

Strategy

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

검증의 시간. 일단, 반도체부터 흔들리면 삽니다

- 글로벌 증시는 1월 고점권에 근접하면서 상승세 주춤해졌다. 3월까지 글로벌 금융시장의 안정세를 지지했던 금리인하 + 은행불안 진정 + 경기회복 기대가 약해졌기 때문이다. 4월 첫째주 미국 3월 제조업, 서비스업 ISM 지수와 중국 3월 차이신 PMI 부진에 경기회복 기대가 주춤해졌고, 지난 주말 미국 고용지표의 견고함을 확인하며 금리인하 기대가 일부 후퇴했다. 그 결과 채권금리, 달리는 연중 저점권 지지력을 바탕으로 반등세를 보였고, 증시는 주간 수익률 기준 소폭 약세를 기록했다.
- 그럼에도 불구하고 시장은 23년 12월 4.25 ~ 4.5%, 24년 6월까지 3.5 ~ 3.75% 기준금리 수준을 예상한다. 현재 기준금리 4.75 ~ 5%를 감안하면 23년 하반기에는 두 번, 24년 상반기까지 4번의 금리인하를 기대하는 중이다.
- 이번주에는 12일 CPI, 13일 FOMC 의사록, PPI, 14일 산업생산, 소매판매 발표가 예정되어 있다. 기대와 현실 간의 검증국면이 본격적으로 전개될 가능성이 높다. 전반적으로 경제지표 부진이 이어지는 가운데 물가 상승압력은 여전함을 확인하는 한 주가 될 전망이다. 즉, 경기불안심리와 금리인하 기대 후퇴가 동시에 유입될 수 있다고 생각한다.
- 당분간 Bad Is Bad, Good Is Bad 국면이 전개될 가능성을 경계한다. 경제지표가 예상보다 좋을 경우 금리인하 기대가 후퇴하고, 경제지표가 부진할 경우 고강도 긴축으로 인한 부작용, 후폭풍에 대한 경계심리를 높일 수 있다는 의미이다. 12월 FOMC 이후 금융시장 흐름과 유사할 것으로 예상한다(소매판매/산업생산 쇼크, 3Q GDP 성장을 서프라이즈에 증시 하락). 이번주 경제지표와 FOMC 의사록 내용을 확인할 필요가 있다. * 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 1. 5월 금리인상 확률 70%로 레벨업. 23년 하반기부터 분기별 금리인하 기대는 여전한 상황

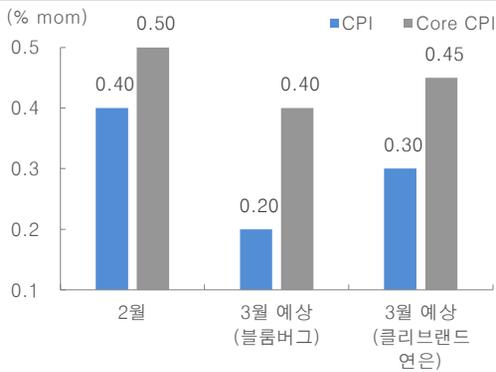
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2023-05-03							0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.8%	71.2%
2023-06-14		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	29.7%	69.7%
2023-07-26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	14.3%	48.6%	36.9%
2023-09-20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	9.8%	37.6%	40.6%	11.8%
2023-11-01	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	5.6%	25.5%	39.3%	24.4%	5.1%
2023-12-13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.6%	21.7%	36.7%	27.2%	8.8%	1.0%
2024-01-31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.8%	18.7%	34.1%	28.8%	12.0%	2.3%	0.2%
2024-03-20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.3%	16.9%	32.2%	29.5%	14.0%	3.5%	0.4%	0.0%
2024-05-01	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	5.4%	19.2%	31.8%	27.1%	12.4%	3.0%	0.4%	0.0%	0.0%
2024-06-19	0.0%	0.0%	0.3%	3.1%	12.6%	25.8%	29.4%	19.4%	7.5%	1.6%	0.2%	0.0%	0.0%
2024-07-31	0.0%	0.2%	2.5%	10.8%	23.3%	28.7%	21.4%	9.8%	2.8%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2024-09-25	1.2%	5.8%	15.8%	25.4%	25.8%	16.8%	7.0%	1.9%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

