

6월 증시 전망 및 투자전략 | 2023. 5. 31

# Buy with Volatility!

## 펀더멘털을 이기는 악재는 없다!

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

## 6월 증시 전망 및 투자전략

<b>Summary</b>	<b>3</b>
<b>주식시장 전망</b>	<b>6</b>
5월 Review : 반도체가 이끈 KOSPI 상승	6
6월 KOSPI Band : 2,400 ~ 2,650p	11
변곡점에 도달한 글로벌 금융시장. 단기 변동성 확대 이후...	16
부채한도 협상 타결. 향후 주목해야 할 변수	21
5월 CPI와 6월 FOMC 이후 선순환 사이클 전개 가능성	30
편더멘털을 이기는 악재는 없다	42
편더멘털 동력. 1) 차별적인 한국, 중국 경기	51
편더멘털 동력. 2) 한국 수출 개선 & 반도체 업황 개선	56
편더멘털 동력. 3) 선행 EPS, 순이익 상승세	63
편더멘털 개선의 나비효과 = 외국인 순매수 강화	69
3분기 중 KOSPI 2,800선 돌파시도 전망(하반기 전망 요약)	73
<b>투자전략</b>	<b>77</b>
Main 전략 : Main 전략 : 반도체, 자동차, 2차전지 변동성 활용한 비중확대	77
단기 순환매 대응 : 소외주 & 퀄리티 & 수급	86
<b>퀀트전략</b>	<b>92</b>
4팩터 스코어 상위 업종: 보험, 운송, 화장품/의류, 비철/목재가 차지. 관심 종목 20개 기업 제시	92

# Summary. OECD 경기선행지수 & 12M Fwd EPS 상승반전. 펀더멘털이 변하면 악재를 이겨낼 힘이 생긴다

- 6월 KOSPI Band : 2,400 ~ 2,650p**  
 하단 KOSPI 2,400p : 12개월 선행 PER 11.8배(23년 이후 평균의 -1Std), 선행 PBR 0.865배(3년 평균의 -1Std), 23년 3월 저점권  
 상단 KOSPI 2,650p : 12개월 선행 PER 12.8배(3년 평균의 +1Std), 확정실적 기준 PBR 1배(밸류에이션 1차 정상화 분기점), 21년 상반기 박스권 지수대
- 미국 부채한도 협상 의회 통과과정에서 불협화음, 예상보다 강하지 못한 중국 경기회복 강도, 미국, 유럽의 높은 물가로 인한 통화정책 기대감 약화 가능성 등 글로벌 금융시장 변동성을 자극할 변수들은 여전히 산적한 상황. 단기 변동성 확대, 등락과정은 감안해야 할 것  
 다만, 부채한도 협상으로 인한 불안심리는 과도하다는 판단. 해결과정에서 난항은 있겠지만, 디폴트 확률은 낮다고 생각. 중국 경기회복 방향성은 여전히 유효  
 악재들이 산적해 있지만, 글로벌 금융시장은 일정부분 선반영. 악재로서의 영향력이 점차 약화되고 있다는 판단
- 1차 변곡점은 5월 CPI(13일)와 6월 FOMC(15일).** 물가는 디스인플레이션 가시화(5월 CPI 4.13% 예상, Inflation 기준), 6월 FOMC에서 금리인상 확률 60% 상회  
 6월 FOMC 전후 추가 금리인상 우려에 등락은 있을 수 있지만, 이후에는 오히려 금리인상 우려가 정점을 통과하거나 통화정책 안도감 유입의 전환점이 될 수 있음  
**2차 변곡점은 15일 예정된 미국과 중국 실물지표 발표.** 미국은 완만한 경기둔화(제조업 경기 저점권 근접)와 중국 경기회복 강도와 속도에 따라 상승탄력 결정될 것
- 단기 조정은 비중확대 기회.** 무엇보다 펀더멘털 모멘텀 회복/강화에 주목해야 할 시점. 실제로 **한국 펀더멘털 저점 통과 가시화**  
 23년 4월 **한국 OECD 경기선행지수 23개월 만에 상승반전, KOSPI 12개월 선행 EPS도 상승반전.** 3월말 187p에서 5월 26일 206p로 레벨업. 23년 1월 이후 최고치  
 한국 펀더멘털은 2년간의 하락사이클을 마무리하고, 반전이 가시화되고 있다고 판단
- 실적개선세가 가시화되면서 선진국대비 실적 상대강도 반등, 밸류에이션 상대강도 하락반전. **외국인 투자자 입장에서 한국 증시 매력도 저점 통과**  
 향후 수출 개선, 무역수지 적자 축소 등이 가시화되면서 원화 강세압력 확대 예상. **펀더멘털 동력 + 환차익 매력도 부상으로 외국인 순매수 강화.** KOSPI 상승추세 주도

## 투자전략

펀더멘털 동력 강화국면 진입. KOSPI 하방경직성도 강화되면서 단기 변동성 확대시에도 조정폭 제한적일 전망

**KOSPI 2,500선 초반부터 주도주 변동성을 활용한 분할매수 권고**

KOSPI 추세반전 가시화. KOSPI 2,500선대 초반부터 변동성을 활용한 분할매수 전략 유효. 글로벌 주요국들의 부양정책이 집중되고, 24년, 25년 실적 레벨업이 기대되는 **반도체, 자동차, 2차전지, 신재생에너지 업종과 조선, 방산 주목.** 24년 상승추세 강화를 감안한 Buy & Hold 전략에 대비한 것

**+α 수익률 확보를 위한 소외주, 퀄리티 업종/종목 트레이딩(순환매 대응)**

주도주 비중확대와 함께 순환매 대응전략으로 소외주 중에서도 실적, 펀더멘털 안정성이 높고, 외국인 순매수가 유입되고 있는 **운송, 소프트웨어, 호텔/레저, 건설** 등 단기 트레이딩 제안

## 퀀트 전략

KOSPI 1분기 실적시즌은 영업이익 기준 KOSPI는 컨센서스 대비 5.0% 높은 결과로 마무리. 컨센서스가 지속적으로 하향된 결과로 해석. 2/4분기에는 실적 서프라이즈를 이끌었던 자동차, 2차전지의 단기 실적 기대감 약화와 함께 반도체 또한 실적 바닥을 다져가는 과정이 될 전망

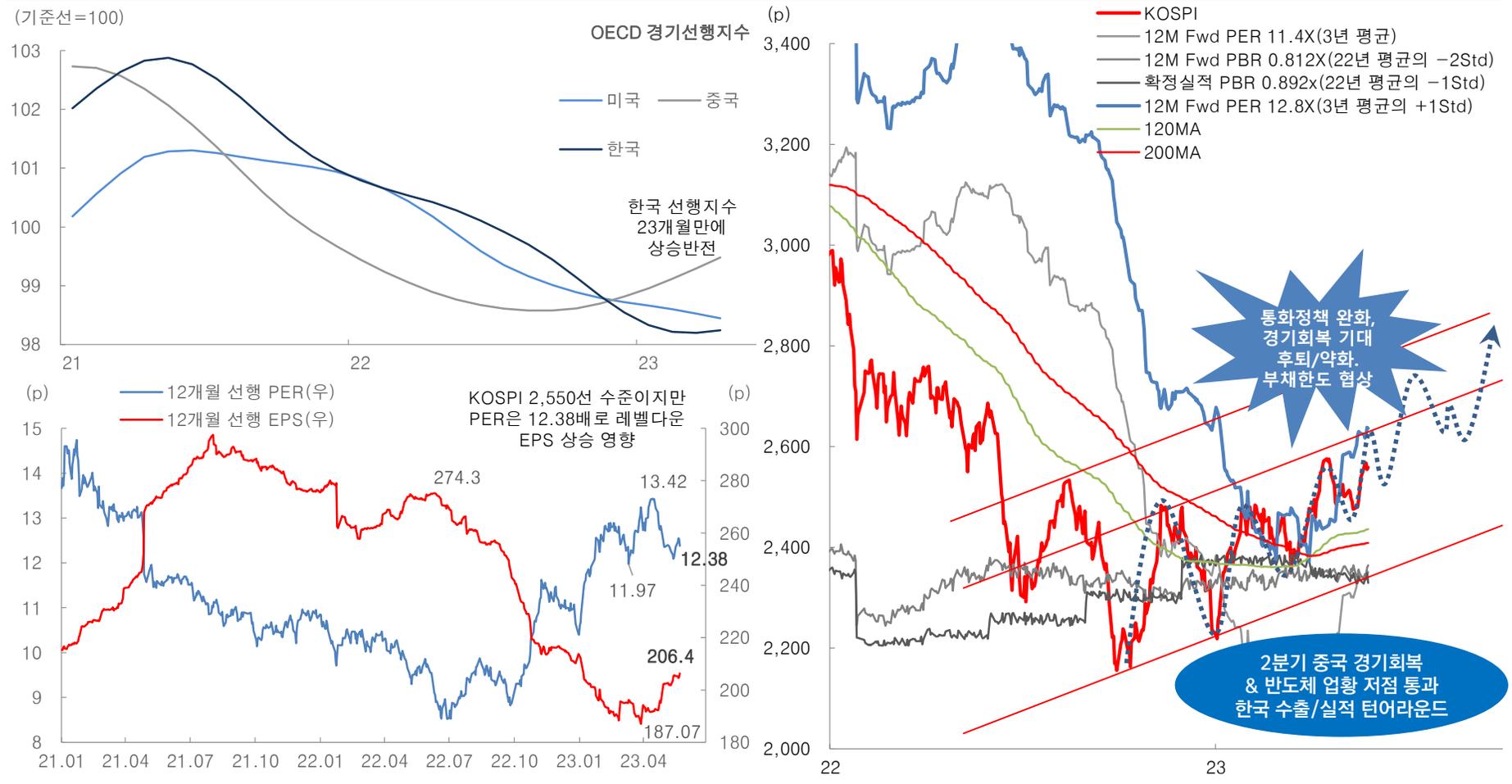
6월은 섹터 개별 이슈와 순환매가 전개될 전망. 5월 반도체 이슈의 그늘에 가렸던 섹터가 주목받는다면 상승 기회가 될 것으로 예상

섹터별로 목표주가 괴리율, 1개월 가격 변화, 1개월 컨센서스 변화율을 기준으로 펀더멘털 훼손이 없었으나 가격이 하락했거나 오르지 못한 섹터를 선별. 상위 섹터는 5월 건조한 펀더멘털에도 가격 하락이 컸던 보험, 운송, 화장품/의류, 비철/목재가 차지

위 세가지 기준과 퀄리티 팩터를 합쳐 30개 종목을 선별. 상위 종목에 필수소비재, 화장품/의류, 화학, 소프트웨어 종목 다수 포진

# [KOSPI 6월 Band 2,400 ~ 2,650p] 펀더멘털 동력에 근거한 상승추세 시작. 단기 변동성은 비중확대 기회

부채한도 협상 논란, 추가 금리인상 우려, 경기불안 등의 불확실성 변수들로 단기 변동성 확대 가능성은 존재. 비중확대 기회로 활용  
중국 경기회복 + 반도체 업황 저점통과 = 한국 수출, 기업 이익 턴어라운드 가시화. 펀더멘털 동력에 근거한 상승추세 전개 중



자료: FnGuide, OECD, 대신증권 Research Center

# [6월 투자전략] KOSPI 2,500선대 초반부터 단기 등락을 활용한 비중확대 권고. 순환매 대응도 가능

펀더멘털 동력 개선으로 단기 등락은 적극적인 비중확대 기회(2,500선대 초반부터). 소외주 + 퀄리티 + 수급개선 업종으로 순환매 대응

## 투자환경

### MACRO & 통화정책

한국 OECD 경기선행지수  
23개월 만에 상승반전  
23년 하반기 미국 금리인하 기대  
정상화.점도표 수준에 도달  
채권금리, 달러 반등 이후 안정 예상

### 실적 전망

23년 2분기, 연간 실적전망  
완만한 상향조정 진행 중  
반도체를 중심으로 12개월 선행  
EPS, 순이익 전망 상향조정  
2년 만에 이익 개선세 뚜렷

### 수급

이익전망 상향조정으로  
한국 증시 매력도 저점 통과  
= 외국인 순매수  
원화 약세 압력 진정시  
외국인 수급 개선 지속/강화 예상

## Stocks

### +α 단기 트레이딩 : 단기 소외 + 퀄리티 업종/종목

**운송** : 현대글로벌비스, CJ대한통운 / **호텔/레저** : 강원랜드

**건설** : 현대건설 / **철강** : 세아베스틸지주, POSCO홀딩스

**IT하드웨어** : 영풍 / **화학** : 롯데정밀화학, 금호석유

### 단기등락을 활용한 비중확대, 추세반전에 대비한 업종/종목(Top 4 + α)

**반도체** : 삼성전자 / **2차전지** : LG에너지솔루션, 엘앤에프, LG화학 / **자동차** : 기아

**조선** : HD현대중공업 / **전기전자** : LG이노텍 / **유통** : BGF리테일

**기계** : 두산밥캣 / **건설** : 현대건설 / **화학** : 한화솔루션

### KOSPI200 4팩터 스코어 상위 기업

GS, 롯데쇼핑, 이마트, 오리온홀딩스, 에스디바이오센서, 현대로템,

현대해상, 풍산, LX인터내셔널

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

**월초 경제지표, 5월  
CPI, 6월 FOMC 확인**  
**부채한도 협상, 경제지표  
부진 = 단기 변동성 확대**

**6월 FOMC 이후  
금리인상 우려 정점통과  
+ 경기 불안심리 진정**

**5월 미국, 중국 실물지표  
반등 여부 체크**

**단기 Trading : 박스권  
등락 중 순환매 대응  
= 소외주 & 퀄리티**

**KOSPI 2,500선 초반부터  
반도체, 인터넷, 2차전지,  
자동차 업종 중심으로  
단기 등락을 활용한  
비중확대 권고**

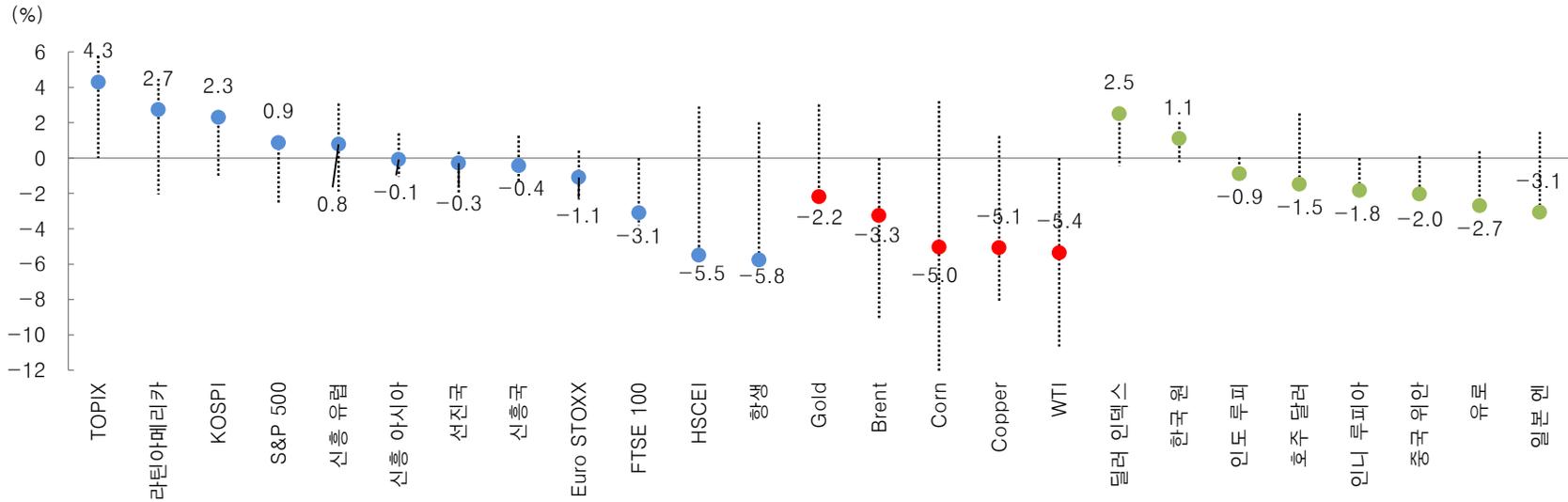
# 5월 Review : 반도체가 이끈 KOSPI 상승

---

Strategist, JR 김정윤

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

## 5월 글로벌 금융시장 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

주: 5월 26일 종가 기준

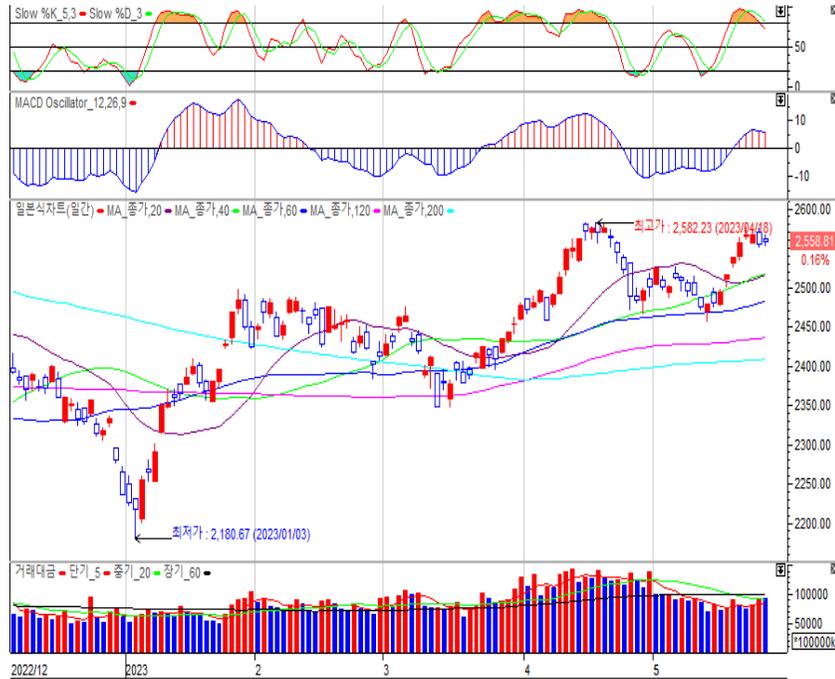
5월 글로벌 증시는 혼조세 양상. 예상보다 긍정적인 경기 환경과 주주 가치 제고 기대감 등에 힘입어 일본 증시는 가장 우수한 수익률 기록. 반면, 중국 경기 회복 강도가 예상보다 강하지 못한 모습 보이며 홍콩을 포함한 중화권 증시가 부진. KOSPI의 경우 월 후반부 들어서 반도체 업황 기대감, 엔비디아발 호재 유입에 반도체주 중심으로 상승세 전개되어 상승반전에 성공

