

Strategy

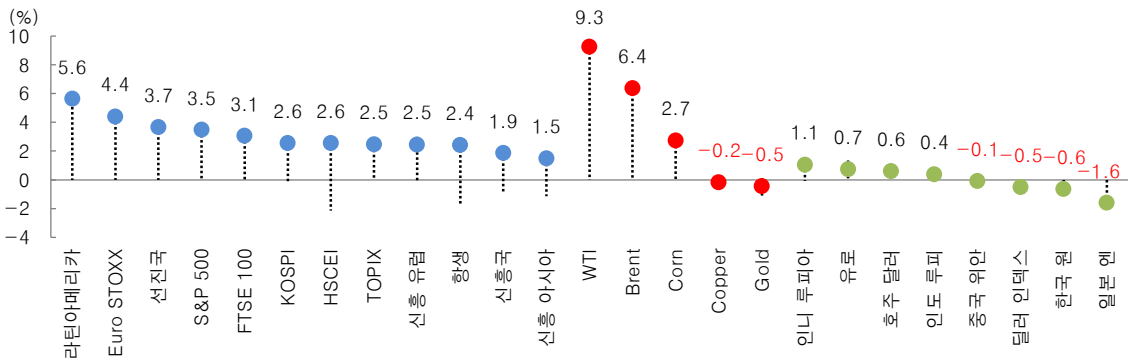
Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

현실화될 수 없는 최상의 조합이 반영된 이후에는?

- 3월 마지막주도 글로벌 증시, KOSPI의 반등세가 이어졌다. 수익률 측면에서 보면 그 동안의 악재, 위기에 대한 이슈는 소멸된 듯 하다. 미국, 유럽 증시는 3 ~ 4%대 강세를 보였고, 신흥국 증시도 2%대 상승세를 보였다. KOSPI도 한 주 동안 2.6% 상승하며 3월 증시를 상승세로 돌려세웠다. 유가는 6 ~ 9%대 급등세를 보였다.
- 금리인하 기대가 여전히 강한 상황에서 미국, 유럽 은행권 불안 진정과 미국 소비심리지수 예상 외의 반등, 중국 PMI 호조 등이 가세한 결과라고 생각한다. 현재 FED Watch 기준 금리인상은 더 이상 없고, 23년 연말까지 4.25 ~ 4.5% 수준으로 금리인하가 가능하다는 전망 반영 중이다. 도이치뱅크 위기설은 단기 이슈에 그치고 SVB 인수결정 등으로 은행권을 둘러싼 위기 고조, 확산 우려도 빠르게 진정되고 있다. 미국 채권금리와 달리는 반등했지만, 여전히 낮은 레벨(10년물 3.47%, 달러 102.3p)에 머물면서 증시 반등에 힘을 실어 주었다.
- 최근 글로벌 증시의 반등과정을 보면 호재만을 반영하며 최상의 조합에 대한 기대의 결과라고 생각한다. 금리동결, 금리인하는 예상되는 가운데 금융권 불안은 진정되고, 경기는 여전히 견조하다는 시장의 기대가 유입되어 있다. 금리동결, 금리인하가 가능하려면 금융권 불안이 심화, 확산되거나 경기 경착륙이 현실화 되어야 할 것이다. 반대로 금융권 불안이 진정되고, 경기회복 기대가 강해지면 금리동결, 금리인하 기대는 빠르게 후퇴할 수 밖에 없다.
- 현재 글로벌 증시는 긍정적인 변수들 간 최상의 조합으로 상승이 전개되었다고 판단한다. 3월 마지막주에는 분기말을 맞아 수익률 게임 양상이 감지되었다. 심리, 수급변수도 3월말 증시 반등에 힘을 실어주었다고 생각한다.

* 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 1. 금리인하 기대가 지속되는 가운데 금융불안 완화, 경기회복 기대가 맞물리며 위험자산 강세 뚜렷

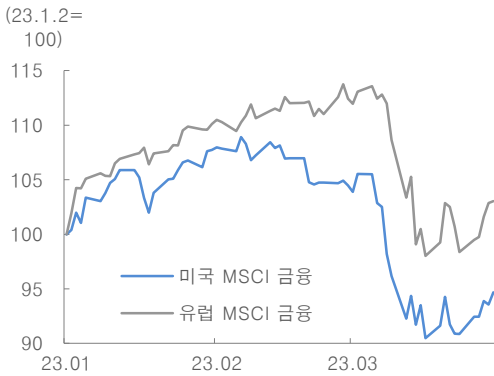


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 이러한 기대심리들이 현실화될 수 있다면 글로벌 증시, KOSPI의 상승이 추세적으로 이어질 수 있다. 하지만, 금융불안 소멸과 경기회복이 가시화되는 국면에서 연내 50bp 이상 금리인하 가능성은 극히 낮다고 본다. 그렇다면 현재의 기대감, 최상의 조합이 깨질 시점이 임박한 것이 아닐까? 긍정적 기대만을 반영해 온 시장이 Bad is Bad, Good is Bad 국면으로 전환될 가능성을 경계한다는 뷰를 유지한다. 당분간 달러, 채권금리 반등, 증시 변동성 확대를 예상한다.
- 이번 조정은 매수기회라고 판단한다. KOSPI 2,400선 이상에서 추격매수, 비중확대를 자제하고, 주식비중이 높은 투자자들은 비중조절이 필요하다는 의미이다. 더 낮은 지수, 가격대에서 매수기회가 올 것으로 예상된다. 기대할 수 있는 긍정적인 기대가 최상의 조합으로 반영된데 따른 되돌림은 불가피하지만, 펀더멘탈 측면에서 긍정의 변화가 하나 둘 가시화되고 있기 때문이다. *자세한 내용은 4월 3일자 “4월 증시 전망 및 투자전략” 참조