- 4월 12일에는 미국 3월 CPI가 공개된다. 3월 CPI 전년대비 증가율은 2월 6%에서 5.2%로, 전월대비 증가율도 2월 0.4%에서 0.2%로 레벨다운 될 것으로 예상된다. 22년 3월 유가, 원자재 기저효과 영향이 크다고 본다.
- 문제는 Core CPI이다. 전월대비 변화율은 2월 0.5%에서 0.4%로 소폭 하락하지만, 전년대비 변화율은 2월 5.5%에서 5.6%로 상승할 것으로 보인다. 22년 9월 이후 6개월만에 Core CPI 반등이다. 서비스 물가와 주택 물가 상승압력이 여전하기 때문이다.
- Core CPI 상승반전은 5월, 6월 FOMC에서 금리인상 우려를 자극하고, 23년 하반기 이후 금리인하 기대를 제어할 수 있는 변화이다. 현재 시장은 5월 25bp 금리인상, 6월 금리동결, 7월 금리인하를 기대하고 있다. 추가 금리인상에 대한 우려가 제한적이더라도 과도한 금리인하 기대는 일정부분 후퇴할 가능성이 높다.

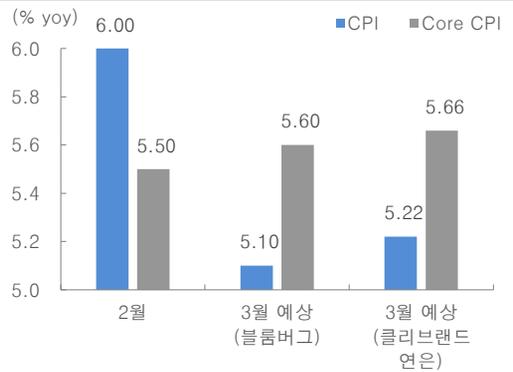
* 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 2. 3월 CPI, Core CPI 전월대비 변화율 둔화 예상



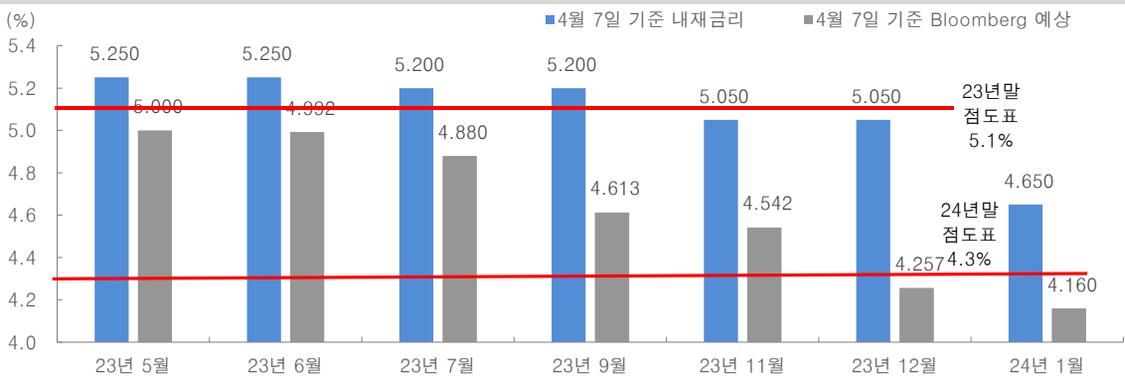
자료: 미국 노동부, Bloomberg, 클리브랜드 연은, 대신증권 Research Center

그림 3. 원자재 기저효과로 CPI는 레벨다운. Core CPI는 6개월만에 반등 가능성 높아



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

그림 4. 23년 하반기 70bp 이상 금리인하를 기대하는 시장. Core CPI 반등 이후 흐름은?

