

Strategy

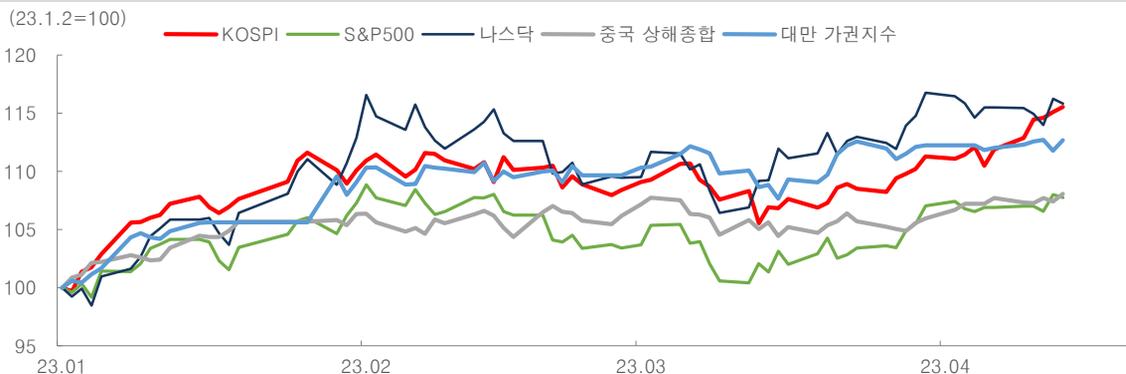
Strategist 이경민

k.youngmin.lee@daishin.com

글로벌 증시 정체 Vs. KOSPI 레벨업. 누구를 따라갈까?

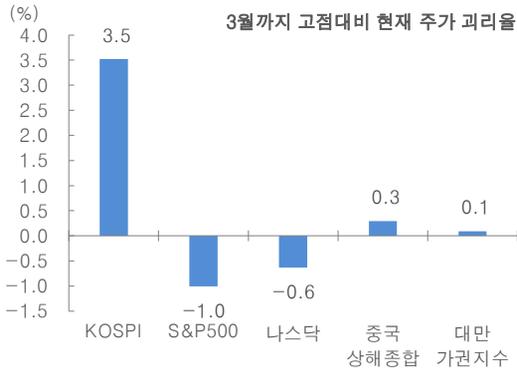
- KOSPI는 지난주 연 중 고점을 넘어 2,570선마저 넘어섰다. 22년 6월 10일(2,595p) 이후 최고치이다. 반면, 글로벌 증시는 23년 고점권 수준에 머물러 있다. KOSPI는 1월 고점을 3.5% 상회했지만, 미국 증시는 전고점대비 1% 정도 낮은 수준이다. 그동안 글로벌 증시의 강세를 지지했던 금리안하 + 은행불안 진정 + 경기회복 기대가 흔들리고 있기 때문이다.
- 이처럼 글로벌 증시와 차별적인 KOSPI 강세에는 2차전지의 힘이 절대적이라고 본다. 중국 경기회복 기대, 반도체 감산 서프라이즈의 힘도 일정부분 있는 것이 사실이다. 하지만, 중국 상해종합지수와 반도체 비중이 높은 대만 가권지수도 전 고점을 0.3%, 0.1% 상회하는데 그치고 있다. KOSPI 시장에서 2차전지를 제외할 경우 KOSPI 수준은 2,450선으로 추정된다.
- 한국 2차전지 기업들의 급등세가 KOSPI 지수의 상대적 강세를 야기함에 따라 2차전지 강세가 주춤해질 경우 글로벌 증시대비 부진한 흐름이 불가피하겠지만, 2차전지를 제외할 경우 글로벌 증시와 유사한 흐름이라는 의미이다. 실제로 글로벌 주요국 증시와 KOSPI 간의 상관관계는 0.8 수준을 넘나들고 있다. 앞으로도 글로벌 증시와 같은 흐름 속에서 상대적 강세를 이어가거나 상대적 약세를 보일 가능성이 높다는 판단이다.
- 본격적인 1분기 실적시즌과 테슬라 실적발표(4월 20일)를 계기로 2차전지 강세는 다소 수그러들 것으로 예상된다. 1분기 실적을 확인하고, 향후 가이던스를 통해 현재 시장의 기대와 현실, 펀더멘털과 현재 주가 간의 간극을 확인하게 될 것이다. 시장의 기대를 충족하거나 넘어서는 실적이 공개될 가능성은 낮다고 판단한다. 오히려 시장 기대와 예상보다 부진한 실적을 확인하면서 변동성 확대의 시작이 될 수 있다. * 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 1. 연초 이후 글로벌 증시 흐름. 글로벌 증시는 연중 고점권에서 등락 중이지만, KOSPI는 레벨업



