.0%로 레벨다운. 11년 이후 평균보다 낮아져



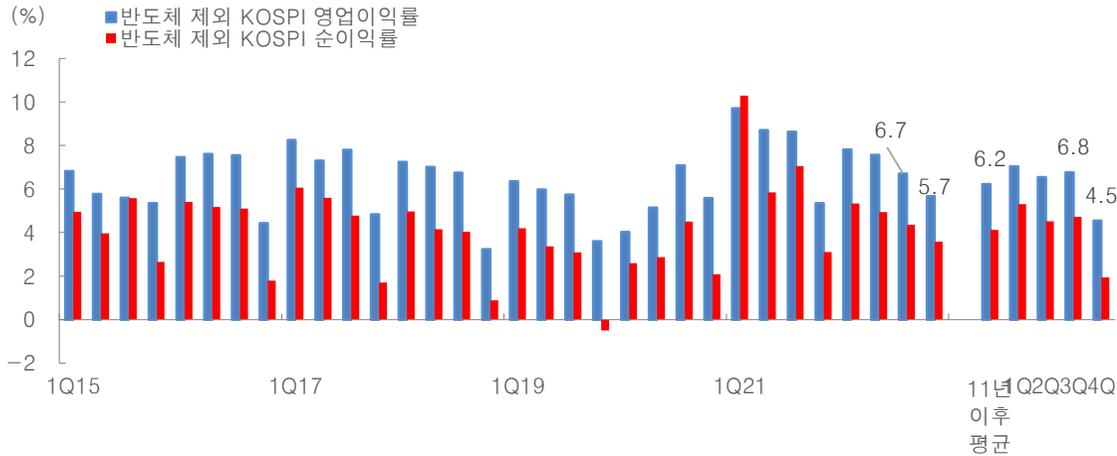
반도체 OPM 2Q 20%, 3Q 15%대, 4Q 9%대, 23년 1Q 8%로 레벨다운



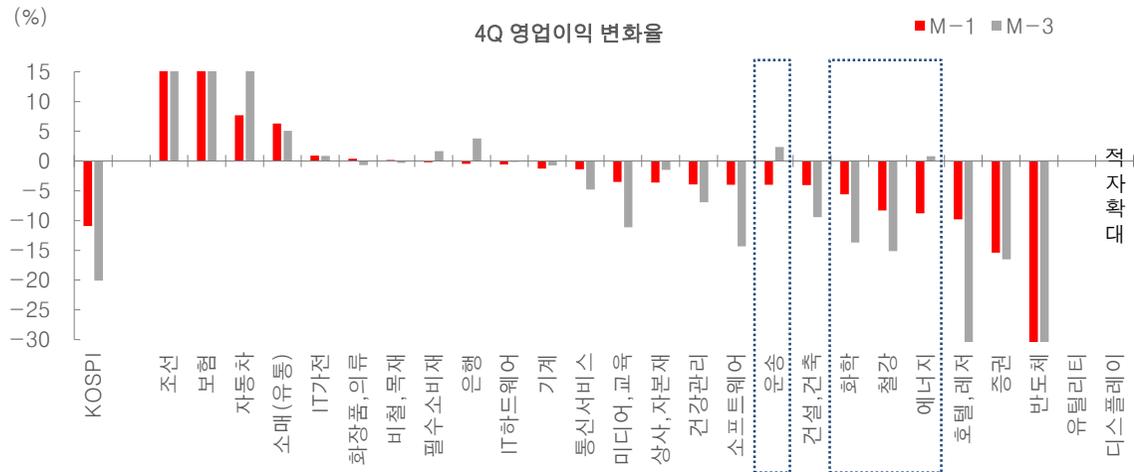
- KOSPI 영업이익률은 2분기 9.5% 수준에서 3분기 8.0%로 레벨다운. 2011년 이후 평균 수준을 하회
- 실적에 대한 눈높이가 빠르게 하향조정 되었다고 볼 수 있음
- 하지만, KOSPI 실적 하향조정, 눈높이 조정은 전적으로 반도체 영향
- 반도체 영업이익률은 2분기 20%대에서 3분기 15%대, 4분기 9%대로 레벨다운. 이는 2011년 이후 평균 수준을 큰 폭으로 하회하는 것
- 특히, 4분기 9.9%는 과거 반도체 영업이익률 저점(11%대)에 근접한 것이고, 23년 1분기 영업이익률은 8.1%로 금융위기 이후 최저치
- 반도체를 제외할 경우 이익전망이 양호하다고 볼 수 있지만, 반도체를 제외한 대부분 업종에서 실적 눈높이가 높다고도 볼 수 있음

[3Q 실적시즌] 반도체 제외 업종들의 실적 기대, 여전히 높아. 본격적인 실적 하향조정 사이클 진입 가능성

반도체를 제외한 KOSPI 영업이익률 여전히 평균 상회



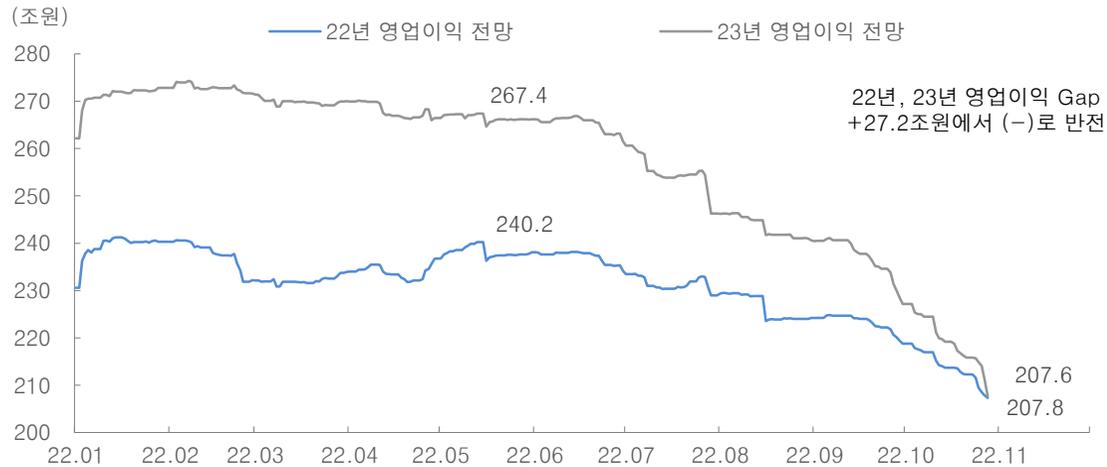
운송, 에너지, 철강, 화학 업종 실적 하향조정 빠르게 진행 중



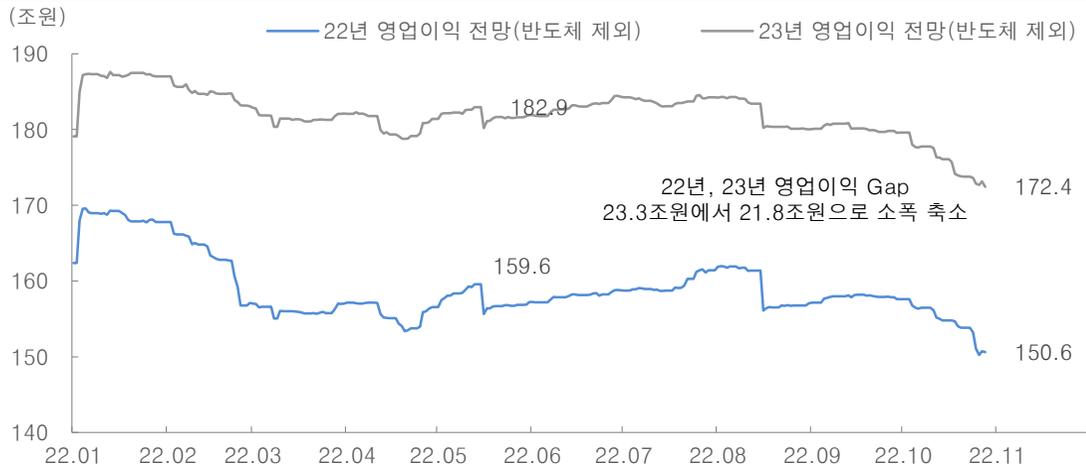
- 반도체를 제외한 KOSPI 영업이익률은 1분기, 2분기보다 소폭 낮아진 6.7%, 11년 이후 3분기 평균인 6.8%를 하회하기 시작
- 하지만, 4분기 영업이익률은 여전히 5.7%, 11년 이후 평균인 4.5%를 큰 폭 상회
- 반도체를 제외한 여타 업종들의 이익전망이 견조하다고 볼 수 있지만, 아직 본격적인 실적 하향조정이 전개되지 않고 있음을 보여주는 부분
- 특히, 하반기 경기는 더 부진한데, 환율 효과는 약해지고, 비용부담은 여전히지만, 판매가격 하락압력은 커지는 국면으로 진입했다는 점에서 경계심리를 더욱 높여야 할 것
- 실제로 4분기 영업이익 전망 1개월, 3개월 변화율을 보면 그동안 실적 호조를 주도했던 에너지, 철강, 화학, 운송 업종의 실적 하향조정이 빠르게 진행 중

[실적 컨센서스] 가파른 KOSPI 23년 하반기 영업이익 전망 하향조정. 반도체보다 시클리컬이 위험

KOSPI OP 전망 23년 268 → 200조원대로... 22년과 격차 없어져



반도체를 제외한 KOSPI의 영업이익 변동은 제한적? 이제 시작일 것



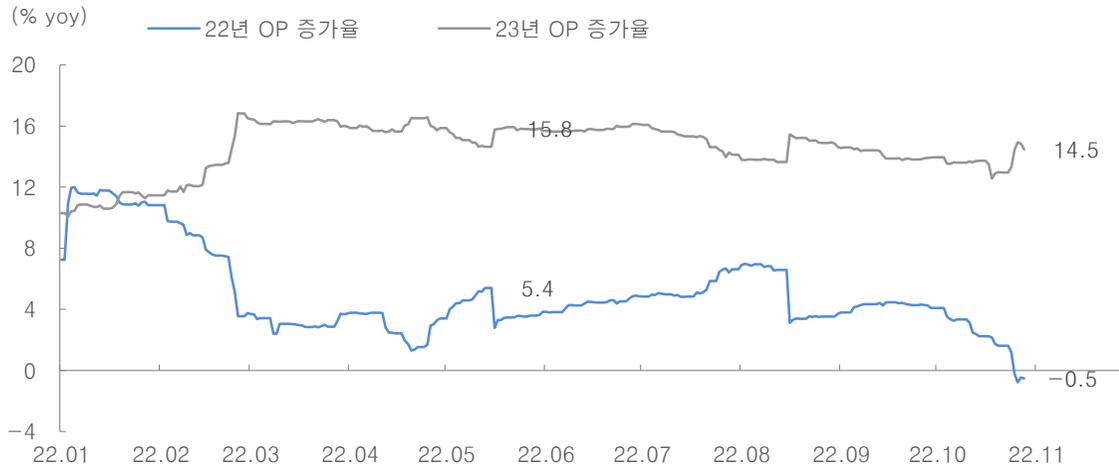
- 3분기 실적시즌을 지나며 22년, 23년 이익전망 하향조정도 가속화
- 22년 영업이익 전망은 240조원에서 207.6조원대로, 23년은 267.4조원에서 207.8조원대로 레벨다운
- 23년과 22년 영업이익 전망 격차는 5월 중순 27.2조원에서 -0.2조원으로 축소, 23년 이익이 22년보다 작아질 것
- 물론, 반도체를 제외할 경우 영업이익 전망 변동은 제한적이지만, 앞서 살펴봤던 것과 같이 반도체를 제외한 다른 업종들의 이익에 대한 눈높이가 여전히 높다는 의미로 볼 수도 있음
- 경기는 더 부진한데, 환율 효과는 약해지고, 비용부담은 여전히 있지만, 판매가격 하락압력은 커지는 국면으로 진입했다는 점에서 지금까지 양호했던 업종들도 실적에 대한 경계를 높여야 할 것