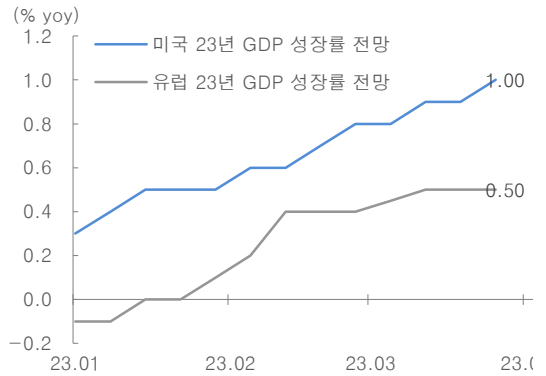
* 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 2. 미국, 유럽 금융불안 완화로 금융주 반등
미국 +4.63%, 유럽 +5.12%



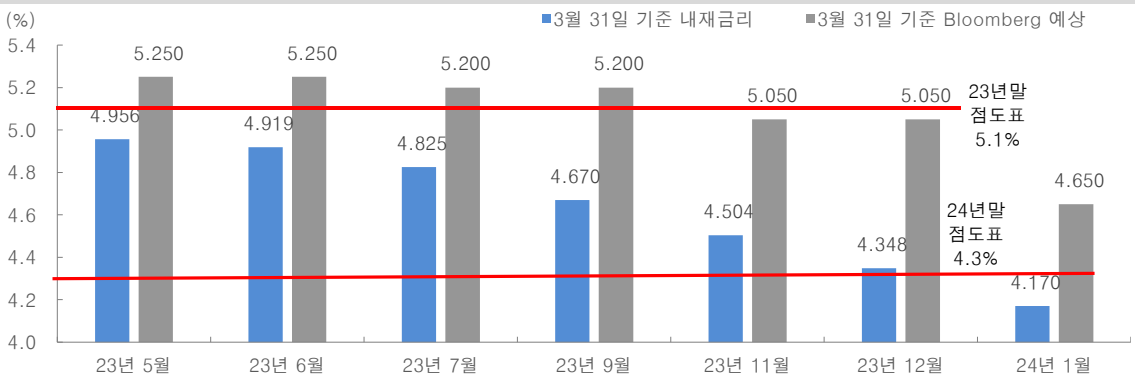
자료: MSCI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 3. 경기개선 기대로 미국 GDP 성장률 전망
1%로 레벨업, 유럽도 0.5%대 성장 기대



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 4. 과도했던 금리인하 기대가 다소 진정되었지만, 시장은 여전히 연내 60bp 이상 금리인하를 예상하는 중