원자재 시장에서 유가는 글로벌 경기 둔화 우려 부각되어 WTI 기준 60달러 선까지 급락하기도 했으나 이후 경기 침체 우려 완화로 반등세 기록. 다만, 미국 부채한도 협상 난항을 경계하며 70달러 수준에서 등락 반복

외환시장에서 미국 부채한도 협상 난항 지속 영향에 달러 인덱스는 104p 상회. 반면, 일본 엔화의 차별적인 약세 전개. 외국인들이 국내 증시 순매수 지속하는 가운데 원화 강세를 기록하며 달러 대비 일방적인 약세 압력이 진정

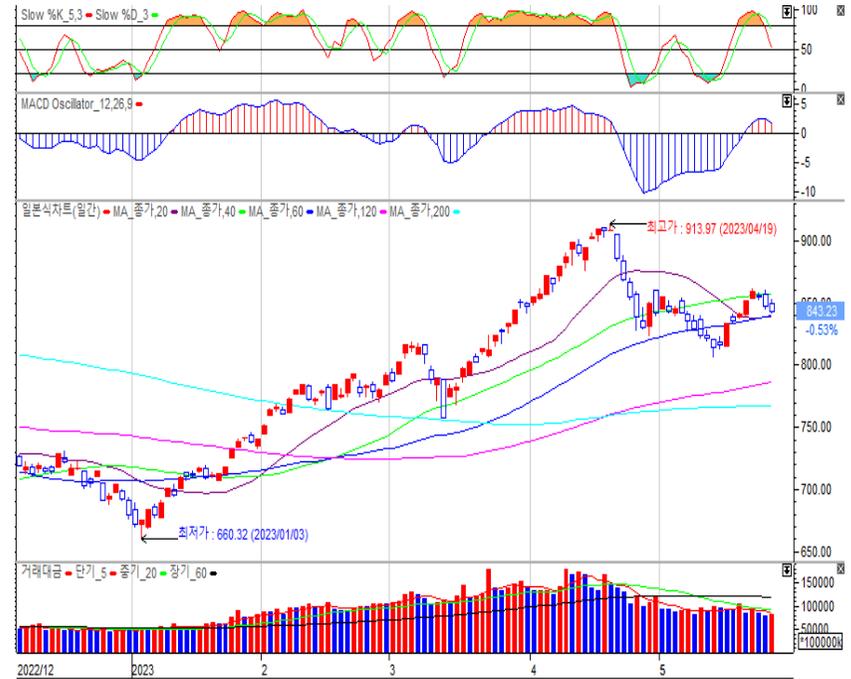
# 반도체 귀환에 힘입어 KOSPI 상승반전

## 반도체 귀환에 힘입어 KOSPI 상승반전



자료: 대신증권 Research Center

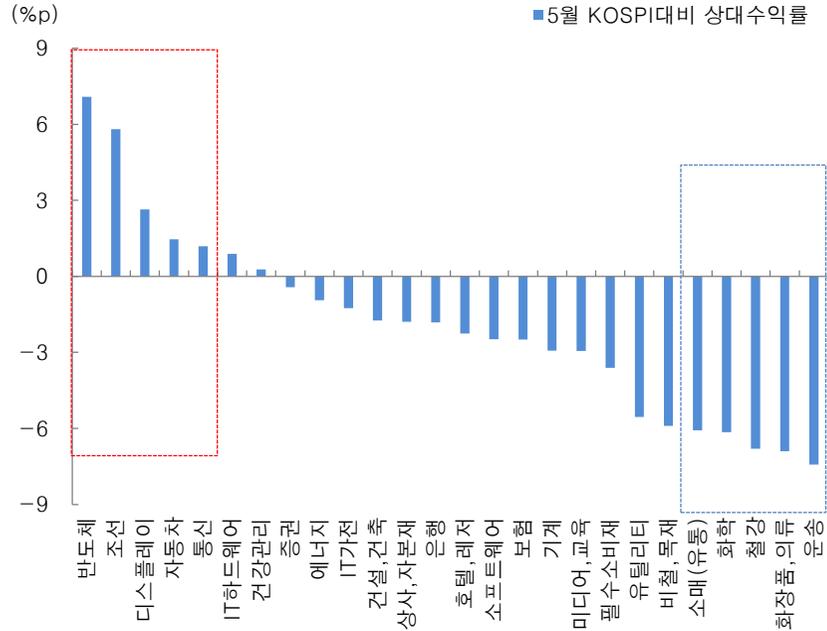
## KOSDAQ의 상대적 약세 전개



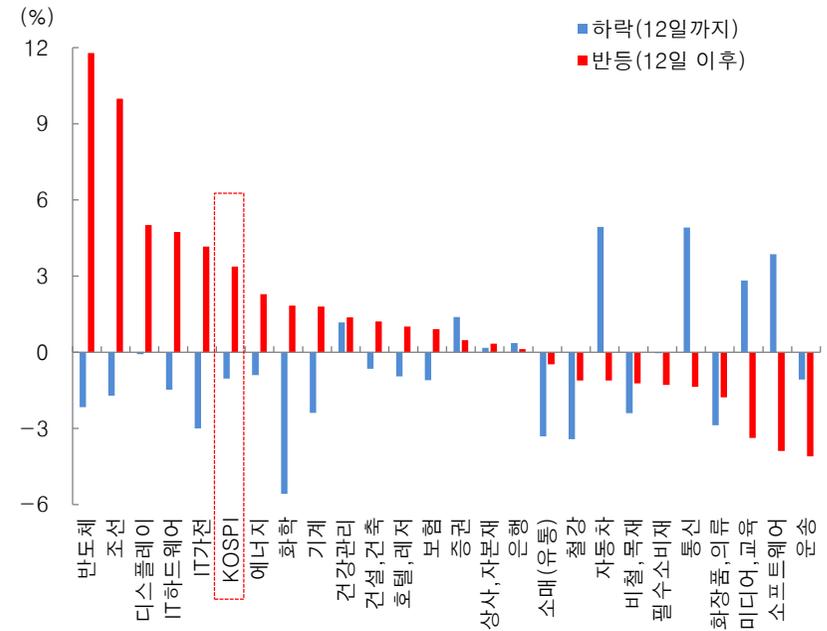
자료: 대신증권 Research Center

5월 KOSPI, KOSDAQ은 각각 2.29%, 0.05% 상승. 5월 FOMC 경계, 부채한도 난항 등 불확실성 요인에 KOSPI는 월 중순까지 약세 기록. 후반부 들어서 미국 부채한도 협상 기대감 형성, 반도체 업황 저점 통과 기대감과 엔비디아발 호재 유입에 반도체주 강세 속에 외국인 순매수세까지 가세하며 2,500선 회복, 상승반전에 성공. KOSDAQ도 반도체 소부장 기업들의 강세 전개되었으나 4월 중순까지 지속된 상승 부담에 따른 키밋추기 영향에 상승폭 제한

## KOSPI Outperform 업종 : 반도체, 조선, 디스플레이



## 소프트웨어를 제외한 IT 업종 강세 전개



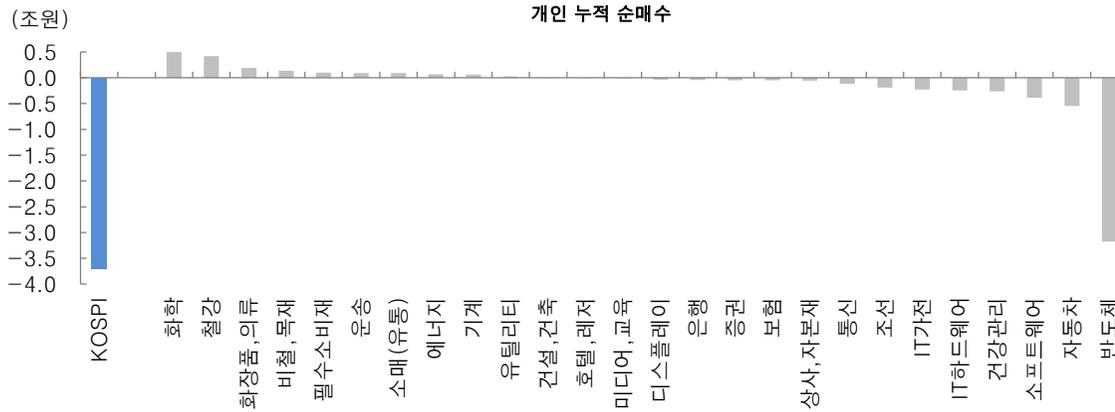
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center  
주: 5월 26일 종가 기준

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center  
주: 5월 26일 종가 기준

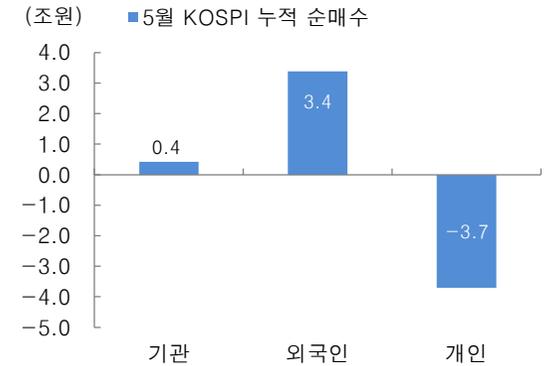
5월 KOSPI 대비 Outperform한 업종은 반도체, 조선, 특히, 업황 저점 통과 기대감과 엔비디아발 호재와 외국인 순매수세 유입에 힘입어 월 후반 반도체 강세 뚜렷. 올해 흑자전환 기대감 속에 조선도 KOSPI Outperform. 반면, 해운/항공주 골고루 약세 보이며 운송은 Underperform. 2차전지 밸류체인 기업들도 부진하며 화학, 철강도 KOSPI대비 큰 폭 Underperform. 월 중순까지 KOSPI 약세 국면에서 차별적인 상승세 기록한 자동차, 통신 업종은 오히려 월 후반 KOSPI 반등 국면에서 단기 차익실현 매물 출회되어 부진

# 외국인 최선호 업종 반도체 유지

## 개인투자자들은 반도체 집중적으로 순매도



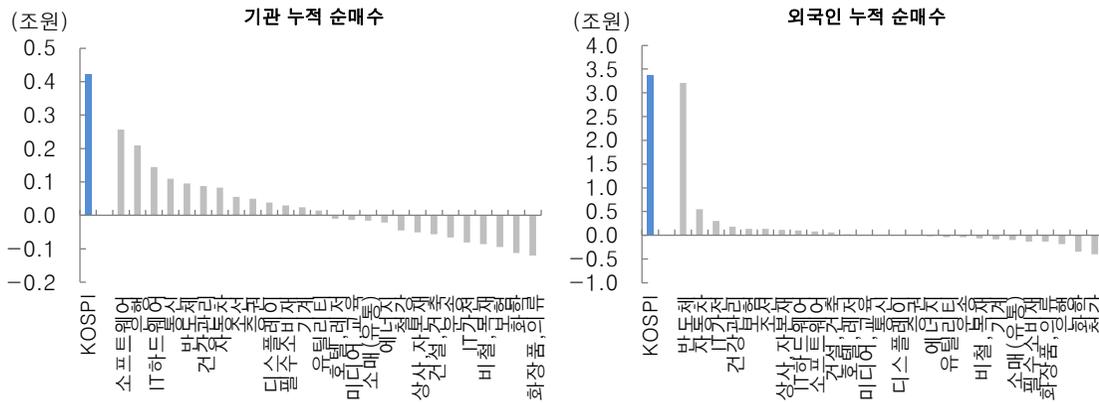
## 외국인 5개월 연속 순매수



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 외국인 최선호 업종은 반도체



- 외국인 5개월 연속 순매수하며 올해에만 약 12.4조원 순매수. 5월은 특히 반도체 업종에 자금 유입이 집중
- 기관 자금 유입은 상대적으로 제한된 상황에서 소프트웨어, 은행은 순매수한 반면, 화장품/의류, 화학 업종을 중심으로 순매도

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

# 6월 KOSPI Band : 2,400 ~ 2,650p

---

Strategist 이경민

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

Strategist, JR 김정윤

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

# 펀더멘털 동력 강화 국면 진입. 6월 FOMC 이후 통화정책 불확실성 정점 통과. 상승탄력 강화 전망

부채한도 협상 논란, 추가 금리인상 우려, 경기불안 등으로 단기 변동성 확대 가능성 유효. 비중확대 기회로 활용. 펀더멘털 동력에 근거한 상승추세 전개 중

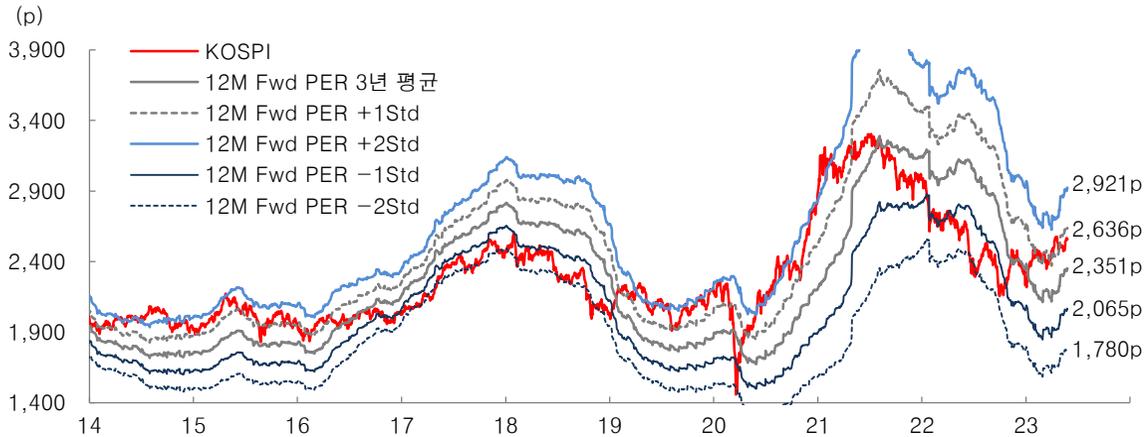


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 5월 중순 이후 미국, 중국 경기 불안심리가 진정되고, 경기회복, 실적 개선 기대가 가시화되면서 채권금리 반등, 달러 강세(과도했던 금리인하 기대 정상화)에도 불구하고 반등세 진행 중
- 펀더멘털 동력이 강해지면서 악재로 인한 단기 등락을 극복하면서 상승세를 이어올 수 있었다고 판단
- 6월 초 중순까지 단기 변동성 확대 경계. 심리적 안도감이 강하게 유입된 상황에서 부채한도 협상, 경제지표 결과, 추가 금리인상 우려 등으로 등락 예상
- 하지만, 시장의 금리인하 기대가 정상화(점도표 수준 도달)되면서 통화정책 영향은 제한적이고, 경기불안이 커질 경우 금리인하를 기대할 수 있는 선순환 국면 진입 예상
- 6월 15일(한국시간) FOMC 이후 글로벌 증시, KOSPI는 오히려 상승추세를 재개해 나갈 가능성 높다고 생각
- 6월 단기 변동성은 비중확대 기회. 펀더멘털 동력이 가세하는 만큼 악재로 인한 변동폭은 제한적이고, 상승추세의 힘이 강화될 것으로 전망

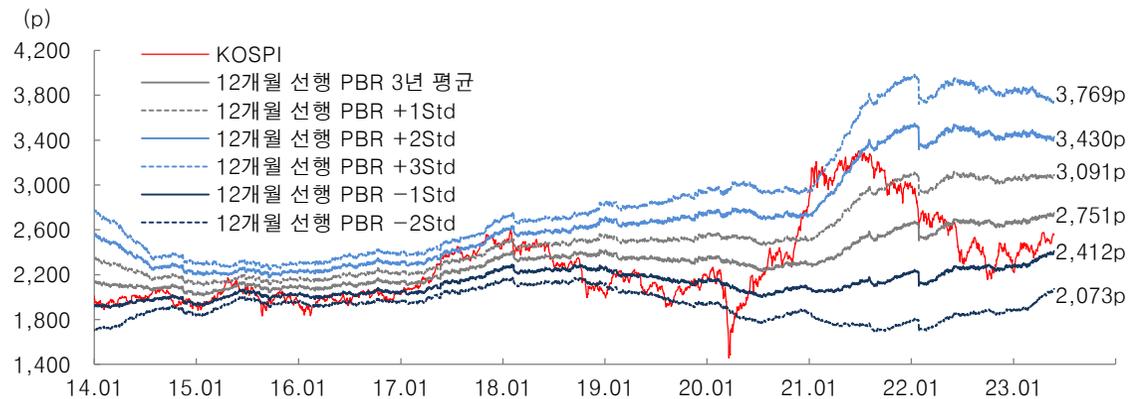
# 6월 KOSPI Band 2,400 ~ 2,650p

## 12개월 선행 PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 12개월 선행 PBR Band

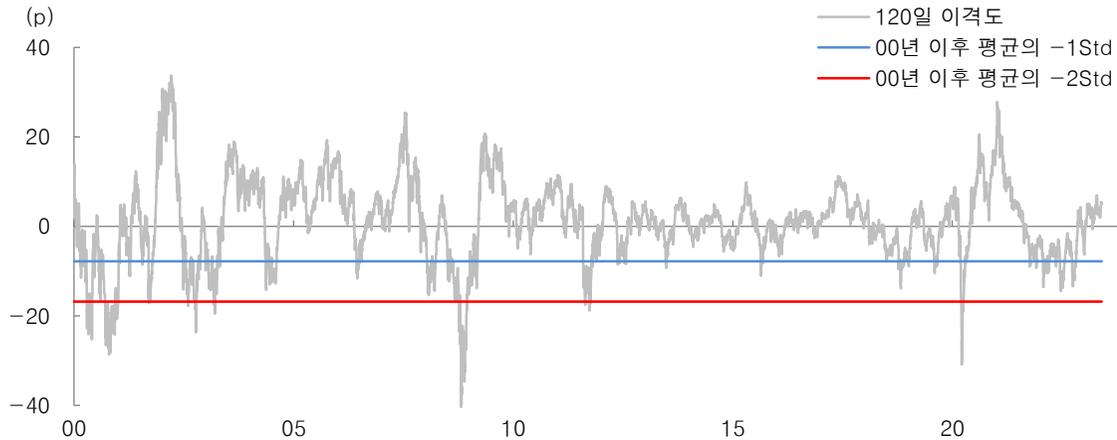


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 하단 KOSPI 2,400p : 12개월 선행 PER 11.8배(23년 이후 평균의 -1Std), 선행 PBR 0.865배(3년 평균의 -1Std), 23년 3월 저점권
- 상단 KOSPI 2,650p : 12개월 선행 PER 12.8배(3년 평균의 +1Std), 확정실적 기준 PBR 1배(밸류에이션 1차 정상화 분기점), 21년 상반기 박스권 지수대
- 12개월 선행 EPS 상승세, 레벨업의 영향으로 주요 지지선과 목표치 상향조정 중
- 아직 밸류에이션 부담이 남아있지만, 점진적으로 완화되고 시차를 두고 상승여력을 확보해 나갈 전망
- 다만, 채권금리, 달러 반등시 외국인 차익 매물 소화과정은 감안해야 할 것
- 대내외 변수에 의해 변동성 확대가 있을 수 있지만, 이는 이보전진을 위한 일보후퇴로 비중확대 기회로 적극 활용할 필요가 있음