[실적 컨센서스] KOSPI 22년 이익모멘텀 마이너스 반전. 23년도 감익 불가피

KOSPI 22년 영업이익 증가율 -3.9%. 23년 증가율도 마이너스 반전 임박



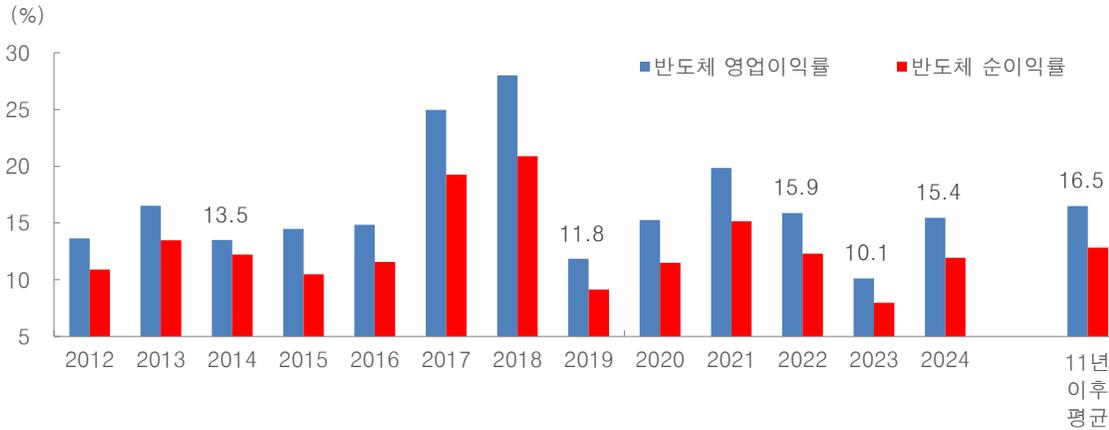
반도체를 제외한 22년, 23년 영업이익 증가율은 -0.5%, 14.3%



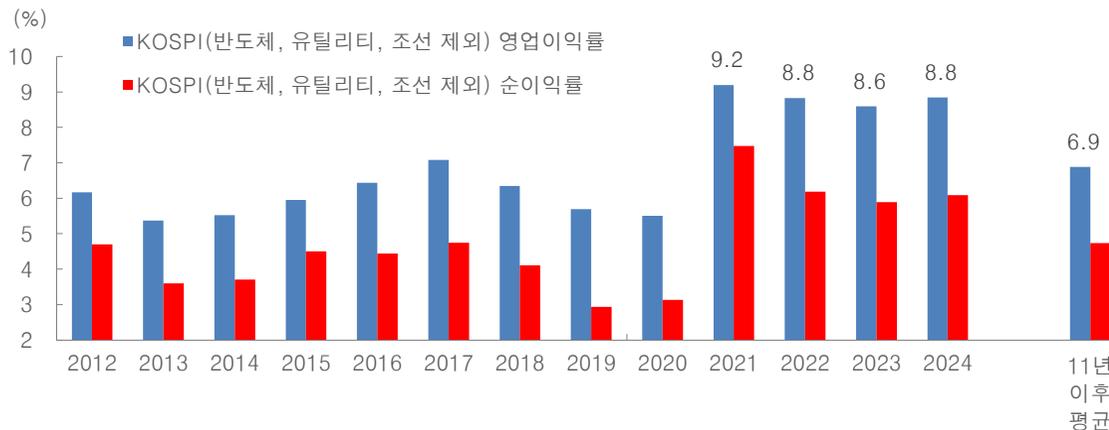
- KOSPI 이익모멘텀은 빠르게 둔화 중. 올해 5월말 12%, 11.4%에 달했던 22년, 23년 영업이익 증가율이 10월 마지막주 -3.9%, 0.1%로 레벨다운
- 3분기 실적 시즌을 지나며 추가적인 이익전망 하향조정과 함께 22년, 23년 2년 연속 역성장, 이익모멘텀 마이너스 지속 가시화
- 증시 하방압력 확대의 변수가 될 수 있을 것
- 반도체를 제외한 영업이익 증가율도 22년은 -0.5%로 반전. 23년은 14.5%를 유지하고 있지만, 모멘텀 악화 가능성 높다고 판단
- 반도체를 제외한 여타 업종들의 업황과 이익이 이제 정점을 지나고 있다면 현재 이익모멘텀이 추가적으로 하향조정될 수 밖에 없을 전망

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

22년 반도체 영업이익률 15.9%로 평균 하회, 23년 영업이익률 10.1%로 레벨다운. 추가적인 실적 전망 하향조정 불가피하지만, 과거 저점수준을 하회하고 있어



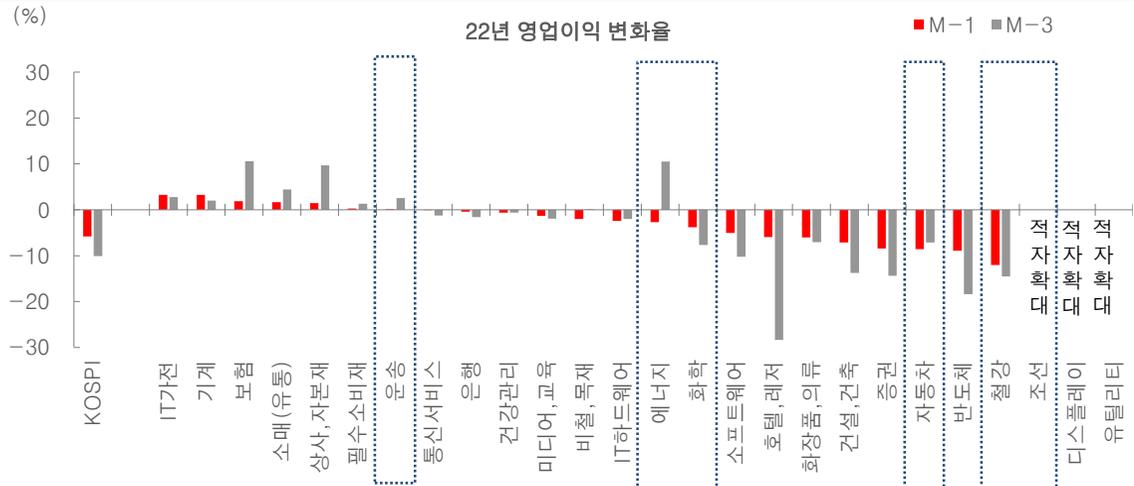
반도체, 유틸리티, 조선 제외한 KOSPI 22년 영업이익률 8.8%로 21년대비 하락 하지만, 23년, 24년 영업이익률 8% 후반대 유지는 다소 과도하다는 판단



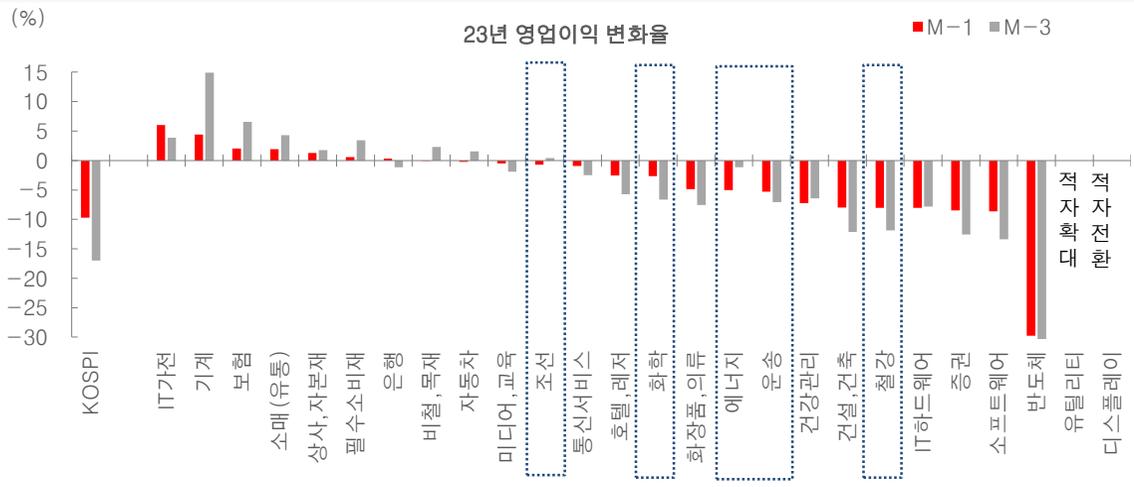
- 실적 전망에 대한 눈높이 격차는 연간 실적에서 더 극명하게 드러남
- 반도체 영업이익률은 22년 15.9%로 레벨 다운된데 이어 23년 10.1%로 더 낮아짐. 과거 평균 수준은 물론, 2019년 영업이익률 저점 11.8% 수준을 크게 하회하고 있는 상황
- 반면, 반도체, 유틸리티, 조선을 제외한 업종의 영업이익률을 보면 22년 8.8%로 21년 9.2%대비 소폭 둔화에 그칠 것으로 예상. 23년, 24년 영업이익률은 8.6%, 8.8%로 21년 수준에서 크게 벗어나지 않는다는 눈높이 유지 중
- 11년 이후 평균 6.9%를 크게 상회하는 수치이자, 2021년 코로나19 직후만큼 견조한 이익 흐름을 기대한다는 의미
- 최근 이익전망 추이보다는 앞으로 이익 전망이 어떻게 변할 것인지 생각해 본다면 반도체를 중심으로 한 IT는 상당한 수준의 이익전망 하향조정, 눈높이 레벨다운이 전개되었다면 반도체를 제외한 업종들에 대한 이익전망은 이제부터 하향 조정될 가능성이 높다는 판단