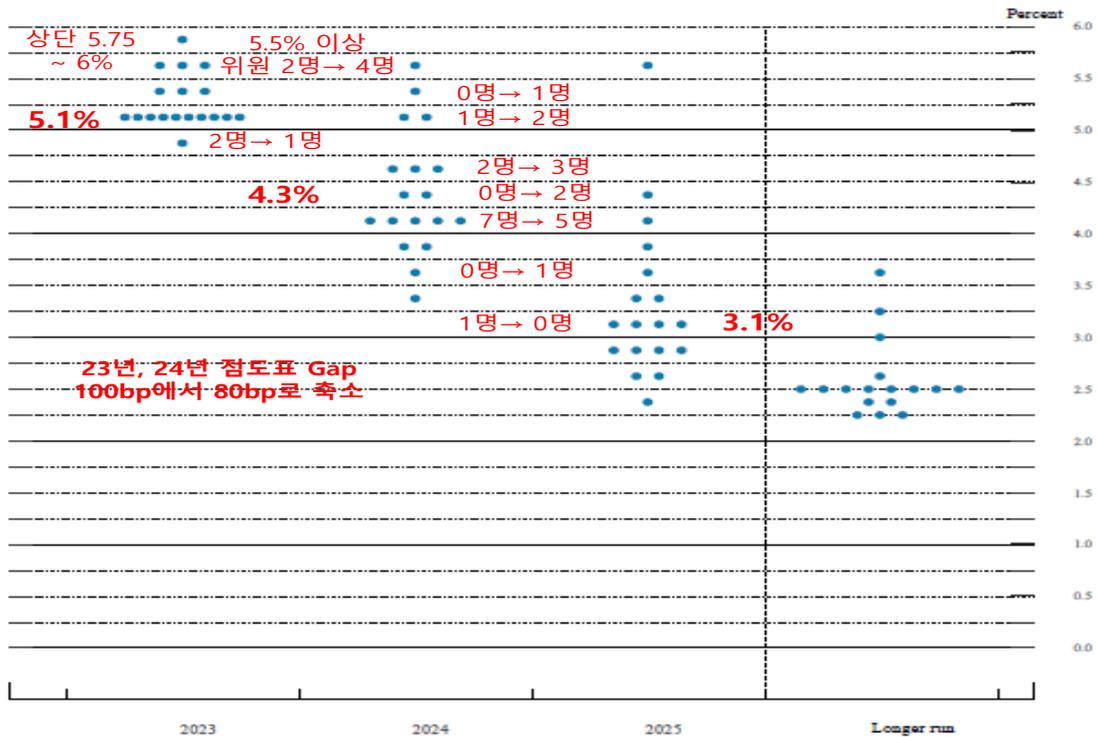


자료: FED, Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

- Core CPI 상승을 확인한 다음날(13일)에는 3월 FOMC 의사록이 공개된다. 3월 FOMC 당시 25bp 금리인상에도 불구하고 SVB 사태, CS 위기 등으로 금리인하 기대를 증폭시키는 계기가 되었던 것이 사실이다. 그러나 당시 연준은 물가전망 상향조정과 점도표 변화를 통해 물가 제어에 집중하고 있고, 추가 금리인상 가능성을 시사했다. 파월 연준의장은 기자회견을 통해 연내 금리인하는 없을 것임을 여러 번 강조한 바 있다.
- 점도표를 보면 23년 연말 기준금리가 5.1%(중위값 기준)에 달할 것이라는 전망은 12월과 동일했다. 그러나 23년 기준금리 상단은 12월 5.5 ~ 5.75%에서 5.75 ~ 6%로 높아졌다. 5.5% 이상 기준금리를 전망하는 연준 위원도 12월 2명에서 4명으로 늘어났다. 23년 중 최소한 25bp 추가 금리인상이 가능함을 보여주는 한편, 경제상황과 금융여건에 따라 변할 수 있지만, 물가 안정이 확인되기 전까지 금리인상 사이클을 이어가겠다는 연준의 스탠스를 확인할 수 있다.
- 24년말 기준금리 전망은 12월 4.1%에서 4.3%로 상향조정 되었다. 물가 안정이 쉽지 않음에 따라 금리인하 폭을 100bp에서 80bp로 축소된 것이다. 시장에 팽배한 23년 하반기 금리인하 기대를 제어하기 위한 변화로도 읽을 수 있는 부분이다. 의사록 내용이 시장의 기대를 충족시켜주기 보다는 연준의 매파적인 스탠스를 재확인하는 계기가 될 전망이다.