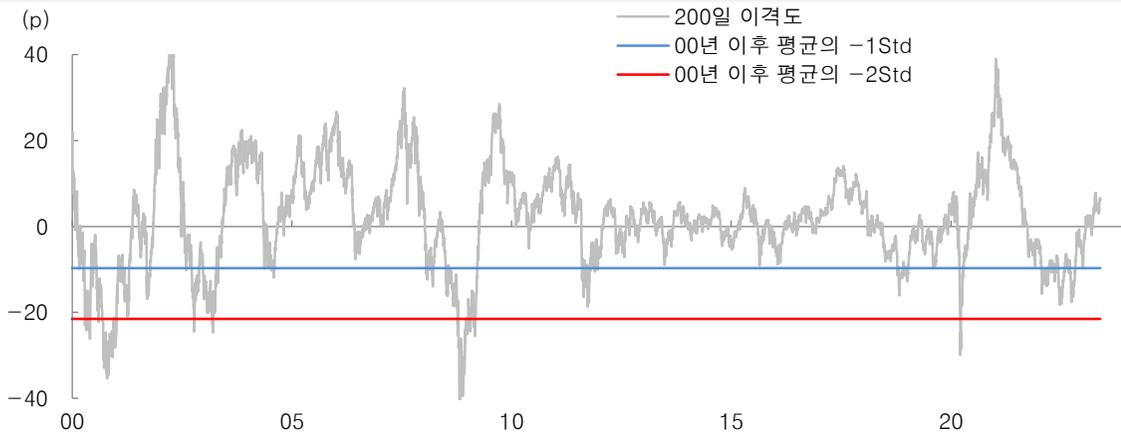
# KOSPI 경기선(120일), 추세선(200일) 이격도 플러스권에서 등락 중. 120일, 200일 이동평균선 상승 영향

## KOSPI 120일 이동평균선 이격도, 금융위기 이후 고점권에서 등락 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## KOSPI 200일 이동평균선 이격도, 20년초 고점까지 올라와 있어



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI 120일, 200일 이격도 플러스권에서 추가 상승 시도 중
- 120일, 200일 이동평균선 상승반전으로 추세반전 가능성이 높아지고, 지지선이 상향조정될 가능성이 높다고 판단
- 실제로 KOSPI 지수는 레벨업되었지만, 이격도는 3월말(KOSPI 2,440선)보다 4월 말보다 낮아짐(KOSPI 2,501p)
- 다만, 120일, 200일 이격도 모두 과거 박스권 고점수준에 근접, 단기적으로는 이격조정과정이 필요함을 시사
- 120일, 200일 이격도와 00년 이후 평균까지 4% 전후, 평균의 -1표준편차 수준까지 12 ~ 16%p 괴리율 존재.
- 1차 지지선은 KOSPI 2,450선 전후, UnderShooting이 있더라도 KOSPI 기준 2,200선 지지력을 기대할 수 있을 것
- 120일, 200일 이동평균선의 상승 속도를 감안할 KOSPI 2,400선 초중반대에서 1차 지지력 확보 여부가 관건

## 6월 주요 경제지표 및 이슈/이벤트 일정 : 통화정책 변수보다는 경기에 집중

	6월 1일 ~ 10일	6월 11일 ~ 20일	6월 21일 ~ 30일
<b>통화정책</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1일 라가르드 ECB 총재 연설</li> <li>6일 호주 RBA 6월 통화정책회의</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>15일 미국 연준 6월 FOMC</li> <li>15일 유로존 ECB 6월 통화정책회의</li> <li>16일 일본 BOJ 6월 금정위</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>22일 영국 BOE 6월 통화정책회의</li> </ul>
<b>경제지표</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1일 미국 연준 베이지북 공개, 5월 ADP 취업자, 주간 신규 실업수당 청구건수, 5월 S&amp;P글로벌 제조업 PMI, ISM 제조업지수</li> <li>1일 한국 5월 수출입, 무역수지</li> <li>1일 중국 5월 차이신 제조업 PMI</li> <li>1일 유로존 5월 소비자물가</li> <li>2일 한국 5월 소비자물가</li> <li>2일 미국 5월 비농업부문고용, 실업률</li> <li>5일 중국 5월 차이신 서비스업, 종합 PMI</li> <li>5일 유로존 5월 S&amp;P글로벌 서비스업, 종합 PMI, 6월 섀틱스 투자자기대지수, 4월 생산자물가</li> <li>5일 미국 5월 S&amp;P글로벌 서비스업, 종합 PMI, 4월 제조업 수주, 내구재 주문, 5월 ISM 서비스업 지수</li> <li>6일 유로존 4월 소매판매</li> <li>7일 중국 5월 수출입, 무역수지</li> <li>8일 미국 주간 신규실업수당 청구건수</li> <li>9일 중국 5월 소비자물가, 생산자물가</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>12일 일본 5월 생산자물가, 공작기계 수주</li> <li>13일 미국 5월 재정수지</li> <li>13일 유로존 6월 ZEW서베이</li> <li>13일 미국 5월 소비자물가</li> <li>14일 한국 5월 수출입물가지수, 실업률</li> <li>14일 유로존 4월 산업생산</li> <li>14일 미국 5월 생산자물가</li> <li>15일 일본 4월 핵심기계수주, 5월 수출입, 무역수지</li> <li>15일 중국 광공업생산, 소매판매, 고정자산투자</li> <li>15일 미국 5월 소매판매, 광공업생산, 신규실업수당 청구건수</li> <li>16일 미국 6월 미시간대 소비자신뢰지수, 기대 인플레이션</li> <li>20일 미국 5월 건축허가, 주택착공건수</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>21일 한국 5월 생산자물가, 6월 1~20일 수출입</li> <li>22일 미국 5월 시카고 연방 국가활동지수, 주간 신규실업수당 청구건수, 5월 기존주택매매, 경기선행지수</li> <li>22일 유로존 6월 소비자자기대지수</li> <li>23일 일본 5월 소비자물가</li> <li>23일 유로존 6월 S&amp;P글로벌 제조업, 서비스업, 종합 PMI</li> <li>23일 미국 6월 S&amp;P글로벌 제조업, 서비스업, 종합 PMI</li> <li>26일 독일 6월 IFO 서베이</li> <li>26일 미국 6월 달러스 연은 제조업지수</li> <li>27일 미국 4월 FHFA 주택가격지수, S&amp;P코어로직 CS 20개 도시 가격, 5월 신규주택매매, 6월 컴퍼런스보드 소비자자기대지수, 리치몬드 연은 제조업지수</li> <li>28일 한국 6월 소비자심리지수</li> <li>28일 중국 5월 공업이익</li> <li>28일 미국 5월 도매재고, 소매재고</li> <li>29일 한국 6월 제조업, 비제조업 BSI</li> <li>29일 미국 주간 신규실업수당 청구건수</li> <li>30일 중국 6월 제조업, 비제조업, 종합 PMI</li> <li>30일 유로존 6월 소비자물가</li> <li>30일 미국 5월 개인소득, 개인소비지수, PCE물가</li> </ul>
<b>기타 일정</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>4일 OPEC+ 회의</li> <li>8일 선물옵션 동시 만기일</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>29~30일 EU 정상회담</li> </ul>

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

6월 15일 연준 FOMC 회의 예정. 회의 전후로 추가 금리 인상 우려에 따른 글로벌 금융시장 단기 변동성 확대될 수 있으나 통화정책 관련 불확실성이 정점을 통과할 것으로 예상. 통화정책 변수보다는 펀더멘털/경기에 집중할 것. 15일 중국 5월 실물지표 예정. 4월 지표를 통해 중국 경기 회복 강도가 예상보다 강하지 못함을 확인 그러나 회복 방향성은 여전히 유효. 5월 지표에서 회복 강도 개선 여부에 주목. 한국 펀더멘털도 최근 개선 조짐 관측. 1일 5월 수출, 21일 6월 1~2일 수출 데이터를 통해 한국 수출 경기 회복/개선 강도 체크할 필요

# 변곡점에 도달한 글로벌 금융시장. 단기 변동성 확대 이후...

---

Strategist 이경민

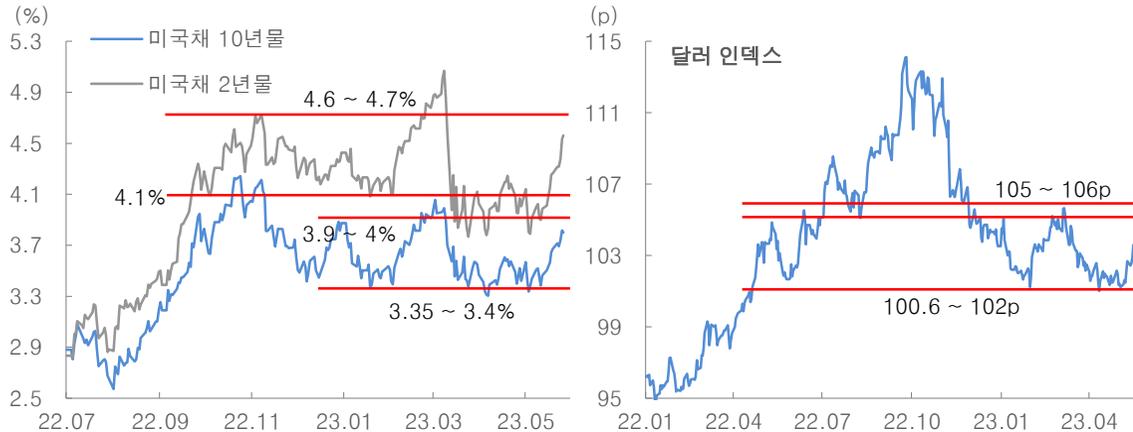
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, JR 김정윤

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

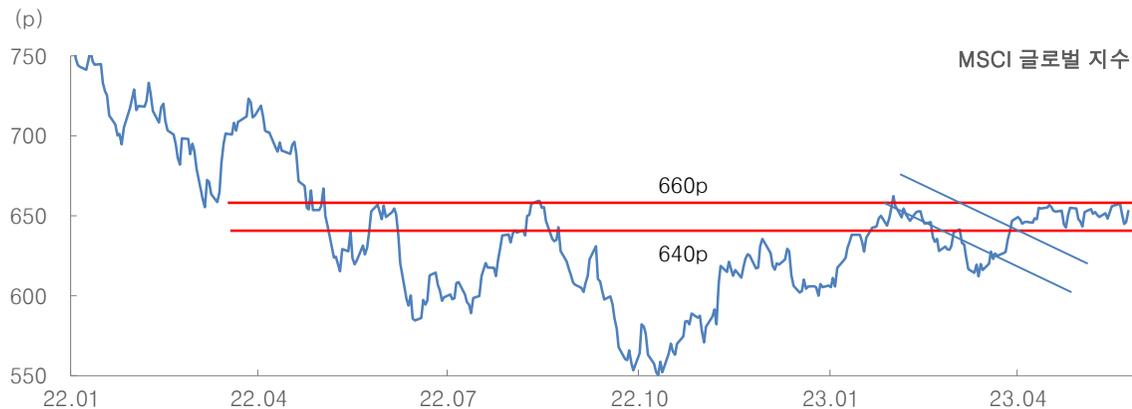
# [변곡점] 미국 채권금리, 달러는 연중 고점권에 근접. 주식시장은 좁은 박스권 등락 지속

## 10년물 채권금리, 달러 인덱스 연중 저점권에서 강한 반등. 연중 고점권 근접



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 글로벌 증시는 2개월째 좁은 박스권 등락 중



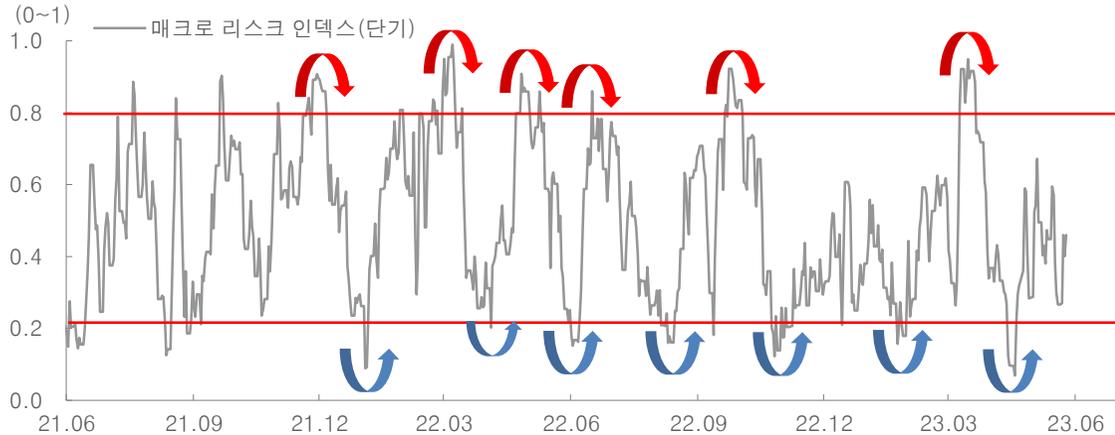
자료: MSCI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 통화정책 정상화 과정에서 채권금리, 달러화는 연중 저점권에서 강한 반등세 전개. 최근 연중 고점권에 근접
- 증시는 4월 이후 2개월 동안 좁은 박스권 등락을 이어가고 있음. 채권금리 급등, 달러 강세 부담을 기간조정으로 소화해 나가고 있다는 판단
- 부채한도 협상과정에서 불협화음, 6월 FOMC를 앞둔 상황에서 추가 금리인상 우려가 커질 수 있겠지만, 통화정책 정상화, 물가 하향안정 등을 감안할 때 비중확대 기회로 판단
- 단기 변동성 확대 변수가 펀더멘털 요인이기보다는 투자심리, 수급 변화로 인한 등락일 가능성 높다고 생각
- 오히려 펀더멘털 변화를 기반으로 채권금리, 달러는 추가 반등시도 이후 하향안정세를 보일 것으로 전망



# [리스크 지표] 중기, 단기 모두 Risk Off 국면 진입 가능성은 염두에 두어야 할 것

## 단기 매크로 리스크 인덱스 0.3 수준에서 등락 반복



자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 중기 매크로 리스크 인덱스 0.2수준에서 반등시도. Risk Off 가능성 높아



자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 3월 은행권 불안 이슈로 급반등, 0.9까지 레벨업 되었던 매크로 리스크 인덱스 단기 지표는 단숨에 0.123까지 레벨다운 이후 반등시도 중
- Risk On 모드의 정점 도달 이후 분위기 반전 가능성 시사. 심리적 안도감과 리스크 부담 완화가 맞물리며 4월 중순 이후 글로벌 증시 반등이 제한적인 이유
- 단기 매크로 리스크 인덱스 0.123은 22년 1월초 이후 최저치. 22년 1월초는 사상최고치 행진을 이어가던 미국 증시의 정점수준이자, 하락추세 반전의 시작점
- 중기 매크로 리스크 인덱스도 0.2 수준에서 반등시도에 나서고 있음. 최근에는 0.3 수준에서 등락 반복
- 현재 시점에서 Risk On이 지속될 가능성은 낮아지고, Risk Off 모드로 전환될 가능성 높다고 판단
- 당분간 리스크 민감도 확대, 증시 하방압력, 변동성 확대 가능성을 염두에 두고 경계해야 할 것

# [변동성 지표] VIX는 21년 이후 최저치(상승추세 당시)로 더 낮아지기 어려운 수준. 반등시도 가능성

## VIX 2021년 이후 저점권 도달. 변동성 추가 하락보다 반등 가능성 높아



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 채권 변동성(MOVE) 급반등 중. 외환 변동성(CVIX)은 언더슈팅



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 금융시장 안정과 함께 채권, 외환 시장 변동성 지표들도 레벨다운
- 주식시장 변동성 지표인 VIX는 20%를 하회. 글로벌 단기 매크로 리스크 인덱스의 급락, 투자심리의 개선, 분기발 수급 효과 등이 맞물린 결과
- VIX는 15% 수준까지 내려앉은 것. 이는 2021년 미국 증시의 상승추세 당시의 저점권. 더 낮아지기 어려운 수준으로 판단
- 지수대비 과도하게 하락한 VIX의 반등시도 가능성 경계
- 채권, 외환시장의 변동성 또한 급락하며 중요 분기점에 근접
- 또다른 측면에서 주식시장, 금융시장의 변동성 확대가 임박했음을 시사. 글로벌 금융시장은 단기 변동성 확대 가능성이 높다고 판단