[실적 눈높이] IT, 수출주는 물론, 철강, 화학에 이어 운송, 에너지까지 실적 하향조정

경기민감, 성장주, IT에 이어 철강, 운송, 화학, 에너지까지 실적 하향 조정



운송, 에너지, 철강, 화학 등 23년 실적 하향조정 뚜렷



- 22년, 23년 이익전망 변화율을 보면 글로벌 경기 불안과 물가 고공행진, 고강도 금리인상 등의 여파로 국내외 소비주, 수출주, 성장주 실적 하향조정은 여전
- 눈에 띄는 부분은 그동안 연이은 실적 서프라이즈를 이어왔고, 차별적인 실적 전망 상향조정을 보여왔던 시클리컬 업종
- 22년 영업이익 전망에서는 철강, 운송, 화학, 비철/목재 등 일부 업종을 제외한 대부분 업종의 실적 전망이 하향조정되기 시작
- 23년 영업이익 전망도 철강이 IT와 버금가는 실적 하향조정 진행 중. 운송, 화학, 에너지 등도 하향조정세 뚜렷
- 지금까지 실적 전망 하향조정을 이끌어왔던 업종은 이제 실적 저점을 향하고 있지만, 시클리컬 업종은 이제 막 실적 고점을 지나고 있을 가능성 높다고 생각
- 어떤 업종이 향후 주가 측면에서 변동성이 클지 고민이 필요한 시점. IT보다는 시클리컬을 조심해야 하는 이유

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 2,050p는 의미있는 저점권 다만, 저점통과 과정은 험난할 것

Strategist 이경민

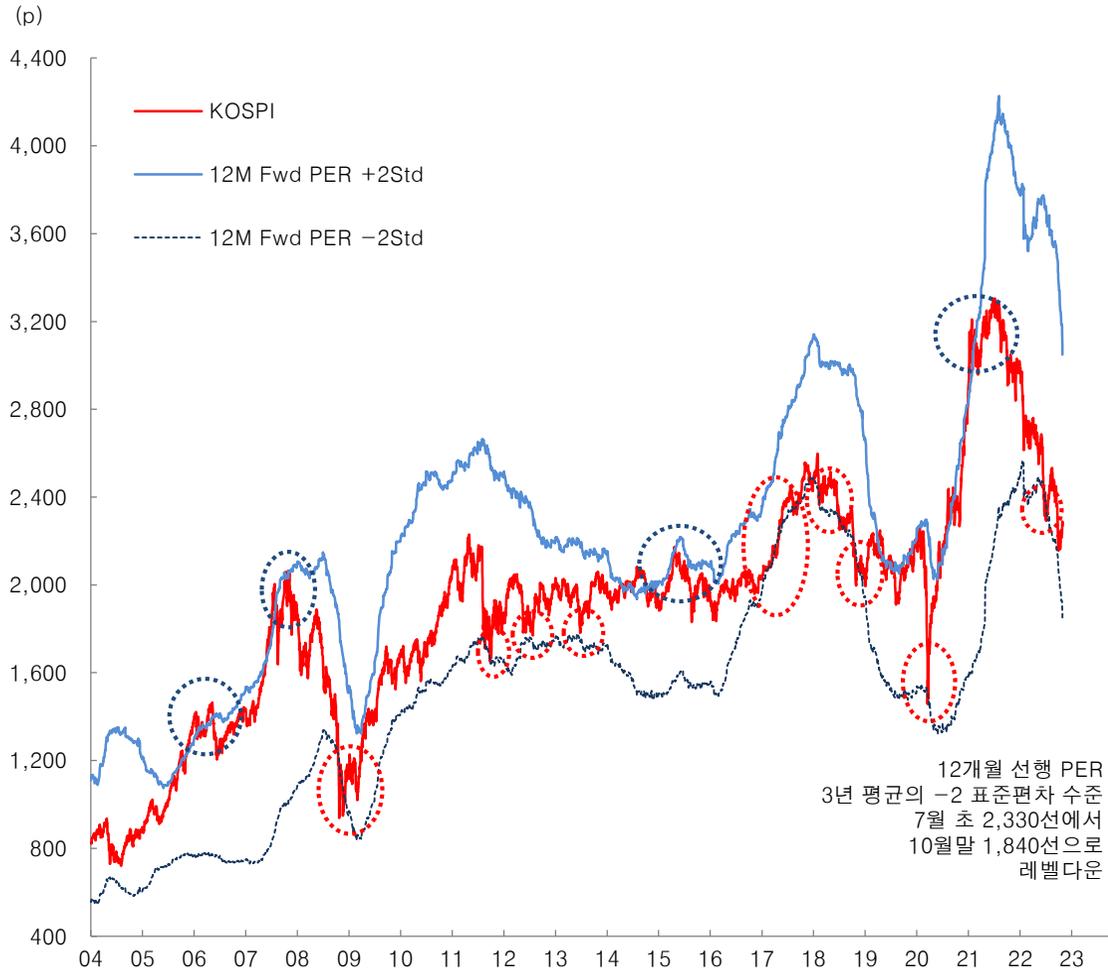
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, JR 김정윤

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

[KOSPI Level] 밸류에이션 Rock Bottom은 통과했나? 2019년 저점통과 국면과 유사할 전망

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(UnderShooting), 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 이유
- 실제로 최근 급격한 이익전망 하향조정으로 12개월 선행 PER 3년 평균의 -2표준편차 수준의 KOSPI 레벨 500p 가까이 급락

[KOSPI Level] 12M Fwd EPS 211원(위기 국면 하락율) X PER 9.7배(22년 평균)=2,050p. 의미있는 저점

과거 위기국면에서 12M Fwd EPS 조정 비율



가파른 이익전망 하향조정으로 PER은 오히려 상승 중



- 대신증권은 이번 하락추세의 KOSPI 하단을 2,050p로 유지 중. 충분히 저평가된 수준이라고 생각
- 이익전망은 이미 219원으로 과거 위기 국면 전체 평균 하락율(-25%)보다 하향조정이 더 큰 상황. 금융위기와 반도체 다운사이클, 미중 무역전쟁 당시의 이익전망 레벨다운 폭을 반영할 경우 EPS는 211p까지 하락 가능
- 급격한 이익전망 하향조정 속에 금리인상 속도조절 가능성이 높아지면서 밸류에이션은 급등 중. 과거 장기 하락추세, 위기국면 이후 저점 확인과정에서 PER은 오히려 상승했던 것과 같은 흐름
- 최근에도 KOSPI 지수 레벨다운(2,300p에서 2,150p)에도 불구하고 12개월 선행 PER은 7월초 8.52배에서 10월 10.34배로 상승
- KOSPI 저점 통과과정에서 올해 평균 수준인 12개월 선행 PER 9.7배 전후에서 지지력 확보 예상

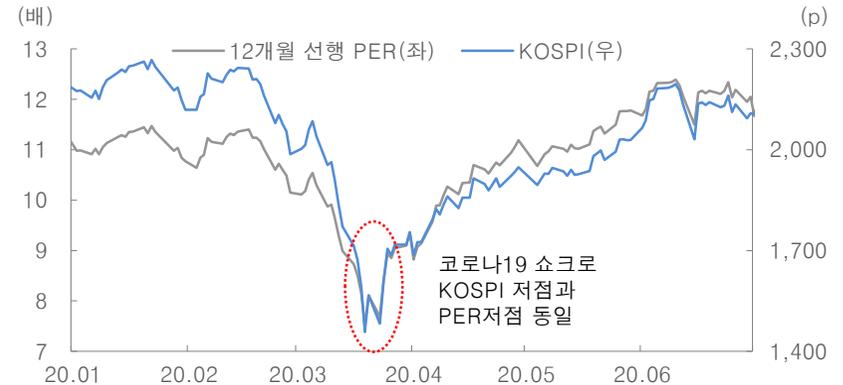
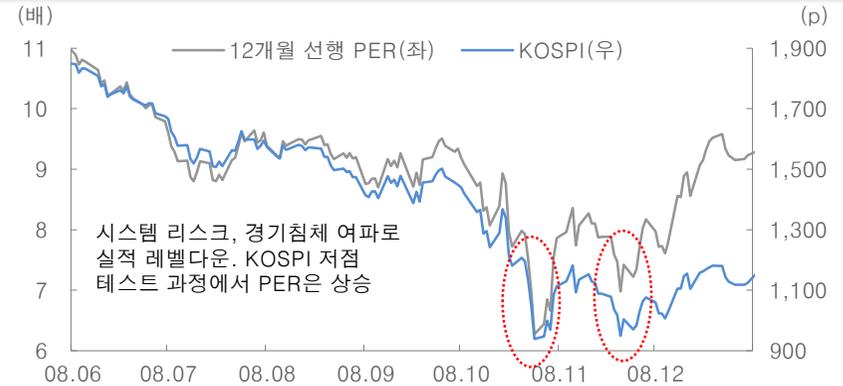
[KOSPI Level] 저점을 통과하는 과정. UnderShooting, 다중 바닥패턴 등 험난해...

12개월 선행 PER과 EPS Matrix

	12개월 선행 PER							위기 국면 저점통과 이후 1년 P ER 반등강도 반영
	12M Fwd EPS	22년 저점	전 저 점	01년 이후 평균	장기 평균	01년 이 후 평균 의 +1 Std	21년 6 월 이후 고 점	
		8.5X	9X	9.4X	10X	11X	11.75X	12.3X
과거 위기국면 평균 하향조정 비율 반영	223	1,896	2,007	2,096	2,230	2,453	2,620	2,743
현재(10월 28일)	221	1,879	1,989	2,077	2,210	2,431	2,597	2,718
	215	1,828	1,935	2,021	2,150	2,365	2,526	2,645
금융위기, 반도체 업황 악화 시 평균 하락비율	211	1,794	1,899	1,983	2,110	2,321	2,479	2,595
	205	1,743	1,845	1,927	2,050	2,255	2,409	2,522
반도체 업황 악화(18 ~ 19년) 하향조정 비율	200	1,700	1,800	1,880	2,000	2,200	2,350	2,460

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

08년 저점구간 PER 상승. 코로나19 당시 저점 일치



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

다만, 최근 금융시장과 증시 등락과정을 보면 하락추세의 정점을 통과하는 과정이 상당히 험난할 전망. 자칫하면 통화정책 기대를 상당부분 선반영한 상황에서, 단기간에 경기침체 충격을 받을 수 있음. 물가부담과 경기침체 우려가 동시에 유입되는 스태그플레이션 가능성도 배제할 수 없음. 통화정책 안도 감보다는 펀더멘털 악화 과정을 반영하지 못한데 따른 후폭풍을 감안한다면 KOSPI 2,000선을 하회하는 UnderShooting 가능성도 감안해야 할 것

Main 전략은 리스크 관리, 안정성 강화.
단기 매매전략은 짧게, $+\alpha$ 로...