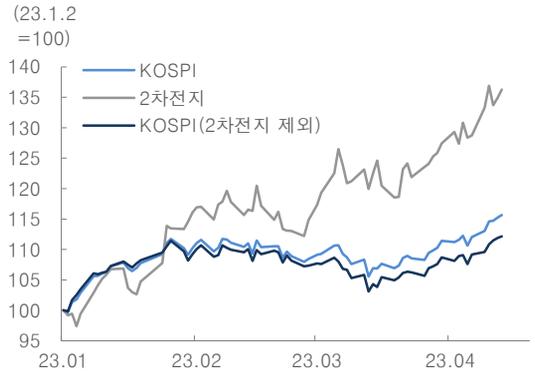
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. 1월 고점을 3.5% 상회하고 있는 KOSPI



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 3. 2 차전지를 제외할 경우 KOSPI 2,450 선대



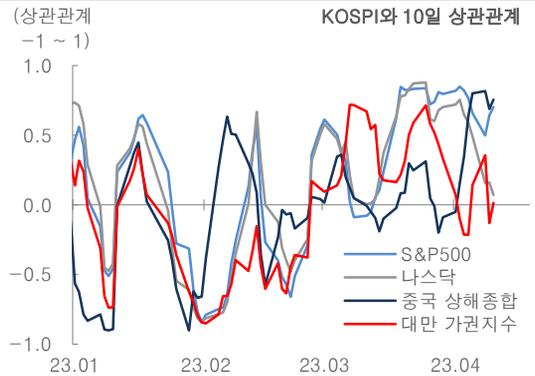
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 4. 미국, 중국과 KOSPI 20일 상관관계 0.8을 상회하고 있어



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 5. 단기적으로는 나스닥, 대만 증시와 상관성 강화 가능성 높아



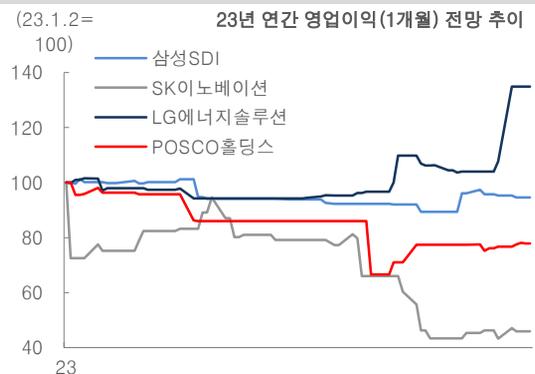
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 6. KOSDAQ 2 차전지 기업 23년 연간 영업이익의 전망(1 개월 합산) 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 7. KOSPI 2 차전지 기업 23년 연간 영업이익의 전망(1 개월 합산) 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 한국 2차전지 기업의 급등세가 진정되고, 변동성 확대가 가시화될 경우 KOSPI는 글로벌 증시 대비 부진한 흐름을 보일 수 밖에 없을 것이다. 이러한 상황에서 연중 고점에 근접한 글로벌 증시 강세가 주춤하다면 어떤 흐름이 전개될까?
- 필자는 미국 주도의 글로벌 증시 강세는 일단락 되었다고 본다. 금리인하 기대가 정점에 도달한 상황에서 경기불확실성이 커지고 있기 때문이다. 미국 3월 CPI는 2월 6%에서 5%로 레벨 다운(예상치 5.1%)되었지만, Core CPI는 2월 5.5%에서 5.6%로 반등하면서 물가 부담이 여전히 함을 확인했다. 3월 FOMC 의사록을 통해 인플레이션 대응이 최우선 순위라는 점을 명확히 했고, 더불어 올해 후반 완만한 경기침체 가능성이 언급되면서 금리인하, 경기회복 기대가 동시에 후퇴하는 계기가 되었다고 본다.
- 다만, 지난주 말 소매판매 부진이 가세하면서 경기침체 우려가 시장의 화두가 되었고, 오히려 23년 하반기 금리인하 기대는 더 강화되는 양상이다. 그럼에도 불구하고 글로벌 증시는 고점권에 머물러있다. 경기불안으로 인한 금리인하 기대를 더 강하게 기대하기 어려운 수준이고, 시장의 기대심리 또한 정점에 근접했기 때문이다.
- 현재(4월 14일 기준) 시장(FED Watch 컨센서스)에서는 물가 상승압력을 반영해 5월 금리인상을 78% 확률로 예상하고, 7월까지 금리동결 가능성을 높게 보고 있다. 그러나 이후에는 매 회의 때마다 금리인하를 기대하는 상황이다. Core CPI 반등과 연준이 언급한 경기침체 가능성을 동시에 반영한 것으로 보인다.