* 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 5. 23년 점도표는 5.1로 유지되었지만, 기준금리 상단은 높아져... 3월 의사록에서 연준의 스탠스 재확인

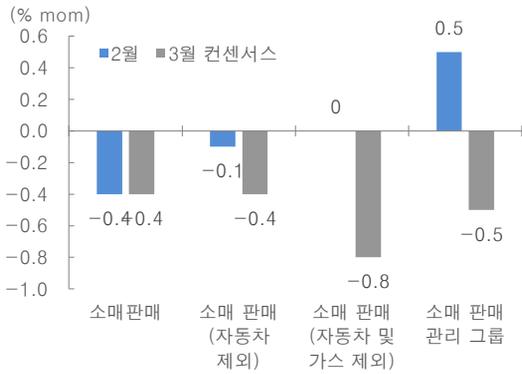


자료: FED, 대신증권 Research Center

- 14일에는 미국 실물 경제지표들이 발표된다. 소매판매는 2월에 이어 2개월 연속 전월대비 역성장이 예상된다. 3월 전체 소매판매와 자동차, 가스제외 소매판매는 전월대비 0.5%, 0.8% 감소할 것으로 컨센서스가 형성 중이다. 3월 광공업생산은 전월대비 0.3% 증가가 예상되지만, 제조업생산은 0.1% 감소할 가능성이 높다. 3월말 발표된 미국 소비, 소득 지표 부진에 이어 소매판매, 광공업 생산 부진은 미국 경기 둔화/약화가 지속되고 있음을 시사한다. 2월 노랜딩 기대에 이어 3월 미국 경기는 견조하다는 기대가 후퇴할 가능성이 높다.
- 한편, 다음주에는 중국 경제지표도 주목해야 한다. 4월 13일 중국은 수출입 지표를 공개한다. 3월 수출, 수입은 -7.3%, -6.9%로 역성장이 지속될 것으로 예상된다. 수출입 금액의 개선세가 유효함에 따라 중국 경기회복세는 유효하지만, 속도와 강도에 대한 의구심이 커질 수 있다. 이는 한국 수출회복 속도에 대한 불안심리로 이어질 것이다. 이 경우 달러화 반등과 맞물려 위안화, 원화 약세 압력이 확대될 가능성을 경계해야 한다.

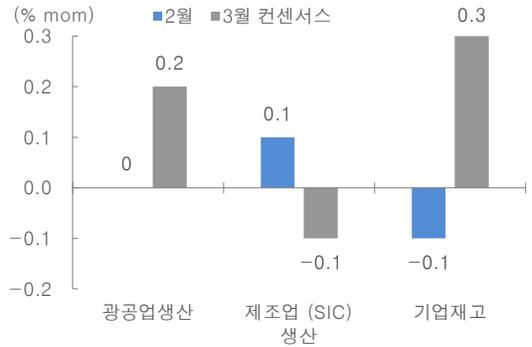
* 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 6. 미국 3월 소매판매 전월대비 역성장 예상



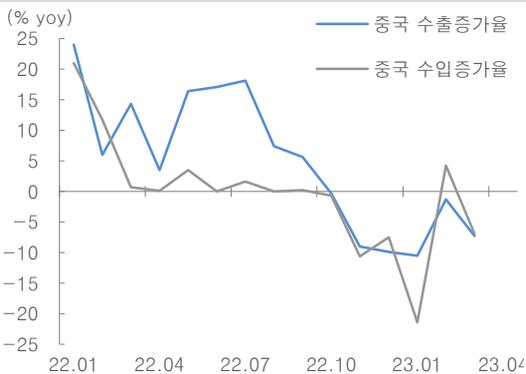
자료: 미국 상무부, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 7. 미국 제조업 경기도 여전히 부진함을 시사