Strategist 이경민

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

Strategist, JR 김정윤

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

[투자전략] 4분기는 Dead Cat Bounce를 방어력 강화, 포트폴리오 재편의 기회로 활용

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

1분기 (변동성 확대)

- 기대와 현실 간 괴리 확인. KOSPI 영업이익 증가율 (-) 반전 우려
- 가격변동성 정점 통과
- 내수 소비주 중심으로 방어력 강화
- 단기 낙폭과대주, 중소형주로 단기 수익 확보

2분기 (턴어라운드)

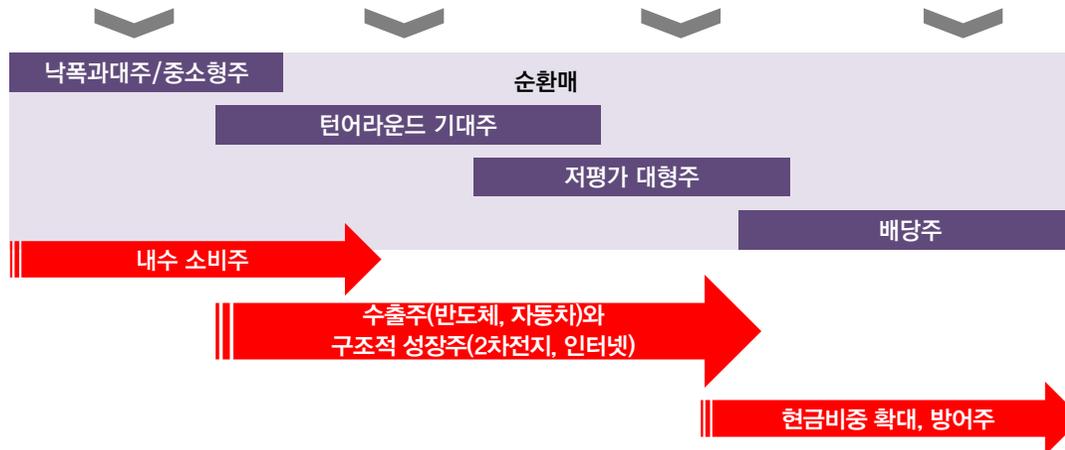
- 글로벌 병목현상 완화 가시화
- 물가 정점통과 확인
- 경기/기업이익 회복 기대
- 내수 소비주 상승모멘텀 체크. 주가 정점 통과 가능
- 구조적 성장주와 수출주 Bottom Fishing

3분기 (기술적 반등)

- 물가 둔화 지속. 중국 경기부양정책 기대. 약재 선반영 & 호재 후반영
- 구조적 성장주와 수출주 KOSPI 안도밸리 주도. KOSPI 2,500선부터 차익실현
- 배당주/방어주 관심

4분기 ~ 23년 상반기 (하락추세)

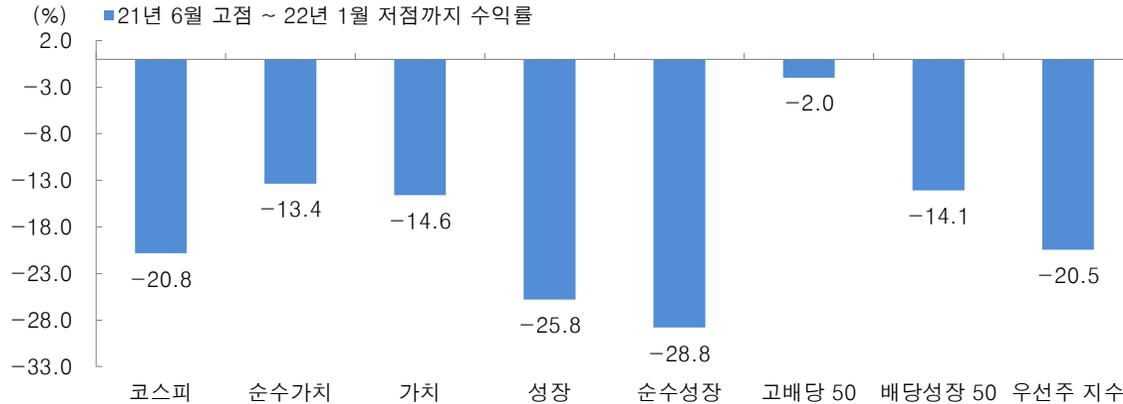
- 미 기준금리 4% 상회. 10y-3M 금리 역전
- 경기 경착륙 가시화, 침체 우려 확대. 채권금리 하락 추세
- 이익전망 하향조정. 밸류에이션 지지력 약화
- 현금 & 배당주와 방어주 비중확대로 포트폴리오 방어력 강화



- 2023년 상반기까지 기본적인 전략은 방어력 강화. 포트폴리오 안정성을 높이는 데 주력
- 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
- 4분기에는 급락 이후 Dead Cat Bounce가 나올 때마다 현금비중을 늘리고, 포트폴리오 안정성을 높일 필요가 있음

[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 피난처 역할을 해 온 배당주, 8월 하락반전과 함께 강세 반전



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
- 실제로 8월 중순 이후 KOSPI급락 과정에서 고배당주의 상대강도는 상승 반전
- KOSPI 2차 하락국면, 역실적 장세에서 고배당주 상대강도는 고점을 넘어설 가능성 높음

[Main 투자전략] KOSPI 2022년 배당수익률 상위 종목

2022년 유망 배당주

기업코드	기업명	업종명	현금배당성향(%)		당기순이익 증가율 (%)		현금배당수익률(%)		12개월 선행(배)	
			2021AS	2022E	2021AS	2022E	2021AS	2022E	PER	PBR
A138930	BNK금융지주	은행	20.0	23.0	48.3	8.2	7.5	10.4	2.2	0.2
A316140	우리금융지주	은행	19.9	25.3	85.3	19.1	8.0	10.1	2.5	0.3
A139130	DGB금융지주	은행	19.3	21.2	43.2	2.2	7.1	10.0	2.2	0.2
A175330	JB금융지주	은행	20.0	23.0	34.4	12.5	8.1	9.9	2.3	0.3
A086790	하나금융지주	은행	20.5	25.6	33.4	2.6	7.3	9.0	2.8	0.3
A002990	금호건설	건설,건축관련	67.9	19.4	460.6	-65.6	7.1	8.7	3.5	0.4
A024110	기업은행	은행	24.3	25.8	56.7	4.6	7.8	8.5	2.9	0.2
A082640	동양생명	보험	28.6	35.1	129.6	-29.5	11.2	8.2	3.6	0.3
A105560	KB금융	은행	19.9	26.0	24.7	12.3	5.6	7.6	3.7	0.3
A055550	신한지주	은행	23.5	26.0	17.6	25.1	5.2	7.3	3.6	0.3
A005830	DB손해보험	보험	23.9	24.2	57.4	0.9	6.7	7.1	4.5	0.5
A078930	GS	에너지	-74.2	13.1	959.9	69.7	4.7	7.0	2.1	0.3
A001120	LX인터내셔널	상사,자본재	4.8	23.6	49.4	51.2	7.9	6.8	3.3	0.5
A071050	한국금융지주	증권	20.3	20.4	105.2	-50.2	6.6	6.6	3.0	0.3
A006390	한일현대시멘트	건설,건축관련	29.5	52.8	-35.7	-5.8	3.3	6.3	8.2	1.0
A005810	풍산홀딩스	비철,목재등	56.8	7.9	1,227.3	-48.2	5.1	6.1	3.4	0.2
A032640	LG유플러스	통신서비스	42.1	33.4	51.5	-5.7	4.0	6.0	6.3	0.6
A272550	삼양패키징	비철,목재등	44.0	46.9	-6.2	-4.3	3.8	6.0	5.8	0.7
A001450	현대해상	보험	23.9	26.8	30.4	23.8	6.1	5.9	4.9	0.5
A030200	KT	통신서비스	49.6	33.2	107.5	-4.8	6.3	5.9	7.0	0.6
A006360	GS건설	건설,건축관련	30.8	27.0	30.1	37.5	3.1	5.6	3.4	0.4
A011780	금호석유	화학	19.9	14.3	237.2	-43.5	4.8	5.4	4.0	0.5
A005090	SGC에너지	에너지	69.2	36.1	210.5	42.3	3.3	5.0	3.9	0.6
A298020	효성티앤씨	화장품,의류	15.8	28.0	499.0	-64.6	8.0	5.0	4.3	0.6
A300720	한일시멘트	건설,건축관련	35.8	45.8	-14.0	30.2	3.3	4.8	7.0	0.5
A213500	한솔제지	비철,목재등	28.1	104.3	-76.9	586.6	4.0	4.7	3.5	0.5
A032830	삼성생명	보험	35.5	36.7	16.6	-20.4	4.0	4.4	9.6	0.5
A104700	한국철강	철강	-107.0	10.0	1,249.5	-14.7	2.7	4.4	2.9	0.3
A034730	SK	상사,자본재	195.5	22.7	5,373.8	41.1	2.9	4.2	5.5	0.4
A011760	현대코퍼레이션	상사,자본재	14.6	19.1	-23.0	117.4	3.2	4.1	3.1	0.4

▪ 증시에 불리한 매크로 환경 지속될 것으로 판단되며 배당주, 통신, 음식료, 에너지 등 방어적 포트폴리오 구성 권고

▪ 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

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

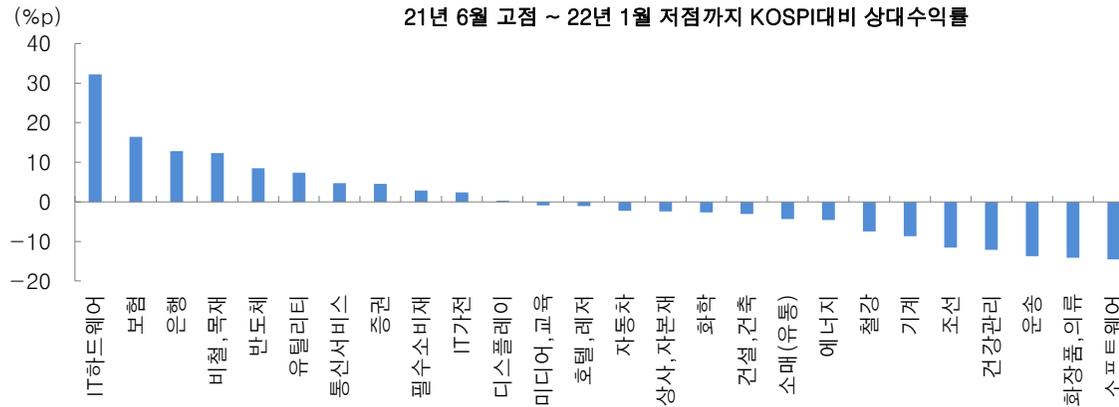
배당의지는 A. 2021년 배당성향이 과거 3년 평균 대비 증가한 기업

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

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

[Main 투자전략] 방어주 비중확대 : 통신, 필수소비재

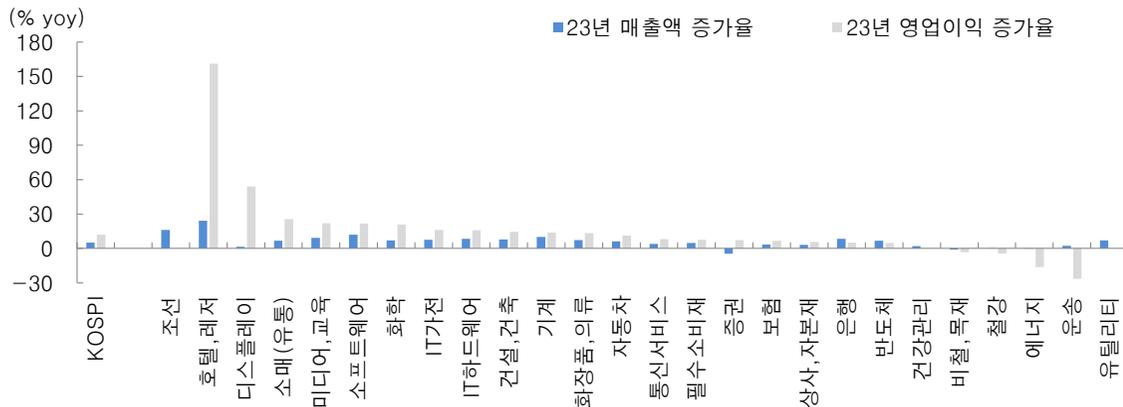
통신, 필수소비재의 안정성에 주목



- 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

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

이익모멘텀 감안할 경우 통신, 필수소비재 유망할 전망



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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