# 부채한도 협상 타결. 향후 주목해야 할 변수

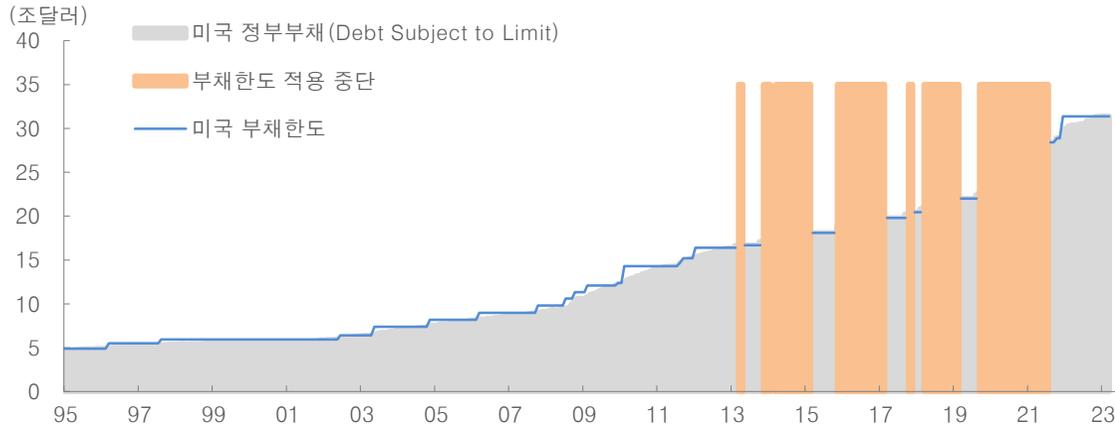
---

Strategist, JR 김정윤

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

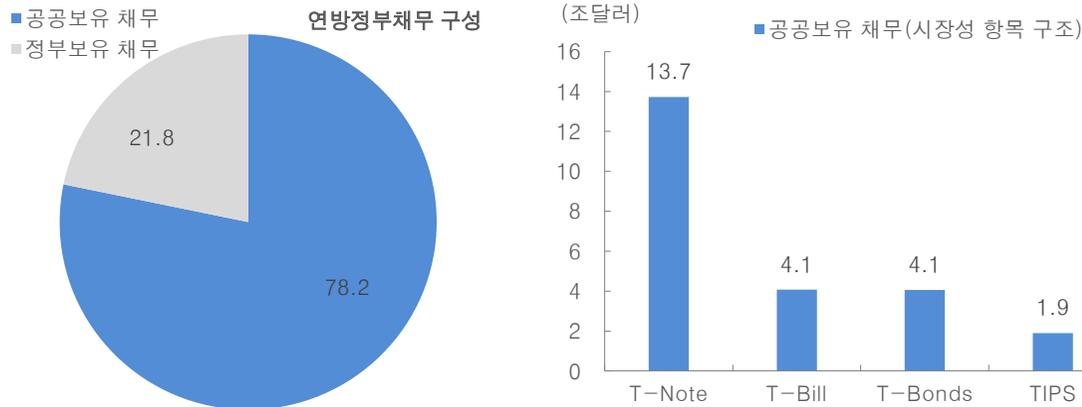
# 미국 부채한도 협상은 결국 이루어져야 할 것

## 미국 정부부채 한도는 1월에 이미 도달



자료: US Treasury, 대신증권 Research Center

## 정부채무의 80% 가까이 공공보유이며 이 중 T-Note가 가장 큰 비중 차지



자료: US Treasury, 대신증권 Research Center

- 지난 1월 미국은 부채한도 31.4조달러에 이미 도달
- 이에 재무부는 국채발행액 축소, 연방직원퇴직제도의 정부증권 투자펀드(G-Fund)의 재투자 중단 등의 긴급조치 단행
- 재무부는 연방정부의 지급 의무 이행이 불가능한 X-date가 이르면 6월 1일이 될 것으로 추정했으나 최근 이를 6월 5일로 미루어질 수 있다고 언급
- 현재 연방정부 채무 구성을 보면 공공보유 채무는 80%에 가까운 수준
- 이 중 T-Note가 가장 큰 규모로 13.7조 달러 차지

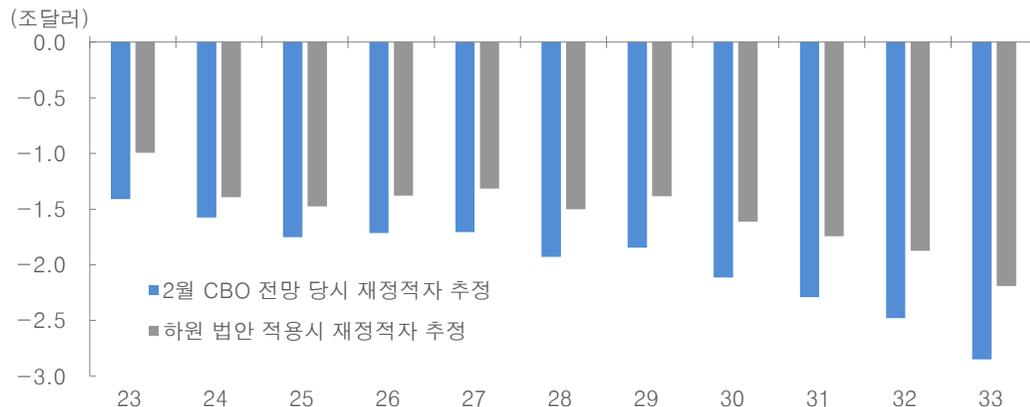
# 문제는 정치. 상원-하원 간의 협상 난항

## 하원에서 통과한 Limit, Save, Grow Act 주요 내용

주요 항목	10년 Savings(삭감 규모)
FY2024년 재정지출을 FY2022 수준으로 낮추고 이후 향후 10년동안 연 1% 증가	3.2조
에너지 관련 세액공제 및 지출 감소	0.54조
학생 대출 탕감 및 IDR 확장 제한	0.46조
Medicaid, SANP, TANF 근로 요건 강화	0.12조
미사용 코로나19 관련 기금 철회	0.03조
에너지 규제 및 허가 관련 개정 정비	0.003조
총 Policy Savings	4.2조
Interest	0.543조
총 Savings	4.8조

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

## 하원 법안 적용시 2023~2033년 재정적자 총 4.8조달러 축소 추정(CBO)

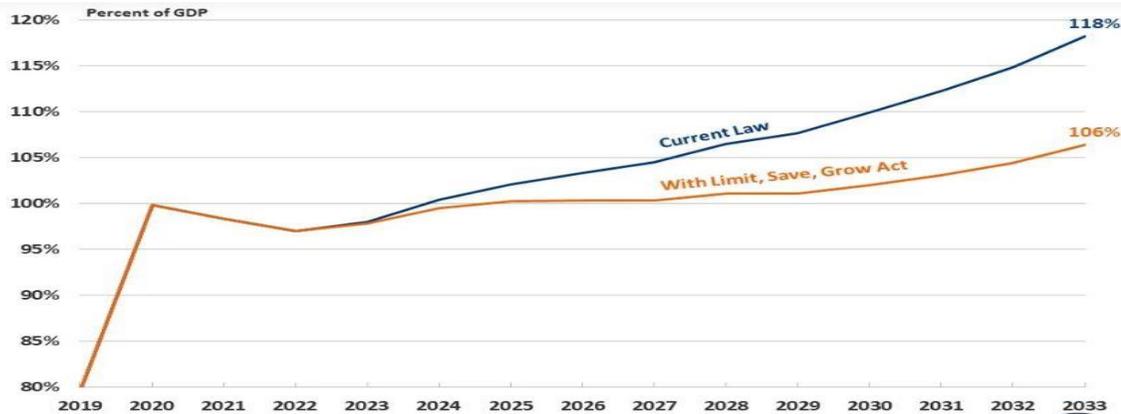


자료: Congressional Budget Office(CBO), 대신증권 Research Center

- 지난 4월 26일 미국 하원은 부채 한도를 상향하는 대신 향후 정부 지출을 약 4.8조달러 삭감하는 Limit, Save, Grow Act 통과
- 2월에 Congressional Budget Office(CBO)는 FY23년 재정적자를 1.4조달러, FY33년 2.85조달러로 추정
- 금번 하원 법안을 반영할 경우 FY23년 재정적자는 0.994조달러, FY33년에는 2.19조달러로 축소될 것으로 추정
- 그러나 그 동안 조건 없는 부채 한도 상향 협상을 강조해온 민주당, 바이든 행정부는 금번 하원 법안을 고려할 의사조차 없다고 입장을 표명
- 하원 공화당은 상원이 자체 법안이라도 마련할 것을 요구하며 공화당-민주당 간의 의견 대립은 지속
- 그 동안 과거의 모든 부채 한도 협상 과정처럼 정치적인 대립이 큰 걸림돌인 상황

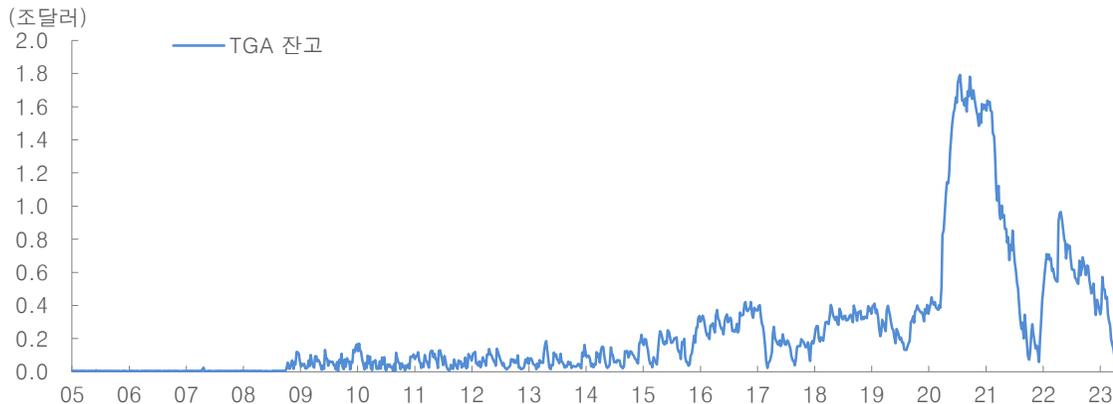
## 또 다른 문제는 세금 납부

### 하원 법안 적용시 2033년까지 GDP대비 부채 비율 106%까지 감소 추정



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

### TGA 잔고는 현재 0.05조달러

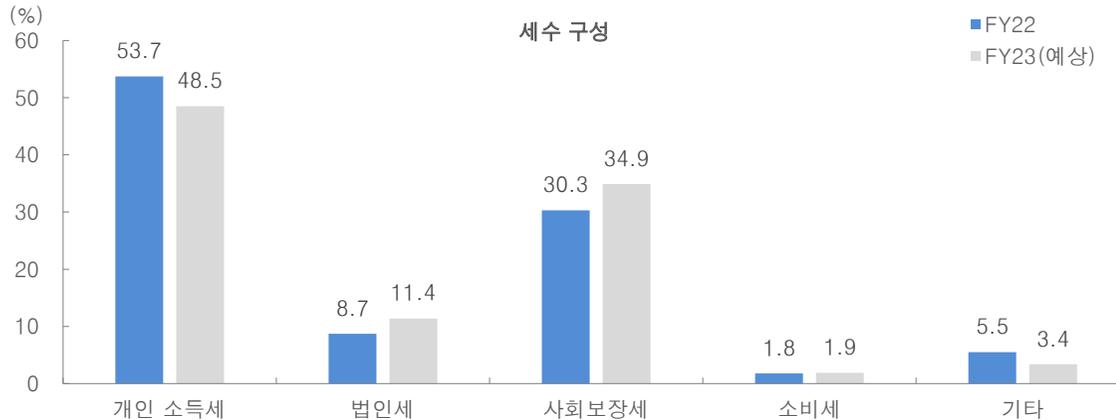


자료: Federal Reserve, 대신증권 Research Center

- 미국 재무부가 연준에 예치한 계좌인 Treasury General Account(TGA) 잔고는 올해 3,796억달러에서 현재 494억 원 수준으로 급감한 상황
- 1월에 이미 부채한도에 도달하면서 재무부가 추가 차입에 제한되면서 나타난 결과
- TGA 잔고는 세수 유입으로 세수 유입에 따라 4월에 일시적으로 반등했으나 세수 유입은 이전보다 부진. TGA 잔고는 다시금 하락세를 기록하며 X-date를 앞두고 잔고 고갈 우려 확대

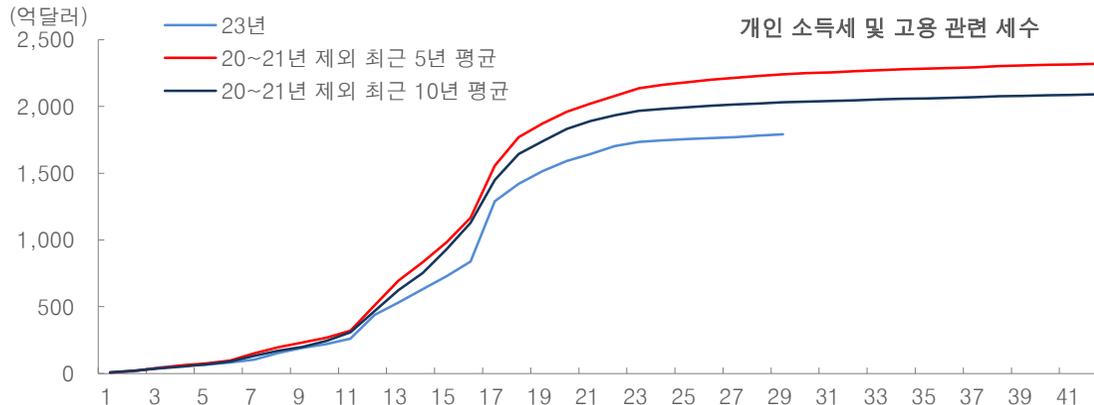
## 과거 평균 대비 부진하고 있는 세수

### 연장정부 세수 중 개인소득세가 53.7%(FY22 기준)



자료: Office of Management and Budget, 대신증권 Research Center

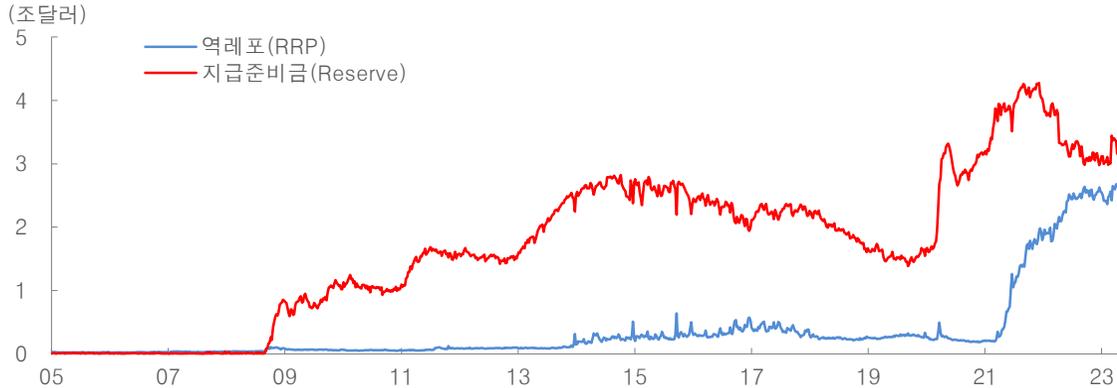
### 4월~ 개인 소득세/고용 세수 누적 금액은 최근 5년(20,21년 제외)대비 19% 감소



자료: US Treasury, Daily Treasury Statement, 대신증권 Research Center

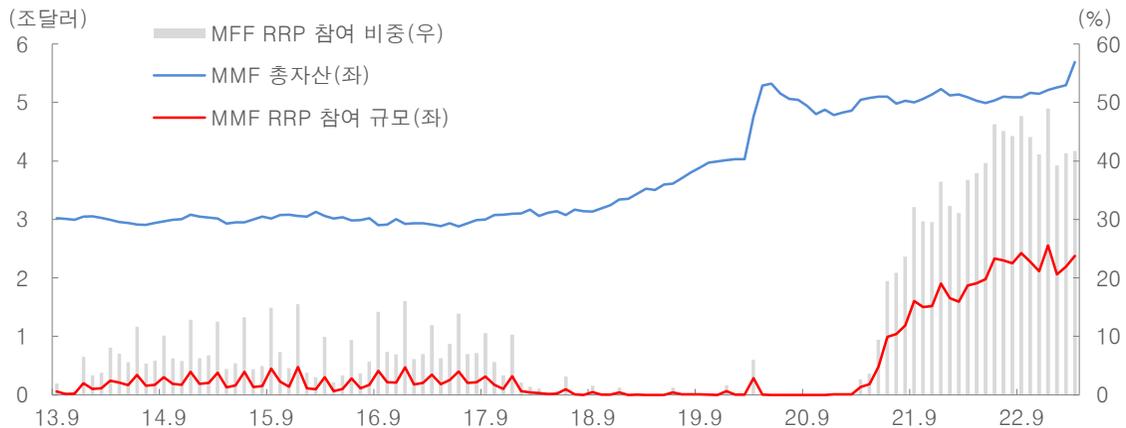
- 최근 TGA 잔고 반등은 마냥 반갑지 않은 상황. 재무부 세수의 50% 이상이 개인 소득세로 구성되어 있음
- 그러나, 4월 1일부터 말일까지 개인 소득세 및 고용 관련 누적 세수 추이를 보면 최근 5년(20,21년)대비 18.7%로 축소되었고 최근 10년(20,21년)대비 13.1% 축소
- 과거보다 세수 유입이 부진하는 상황에서 TGA 잔고 소진이 기존 시장 예상보다 앞당겨질 가능성이 높아지고 있음
- 주목할 날짜는 6월 15일 그리고 6월 30일. 6월 15일에는 해외 거주 미국 시민권자의 소득세 신고 기한으로 한 차례 더 세금 납부가 이루어질 예정
- 6월 30일에는 미국 재무부의 긴급 조치 예정. CSRDF 투자의 만기 금액이 1,310억달러, 이자 규모는 약 120억달러로 총 1,430억달러 확보가 가능할 예정