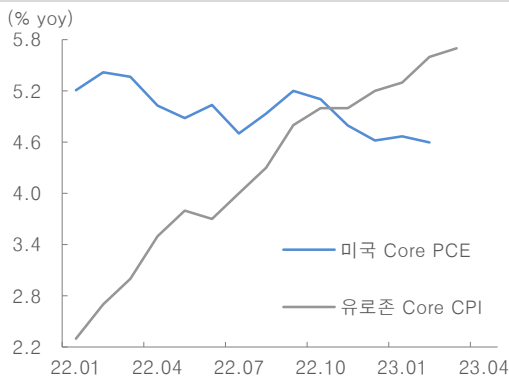


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 지난 주말(3월 31일)에는 미국 2월 소득, 소비, PCE 물가지표가 공개되었다. 미국 소득은 전월대비 0.3% 증가하며 예상치(0.2%)를 상회했지만, 소비는 0.2% 증가에 그치며 예상치(0.3%)를 하회했다. 실질소비는 전월대비 0.1% 감소했다. 연준이 인플레이션 핵심지표로 삼는 근원 개인소비지출(PCE) 물가는 전월대비 0.3%, 전년대비 4.6% 상승하며 예상치보다 0.1%p 낮은 수준을 보였다. 시장은 물가가 예상보다 낮아졌다는 점에 포커스를 맞추며 금리인하 기대를 반영, 긍정적인 흐름을 보였다.
- 그러나 물가 수준은 여전히 4.6%대이다. 전월대비 하락폭도 0.1%p에 그치고 있다. 연준이 강조하는 2% 물가수준을 2배 이상 상회하고 있고, 인플레이션 하락 속도는 현저히 둔화된 상황이다. 은행 위기가 남아있다고 본다면 금리인하 기대가 살아있을 수 있지만, 최근 시장 분위기는 은행 위기는 찾아들겠지만, 금리인상은 어렵다고 인하가 임박했다는 분위기가 시장을 지배하고 있다.
- 이와 함께 발표된 미시간대 3월 소비자심리지수 확정치는 62로, 예비치인 63.4와 예상치 63.3을 하회했다. 2월 67에서 레벨다운된 수치이다. 향후 경기에 대한 전망을 보여주는 3월 소비자자기대지수도 59.2로 전월 64.7대비 큰 폭 하락했다. 소비자심리 하락은 4개월 만이다. 하지만, 시장은 1년 기대인플레이션이 2월 4.1%에서 3.6%로 하락한데 초점을 맞췄다(예비치 3.8%).
- 그 결과 나스닥은 23년 1분기 18.5% 상승하며 2020년 2분기 이후 분기 기준 최고 수익률을 기록했다. 여기에는 AI, ChatGPT 이슈와 미국 IRA 법안 기대가 반영된 부분도 있다. 하지만, 경기변수를 배제한 물가 하락, 금리인하 기대와 은행권 불안이 진정되고 있다는 안도감이 3월 상승에 반영되어 있다면 다시 한 번 주식시장이 현실을 앞서가 있다고 생각한다.
- 강아지가 주인보다 앞서간 상황이라면, 그리고 주인이 빠르게 강아지를 따라갈 체력이 부족하다면, 멀지않은 시점에 강아지가 주인에게 돌아올 가능성이 높다.

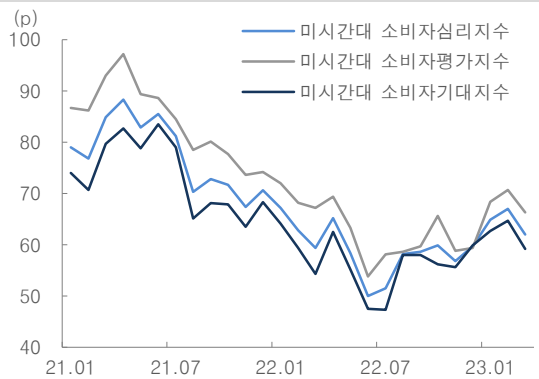
* 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 5. Core 물가, 미국 경제, 유럽 상승세 지속



자료: 미국 상무부, Eurostat, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 6. 미국 소비심리 하락, 예상치 하회?

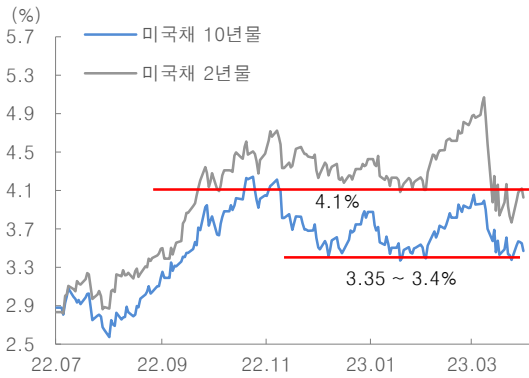


자료: 미시간대, CEIC, 대신증권 Research Center

- 통화정책, 경기에 대한 긍정적인 기대와 금융불안 진정이 맞물린 결과 채권금리와 달러는 여전히 연중 저점권에서 등락 중이다. 이 과정에서 주식시장은 다양한 기대감 속에 분기말 수급 변수가 맞물리며 하락추세를 넘어 올해 고점권에 근접하고 있다. 4월초 글로벌 금융시장은 변곡점에 위치했다. 채권금리, 달러화가 연중 저점권을 하향이탈하면서 주식시장의 추가적인 레벨업을 이끌 수 있을지, 아니면 채권금리, 달러화가 반등세를 보이며 증시에 하방압력을 가할지가 관건이다.
- 최근 채권금리, 달러화 하향안정세, 증시의 강한 반등세는 다소 과도한 흐름이라고 생각한다. 연준의 추가 금리인상, 연내 금리 유지 의지에도 불구하고 투자자들은 연내 금리인하를 기대하고 있다. 시장의 기대대로 통화정책이 변화려면 경기든 금융시스템이든 큰 충격이 불가피하다. 은행권 불안도 여전히 높은 리스크 수준에 위치해 있다. 투자심리, 수급변수에 의해 글로벌 금융시장이 현재 위치에 있다면 당분간 경계심리를 강화할 필요가 있다.

* 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 7. 10년물 채권금리 다시 연중 저점권 진입



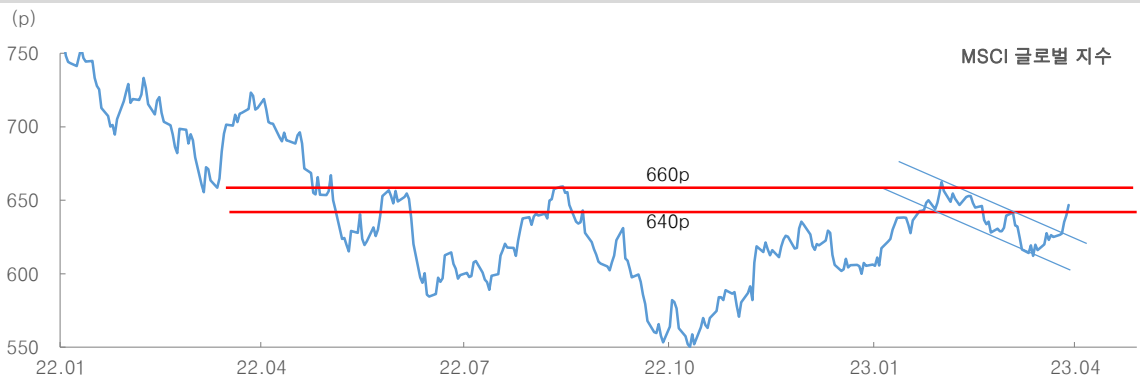
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 8. 달러 인덱스도 연중 저점권에 근접 중