* 다음 페이지에서 계속됩니다

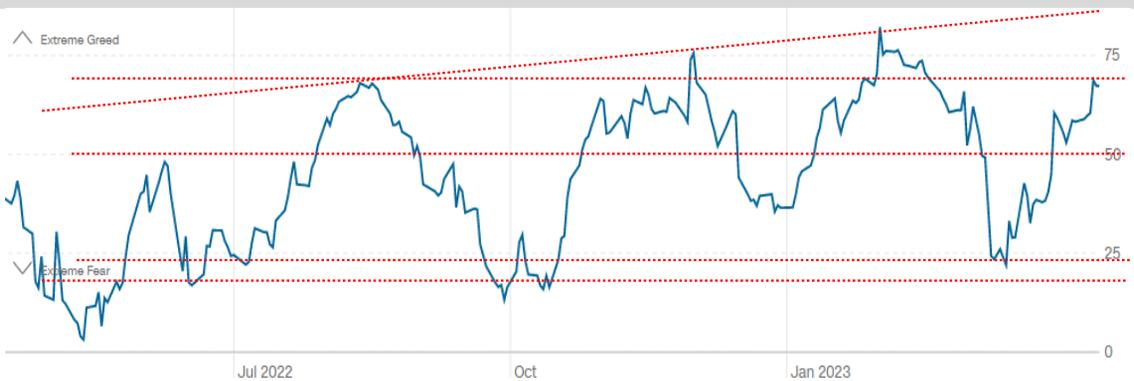
그림 8. 5월 금리인상 이후 7월까지 금리동결, 이후 매 회의 때마다 금리인하를 기대하는 중

MEETING PROBABILITIES														
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	525-550
2023-05-03							0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.0%	78.0%	0.0%
2023-06-14		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.4%	66.1%	16.6%
2023-07-26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.5%	35.5%	47.7%	10.4%
2023-09-20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	22.1%	42.1%	27.5%	4.8%
2023-11-01	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	15.1%	34.6%	33.0%	13.3%	1.8%
2023-12-13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	12.6%	30.8%	33.3%	17.1%	4.0%	0.3%
2024-01-31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	11.0%	28.1%	32.9%	19.6%	6.0%	0.9%	0.1%
2024-03-20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	9.8%	26.0%	32.3%	21.2%	7.6%	1.5%	0.2%	0.0%
2024-05-01	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.2%	11.6%	26.7%	31.1%	19.7%	7.0%	1.4%	0.1%	0.0%	0.0%
2024-06-19	0.0%	0.0%	0.1%	1.3%	7.2%	19.6%	29.0%	25.1%	13.0%	4.0%	0.7%	0.1%	0.0%	0.0%
2024-07-31	0.0%	0.1%	1.0%	5.8%	16.6%	26.8%	26.0%	15.8%	6.1%	1.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024-09-25	0.4%	2.9%	10.1%	20.7%	26.5%	22.0%	12.0%	4.3%	1.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