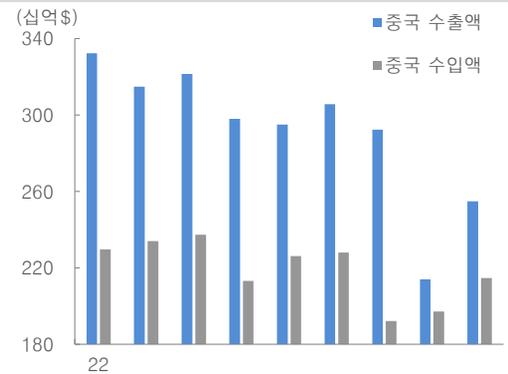
자료: 미국 상무부, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 8. 중국 수출입 증가율 여전히 (-)권역에 위치



자료: 중국 해관총서, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 9. 수출입 금액 증가 지속. 문제는 속도, 강도

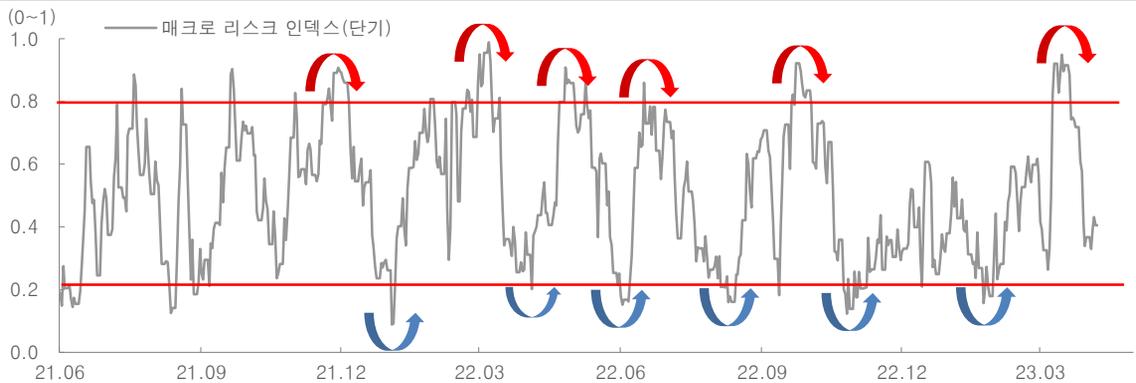


자료: 중국 해관총서, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 다수의 심리, 리스크, 변동성 지표들이 분기점에 도달했다. 단기 매크로 리스크 인덱스는 0.3 수준에서 반등시도 중이고, Fear & Greed Index는 Greed 영역에 진입했다. VIX는 20%를 하회, 18% 수준에 도달했다. 최근 글로벌 금융시장의 안정세, 증시의 반등으로 대부분 리스크, 변동성 지표들이 더 하락하거나, 심리지표가 더 상승할 여력은 제한적이라고 본다. 반면, 그동안의 투자심리 개선, 변동성 완화로 인한 반작용 가능성은 더 커졌다.
- 채권금리, 달러화는 연중 저점권에서, 글로벌 증시는 연중 고점권에서 등락 중이다. 이번주 매크로 환경과 다수의 지표들을 보면, 채권금리와 달러가 레벨다운되고, 증시가 연중 고점권을 돌파하여 레벨업되기에는 무리가 있다고 본다. 주식시장의 Upside Potential은 제한적이라고 생각한다. 속도와 강도에 대한 생각이 다를 수 있겠지만, 아직은 Downside Risk에 대한 경계 심리를 늦춰서는 안될 것이다.