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 9. 글로벌 증시는 하락추세대 상향돌파, 1월 고점을 향해 가고 있어...



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

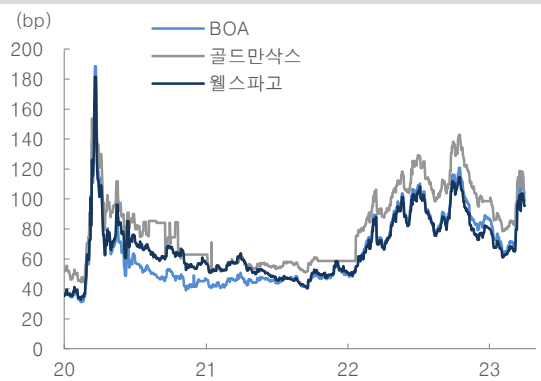
- 유럽, 미국 주요 은행들의 CDS가 최근 하락반전하기는 했지만, 여전히 3월초, SVB 파산 사태 이전보다 높은 수준을 유지하고 있다. 미국과 글로벌 신용 리스크를 가능하는 지표들도 SVB 사태 이전으로 돌아가지 못하고 있다. 아직 시장이 안도할 정도를 리스크가 완화되지 않고 있음을 보여준다.
- 채권, 외환 시장 변동성 지표들 또한 3월초 수준을 상회하고 있다. 반면, 주식시장 변동성 지표인 VIX는 20%를 하회했다. 글로벌 단기 매크로 리스크 인덱스의 급락, 투자심리의 개선, 분기발 수급 효과 등이 맞물린 결과라고 생각한다. 여전히 높은 채권, 외환시장의 변동성 속에 VIX의 레벨다운, 20% 하회는 또다른 측면에서 주식시장의 변동성 확대가 임박했음을 보여준다. 투자심리도 중립수준으로 회귀한 상황이고 단기 매크로 리스크 인덱스도 저점권에 근접했다. 멀지 않은 시점에 3월 중순 이후 증시 강세에 대한 반작용 국면으로 진입할 가능성이 높다. 주식시장의 추가적인 상승은 제한적이고, 당분간 보수적인 투자의견을 피력하는 이유이다
* 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 10. 유럽 주요은행 CDS 하락반전. 3월 초보다는 높은 수준에 위치



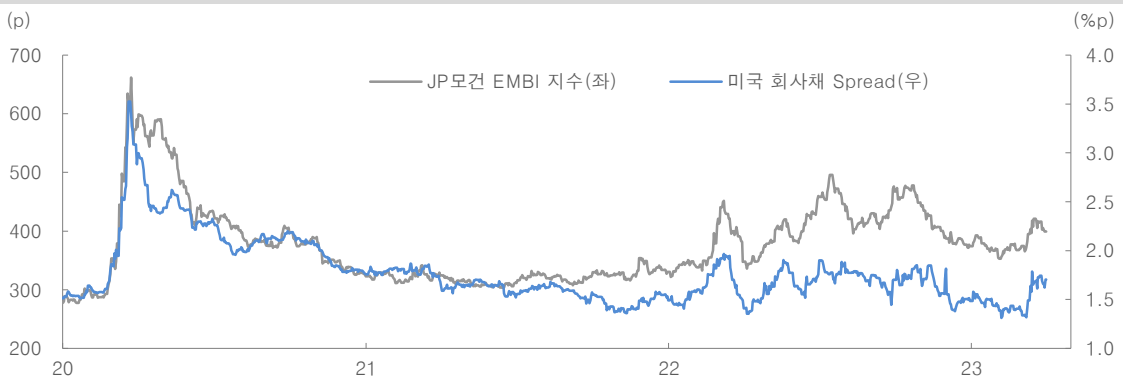
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 11. 미국 주요 은행 CDS 도 하락반전. SVB 은행 파산 이전보다 높은 수준



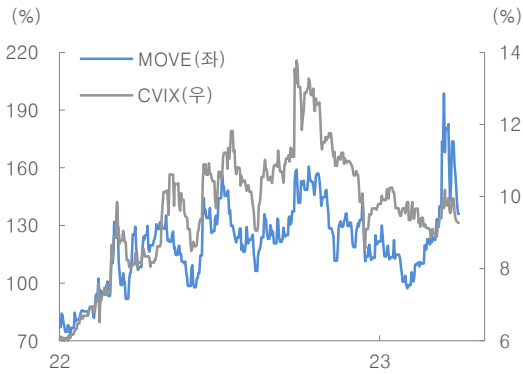
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 12. 글로벌 리스크 지표들 대부분 SVB 사태 이전으로 돌아가지 못하고 있어...