자료: FED, 대신증권 Research Center

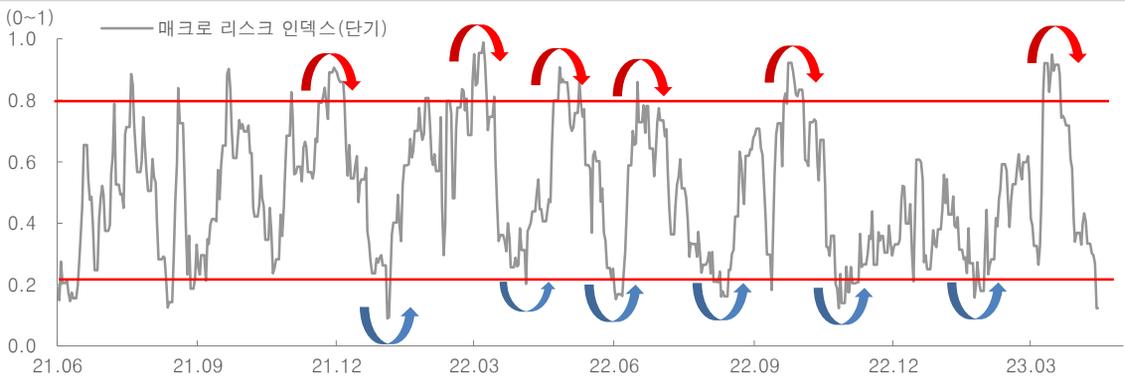
- 이 과정에서 글로벌 증시는 반등시도를 이어갔다. 그 결과 Fear & Greed Index는 Greed 영역으로 이동, 70p 수준에서 등락 중이다. 이는 22년 이후 고점권이다. 이와 함께 단기 매크로 리스크 인덱스는 단숨에 0.123까지 레벨다운 되었다. 22년 1월초 이후 최저치이다. 22년 1월 초는 사상최고치 행진을 이어가던 미국 증시의 정점수준이자, 하락추세 반전의 시작점이었다.
- 현재 Risk On 국면이 정점에 도달했음을 보여준다. Risk On이 지속될 가능성은 낮고, Risk Off 국면으로 전환될 가능성은 높다고 판단한다. 당분간 리스크 민감도 확대, 증시 하방압력, 변동성 확대 가능성을 염두에 두고 경계해야 할 것이다.
- 한편, 금리인하가 현실화되기 위해서는 은행불안이 가중되거나, 급격한 경기둔화, 악화가 선행되어야 한다는 점을 인지하기 시작했다는 점도 미국 주도의 글로벌 증시 강세를 제어하는 변화라고 본다. 그동안 금리인하 기대에 증시가 상승할 수 있었던 데에는 공존할 수 없는 은행불안 진정과 경기회복 기대가 자리했기 때문이다. * 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 9. Fear & Greed Index 는 Greed 영역으로 전환. 22년 이후 고점권 도달



자료: CNN Money, 대신증권 Research Center

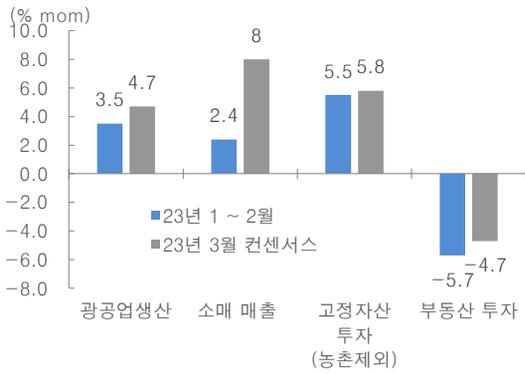
그림 10. 단기 매크로 리스크 인덱스 0.1수준으로 급락. 22년 1월(미국 추세반전) 이후 최저치 경신