## RRP 증가와 지급준비금 감소는 유동성 우려 확대로 이어질 소지



자료: Federal Reserve, 대신증권 Research Center

## MMF 총자산 5.7조달러. MMF의 RRP 참여 규모는 2.38조달러로 약 42% 차지

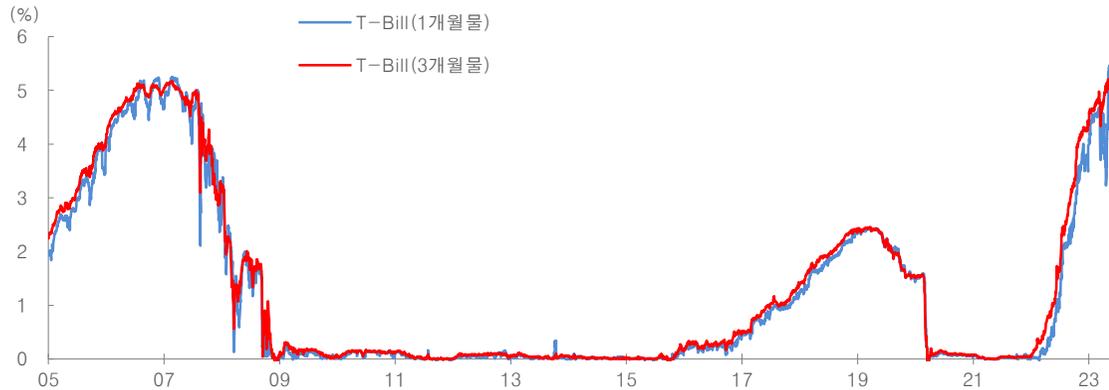


자료: Office of Financial Research, 대신증권 Research Center

- 부채한도 협상이 장기화되면서 단기 자금 시장 부담은 가중될 가능성 경계
- 은행권 불안 등의 요인으로 MMF 총 자산이 5조달러를 상회한 상황
- X-date이 다가올 수록 T-Bills의 매력도 하락으로 이에 대한 투자가 축소되고 상대적으로 안정성과 수익성이 더 담보되는 역레포 투자 확대로 이어질 가능성 높음
- 역레포 투자 확대 과정 속에서 결국 지급준비금 축소로 이어져 시중 유동성이 흡수되는 결과로 나타나 단기자금시장 불안 우려는 경계할 필요

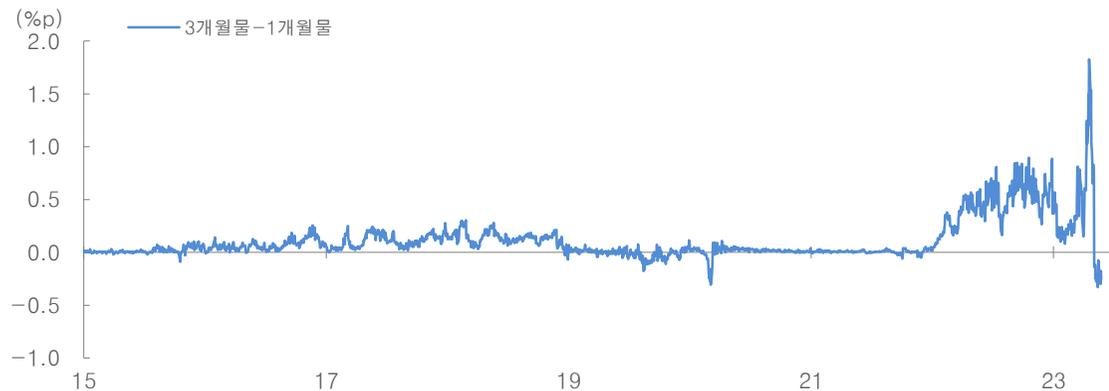
## X-Date가 다가올 수록 주목해야 할 만기별 T-Bill 금리 향방

### T-Bill(1, 3개월물) 추이. 1개월물 금반등세 나타남



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

### T-Bill 3개월-1개월물 스프레드 급등 후 반락

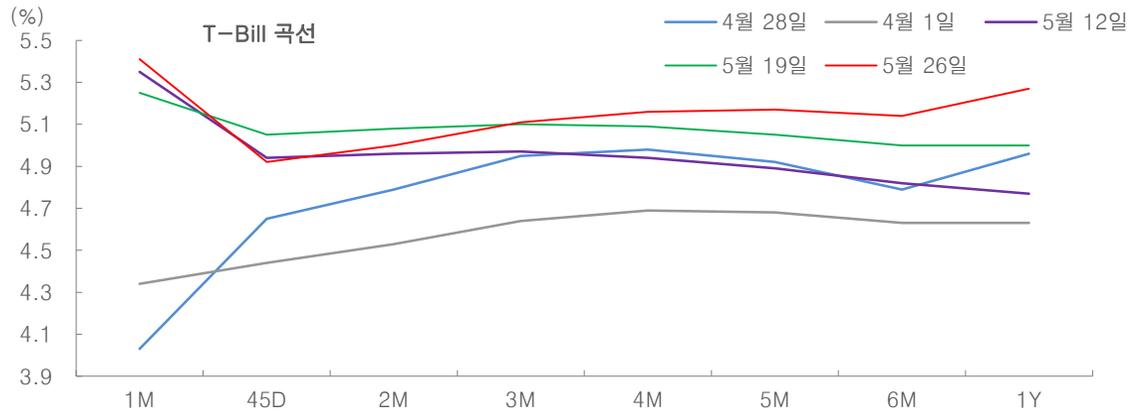


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 부채한도 협상 난항이 펼쳐지면서 X-date이 다가올 수록 T-Bill 방향성에도 주목
- 1개월, 3개월, 6개월물 금리 급등세 관측. 특히, X-date이 앞당겨질 수 있다는 가능성이 확대되면서 4월 말 4.08%로 하락했던 1개월물이 현재 5.48%로 금반등세 기록
- 3개월-1개월물 Spread는 약 1%p로 스프레드 확대되었으나 부채한도 협상 난항, TGA 잔고 소진 지속, 부진한 세수 등으로 더 빠른 X-date이 예상되면서 스프레드는 마이너스 국면으로 급격하게 반락(-0.25%p)

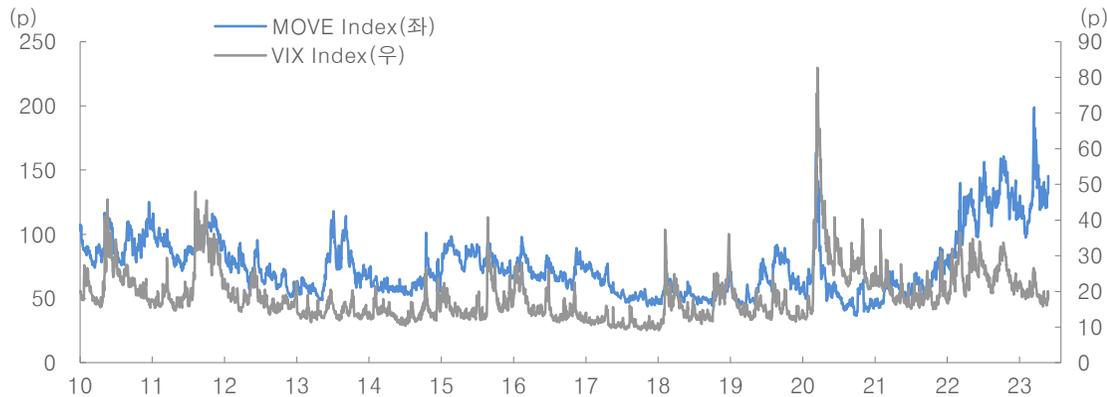
## 부채한도 이슈의 위험은 미국 T-Bill 수익률 곡선에 영향

### 미국 T-Bill 수익률 곡선



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

### 채권시장 변동성(MOVE) 확대와 달리 주식시장 변동성(VIX)은 아직 제한



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 만기별 T-Bill 수익률 곡선 추이를 보면 현재 시점에서 1개월 ~ 45일 만기 구간에서 금리 상승세 뚜렷
- 4월 1일 대비 현재 1개월물 수익률은 1.07%p 급등
- X-date이 이보다 앞당겨지는 경우에는 초단기물의 상승을 주목할 필요
- 이와 같이 채권시장에서는 부채한도 이슈 관련해서 경계심리가 반영되고 있으나 VIX지수는 오히려 20p를 하회하며 주식시장에서는 부채한도 협상 난항을 온전히 반영하지 못하는 모습
- 부채한도 관련해서 민주당-공화당 협상의 대립은 심화될 것
- 옐런 재무장관 X-date도래 시점이 6월 1일 가능성을 언급한 상황에서 시점이 앞당겨질 수 있다는 점과 협상 난항이 지속되고 있다는 점은 금융시장에 부담이 요인

# 부채한도 협상 임시 타결. 2023년 '재정 책임 법안'

## 2023년 재정 책임 법안 주요 내용

항목	주요 내용
부채한도	2025년 1월 1일까지 적용 유예
지출 한도	FY2024 비국방 지출을 2023년 수준으로 유지. 이후 1%씩 증액 FY2024 예산: 국방 8,863억 4,900만달러, 비국방 7,036억 5,100만달러 지출한도: FY2026 1조 6,219억 5,900만 달러 → FY2029 1조 6,711억 600만달러
Medicaid(취약층 의료서비스 지원)	변경 사항 없음
SNAP (영양보충지원)	식료품 지원을 받을 경우 Work requirement(노동 요건)를 18~54세까지 적용. 다만, 참전용사와 취약계층의 경우 관련 요건에서 제외. 노숙자의 정의 관련해서 주거 안정성이 낮은 사람들도 포함
IRA	변경 사항 없음
국가 환경 정책법	환경 점검 요건 완화, 환경 점검 기간을 1년 이내로 제한, 환경에 복합적인 영향을 주는 프로젝트는 2년 이내로 제한 서부 버지니아 천연가스 파이프라인(Mountain Valley Pipeline)의 허가 요청 승인
코로나19 지원금	미사용 지원금 300억달러 환수. 코로나19 백신, 치료제 관련 지원금으로 50억달러는 유지
IRS 펀딩	800억달러에서 600억달러로 축소. 축소된 200억달러는 각각 FY2024, FY2025 비국방 지출에 사용
학자금 대출	8월 말부터 학자금 대출 상환 재개. 대법원 결정에 따라 그 이전에 재개할 가능성

- 5월 28일 바이든 대통령과 매커시 미국 하원 의장은 부채한도 협상에 원론적인 합의 도출
- 부채한도를 2025년 1월 1일까지 적용 유예함으로써 내년 대선까지는 부채한도 관련 노이즈는 잦아 들 것
- 이를 바탕으로 2023년 재정 책임 법안이 나왔으며 이는 X-date(재무부 추정 6월 5일) 이전에 타결 되어야 함
- 시장에서 언급되었던 IRA 축소 관련해서 금번 합의 내용 중에서는 IRA 변경이 없다고 명시. Medicaid, SNAP 등 취약계층 지원 관련해서 크게 변경사항은 없었음
- FY2024 재정지출은 현 수준으로 유지. 해당 법안 내용을 토대로 향후 미국의 재정적자 수정 전망치가 발표될 예정. 현재 백악관에서 추정하는 것은 약 1조 달러 수준의 지출 감소가 나타날 것이라고 밝힘

# 5월 CPI와 6월 FOMC 이후 선순환 사이클 전개 가능성

---

Strategist 이경민

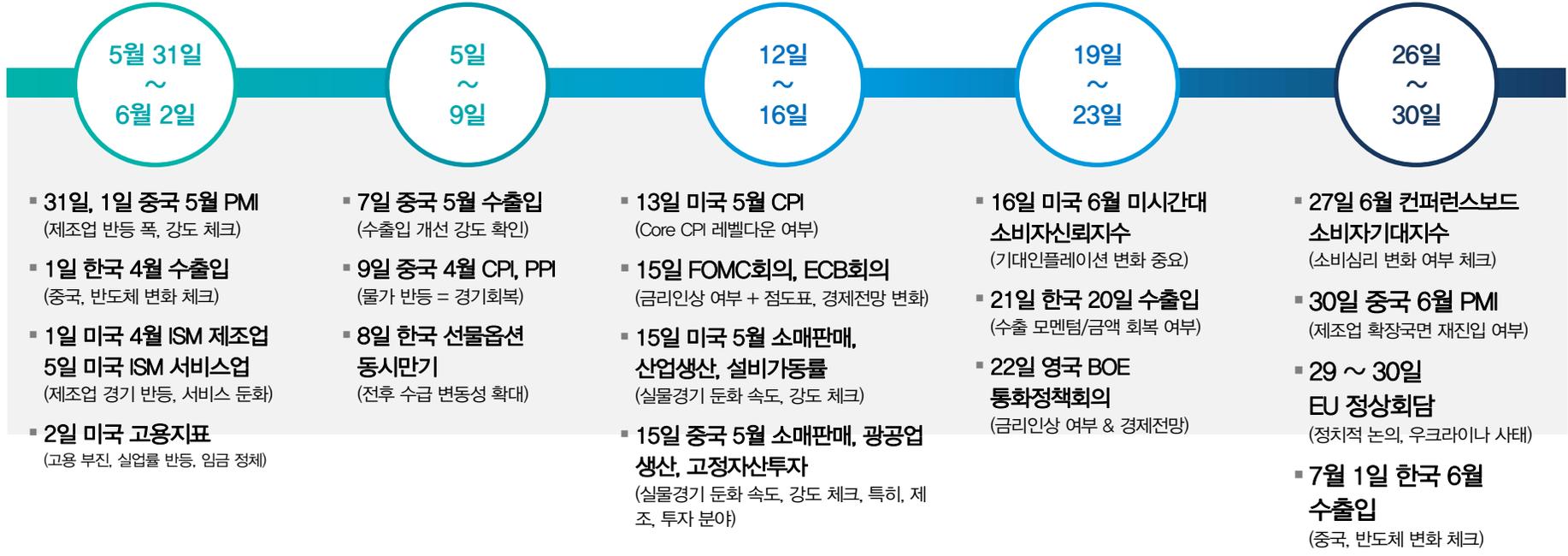
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, JR 김정윤

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

# [Turning Point] 6월 FOMC 기점으로 통화정책 안도감 유입 가능할 것. 펀더멘털은 중국, 한국 수출이 중요

6월 FOMC 지나며 통화정책 안도감 유입. 경기불안은 통화정책, 금리인하 기대를 다시 자극할 수 있어...  
 6월 중순 미국 실물지표(특히, 제조업) 견고한 흐름, 중국 실물지표 개선 & 12개월 선행 EPS 변화. 펀더멘털 동력 강화 여부의 변곡점



주식 시장

물가 하락세 지속, 실물 경기 악화 가능성 부채한도 협상 타결 여부 중요

경제지표 부진 = 경기불안  
 통화정책 불확실성은 제한적

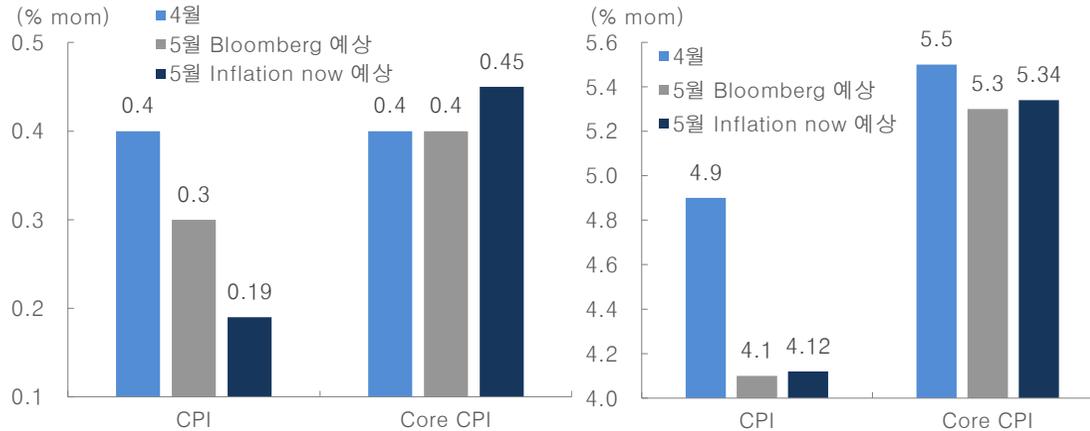
중국 경기 방향성 체크, 20일 한국 수출 개선시  
 신흥아시아 차별적인 펀더멘털 동력 기대 유입

미국 통화정책 부담(금리인상 여부)  
 정점통과로 펀더멘털 동력 중요성 확대  
 신흥국 차별적 우위

달러, 채권금리 반등 이후 하락반전

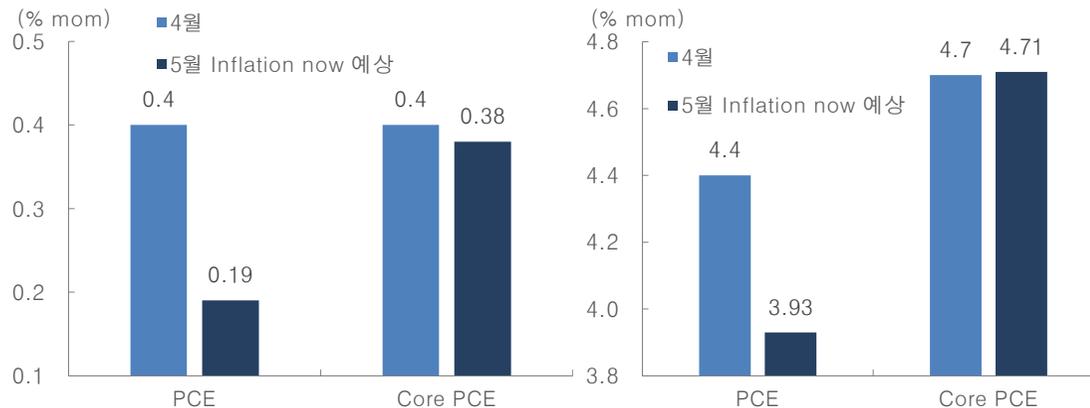
## [Turning Point] 5월 CPI 큰 폭으로 레벨다운. 관건은 Core CPI

### 5월 CPI는 4% 초반으로 레벨다운 전망. Core CPI는 5.3% 수준으로 소폭 하락



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

### 5월 PCE는 4% 하회 기대. 문제는 Core PCE



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

- 유가 기저효과와 서비스물가 상승세 둔화로 5월 CPI는 4.9%에서 4% 초반으로 레벨다운 전망. 중고차 가격 변화가 관건이기는 하지만, 유가 영향력이 큰 만큼 CPI 하락세는 지속될 전망
- 관건은 Core CPI. 다행히 최근 핵심 서비스물가가 하향안정세를 보이는 가운데 4월 주택 물가가 소폭 하락반전함에 따라 추가 상승압력은 제한적일 것으로 보이지만, 여전히 고공행진 중
- 주택 물가 하락으로 Core CPI가 예상보다 낮아지게 된다면 통화정책 불확실성은 크게 완화되고 다시금 통화정책 기대를 되살려가는 시작점이 될 수 있을 것
- 그 동안 경기 - 물가 - 통화정책 간의 악순환의 고리가 글로벌 금융시장을 괴롭혀왔다면, 당분간은 선순환 고리가 형성될 가능성도 배제할 수 없다는 생각