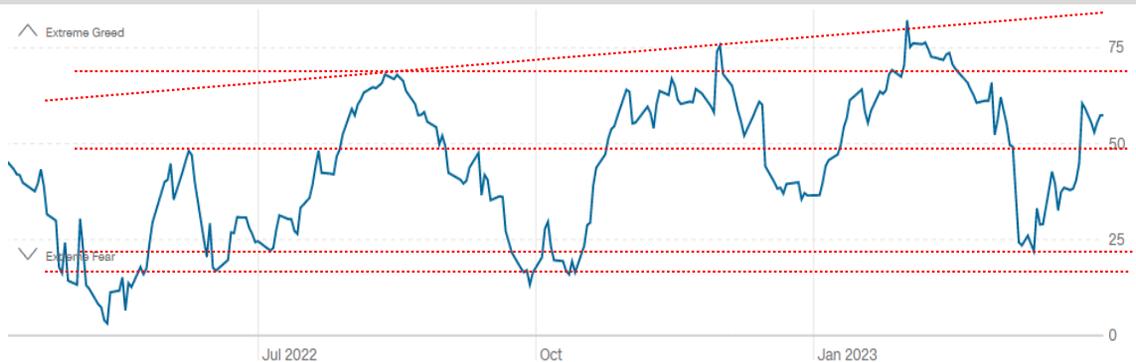
* 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 10. 단기 매크로 리스크 인덱스는 급락을 멈추고 0.3수준에서 반등시도에 나서...



자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 11. 투자심리 지표는 Greed 영역에 진입, 22년 하반기 이후 고점권에 근접



자료: CNN Money, 대신증권 Research Center

그림 12. VIX 는 20선 하회, 22년 이후 저점권인 18% 수준에 도달



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 13. 미국 10년물 국채금리, 연중 저점 하회 이후 반등시도 중



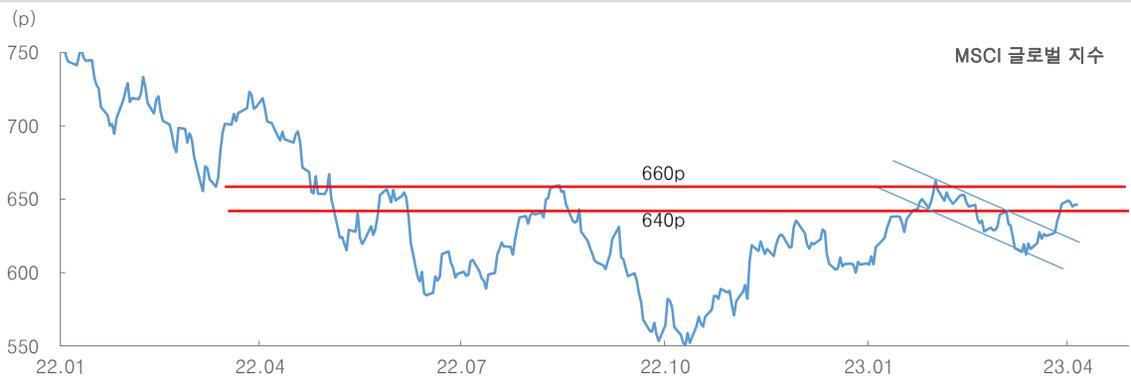
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 14. 달러 인덱스 연중 저점, 중요 지지권에서 지지력 테스트 중



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

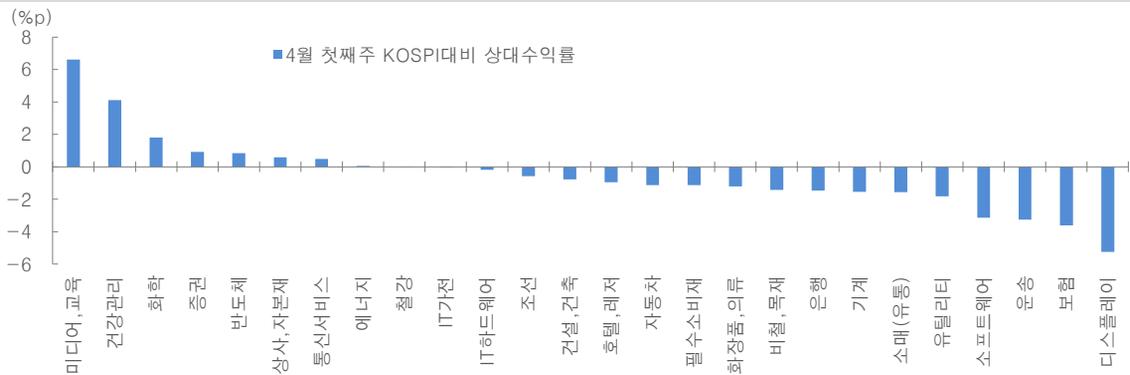
그림 15. 글로벌 증시는 1월 고점을 앞두고 상승탄력 주춤해져... 640p 지지력 확보 여부 체크