자료: Citi, Bloomberg, 대신증권 Research Center

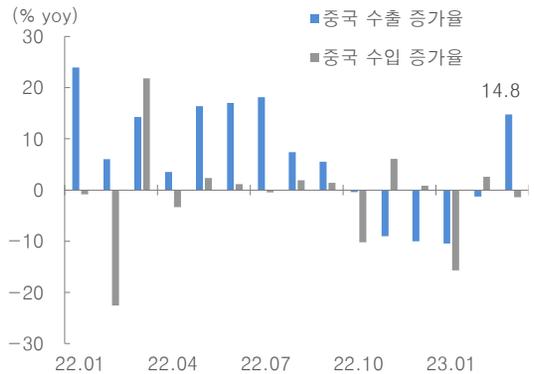
- 한편, 이번주 등락의 결정변수는 중국에 있다고 본다. 지난주 수출입 서프라이즈는 긍정적이라고 판단한다. 3월 중국 수출증가율은 전년동월 14.8%로 예상치 -1.3%를 큰 폭으로 상회했다. 6개월 만에 처음으로 플러스 증가율을 기록한 것이다. 3월 수입증가율 역시 예상치인 -6.4%를 크게 상회하는 -1.4%를 보였다. 부진했던 중국의 대외 거래, 수출 모멘텀이 3월 서프라이즈를 기록함에 따라 1분기 GDP 성장률에 긍정적 영향을 미치는 동시에 향후 중국 제조업 경기 회복에도 속도에 대한 기대감을 높일 수 있는 변화라고 할 수 있다.
 - 다만, 3월 중국 수출 서프라이즈의 중심에 대아세안과 대러시아 수출 호조가 자리하고 있다는 점은 연속성, 실질적인 수요회복에 대한 의구심을 갖게 한다. 3월 대아세안 및 대러시아 수출증가율은 각각 전년대비 35.4%와 136.4%를 기록했다. 이는 워드 코로나 전환으로 인한 수요회복이라고 볼 수 있지만, 일부 국가에 집중되었고, 중-러 경제관계 강화에 원인이 있다고 본다. 반면, 대미국 수출은 전년대비 -7.7%를 기록 중이다.
 - 특히, 대한민국 및 대대만 수입 부진에 주목할 부분이다. 3월 중국의 대한민국, 대대만 수입증가율은 각각 전년대비 -27%, -23.9%를 기록했다. 반도체 업황 부진 속에 반도체를 둘러싼 미-중 갈등의 영향이라고 본다. 이로 인해 지난 주 중국 수출 서프라이즈에도 글로벌 증시는 물론, 중국 증시마저 환호하지 못했다고 생각한다.
 - 18일 중국 1/4분기 GDP 성장률과 3월 실물지표가 발표될 예정이다. 중국 1/4분기 GDP 성장률(전년대비) 예상치는 3.9%로 전분기 2.9%대비 1%p 개선을 기대한다. 3월 광공업생산, 소매판매, 고정자산투자 전망은 각각 4.7%, 8%, 5.8%로 2월 2.4%, 3.5%, 5.5%대비 레벨업된 수치를 보일 가능성이 높다.
 - 중국 경제지표를 확인하는 과정에서 중요한 것은 경기회복 속도와 강도에 대한 기대감과 괴리이다. 즉, 경제지표가 예상치를 얼마나 상회했는지 여부라고 생각한다. 문제는 지난주 중국 수출입 서프라이즈로 18일 공개되는 실물지표 컨센서스가 큰 폭으로 상향조정 되었다는 점이다. 1분기 GDP성장률 컨센서스는 3.8%에서 3.9%로, 소매판매는 7% 후반에서 8%로, 광공업생산은 4% 초반에서 4.7%로 레벨업 되었다.
 - 중국 경제지표 서프라이즈 인덱스는 다시 고점을 넘어 150%를 넘어섰다. 이는 2006년 이후 최고치로, 경기에 대한 눈높이가 역사적 최대 수준까지 높아져 있음을 의미한다. 즉, 향후 발표되는 경제지표들은 컨센서스보다 부진할 가능성을 경계해야 할 시점입니다.
 - 물론, 중국의 경기회복세가 유효하고, 당분간 지속될 것이라는 점을 의심하는 것은 아니다. 경기 방향성에 따른 투자는 유효하지만, 중국 경기회복 속도, 강도에 대한 우려가 유입될 경우 주식시장의 단기 변동성 확대는 불가피하다는 판단이다. 이 경우 위안화, 원화 약세 압력이 높아지며 외국인 수급에도 부정적일 것이다. 18일 중국 경제지표 결과와 컨센서스 간의 괴리율에 따라 단기 방향성이 결정될 가능성이 높다. 아직은 지나친 기대가 부담스러운 상황이다.
- * 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 11. 중국 실물지표 1 ~ 2월 대비 큰 폭으로 레벨업될 전망



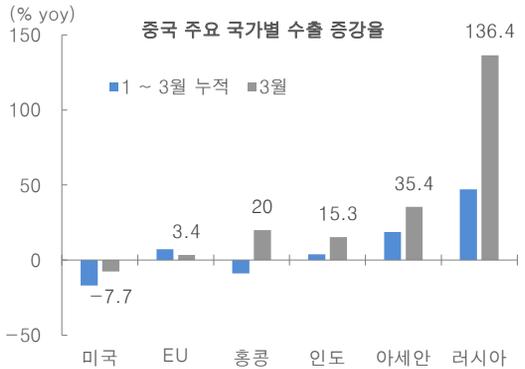
자료: 중국 통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 12. 3월 수출입 서프라이즈로 경제지표 컨센서스 상향조정