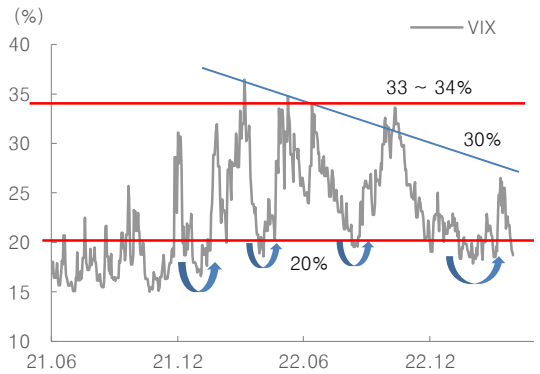
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 13. MOVE(채권 변동성)와 CVIX(외환 변동성), 3월초 수준을 상회



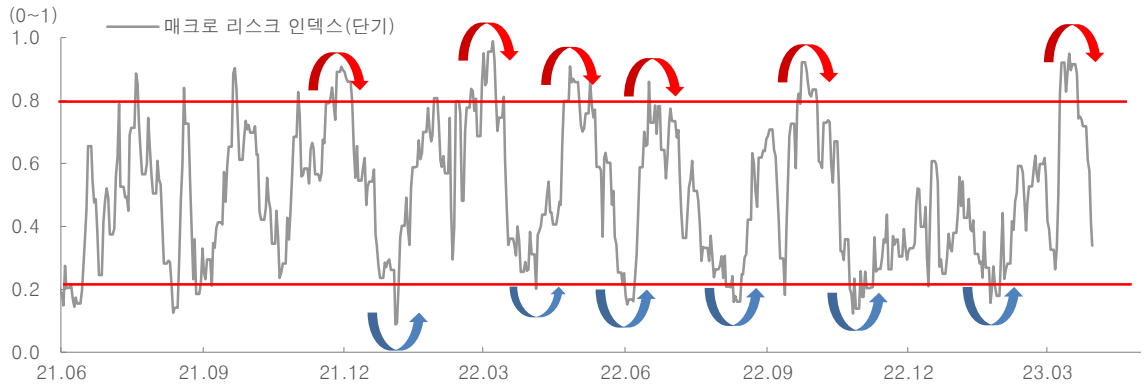
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 14. VIX 는 20%를 다시 하회



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 15. 0.9를 넘어섰던 단기 매크로 리스크 인덱스는 급락 반전, 0.2수준을 향해가고 있어...



자료: Citi, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 16. 투자심리 지표는 Extreme Fear 영역에서 빠르게 중립 영역으로 이동