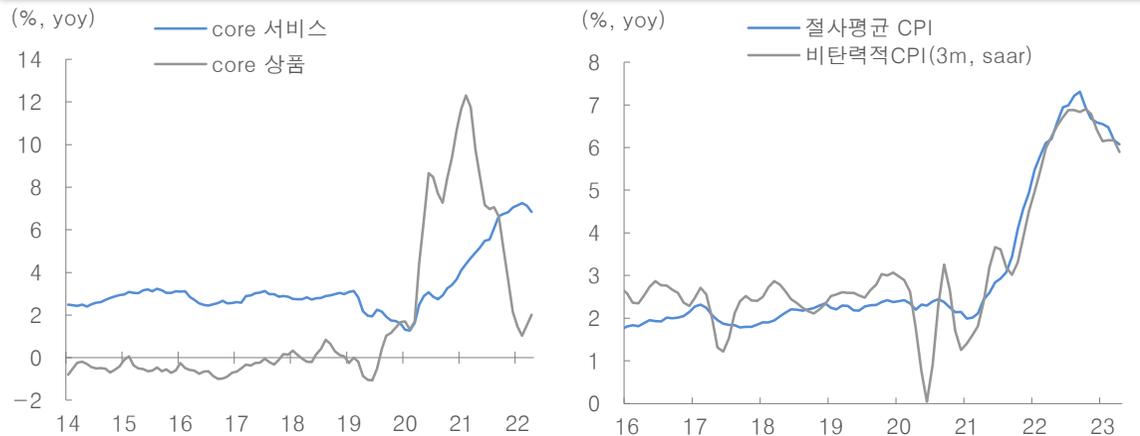
# [4월 CPI] 2년 만에 4% 대 물가를 기록했지만... 상승압력은 여전한 상황

## 미국 소비자 물가상승률



자료: 미국 노동부, CEIC, 대신증권 Research Center

## 근원 상품 및 서비스 물가 / 절사평균 CPI와 비탄력적 CPI

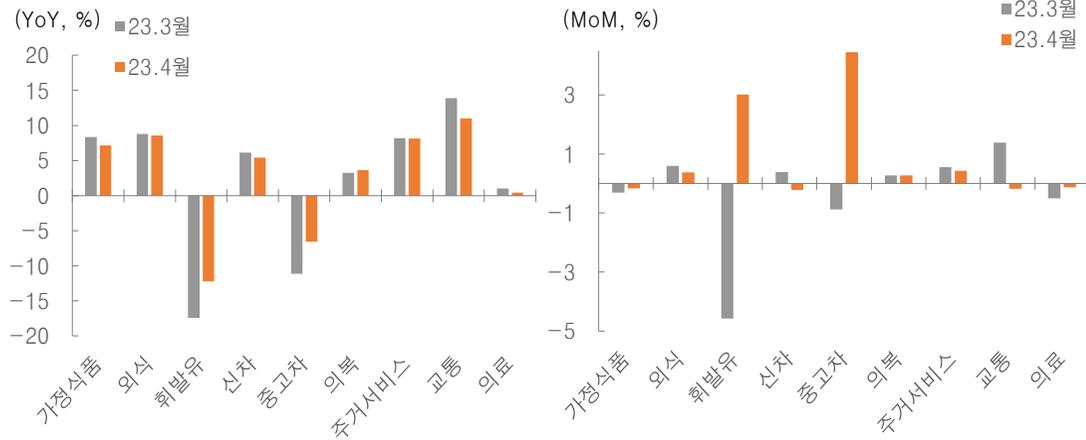


자료: 미국 노동부, CEIC, 대신증권 Research Center

- 4월 미국 헤드라인 CPI상승률은 YoY +4.9%, MoM +0.4%로 예상치(YoY +5.0%, MoM +0.4%)에 부합하. 이로써 CPI 상승률은 2021년 4월 이후 최저치를 기록하면서 2년 만에 5%를 하회
- 변동성이 높은 에너지와 식품 비용을 제거한 근원 CPI 상승률은 YoY +5.5%, MoM +0.4%로 5개월 연속 높은 상승세를 유지
- 에너지, 식품 비용에 주거비를 추가적으로 제외한 슈퍼 근원 물가는 전월대비 +0.4%로 전월 +0.3%에 비해 상승폭 확대

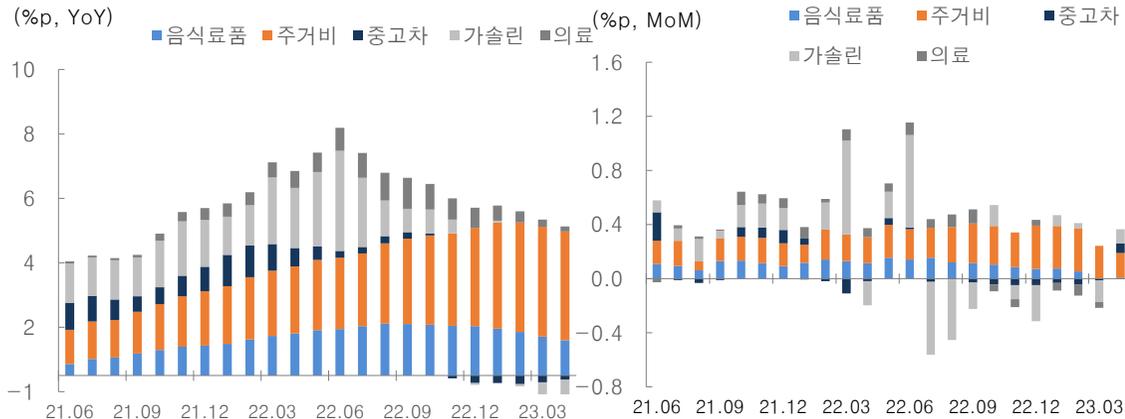
# [4월 CPI] 유가, 중고차 기저효과는 여전한 가운데 주택물가 안정이 관건

## 항목별 물가상승률. 유가, 중고차 가격 기저효과 & 주거비 상승폭 둔화



자료: 미국 노동부, CEIC, 대신증권 Research Center

## 음식료품, 주거비가 현재 Core CPI 상승의 대부분을 차지

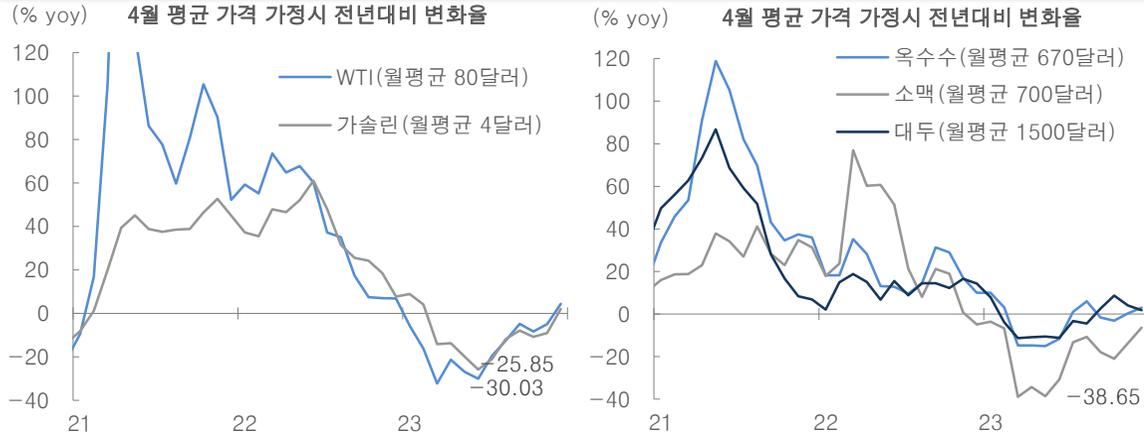


자료: 미국 노동부, CEIC, 대신증권 Research Center

- [상승요인: 휘발유, 주거비, 중고차, 개인 서비스] 휘발유 가격이 일시적으로 상승 전환한 가운데, 주거비와 중고차 가격이 상승의 주요 요인으로 작용. 중고차 가격이 전월대비 4.4% 큰 폭 상승한데 힘입어 근원 재화 물가는 전월대비 0.6% 급등
- 다만 선행지표(도매 가격)를 감안할 때 중고차 가격 상승은 5월까지 이어지겠지만, 이후부터 재차 하락 전환할 가능성 높아. 주거비는 전년동월대비 +8.1% 상승하며 경직된 모습이나, 전월대비로는 +0.4%로 예상대로 주거비 영향력은 지난 2월을 기점으로 점차 줄어들고 있음
- [하락요인: 항공 요금, 신차] 숙박비, 항공요금 등 일부 관광 관련 비용의 하락세가 근원 서비스 물가의 완화를 이끌었음
- 항공 요금이 전월대비 2.6% 인하되면서 교통 서비스 가격이 MoM 3월 +1.4%에서 4월 -0.2%로 급락. 최근 4개월 상승세를 보였던 숙박요금(lodging away from home)도 4월 3.0% 하락
- 다만, 해당 요인은 견조한 서비스 소비를 감안할 때 일시적인 일이며 계절 조정 영향이 컸다고 판단

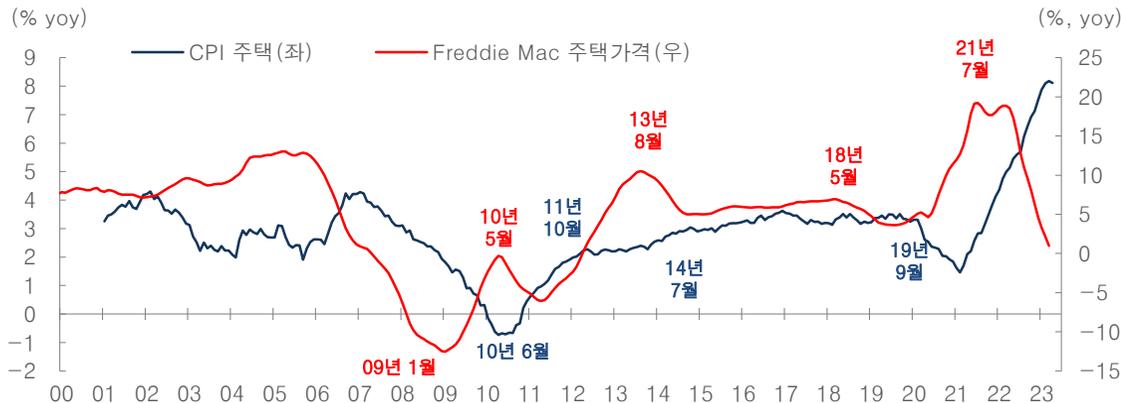
# [물가 전망] 더더도 하향안정세를 보일 전망. 관건은 주택 물가 하락속도

## 원자재 가격, 2022년 기저효과로 상반기 내내 (-)변화를 지속할 것



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 주택가격 변화율 마이너스 반전 가능성. CPI 주택물가도 둔화 가시화

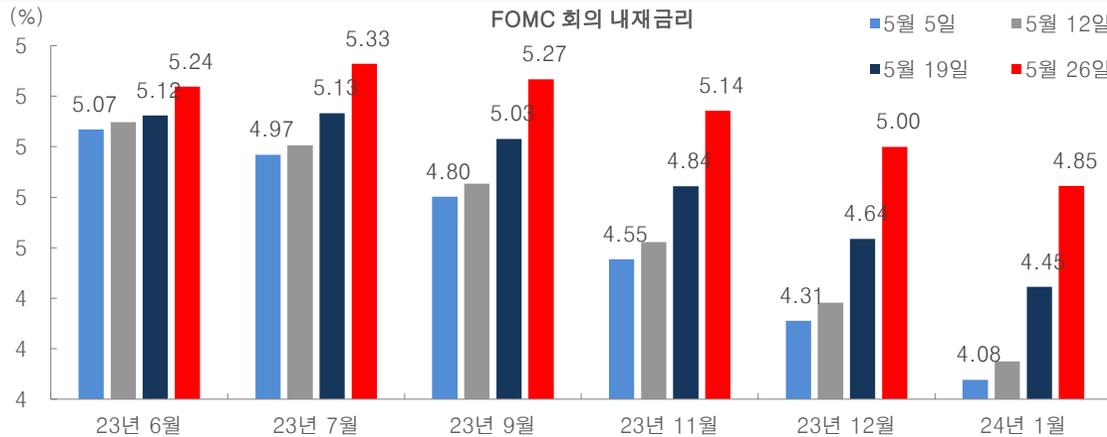


자료: 미국 노동부, 프레디맥, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 유가(WTI기준)은 80달러대 진입 시도 중, 유가가 80달러대로 진입한다고 해도 물가 상승압력이 확대될 가능성은 낮다고 판단
- 2023년 중 전년대비 마이너스 증가율을 기록할 가능성 높은 상황. 23년 연말 플러스 반전 가능성은 높지만, 상당기간 유가는 물가 안정 변수로 역할을 할 것
- 곡물가격과 음식료품 물가 간의 시차를 감안할 때 23년 하반기 이후 물가 안정의 또다른 변수가 될 수 있음
- 주택 물가는 당초 23년 1분기를 지나며 정점통과를 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 길면 1년 5개월 정도의 시차를 감안할 때 23년 상반기 중에는 주택물가도 진정국면 진입 가능
- 주택경기가 가파르게 둔화/약화될 경우 경기둔화, 약화 우려를 자극할 수 있지만, 실제 주택 경기와 주택 물가 간의 시차를 감안할 때 오히려 물가 안정에는 긍정적인 영향이 더 클 것으로 보임

# [Turning Point] 어느새 과도했던 금리인하 기대가 연준의 점도표 수준까지 정상화

## 6월, 7월 중 추가 금리인상 반영 중. 연내 1번 금리인하 가능성 유호



자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

## 6월 25bp 추가 금리인상 이후 11월 금리인하 예상. 24년 FOMC마다 금리인하

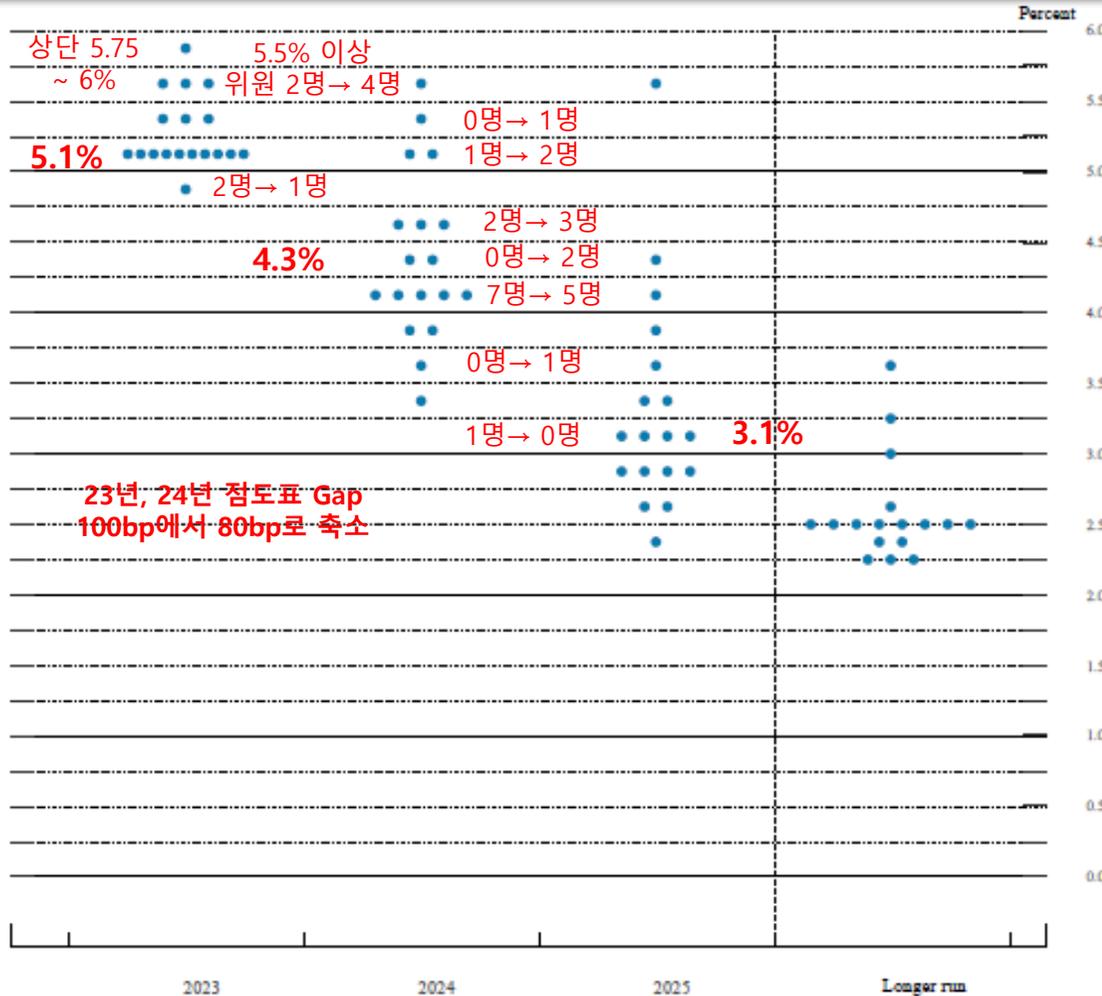
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023-06-14						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	35.8%	64.2%	0.0%
2023-07-26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.7%	52.2%	27.1%
2023-09-20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.5%	27.6%	48.7%	21.1%
2023-11-01	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	16.6%	37.6%	33.3%	10.0%
2023-12-13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	9.7%	27.5%	35.4%	21.3%	4.9%
2024-01-31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	6.7%	21.1%	32.5%	26.4%	10.8%	1.8%
2024-03-20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	5.3%	17.6%	29.8%	27.9%	14.5%	3.9%	0.4%
2024-05-01	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	5.8%	18.2%	29.7%	27.3%	14.1%	3.8%	0.4%	0.0%
2024-06-19	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	3.8%	13.1%	25.0%	28.3%	19.5%	8.0%	1.8%	0.2%	0.0%
2024-07-31	0.0%	0.0%	0.4%	3.2%	11.5%	22.9%	27.7%	21.0%	10.0%	2.9%	0.4%	0.0%	0.0%
2024-09-25	0.0%	0.3%	2.4%	9.0%	19.5%	26.3%	23.0%	13.3%	5.0%	1.2%	0.2%	0.0%	0.0%
2024-11-08	0.2%	1.7%	6.8%	16.0%	24.0%	24.1%	16.5%	7.7%	2.4%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%