배당주 내 퀄리티 스코어 높은 종목

코드	기업명	W126업종명(대)	Quality Score	ROE(TTM)(%)	D/E(%)	이익 안정성
A007070	GS리테일	소매(유통)	1.71	20.9	134.4	129
A003230	삼양식품	필수소비재	1.70	15.6	92.3	31
A145720	덴티움	건강관리	1.68	15.9	87.9	66
A068270	셀트리온	건강관리	1.67	13.2	46.9	56
A139480	이마트	소매(유통)	1.64	20.6	172.6	137
A033780	KT&G	필수소비재	1.61	9.5	32.7	22
A033270	유나이티드제약	건강관리	1.60	9.2	29.4	22
A026960	동서	필수소비재	1.59	8.1	16.8	22
A007310	오뚜기	필수소비재	1.54	8.8	68.7	23
A018670	SK가스	유틸리티	1.54	14.7	159.7	79
A051600	한전KPS	유틸리티	1.52	6.9	34.6	32
A017670	SK텔레콤	통신서비스	1.50	12.7	159.1	56
A001680	대상	필수소비재	1.49	10.8	143.4	27
A057050	현대홈쇼핑	소매(유통)	1.45	4.9	43.0	32
A008930	한미사이언스	건강관리	1.44	6.8	37.4	114
A000070	삼양홀딩스	필수소비재	1.44	10.0	121.2	93
A003090	대웅	건강관리	1.43	9.4	105.9	102
A032640	LG유플러스	통신서비스	1.43	8.8	145.4	23
A004370	농심	필수소비재	1.43	4.5	33.2	57
A030200	KT	통신서비스	1.42	8.9	138.7	49
A006040	동원산업	필수소비재	1.40	10.8	107.4	180
A049770	동원F&B	필수소비재	1.39	7.5	145.9	22
A069620	대웅제약	건강관리	1.39	9.9	124.9	132
A000100	유한양행	건강관리	1.34	4.7	30.1	169
A069960	현대백화점	소매(유통)	1.33	4.4	88.6	80

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

[+α 투자전략] 실적외 안정적인 퀄리티 업종에 주목 : 단기 순환매 국면에서 주목받을 수 있을 것

낙폭과대 + 퀄리티 업종별 스코어

섹터	Total Score							
	P/E(Fwd.12M)_변화율_Score				섹터과리율_Score			
	P/E(Fwd.12M)_변화율(%)		추가 변화율(%)		당기순이익(12M) 변화율(%)		섹터과리율(%)	
조선	1.3	2.5	-74.4	-17.7	221.1	0.0	43.9	
미디어,교육	1.2	0.0	-7.8	-17.9	-10.9	2.5	74.1	
유틸리티	1.1	1.4	-44.8	-17.1	50.1	0.8	53.0	
운송	1.0	0.7	-26.3	-11.3	20.4	1.3	59.8	
IT하드웨어	0.8	0.5	-22.3	-13.7	11.0	1.1	57.3	
소프트웨어	0.5	-0.6	7.7	-24.6	-30.0	1.7	64.1	
에너지	0.5	1.1	-36.0	-6.5	46.2	-0.1	42.4	
건설,건축관련	0.3	0.0	-7.7	-14.6	-7.5	0.7	51.9	
상사,자본재	0.3	0.3	-16.1	-7.0	10.9	0.3	47.7	
자동차	0.3	0.6	-25.0	-12.6	16.5	0.0	43.3	
화장품,의류,완구	0.2	-0.5	4.4	-14.7	-18.3	0.8	54.0	
기계	0.1	1.4	-43.9	-17.5	47.2	-1.2	28.5	
호텔,레저서비스	0.0	0.3	-15.5	-8.4	8.3	-0.3	40.2	
통신서비스	0.0	-0.1	-4.5	-1.6	3.1	0.1	45.1	
은행	-0.1	0.2	-12.2	-2.6	10.9	-0.5	38.2	
소매(유통)	-0.2	-0.2	-2.4	-4.2	-1.9	-0.1	42.5	
철강	-0.2	-0.8	14.5	-7.0	-18.8	0.4	48.3	
필수소비재	-0.4	0.1	-10.1	0.8	12.1	-0.9	33.1	
보험	-0.5	-0.1	-5.7	3.0	9.2	-0.9	33.1	
증권	-0.6	-0.8	13.2	-7.9	-18.6	-0.4	38.3	
건강관리	-0.6	-0.5	4.1	-0.2	-4.1	-0.8	33.8	
IT가전	-0.9	-1.3	25.2	7.3	-14.3	-0.6	36.8	
화학	-1.0	-1.1	20.5	-1.7	-18.4	-0.9	32.9	
비철,목재등	-1.3	-0.4	2.7	0.9	-1.8	-2.2	16.4	
반도체	-1.7	-2.7	63.8	-3.3	-41.0	-0.8	34.3	
디스플레이	-2.7	-4.6	124.5	-38.8	-72.8	-0.9	34.7	

- 10월 낙폭이 과대하고 실적 퀄리티가 높은 업종과 종목에 집중
- 주가 하락폭이 높았으며 당기순이익 전망치가 상향된 업종이 상위 업종을 차지
- 미디어/교육, 소프트웨어, 화장품/의류 업종은 가격 하락폭이 컸으나 실적 컨센서스가 함께 하향

[+α 투자전략] 실적외 안정적인 퀄리티 종목. 단기 트레이딩 대상으로는 가능

KOSPI 낙폭과대/퀄리티 상위 종목

순위	코드	기업명	W126 업종명 (대)	P/E 변화율 (%)	연초 대비 수익률 (%)	순이익 전망치 변화율 (%)	목표 주가 괴리율 (%)	ROE (TTM) (%)	D/E ratio (%)	이익 변동성 (%)	Total Score
1	A007810	코리아씨키트	IT하드웨어	-63.5	-55.6	21.4	123.8	1.6	0.2	0.3	1.7
2	A093370	후성	화학	-36.6	-46.5	-15.5	110.5	1.9	0.4	0.2	1.5
3	A028670	팬오션	운송	-46.0	-20.0	48.2	94.0	1.8	0.5	0.4	1.5
4	A036420	콘텐츠리중앙	미디어,교육	-59.7	-60.2	9.9	142.3	-0.8	-3.0	0.4	1.3
5	A020000	한섬	화장품,의류	-37.4	-28.9	13.6	86.2	1.0	0.7	0.6	1.3
6	A034120	SBS	미디어,교육	-27.4	-42.2	-20.3	103.9	1.7	0.5	-0.9	1.2
7	A145720	덴티움	건강관리	-46.4	9.6	104.7	64.3	1.9	0.5	0.6	1.2
8	A001230	동국제강	철강	-39.1	-28.6	17.0	76.2	1.9	0.3	0.2	1.2
9	A031430	신세계인터내셔널	화장품,의류	-37.3	-18.4	30.2	80.7	1.1	0.6	0.5	1.2
10	A021240	코웨이	화장품,의류	-25.0	-25.0	0.0	72.0	1.9	0.3	0.6	1.2
11	A014680	한솔케미칼	화학	-36.6	-39.8	-5.0	60.3	1.9	0.6	0.6	1.2
12	A000990	DB하이텍	반도체	-56.8	-41.1	36.3	44.7	1.9	0.7	0.5	1.1
13	A020150	일진머티리얼즈	IT하드웨어	-53.5	-56.0	-5.4	71.5	0.2	0.7	0.6	1.1
14	A241590	화승엔터프라이즈	화장품,의류	-48.2	-47.8	1.0	114.0	-0.6	0.0	-0.8	1.1
15	A111770	영원무역	화장품,의류	-41.6	6.3	82.0	48.9	1.9	0.6	0.4	1.1
16	A210980	SK디앤디	은행	-69.3	-34.2	114.2	79.4	0.8	-0.2	-0.4	1.0
17	A035420	NAVER	소프트웨어	-41.9	-57.7	-27.3	88.0	0.0	0.7	-0.4	1.0
18	A049770	동원F&B	필수소비재	-20.3	-33.4	-16.6	86.9	0.1	0.2	0.5	1.0
19	A005880	대한해운	운송	-56.7	-26.0	87.2	74.9	1.3	0.0	-1.0	0.9
20	A005300	롯데칠성	필수소비재	-36.5	2.6	64.3	76.2	0.4	0.0	0.4	0.9

- 10월 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 종목별 스코어 계산

기준일: 22.10.28

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

퀀트전략

밸류/퀄리티/어닝&주가 모멘텀 모델 상 투자매력도 상위 업종:

통신, 소매/유통, 자동차, 디스플레이, 상사/자본재

관심 종목 20개 기업 제시

Quant Strategist 조재운

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

[3Q22 실적 현황] KOSPI 실적 발표 진행률 27.2%. 컨센서스 대비 10.4% 낮은 수준

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	5	71.4	4	0	1	80.0	0.0	20.0
IT	31	16	51.6	1	10	5	6.2	62.5	31.2
소재	38	17	44.7	5	7	5	29.4	41.2	29.4
산업재	72	31	43.1	11	10	10	35.5	32.3	32.3
금융	34	13	38.2	4	7	2	30.8	53.8	15.4
전체	296	101	34.1	33	37	31	32.7	36.6	30.7
건강관리	21	6	28.6	4	1	1	66.7	16.7	16.7
경기재	53	12	22.6	4	1	7	33.3	8.3	58.3
통신	17	1	5.9	0	1	0	0.0	100.0	0.0
유틸리티	7	0	0.0	0	0	0			
필수재	16	0	0.0	0	0	0			

주: 2022년 3/4분기 영업이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상
 기준일: 2022년 10월 28일
 자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 실적 발표 현황(영업이익 기준)

섹터	영업이익(백만원)				영업이익 증감률(%)		
	202109	202209	202209	202209E	컨센서스 대비	전분기 대비	전년 대비
건강관리	176,901	177,046	332,500	249,296	33.4	37.9	311.7
에너지	878,820	3,003,105	1,660,380	1,300,826	27.6	27.0	19.8
산업재	2,146,368	2,222,574	2,938,548	2,561,240	14.7	14.3	5.3
금융	5,899,093	5,853,752	6,490,943	6,133,083	5.8	1.3	-0.2
통신	70,163	88,013	93,118	88,771	4.9	7.5	17.8
전체	40,048,777	41,627,425	31,898,853	35,601,189	-10.4	34.0	272.9
IT	22,194,036	20,334,506	14,648,996	16,420,770	-10.8	2.1	-18.0
소재	4,845,511	3,995,288	2,487,108	3,069,259	-19.0	50.5	22.1
경기재	3,837,885	5,953,141	3,247,260	5,777,942	-43.8	-1.7	6.7