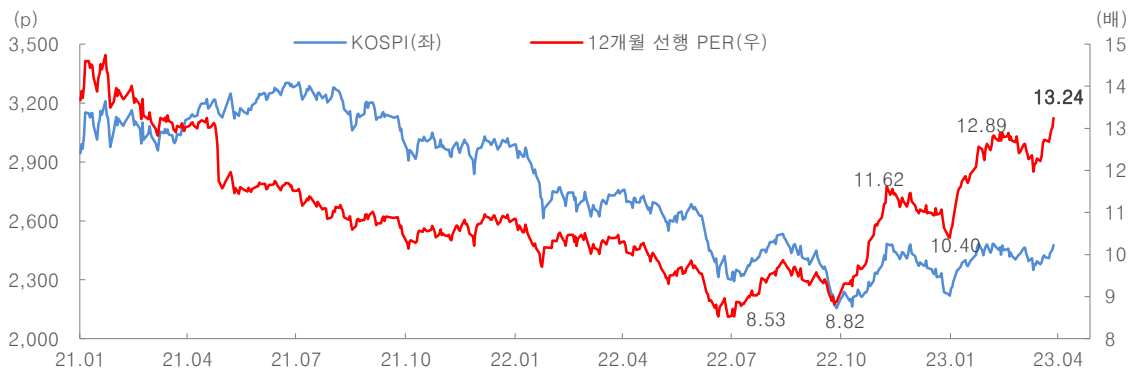


자료: CNN Money, 대신증권 Research Center

- 이 과정에서 KOSPI도 2,470선을 상회, 연중 고점권에 근접했다. 그 결과 KOSPI 12개월 선행 PER은 13.24배로 레벨업되었다. 반등세를 보였던 12개월 선행 EPS가 1분기 프리어닝 시즌에 돌입하면서 195p에서 188p로 레벨다운되었기 때문이다. KOSPI 지수는 1월말 고점보다 낮지만, 이익전망이 낮아진데 따라 단기 밸류에이션 부담이 더 커진 것이다.
- 추가적인 상승을 위해서는 두가지 조건이 필요하다. 1) 더 강한 금리인하 기대가 유입되면서 채권금리, 달러가 레벨다운되면서 밸류에이션이 레벨업되거나 2) 빠른 경기/실적 턴어라운드 (EPS 상향조정)가 가시화되어야 하는 상황이다.
- 앞서 언급한 것처럼 필자는 당분간 채권금리, 달러 단기 반등 가능성을 높게 본다. KOSPI 12개월 선행 PER이 14배, 15배로 레벨업되기는 힘들다는 판단이다. 실적도 추가적인 하향조정 가능성이 높다고 생각한다. 23년 1분기 프리어닝 시즌만으로도 이익전망 하향조정세가 다시 가팔라지고 있다. 23년 1분기 뿐만 아니라 2분기, 연간 이익전망 하향조정세가 진행 중이다.
- 업종별 이익전망 변화를 보더라도 26개 업종 중 20개 업종에서 실적전망 하향조정이 진행 중이다. 최근 미국과 유럽의 경기불안, 원자재와 원/달러 환율 레벨다운, 여전히 높은 시장의 기대치 등을 감안할 때 단기간에 실적 전망이 상향조정될 가능성은 높지 않다고 본다.
- 이번주에는 미국, 중국, 유럽 등 주요국 핵심 경제지표와 삼성전자 실적 가이드스 발표로 펀더멘털과 현재 지수 레벨간의 간극을 확인할 가능성이 높다. 특히 삼성전자 실적 가이드스는 최근까지 레벨다운되면서 23년 1분기 영업이익은 1조원, 23년 연간 영업이익은 10조원을 하회할 가능성이 높아지고 있다.
- 조정시 비중확대 전략은 유효하지만, 아직은 신중할 필요가 있다는 판단이다. KOSPI 2,400선 이상에서는 리스크 관리를 강화하고, 매수전략 자제할 것을 제안한다. 매수, 비중확대 전략은 KOSPI 2,300선 초반, 그 이하에서 가능할 것으로 생각한다.

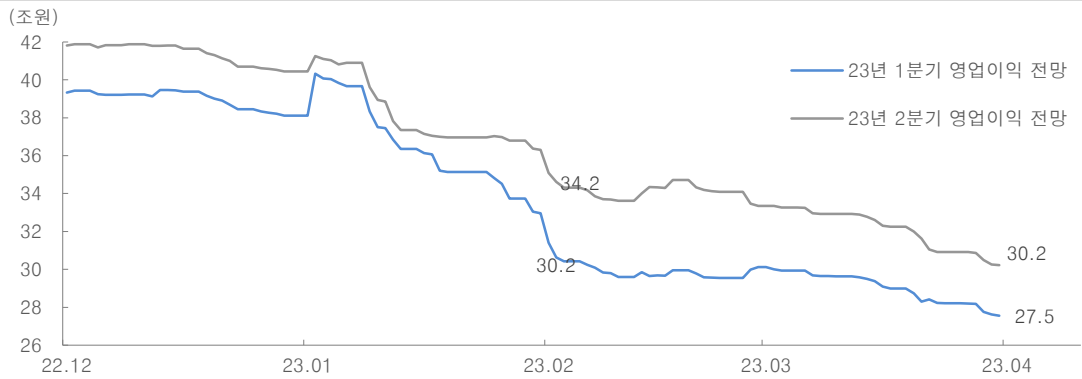
* 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 17. KOSPI 12개월 선행 PER 13배 넘어서...



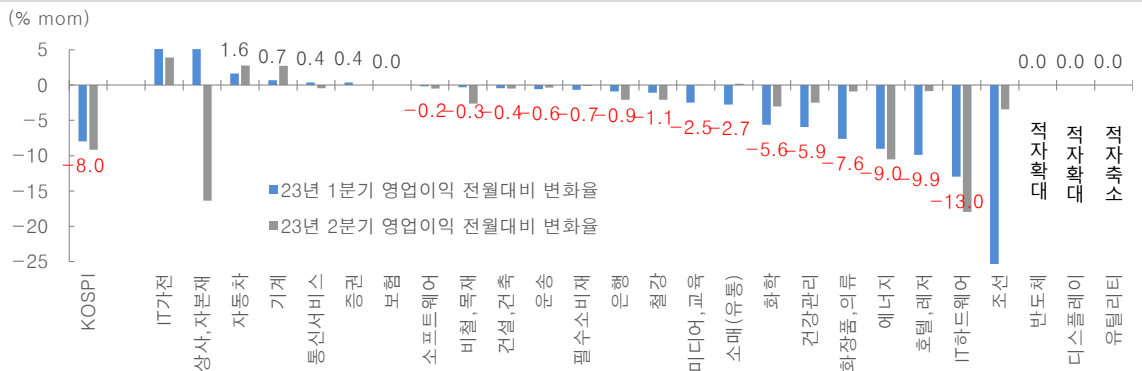
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 18. 프리어닝 시즌 돌입, 실적전망 하향조정 재개. 23년 1분기, 2분기 OP 전월대비 8%, 9.2% 하향조정