자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

- 연초 이후 글로벌 금융시장의 안정, 주식시장의 반등과정에서 문제는 현실적인 변화보다는 기대가 과도하게 반영되었다는 점
- 그러나 5월초 이후 과도했던 금리인하 기대가 상당부분 정상화
- FED Watch 기준 6월 금리인상 확률은 64.2%로 레벨업(동결 확률 35.8%), Bloomberg WIRP 기준 FOMC 회의별 기준 금리 예상도 블룸버그 이코노미스트 컨센서스 수준을 넘나들고 있음. 올해 12월 기준금리 전망(4.99%)도 연준 점도표 5.1%에 바짝 다가섬
- 더 이상 물가 영향으로 통화정책 기대가 더 후퇴할 가능성은 높지 않다고 생각
- 향후 글로벌 금융시장은 경기 - 물가 - 통화정책 간 악순환 사이클에서 벗어나 경기에 더 민감한 반응을 보일 것

# [6월 FOMC] 24년 점도표가 상향조정 되어도 증시 충격은 제한적일 전망

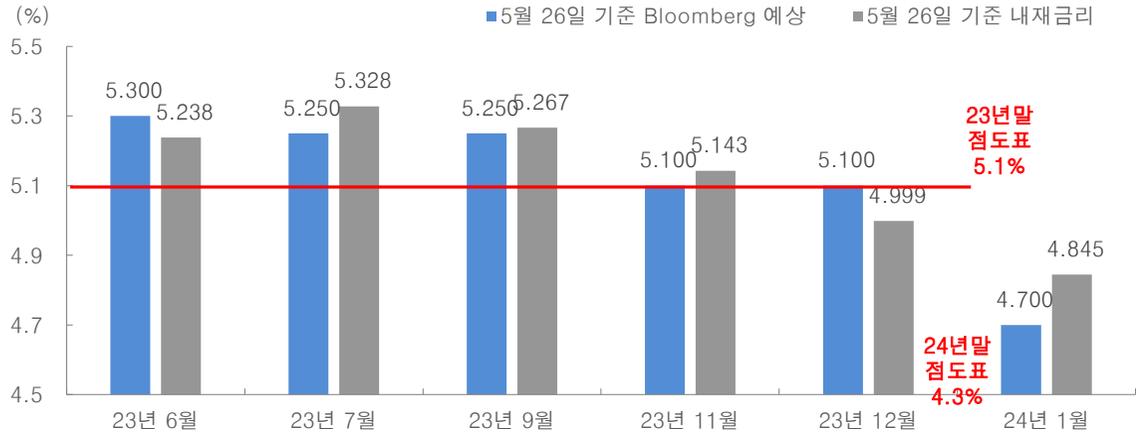
## 23년 점도표 5.1%. 추가 상향조정 되어도 금리인상 사이클 종료 시그널로 인식



- 3월 FOMC에서 연준은 23년 연말 기준 금리가 5.1%(중위값 기준)에 달할 것이라는 전망을 유지했지만, 점도표 상단은 12월 5.5 ~ 5.75%에서 5.75 ~ 6%로 상향 조정. 5.5% 이상 기준금리를 전망하는 연준 위원의 숫자는 12월 2명에서 4명으로 늘었음
- 23년 중 최소한 25bp 추가 금리인상이 가능함을 보여주는 한편, 경제상황과 금융여건에 따라 변할 수 있지만, 물가 안정이 확인되기 전까지 금리인상 사이클을 이어가겠다는 연준의 스탠스를 확인
- 2024년 이후 기준금리 인하 전망은 유효. 물가가 2%대로 진입할 경우 기준금리를 중립 수준으로 정상화하겠다는 연준의 의지가 여전
- 6월 FOMC에서 점도표가 상향조정 되어도 증시에 미치는 영향력은 제한적일 전망. 시장에서는 이미 추가 금리인상 가능성을 반영하고 있기 때문

# [6월 FOMC] 점도표 수준에 근접한 미국 기준금리 컨센서스. 경제전망, 물가전망 변화도 체크

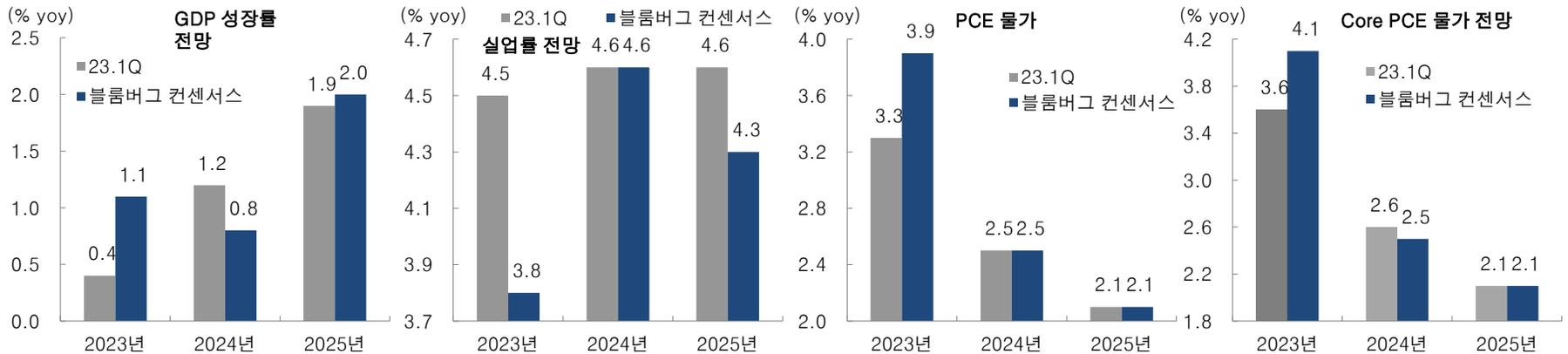
## 연준 점도표, 이코노미스트 기준금리 전망과 시장 컨센서스 간의 괴리



- 최근 Bloomberg WIRP 기준 기준금리 컨센서스는 7월 5.328%까지 상승. 연준의 점도표를 상회하는 것은 물론, 이코노미스트들의 전망치를 넘어선 수준. 추가 금리인상 가능성을 충분히 인지하고 있다고 볼 수 있음
- 한편, 경제전망에 있어서는 GDP 성장률과 물가 전망이 상향조정될 여지가 있음. 하지만, 24년 전망치가 3%대로 진입하지만 않는다면 24년 금리인하 전망이 유지될 수 있는 상황
- 금리인상 선반영 속에 견조한 경기를 반영하며 증시에 긍정적인 영향 예상

자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

## GDP 성장률, 물가 상향조정 가능성, 실업률 하향조정?



자료: FRB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## [6월 FOMC] 연준 위원들의 스탠스. 투표권 있는 위원들은 중립적. 없는 위원들은 매파적

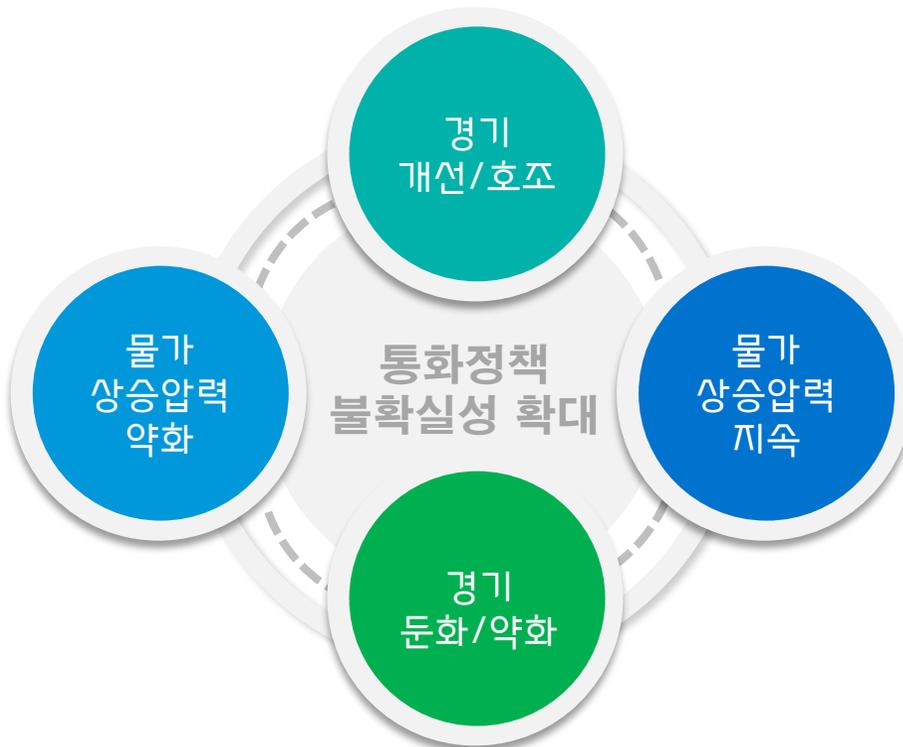
연준 위원들의 스탠스는 여전히 인플레이션 통제에 초점이 맞춰져 있어  
 다만, 데이터 확인을 위한 시간을 언급하는 주요 연준 위원들 존재

연준 위위	성향	지역	일자	코멘트 요약
제롬 파월	매파	의장	5월 19일	인플레이션 목표(2%) 달성에 전념. 다만 데이터는 시간이 걸릴 것이라는걸 보여줘. 데이터와 진행 중인 정황을 볼 여유는 있어(Skip 가능성)
제임스 블러드	매파	세인트 루이스	5월 22일	경제는 아마도 추세 수준 또는 그 이하로 성장 예상. 시장 인플레이션 기대치 높고 있어, 이를 위해 연준은 금리를 50bp 더 이상할 필요 있음
닐 카시카리	매파	미니애폴리스	5월 22일	서비스 인플레이션 상당히 확고. 금리인상이 끝났다고 말하고 싶지 않아. 연준은 인플레이션과 계속 싸워야 할 것
메리 델리	중도	샌프란 시스코	5월 22일	더 긴축된 신용조건은 1 ~ 2번의 금리인상과 유사. 신용 긴축이 얼마나 오래갈지 모르는 상황. 고용시장이 둔화되고 있다는 몇 가지 징후 확인
크리스토퍼 월러	매파	이사	5월 24일	향후 3주 간 데이터에 따라 6월 금리인상 또는 동결 결정될 것. 평균 시간당 임금이 3%에 근접하지 않는 한 인플레이션이 많이 떨어지지 않을까 걱정
라파엘 보스틱	비둘기	애틀랜타	5월 24일	2% 인플레이션 달성에 실패하는 것은 경제에 더 큰 문제. 인플레이션 목표치 도달하면 노동시장 스트레스 나타날 것으로 예상
수잔 콜린스	중도	보스턴	5월 25일	인플레이션 하락 예상보다 느리지만 경기침체 예상하지 않아. 실업률 소폭 상승해도 놀라지 말아야 할 것. 연준 금리인상 일시중지 할 수 있는 근방
토마스 바킨	중도	리치몬드	5월 25일	팬데믹 기간 동안 과도했던 수요 냉각되고 있어. 노동 시장 타이트한 반면 생산성 데이터는 잘못된 방향으로 가고 있어. 일부 기업 가격인상 필요 언급

- 대신증권은 6월 FOMC에서 금리동결을 예상. FOMC 직전에 확인하는 물가가 하락한다면 금리동결에 더욱 힘이 실릴 전망
- 연준 위원들의 발언이 엇갈리고 있지만, 사실 12명의 투표권이 있는 연준 위원들 중 공식적으로 금리인상을 지지하는 연준위원은 없음
- 파월 연준의장은 데이터를 볼 여유가 있다고 하는 한편, 월러 이사는 물가 하락 속도를 걱정하고 있지만, 향후 데이터에 근거해 기준금리 인상 여부를 결정하겠다고 함
- 매파적으로, 금리인상을 주장하는 연준 위원들 대부분이 올해 투표권이 없는 위원들
- 6월 FOMC는 일단 데이터를 확인하기 위해 금리인상을 Skip할 가능성 높다고 판단

## [순환고리] 경기 - 물가 - 통화정책 간 순환고리. 통화정책 기대 정상화로 악순환의 고리 약화

물가 안정시 경기회복 기대는 유입되고, 통화정책 부담은 제어될 수 있어...



- 연준이 기준금리 인상으로 물가를 제어는 과정에서 수요, 경기약화는 필연적. 만약 기준금리 인상에도 불구하고 수요, 경기가 견조하다면 물가는 고공행진을 할 것
- 이 경우 연준의 선택은 정해져 있음. 더 길거나 강한 긴축으로 수요를 억제하고, 물가를 잡으려 할 것
- 이러한 흐름은 시장이 인지하고 있고, 어느 정도 선반영 되었다고 판단
- 그동안 문제는 시장의 과도한 금리인하 기대. 기준금리 컨센서스 변화에 따라 시장이 일희일비 해 왔음. 이로 인해 경제지표 호조에 시장이 흔들리고, 경제지표 부진시 시장이 강한 흐름 반복
- 추가 금리인상을 인지하고 있고, 금융시장이 일정부분 선반영한 상황이라면 당분간 물가 안정, 경기부진은 다시 금리인하 기대를 자극하고, 경기호조는 금리인상 우려가 제어되는 가운데 견조한 경기모멘텀에 대한 기대를 반영할 수 있을 것
- 경기 - 물가 - 통화정책 간 악순환고리가 잠시나마 선순환 흐름으로 전환될 수 있다고 판단

# [KOSPI 전망] 2,500선 지지력 테스트 이후 향배 주목. 더 밀리면 더 사는 전략 유효



자료: 대신증권 Research Center

- 5월 KOSPI는 2차전지 급락과 미국 부채 한도 협상 우려 등으로 2,400선대까지 변동성 확대
- 이 과정에서 밸류에이션 부담은 크게 완화. 12개월 선행 EPS가 190 ~ 195p 박스권에서 벗어나 205p까지 상승하면서 12개월 선행 PER은 12배 초반으로 레벨 다운
- 6월 FOMC 전후 예상되는 금리인하 기대 후퇴, Bad is Bad, Good is Bad 국면 전개 가능성 등은 KOSPI의 밸류에이션 부담 완화와 함께 상승여력 확보 구간이 될 전망
- 기대와 현실 간의 이격조정이 있을 수 있고, 미국 부채한도 협상 이슈에 따른 등락이 있더라도 이번 조정은 비중확대 기회라고 판단
- 시차는 존재하겠지만, 통화정책에 대한 부담이 진정국면으로 진입할 전망. 여기에 2분기부터는 중국 경기회복과 반도체 업황 최악 통과로 인한 한국 수출, 기업 실적 개선이 가시화될 전망

# 펀더멘털을 이기는 악재는 없다

---

Strategist 이경민

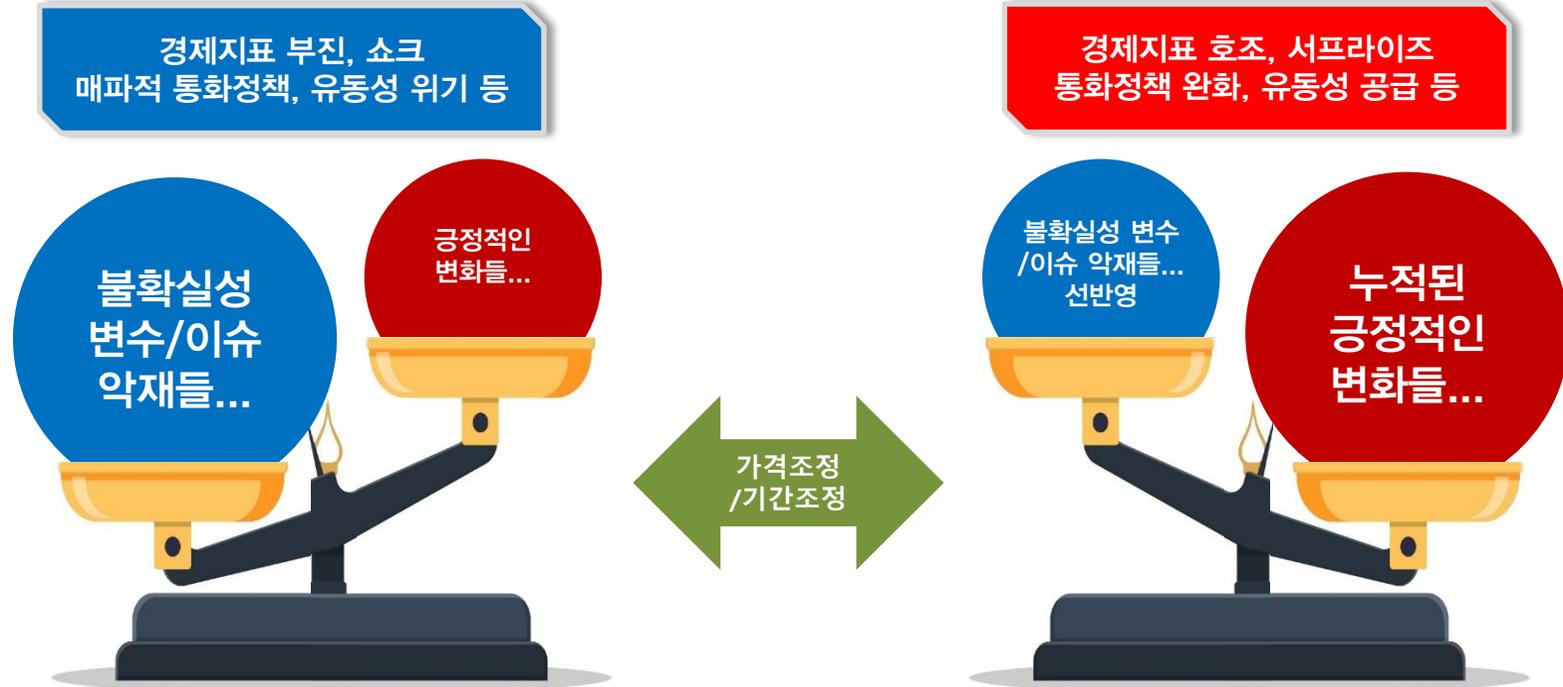
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, JR 김정윤