주: 2022년 3/4분기 영업이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상
 기준일: 2022년 10월 28일
 자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI 내 컨센서스가 존재하는 290개 기업 중 34.1%인 101개 기업이 실적 발표를 완료. 그 중 컨센서스 상회, 부합, 하회는 각각 32.7%, 36.6%, 30.7%
- 업종별로는 에너지와 건강관리 기업이 높은 비중의 서프라이즈를 기록 중
- IT, 산업재, 경기소비재는 컨센서스를 하회하는 기업이 다수
- 소재, 산업재는 서프라이즈, 부합, 쇼크 모두 비슷한 비율을 기록 중

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 10.4% 낮은 실적을 발표
- 업종별로는 건강관리, 에너지, 산업재, 금융, 통신은 컨센서스를 상회. 건강관리, 에너지, 산업재, 통신은 컨센서스, 전분기, 전년대비 모두 영업이익이 증가
- 반면 IT, 소재, 경기재는 컨센서스를 하회하는 영업이익을 발표

[3Q22 실적 현황] 조선, 건강관리, 상사/자본재, 에너지, 기계 등이 컨센서스 대비 높은 수치를 발표

KOSPI 실적 발표 현황(영업이익, W16 기준)

섹터	기업 수	발표 기업 수	진행도(%)	영업이익(백만원)				영업이익 증가율(%)		
				202106	202203	202206	202206E	컨센서스 대비	전분기 대비	전년 대비
디스플레이	1	1	100.0	528,900	-488,345	-759,306	-509,477	-49.0	-55.5	-243.6
은행	13	9	69.2	5,416,263	5,597,222	6,355,458	5,909,388	7.5	13.5	17.3
에너지	7	4	57.1	878,820	3,003,105	1,660,380	1,300,826	27.6	-44.7	88.9
반도체	7	4	57.1	20,048,289	18,387,627	12,597,156	14,112,853	-10.7	-31.5	-37.2
비철,목재등	6	3	50.0	98,238	157,649	105,157	93,333	12.7	-33.3	7.0
화학	26	12	46.2	739,119	853,745	1,088,664	1,040,216	4.7	27.5	47.3
철강	7	3	42.9	4,008,153	2,983,894	1,293,287	1,935,710	-33.2	-56.7	-67.7
IT가전	7	3	42.9	541,424	1,479,297	1,834,380	1,767,284	3.8	24.0	238.8
자동차	15	6	40.0	3,495,631	5,736,556	3,057,160	5,544,335	-44.9	-46.7	-12.5
기계	8	3	37.5	20,786	67,415	79,025	64,583	22.4	17.2	280.2
조선	8	3	37.5	250,763	-379,938	217,100	114,148	90.2	157.1	-13.4
상사,자본재	16	5	31.2	577,201	1,229,489	1,325,274	1,021,941	29.7	7.8	129.6
건설,건축관련	23	7	30.4	949,346	824,528	816,288	893,968	-8.7	-1.0	-14.0
IT하드웨어	10	3	30.0	797,287	642,382	736,164	769,115	-4.3	14.6	-7.7
전체	290	79	27.2	40,048,777	41,627,425	31,898,853	35,601,189	-10.4	-23.4	-20.3
소프트웨어	15	4	26.7	278,136	313,545	240,602	280,996	-14.4	-23.3	-13.5
증권	9	2	22.2	482,830	256,530	135,485	223,696	-39.4	-47.2	-71.9
운송	13	2	15.4	348,272	481,079	500,861	466,600	7.3	4.1	43.8
건강관리	20	3	15.0	176,901	177,046	332,500	249,296	33.4	87.8	88.0
미디어,교육	10	1	10.0	70,163	88,013	93,118	88,771	4.9	5.8	32.7
화장품,의류,완구	18	1	5.6	342,254	216,585	190,100	233,607	-18.6	-12.2	-44.5

주: 2022년 3/4분기 영업이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상

기준일: 2022년 10월 28일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[3Q22 실적 전망] 시장은 KOSPI가 전년동기 대비 19.8% 낮은 수준의 실적 발표를 전망

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

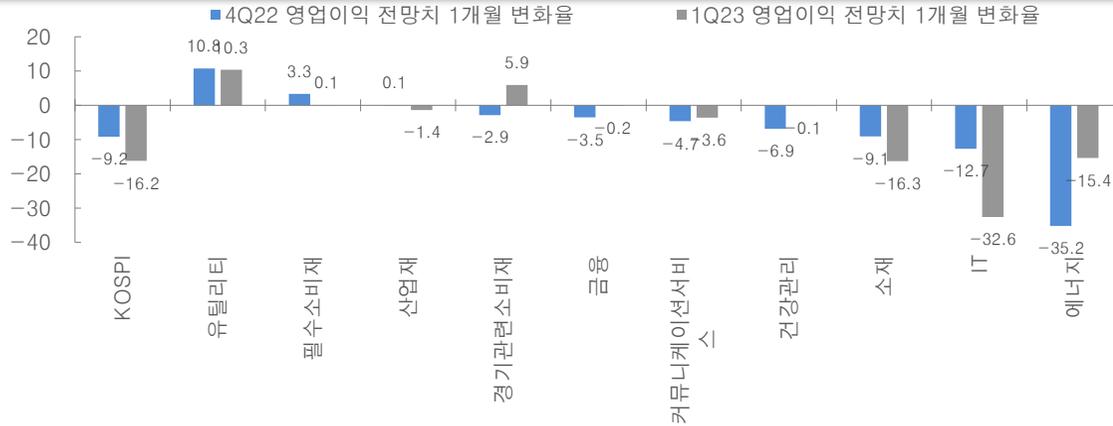
구분	섹터	컨센서스 대비(%)			전분기 대비(%)			전년 대비(%)			
		매출액	영업이익	당기순이익 (지배)	매출액	영업이익	당기순이익 (지배)	매출액	영업이익	당기순이익 (지배)	
WICS	에너지	1.4	12.2	-7.7	0.2	-52.0	-73.6	69.1	53.9	-16.2	
	산업재	1.6	3.2	9.2	-6.2	-6.2	6.4	15.2	30.7	56.3	
	필수소비재	0.0	0.0	0.0	-6.3	19.8	16.4	5.0	17.6	-1.2	
	건강관리	6.5	6.2	-4.4	-2.0	3.0	-24.3	13.5	6.5	-17.4	
	통신	0.7	-1.0	-4.7	-0.2	1.9	19.4	3.1	4.3	-44.0	
	WICS 경기관련소비재	7.1	-29.9	-38.8	0.2	-28.4	-41.7	18.1	-4.7	-38.2	
	금융	348.4	4.2	4.2	-6.5	-2.5	-2.5	30.1	-6.1	-6.1	
	Total	22.9	-6.8	-8.3	-2.6	-23.1	-25.2	19.3	-19.8	-30.5	
	IT	3.1	-9.4	-6.6	1.8	-24.4	-22.2	10.0	-27.6	-28.7	
	소재	1.3	-10.1	-13.6	-1.2	-28.0	-40.6	18.6	-38.2	-56.4	
	유틸리티	0.0	0.0	0.0	-3.1	-19.5	-21.1	8.3	-721.8	-437.2	
	W26	호텔, 레저서비스	0.0	0.0	0.0	-3.2	549.7	564.8	14.4	449.0	439.6
		IT가전	18.6	3.7	-18.4	17.0	24.5	27.6	35.1	204.0	66.8
		기계	0.3	2.1	29.6	-4.3	-9.5	14.3	23.4	77.8	146.6
에너지		1.4	12.2	-7.7	0.2	-52.0	-73.6	69.1	53.9	-16.2	
상사, 자본재		-0.4	5.6	5.1	-7.6	-15.6	6.7	11.6	44.0	80.2	
소매(유통)		-6.1	-0.3	1.3	-7.5	53.5	106.0	-1.3	34.6	-80.0	
미디어, 교육		3.1	0.8	1.3	-2.8	12.8	32.1	18.8	29.3	20.9	
운송		2.9	0.8	-2.0	-9.2	-10.5	-16.2	15.2	26.8	25.9	
IT하드웨어		18.3	-2.0	-0.7	14.2	21.5	14.1	14.8	24.1	12.4	
조선		-0.8	251.3	675.2	5.9	119.7	201.9	23.9	21.0	322.8	
필수소비재		0.0	0.0	0.0	-6.3	19.8	16.4	5.0	17.6	-1.2	
은행		10,865.9	7.4	7.4	54.9	12.9	12.9	133.1	17.2	17.2	
통신서비스		0.0	0.0	0.0	1.1	0.0	11.4	-3.6	10.2	-37.8	
건강관리		6.5	6.2	-4.4	-2.0	3.0	-24.3	13.5	6.5	-17.4	
비철, 목재등	-0.3	2.9	6.6	-0.4	-29.0	-34.3	22.0	0.9	-4.9		
화학	6.8	2.8	-5.6	3.5	6.1	-17.6	28.4	-5.7	-45.1		
건설, 건축관련	9.5	-5.6	18.0	-4.5	-3.7	14.8	20.7	-7.9	61.9		
자동차	12.2	-41.3	-49.1	4.3	-43.3	-55.4	28.5	-9.4	-18.4		
소프트웨어	0.9	-5.3	8.5	-3.8	-2.3	37.5	11.8	-10.4	-38.8		
보험	0.0	0.0	0.0	-40.4	-35.1	-35.1	-35.1	-14.3	-14.3		
Total	22.9	-6.8	-8.3	-2.6	-23.1	-25.2	19.3	-19.8	-30.5		
화장품, 의류	0.9	-3.1	-3.8	-10.2	-6.6	3.9	-2.4	-20.3	-21.6		
반도체	-4.2	-9.9	-3.8	-5.1	-29.6	-25.8	2.6	-32.9	-30.0		
증권		-9.3	-9.3	-79.1	-14.3	-14.3	-59.7	-59.6	-59.6		
철강	-4.4	-29.1	-27.5	-6.3	-54.7	-59.5	8.6	-64.5	-70.8		
디스플레이	8.3	-76.2	-161.4	13.3	-111.5	-210.7	-6.6	-181.5	-212.3		
유틸리티	0.0	0.0	0.0	-3.1	-19.5	-21.1	8.3	-721.8	-437.2		

- KOSPI 3Q22 영업이익 전망치는 전분기 대비 23.1%, 전년동기 대비 19.8% 낮은 수치
- 전년대비 높은 영업이익이 전망되는 업종은 에너지, 산업재, 필수소비재
- 세부 업종 별로 전년동기 대비 영업이익이 증가한 업종은 호텔/레저, IT가전, 기계, 에너지, 상사/자본재, 소매/유통 등
- 반면 유틸리티, 디스플레이, 철강, 증권, 반도체, 화장품/의류, 보험 등은 전년대비 영업이익이 감소

주: 2022년 3/4분기 영업이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상
 기준일: 2022년 10월 28일
 자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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