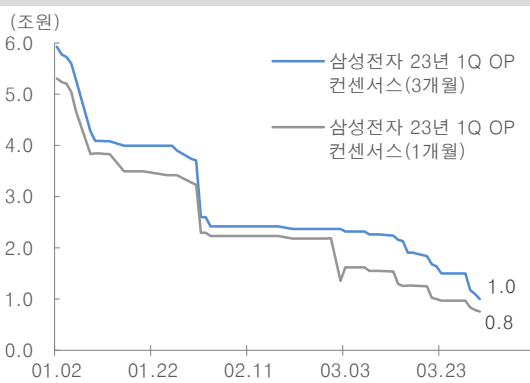
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 19. 반도체뿐만 아니라 경기민감 업종 대부분 실적 하향조정 중. 실적 상향조정 업종은 6개 업종에 불과



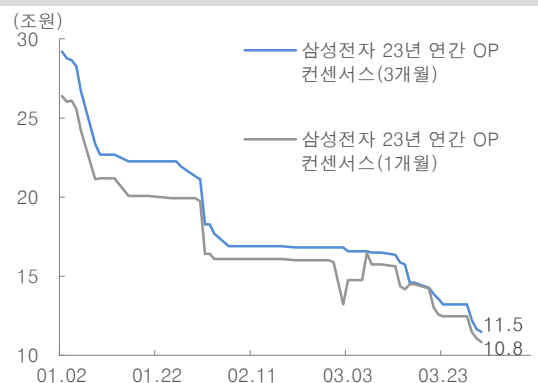
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 20. 삼성전자 1분기 영업이익, 1조 하회 가능성



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

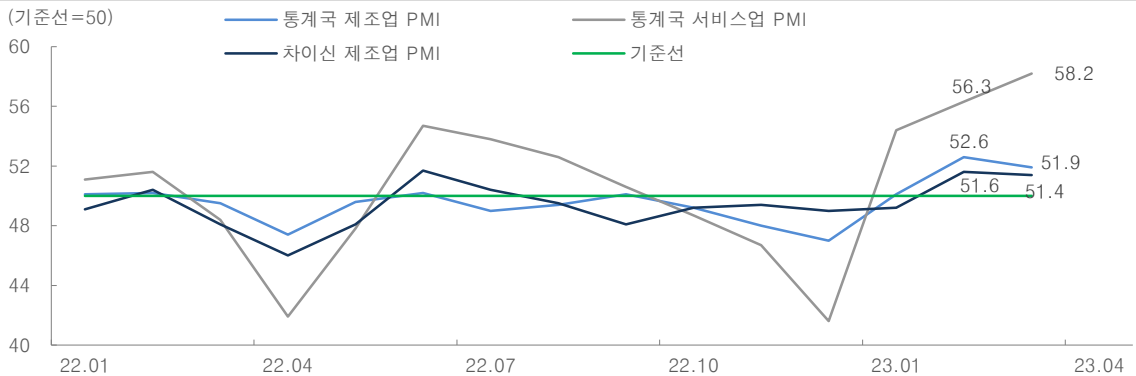
그림 21. 삼성전자 23년 영업이익 10조 하회 가능



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

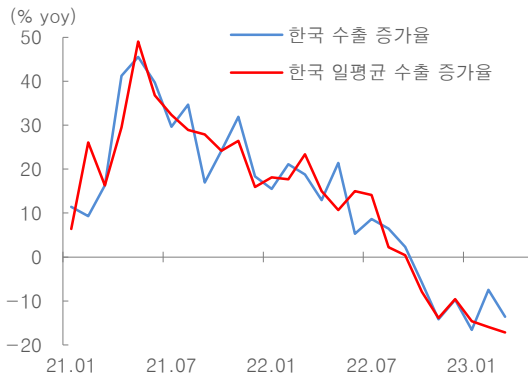
- 당분간 보수적인 의견을 피력하는 가운데 조정시 매수전략을 유지하는 이유는 펀더멘털 측면에서 긍정적인 변화를 기대하고, 그 가능성이 높아지고 있기 때문이다. 그 중심에는 중국과 반도체가 있다.
- 실제로 중국 경기회복세는 확인되고 있다. 속도와 강도 측면에서 기대에 못 미칠 수 있지만, 지난주 발표된 중국 서비스업 PMI는 큰 폭의 서프라이즈를 기록했고, 제조업 PMI도 전월대비 둔화되었지만, 예상치를 상회했다. 기대와 현실 간의 괴리는 존재하지만, 경기 방향성은 개선 쪽으로 전개되고 있다.
- 물론, 1일 발표된 한국 수출지표를 보면 실망감이 클 수 있다. 3월 한국 수출은 551억 2,500만달러로 전년대비 13.6% 감소했다. 블룸버그 컨센서스 -16%보다 양호하기는 했지만, 일평균 수출이 -17.2%를 기록하며 2월보다 더 악화된 수치를 보여주었다. 특히, 중국 수출은 34.4% 급감하면서 1월보다 더 감소폭이 커졌고, 반도체 수출은 -34.5%를 기록하며 급감세를 이어갔다. 이러한 수치는 한국 경제, 기업 이익 측면에서 부정적일 수 있다.
- 그러나 수출 금액 데이터를 보면 이야기가 달라진다. 한국 전체 수출금액은 551억달러로 1월 463억달러를 저점으로 2개월 연속 증가세를 기록 중이다. 반도체 수출 금액은 86억달러로 1월, 2월 60억달러 수준에서 26억달러 급증했다. 중국 수출금액도 1월 91.7억달러를 기록한 이후 2개월 연속 증가하며 104.2억달러를 기록했다.
- 중국 경기회복과 맞물린 한국 수출 회복 가능성이 높아지고 있다는 판단이다. 현재까지는 22년 기저효과로 증가율 급감이 지속되고 있지만, 2분기 중에는 수출 금액 증가세 지속과 함께 수출 증가율 저점통과를 예상한다. 올해 전체적인 펀더멘털 환경을 보면 현재 한국 경제, 수출은 최악의 상황을 지나가고 있다는 판단이다. 아직 눈에 보이는 변화는 제한적이지만, 점차 가시적인 변화로 이어질 전망이다. 글로벌 매크로 환경에 대한 기대가 정상화되고, 밸류에이션 부담이 다소 완화된 이후 펀더멘털 모멘텀, KOSPI 상승추세를 살 수 있을 것이다.