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

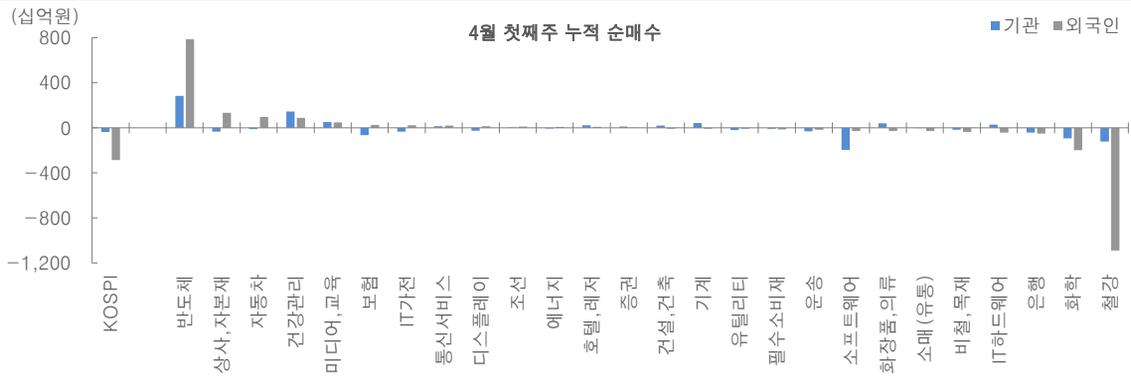
- KOSPI는 글로벌 증시의 상승탄력 둔화에도 불구하고 상승세를 이어가고 있다. KOSPI는 지난 주에도 0.55% 상승세를 기록했다. 글로벌 매크로 환경, 증시흐름과 상관없이 2차전지 관련주들의 강세가 지속되었기 때문이라고 볼 수 있다.
- 일단, 글로벌 경기 불안 + 금리인하 기대 후퇴는 달러 반등, 채권금리 반등으로 이어지며 13배를 넘어선 KOSPI와 2차전지 업종의 밸류에이션 부담을 가중시킬 전망이다. 그리고 1분기 프리어닝시즌, 실적 시즌이 도래하면서 펀더멘털과 현재 주가 간의 간극을 확인하게 될 것이다. 특히, 1분기 2차전지 수출금액은 22년 3분기보다 레벨다운되었다. 시장의 기대를 충족하거나 넘어서는 실적이 공개될 가능성은 낮다고 판단한다. 오히려 시장 기대와 예상보다 부진한 실적을 확인하면서 변동성 확대의 시작이 될 수 있다. 수급 상황을 보면 외국인과 기관은 반도체 매수에 집중하고 있다. 철강, 화학 업종은 순매도 최상위권에 위치해 있다.
- 물론, 지난 주말 삼성전자의 감산 발표로 반도체 업종의 추가적인 상승시도가 KOSPI 추가 반등시도로 이어질 수 있다. 하지만, 기대감이 과하게 반영된 글로벌 증시가 정상화되는 국면에 진입할 경우 KOSPI도 후행적으로 글로벌 증시와 흐름을 같이 할 것이다. KOSPI 지수의 Upside Potential은 제한적이라고 판단한다. 현재 KOSPI, KOSDAQ 레벨과 2차전지 주가 수준을 감안할 때 한 발 물러서서 좀 더 매크로 변수, 실적을 확인한 뒤 접근하는 것이 낫다고 판단한다.
- 한편, 삼성전자의 감산 결정으로 업황 개선이 기대되고, 23년 하반기 실적전망이 상향조정 중인 반도체 업종에 있어서는 등락과정을 활용해 매집하는 전략을 권고한다. 예상보다 빠른 삼성전자의 결정으로 반도체 업종 지수와 주가에 하방경직성이 견고해지고, 상승여력이 확대되었다고 본다. 매크로 환경 변화에 따른 등락이 있다면 비중확대가 유효하다는 판단이다. KOSPI 지수와 반도체를 당분간은 차별적으로 바라보고, 대응할 필요가 있다.