KOSPI 3Q22/4Q22 실적 전망치 1개월 변화율



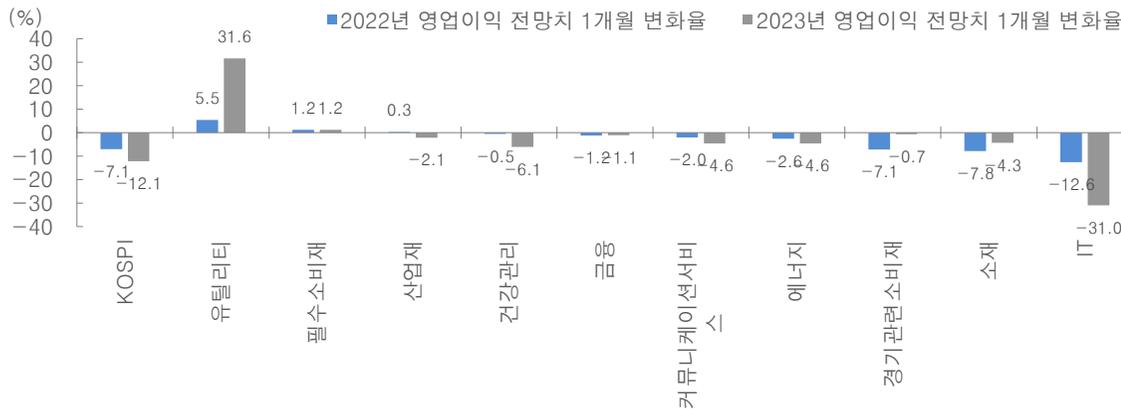
- 지난 1개월 간 2022년 KOSPI 실적 전망치는 7.1% 4Q22 전망치는 9.2% 하향조정. 업종별로 유틸리티, 필수소비재가 상향조정 됐으며 IT, 소재, 경기재는 큰 폭 하향 조정
- IT 업종이 2022년 2023년 각각 12.6%, 31.0% 하향되며 KOSPI 전체 실적 전망치 하향을 견인. IT 외에도 소재, 경기재 업종이 큰 하향 폭을 기록

주: 2022년 3/4분기, 2023년 1/4분기 영업이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상

기준일: 2022년 10월 28일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 2022/2023 실적 전망치 1개월 변화율



주: 2022년, 2023년 영업이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상

기준일: 2022년 10월 28일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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

KOSPI 실적 전망치 1개월 변화율

섹터	영업이익 1개월 변화율(%)			
	4Q22	1Q23	2022	2023
디스플레이	104.9	-515.1	193.0	-195.4
조선	808.3	-0.2	7.0	1.7
기계	1.3	2.6	7.0	6.0
유틸리티	10.8	10.3	5.5	31.6
IT가전	1.4	7.2	3.7	6.9
보험	-5.1	47.9	3.4	1.3
소매(유통)	3.4	5.2	2.5	3.4
상사, 자본재	1.0	5.9	1.7	-0.2
필수소비재	3.3	0.1	1.2	1.2
운송	0.9	-1.9	0.4	-4.8
통신서비스	-1.0	-0.9	0.0	-1.4
건강관리	-6.8	0.1	-0.5	-6.1
은행	-1.5	-3.1	-1.2	0.0
비철, 목재등	-4.9	-1.5	-1.2	0.6
미디어, 교육	-5.8	-0.6	-1.6	-0.8
에너지	-35.2	-17.3	-2.6	-4.6
IT하드웨어	-1.6	-7.4	-2.6	-8.1
화학	-9.2	-6.1	-2.8	-1.5
소프트웨어	-8.6	-7.8	-5.3	-9.2
건설, 건축관련	-7.4	-11.1	-6.8	-8.0
화장품, 의류, 완구	-14.4	-10.1	-7.1	-4.2
증권	-13.8	-19.3	-7.4	-9.4
자동차	-0.6	9.4	-8.1	0.0
호텔, 레저서비스	-8.0	-6.6	-9.0	-2.8
반도체	-12.0	-37.7	-13.4	-37.7
철강	-9.8	-35.6	-13.5	-8.8

- 세부 업종으로 살펴보면 지난 1개월 간 KOSPI 전체 실적 전망치가 분기, 연간으로 하향 조정. 반도체 영업이익 전망치가 하향조정 되면서 KOSPI 전망치 하향을 주도
- 조선, 유틸리티, IT가전, 소매/유통은 실적 전망치가 지난 1개월간 상향

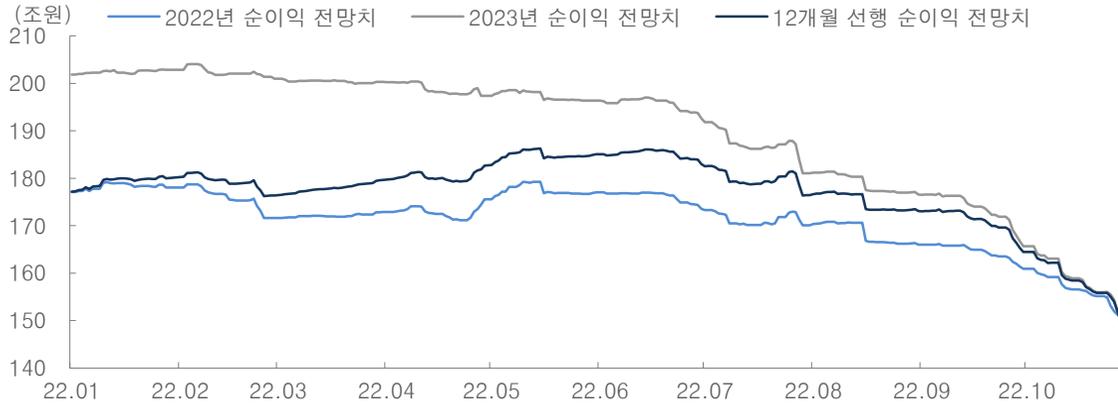
주: 2023년 1/4분기 영업이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상

기준일: 2022년 10월 28일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

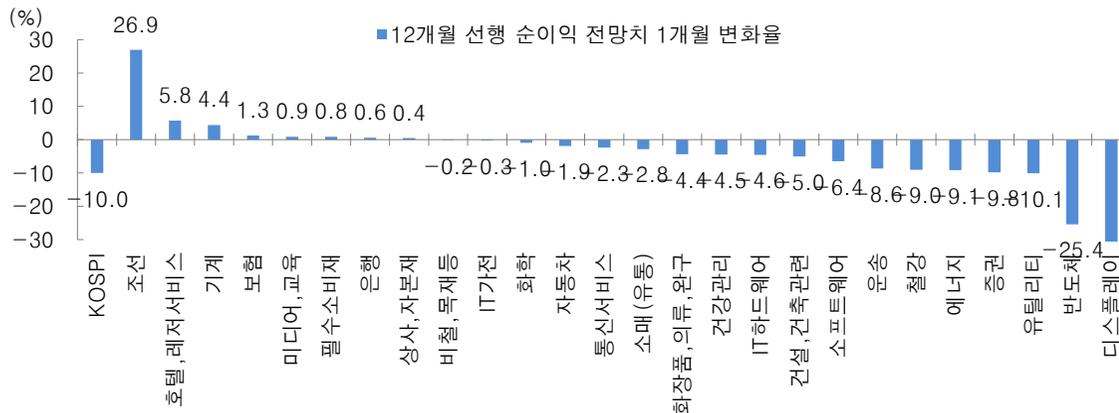
[장단기 실적전망] 2023년 순이익 전망치 2022년 전망치를 하회

KOSPI 순이익 전망치 변화 추이



주: 2022년, 2023년 순이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상
 기준일: 2022년 10월 28일
 자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 업종별 12개월 선행 순이익 전망치 변화율



주: 2022년, 2023년 순이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상
 기준일: 2022년 10월 28일
 자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 연초이후 하향 조정을 지속하던 2023년 순이익 전망치는 10월 말 2022년 실적 전망치를 하회
- KOSPI 12개월 선행 순이익 전망치는 1개월 간 10.0% 하향. 업종별로 살펴보면 기계, 보험 등 일부 업종이 상향됐지만 대부분의 업종이 하향 조정
- 8~9월까지 상향조정 지속하던 운송, 자동차, 에너지 업종이 하향조정으로 전환

[멀티팩터 모델 11월 Update] 주요 전망이 견조한 섹터가 상위를 차지 : 통신, 소매/유통, 자동차, 디스플레이

KOSPI200 업종별 밸류 / 주가 역모멘텀 / 어닝 모멘텀/ 퀄리티 스코어 현황						
업종명	Value : 확정실적 P/B	Price Momentum : 12개월 선행 EPS 1M 변 : 1M 수익률	Earning Momentum : CFOA(영업현금흐름/총 : 12개월 선행 EPS 1M 변 : 1M 수익률	Profitability : CFOA(영업현금흐름/총 : 12개월 선행 EPS 1M 변 : 1M 수익률	Multi Factor Score	
통신서비스	117	92	64	170	443	
소매(유통)	120	90	88	116	413	
자동차	117	116	78	96	408	
디스플레이	165	70	1	155	391	
상사,자본재	114	52	102	86	354	
소프트웨어	56	135	48	111	350	
운송	76	75	72	122	345	
호텔,레저	36	145	78	83	342	
화장품,의류	49	114	65	102	330	
은행	142	52	97	39	330	
보험	110	49	105	59	322	
필수소비재	63	74	80	104	321	
반도체	73	49	15	179	317	
철강	142	47	35	87	310	
조선	70	135	72	31	308	
건설,건축	76	81	60	76	293	
건강관리	9	25	120	118	272	
유틸리티	117	109	29	13	267	
IT가전	16	15	159	74	265	
IT하드웨어	43	48	49	113	253	
미디어,교육	30	77	59	85	251	
증권	111	64	23	44	242	
화학	55	32	73	81	241	
에너지	80	22	49	48	199	
비철,목재	38	22	70	50	180	
기계	37	16	45	25	123	

- 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

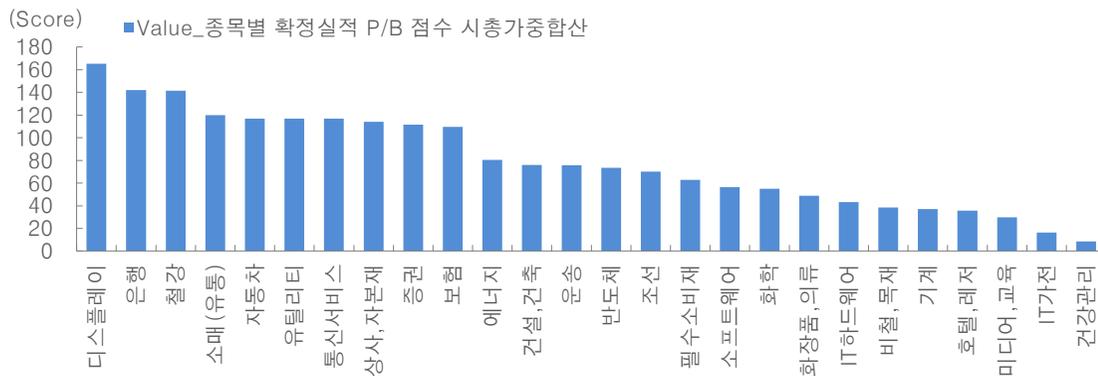
상기 지표의 순위에 따라 밸류/주가/어닝 모멘텀/퀄리티 스코어 부여하고 4개 팩터의 스코어를 합산하여 멀티 팩터 스코어 산출