그림 22. 중국 통계국 서비스업 PMI 서프라이즈, 제조업 PMI 예상치 상회



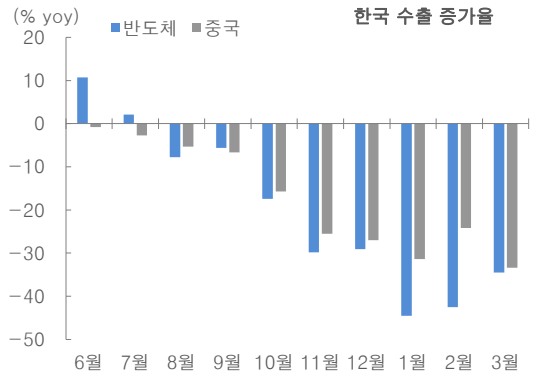
자료: 중국 통계국, 차이신, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 23. 3월 한국 수출 여전히 최악의 상황 진행 중



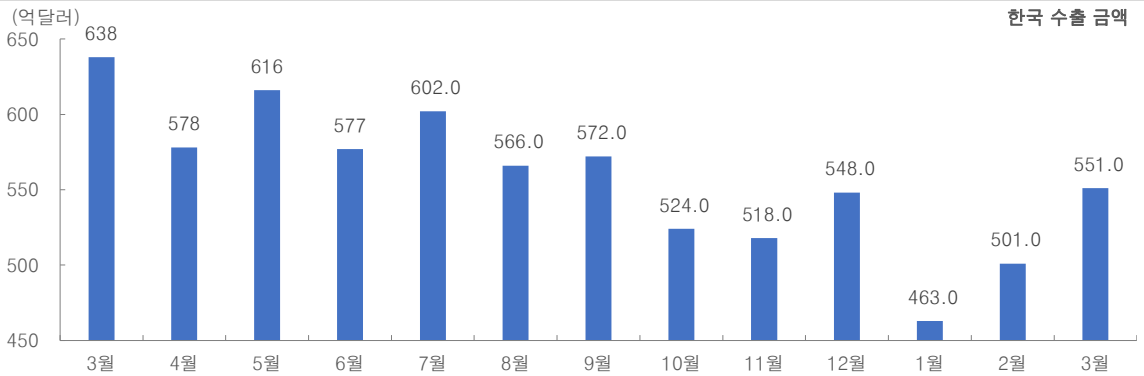
자료: 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 24. 반도체 수출은 여전히 -34.5%. 대중국 수출은 -33.4%로 마이너스 폭 확대



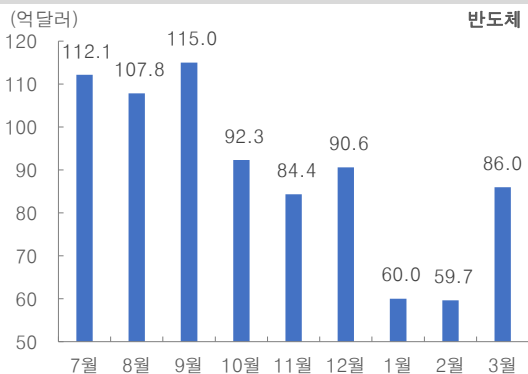
자료: 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 25. 한국 수출금액은 2개월 연속 증가세. 22년 10월, 11월, 12월 수준을 상회



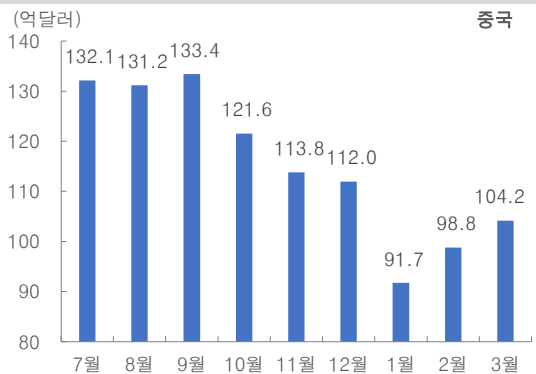
자료: 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 26. 반도체 수출 금액 1월, 2월대비 급증 반전



자료: 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 27. 대중국 수출은 1월 저점 이후 2개월 연속 증가세



자료: 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해 관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 이경민)

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 하시기 바랍니다.