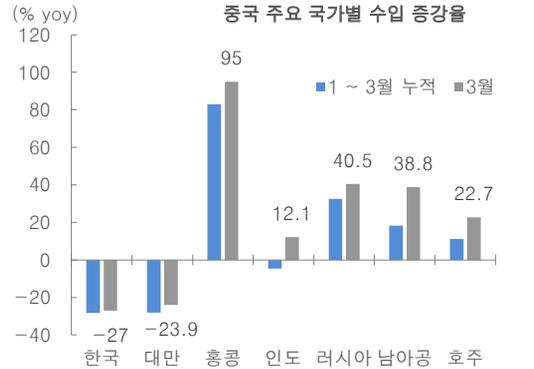
자료: 중국 통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 13. 중국 수출 서프라이즈는 홍콩, 아세안, 러시아 영향. 글로벌 증시 파급력 제한적



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 14. 중국 대 한국, 대 대만 수입증가율은 여전히 -20% 수준에 머물러 있어...



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 15. 중국 경제지표 서프라이즈 인덱스, 154%로 2006년 이후 최고치 경신. 경기 눈높이가 높은 상황



자료: Citi, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 4월 둘째주 글로벌 증시와 차별적인 KOSPI 2,550p 돌파는 2차전지 급등, 쓸림으로 인한 단기 오버슈팅 구간으로 판단한다.
- 글로벌 증시의 등락 속에 1분기 실적시즌 돌입과 함께 2차전지 강세가 꺾일 경우 KOSPI는 단기 조정 국면 진입할 것으로 예상된다. 1분기 실적 시즌을 계기로 시장의 기대와 현실, 펀더멘털과 현재 주가 간의 간극을 확인하게 될 것이기 때문이다. 시장의 기대를 충족하거나 넘어서는 실적이 공개될 가능성은 낮다고 본다. 오히려 시장 기대와 예상보다 부진한 실적을 확인하면서 변동성 확대의 시작이 될 수 있다.
- KOSPI 12개월 선행 PER은 13.42배까지 상승했다. 2차전지 영향력을 배제하더라도 밸류에이션 부담은 가중되고 있다고 본다. 물론, 최근 12개월 선행 EPS의 급락세가 진정되고 저점권에서 등락을 보이고 있다는 점은 긍정적인 변화이다. 하지만, 이익전망 상향조정은 제한적이다. 밸류에이션 부담을 덜어내기 위해서는 최소한 기간조정이 필요한 상황이다.
- 한편, 4월초 삼성전자의 감산 결정을 계기로 반도체 업황 턴어라운드, 실적 개선이 가시화되고 있다. 최근 이익전망 하향조정 진정세도 반도체 실적 불안심리 진정의 영향이 크다고 본다. 이로 인해 KOSPI 저점은 높아지고, 상승추세를 이어갈 동력도 확보했다고 생각한다.
- 4월 18일 중국 실물지표 개선, 5월 1일 한국 수출, 반도체 수출 금액 증가세 이어질 경우 반도체를 중심으로 한 KOSPI 상승추세는 더욱 견고해질 전망이다. 기대감은 유효하지만, 확인해야 할 것들이 아직 많이 남아있다는 의미이다. 지난주 중국 수출입 서프라이즈도 한국에는 우호적이지 않은 결과였다고 본다.
- 중국과 마찬가지로 반도체 업황, 실적 개선이 가시화되고 있지만, 시장이 기대하는 속도, 강도에 부합할 수 있을지 계속되는 검증과정이 있을 것이다. 방향성에 근거한 매수전략은 맞지만, 서두르기 보다는 변동성을 활용한 비중확대, 분할매수를 권고하는 이유이다.

그림 16. KOSPI 12개월 선행 PER 13.42배 도달. 밸류에이션 부담 가중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 17. 12개월 선행 EPS 하락세는 진정. 190p 를 중심으로 등락 반복 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 18. 4월 후반부 ~ 5월 중순까지 단기 조정을 거친 이후 상승추세 재개 예상. 아직은 검증의 시간



자료: 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.