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

- 멀티 팩터 스코어 모델에서 상위 2개 업종은 통신, 소매/유통으로 높은 가치와 현금흐름이 견조한 업종이 상위 업종을 차지

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

KOSPI200 업종별 밸류 팩터 스코어 현황

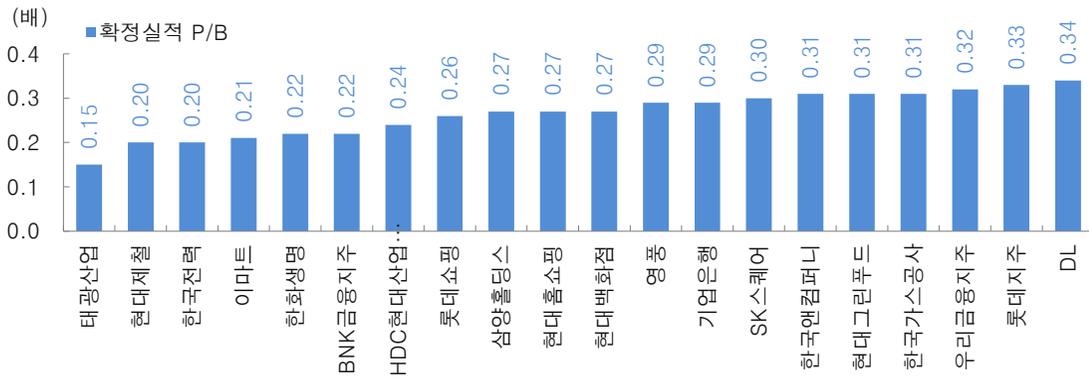


- 확정실적 P/B 기준 구성 종목의 밸류에이션 매력이 높은 업종은 디스플레이, 철강, 유틸리티, 증권, 상사/자본재 등
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 확정실적 P/B 수준이 낮은 종목들을 살펴보면 태광산업, 현대제철, 한국전력, 이마트, 한화생명 등 금융, 필수소비재 업종이 분포

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 10월 28일 종가 기준, 각 섹터별 구성종목의 밸류 팩터 스코어를 시총가중합산

KOSPI200내 확정실적 P/B 하위 20개 종목



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 10월 28일 종가 기준

[멀티팩터 모델 Update] 2) Price Reverse Momentum: 호텔/레저, 조선, 소프트웨어, 자동차 등

KOSPI200 업종별 주가 역모멘텀 팩터 스코어 현황

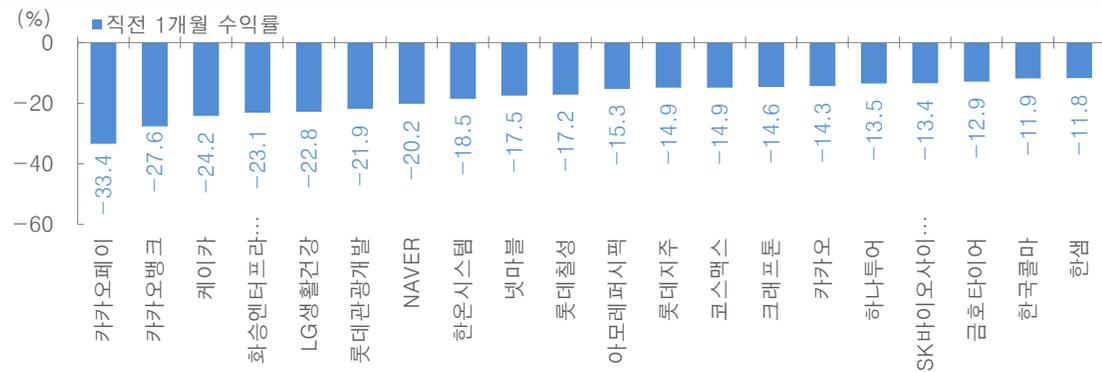


- 직전 1개월 수익률 기준 구성 종목의 주가 낙폭이 컸던 업종은 호텔/레저, 조선, 소프트웨어, 자동차 등
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 직전 1개월 주가 하락 폭이 컸던 종목을 살펴보면 카카오페이, 카카오뱅크, 케이카, 화승엔터프라이즈, LG생활건강 등 소프트웨어 업종이 다수 분포

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 10월 28일 종가 기준, 각 섹터별 구성종목의 주가 역모멘텀 팩터 스코어를 시총가중 합산

KOSPI200내 직전 1개월 수익률 하위 20개 종목

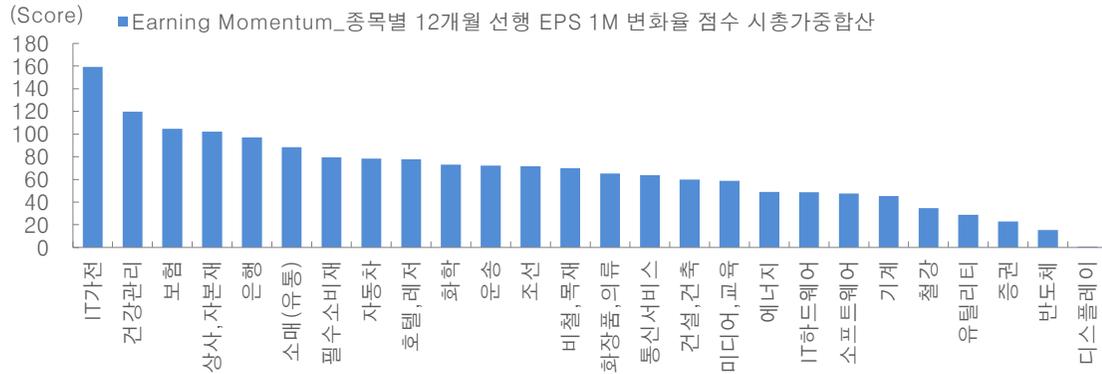


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 10월 28일 종가 기준

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

KOSPI200 업종별 어닝 모멘텀 팩터 스코어 현황

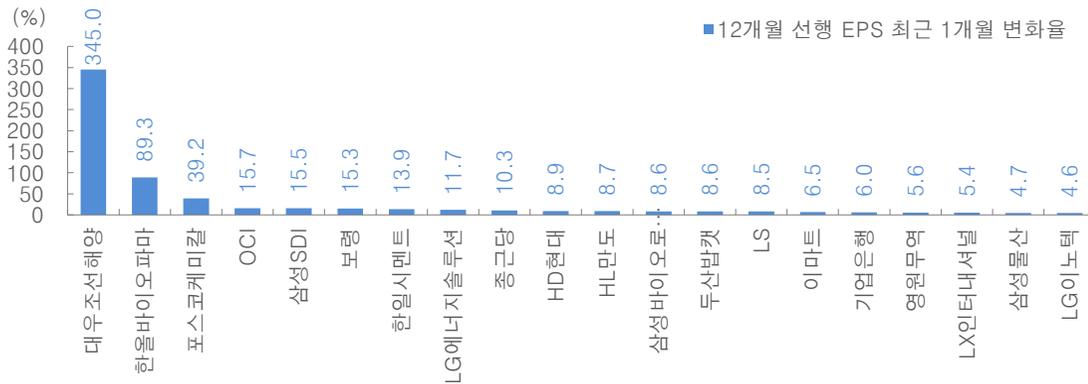


- 구성 종목의 12개월 선행 EPS 최근 1개월 상향조정 폭이 컸던 업종은 IT가전, 건강관리, 보험, 상사/자본재, 은행 등
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 12개월 선행 EPS 상향조정 폭이 컸던 종목을 살펴보면 현대위아, 현대차, S-Oil, 대웅제약, 롯데관광개발, SK이노베이션 등 향수 경기 둔화 리스크에도 수요가 견조할 것으로 전망되는 종목 다수 분포

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 10월 28일 수치 기준, 각 섹터별 구성종목의 어닝 모멘텀 팩터 스코어를 시총가중 합산

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



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 10월 28일 수치 기준

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

KOSPI200 업종별 퀄리티 팩터 스코어 현황

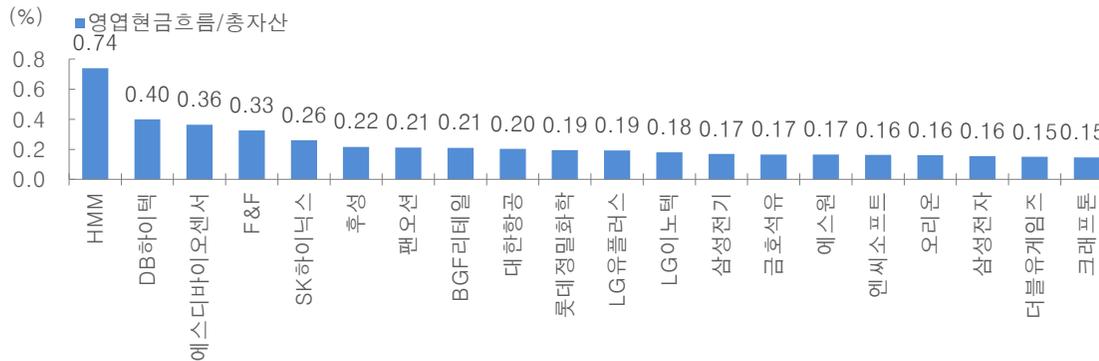


- 총자산 대비 영업현금흐름 기준 구성 종목의 수익성이 양호한 업종은 반도체, 통신, 디스플레이, 운송, 건강관리 등의 수익성 양호
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 총자산 대비 영업현금흐름 지표 값이 높은 종목을 살펴보면 HMM, DB하이텍, 에스디바이오센서, F&F, SK하이닉스 등이 분포

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 10월 28일 수치 기준. 각 섹터별 구성종목의 퀄리티 팩터 스코어를 시총가중 합산

KOSPI200내 총자산 대비 영업현금흐름(CFOA) 상위 20개 종목



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 10월 28일 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	5.4	143	180	124	192	639
A004990	롯데지주	필수소비재	7.2	182	189	136	100	607
A002790	아모레G	화장품,의류,완구	4.7	122	174	159	107	562
A001230	동국제강	철강	3.3	178	104	131	148	561
A031430	신세계인터내셔널	화장품,의류,완구	1.9	84	179	127	168	558
A111770	영원무역	화장품,의류,완구	4.5	109	135	163	151	558
A139480	이마트	소매(유통)	14.2	197	120	165	73	555
A005300	롯데칠성	필수소비재	2.7	90	191	120	152	553
A069960	현대백화점	소매(유통)	7.8	192	101	141	117	551
A010780	아이에스동서	건설,건축관련	3.1	115	114	146	161	536
A300720	한일시멘트	건설,건축관련	2.4	140	142	173	80	535
A005850	에스엘	자동차	1.3	99	139	143	144	525
A011200	HMM	운송	21.1	144	144	39	198	525
A000120	CJ대한통운	운송	4.6	155	177	85	98	515
A004370	농심	필수소비재	3.8	111	126	133	143	513
A271560	오리온	필수소비재	8.3	53	150	128	182	513
A020000	한섬	화장품,의류,완구	1.4	160	102	95	153	510
A000270	기아	자동차	24.2	121	175	47	166	509
A004170	신세계	소매(유통)	12.9	136	149	71	147	503
A012450	한화에어로스페이스	상사,자본재	4.2	83	98	157	155	493

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.