그림 16. 순환매(소외주의 반등) 국면에서 2차전지 강세에 이은 주말 반도체 급반등으로 KOSPI 2,490선 회복



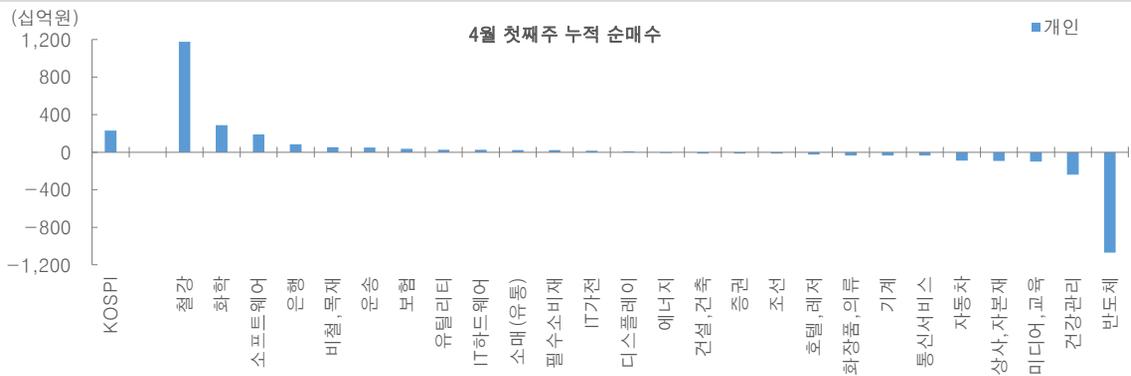
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 17. 외국인, 기관은 KOSPI 시장은 매도 우위. 반도체만 집중 매수 중



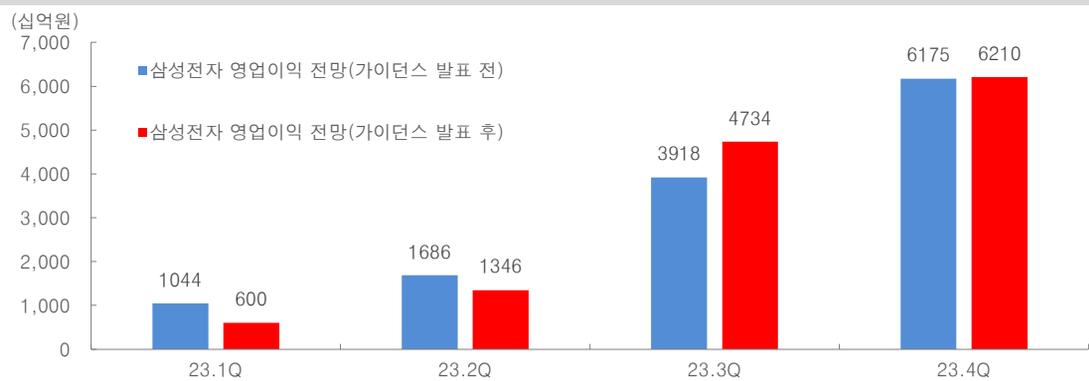
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 18. 개인투자자들은 철강, 화학, 소프트웨어 집중 매수. 반도체 대량 매도 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 19. 삼성전자 실적부진에도 불구하고 감산 발표로 하반기 이익개선 강도 커질 전망



주: 영업이익의 전망은 당사(대신증권) 위민복 반도체 애널리스트의 예상치 반영

자료: 대신증권, FnGuide, 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.