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

## [호재 Vs. 악재] 변수보다는 무게감의 변화에 주목해야 한다

악재들이 완화/해소되어야 증시가 반전하는 것이 아니라 가격에 선반영되면서 무게감이 적어지면...  
호재가 누적되면서 무게감이 많아지면... 증시는 반전한다



여전히 악재가 많은 것이 현실. 그렇다고 언제 글로벌 금융시장에 악재가 없었던 적이 있을까?  
항상 시장에는 악재와 호재가 공존. 무게감의 변화에 따라 증시의 상승, 하락 결정. 여기서 더 중요한 것은 펀더멘털. 펀더멘털 동력이 견고하고, 강하다면 악재로 인한 변동성은 비중확대 기회가 될 것. 반대로 펀더멘털 동력이 부재하고, 약하다면 악재가 증시에 미치는 영향력은 배가되고, 호재로서의 영향력은 제한되면서 반등시 비중축소 전략이 유효. 현재 글로벌 금융시장의 흐름에 있어서 부재했던 펀더멘털 동력이 유입되고 있는 상황  
기존의 악재들, 대부분의 투자자들이 알고 있는 악재들은 일정부분 증시에 선반영. 새로운 펀더멘털 동력의 무게감이 무거워질 전망

## [호재 Vs. 악재] 무게감의 변화가 중요. 지난 2년 동안 부재했던 펀더멘털. 악재>호재

21년 하반기 이후 경기둔화, 실적 하향조정과 함께 증시는 하락추세 전개. 이로 인해 악재에 대한 무게감이 좀처럼 줄어들지 못했고, 호재로서의 무게감이 커지지 못했던 상황. 악재에 민감할 수 밖에 없었던 증시 흐름이었다고 판단



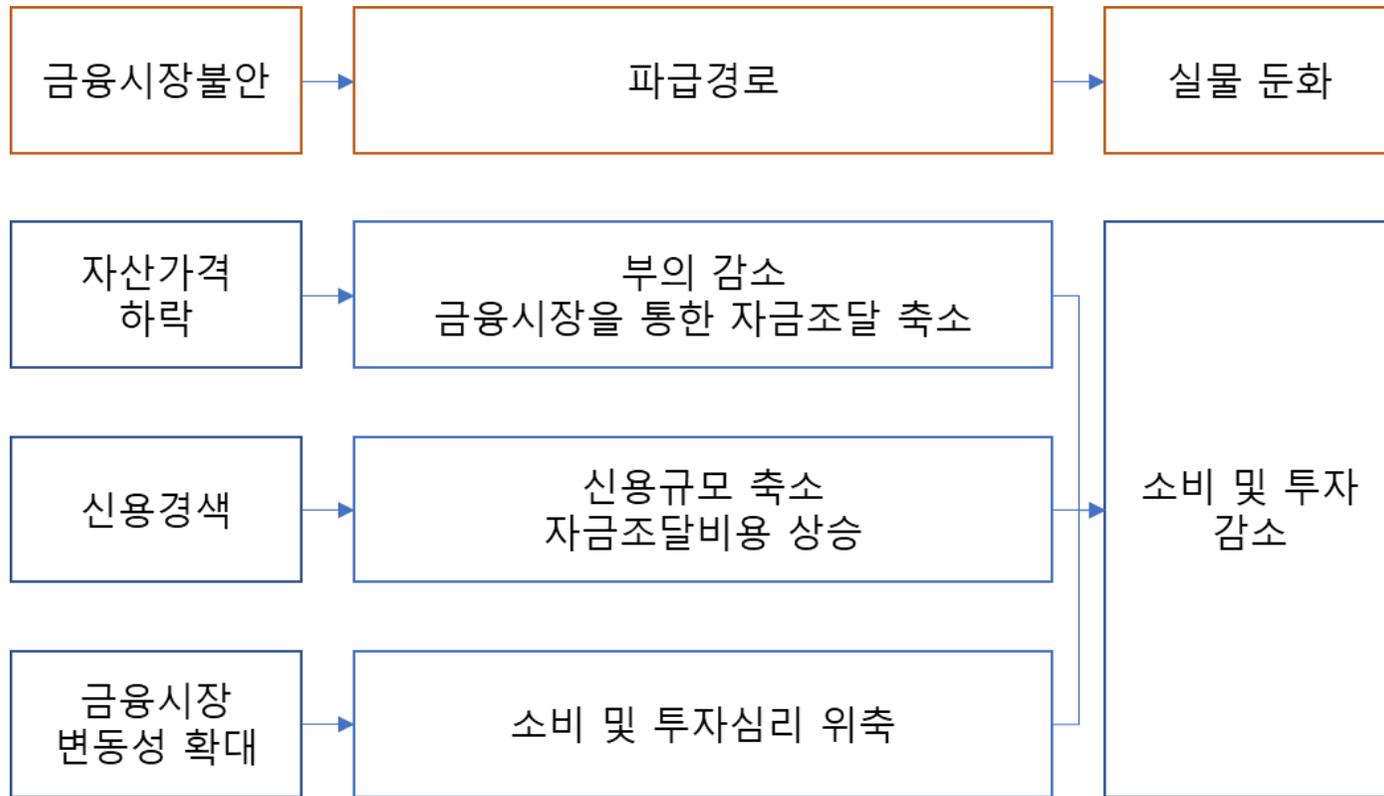
## [호재 Vs. 악재] 기간/가격조정으로 악재의 무게는 덜해지고, 펀더멘털 동력 유입으로 호재의 무게가 무거워져

1분기 이후 한국 OECD 경기선행지수 23개월 만에 상승반전, 12개월 선행 EPS, 순이익 상승반전 등 펀더멘털 동력 유입 시작  
기존의 악재들은 기간/가격조정으로 글로벌 금융시장, KOSPI에 일정부분 선반영. 펀더멘털 동력 유입으로 호재의 영향력 강화



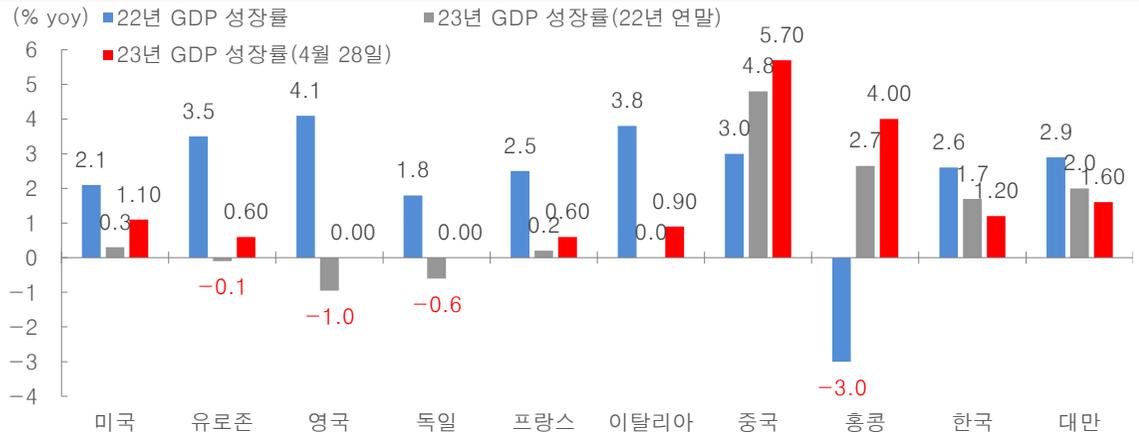
## [은행불안의 나비효과] 신용경색에 따른 실물경기 위축 가능성. 경기충격, 시스템 위기 가능성 낮아

유동성 공급으로 금융시장은 점차 안정을 찾아갈 전망. 앞으로는 금융불안에 따른 파급효과로 실물 경기는 위축될 가능성 경계  
 신용경색 발생 = 기업 투자와 가계 소비 감소 = 실물경제 위축. 이로 인해 기업 순자산가치 하락, 은행이 기업 대출 기피 : 1차 효과  
 이는 기업과 은행의 재무상태를 더욱 악화시켜 금융시스템 안정성 저하와 실물경제를 더욱 위축시킴. : 2차 효과  
 신용 리스크가 높아 자금조달이 어려운 저신용 가계, 기업 경우 신용경색에 따른 영향이 더 클 것



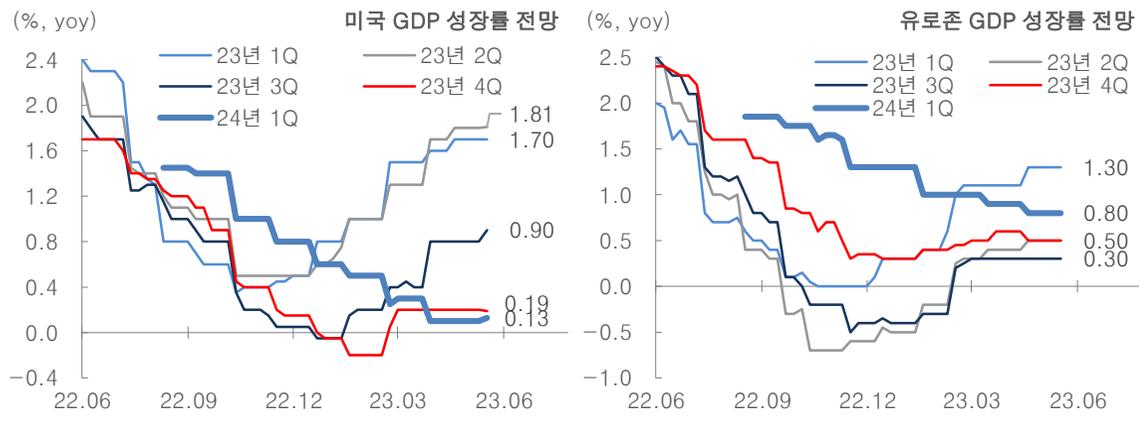
# [경기 판단, 경로] 상반기 경기 불확실성은 완화되었지만, 하반기 경기불안 요인은 확대

## 주요국 GDP 성장률. 걱정보다 양호하지만, 미국, 유럽은 여전히 전년대비 부진



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 23년 상반기 플러스 성장 가능. 경기불안심리 진정. 하반기는?

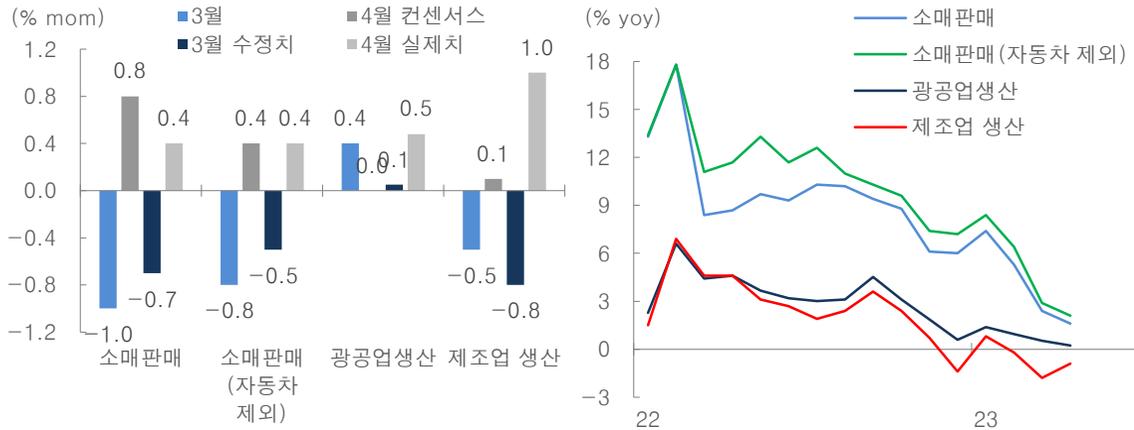


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 물가 고공행진 장기화, 고강도 금리인상 지속의 여파가 경기 하방압력과 금융권 불확실성을 높이고 있음
- 그러나 23년 상반기에는 미국의 고용 및 서비스업 경기 호조, 유럽 에너지 가격, 물가 부담 완화로 경기불확실성 제어
- 경제성장률 전망에 있어서도 23년 상반기 전망 빠르게 상향조정 중
- 반면, 하반기 경제성장률 전망은 정체, 하향조정 중. 미국은 23년 4분기, 유럽은 23년 2분기, 3분기 0% 또는 역성장 가능성 유효
- 경기 경착륙 가능성은 낮아졌지만, 경기 둔화/약화가 소멸된 것이 아닌 시점이 지연되고 있다는 판단. 글로벌 경기 둔화/약화는 시간이 갈수록 뚜렷해질 전망
- 물가와 통화정책이 경기에 미치는 영향력을 감안할 때 금리인상 이후 1년이 지나 23년 하반기부터 경기침체가 가시화될 전망

# [소매판매 & 산업생산] 소비 둔화로 미국 하반기 경기 침체 가능성 커져... 제조업 경기는?

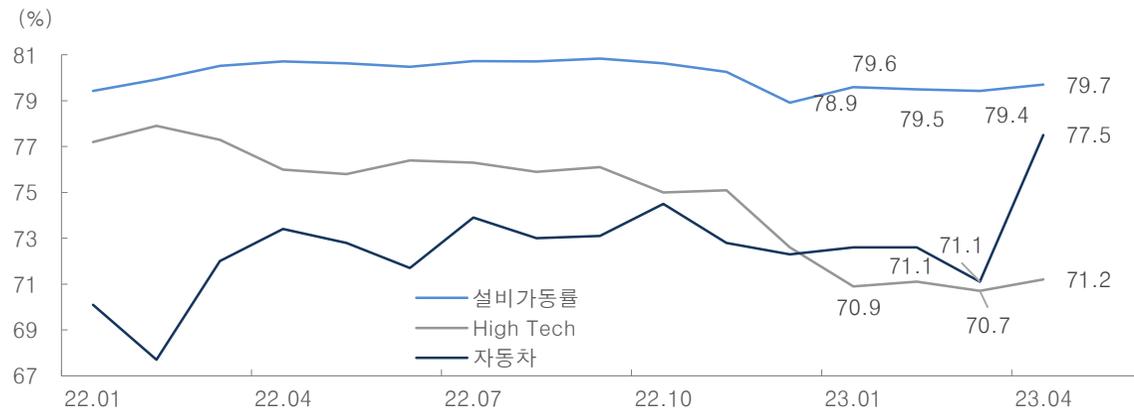
## 3개월만에 소매판매 반등. 전년대비 변화율은 둔화 지속. 제조업은 예상보다 강해



- 미국 4월 소매판매는 전월보다 0.4% 증가. 3월 -1%(-0.7%로 수정) 대비 플러스 전환했으나 예상은 하회. 2개월 연속 감소세에서 벗어남
- 휘발유와 자동차 등을 제외한 근원 소매 판매는 3월 0.4% 감소(수정치)했던 데에서 4월 들어 0.7% 반등
- 근원 소매 판매는 국내총생산(GDP)의 소비자 지출 구성 요소와 가장 밀접. 미 경제의 3분의 2 이상을 차지하는 소비자 지출은 1분기 연율로 3.7% 성장하며, 재고 감소에 따른 GDP 하락분을 상쇄
- 미국 소매 판매가 증가한 것은 신차에 대한 강한 수요와 온라인 소비 지출 증가에 따른 것으로 분석
- 반면, 광공업 생산은 전월대비 0.5% 증가. 3월 수치가 0.4%에서 0.1%로 하향조정되었음을 감안하더라도 예상치 0%대비 양호한 것으로 보임. 제조업 생산도 전월 대비 1% 개선되면서 서프라이즈 기록. 공장 가동률도 3월 79.43%에서 79.7%로 반등
- 소매판매는 전년대비 둔화세 지속. 광공업 생산 둔화는 지속되고 있지만, 제조업 생산은 (-)권에서 등락 중

자료: 미국 상무부, 대신증권 Research Center

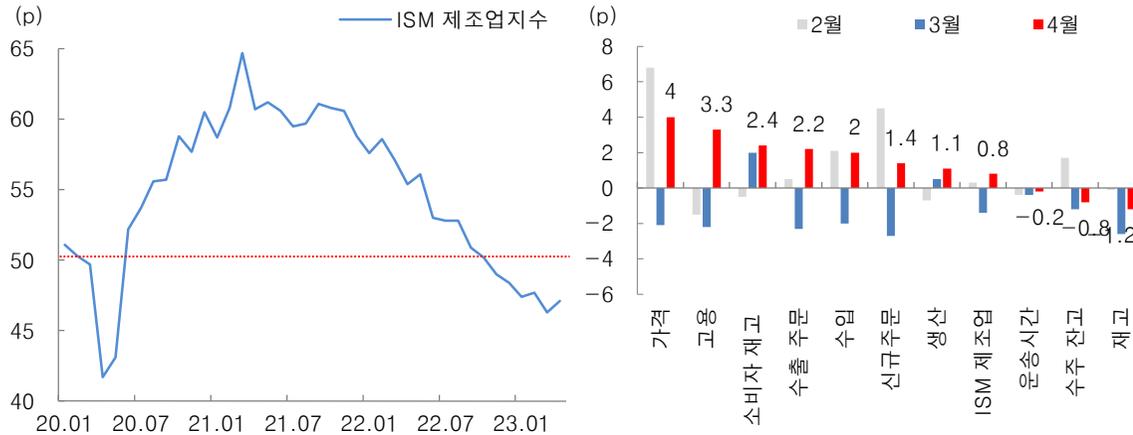
## 제조업 생산 역성장은 지속되고 있지만, 설비가동률도 22년 11월 이후 최고치



자료: Federal Reserve Board, 대신증권 Research Center

# [ISM 제조업지수] 4월에는 반등 & 예상치 상회. 6개월째 수축국면 지속

## 4월 ISM 제조업지수 47.1로 예상치(46.7) 상회. 제조업 경기 위축은 여전



- 4월 ISM 제조업지수는 47.1로 1월 46.3 대비 0.8p 반등 성공, 예상치 46.7도 상회
- ISM 제조업 지수 6개월 연속 수축국면 지속
- 다만, 이번 제조업 지수 반등의 중심에 가격, 고용, 소비자재고가 자리하고 있다는 점은 부담. 특히, 가격, 고용은 다시 50을 상회하며 확장국면 재진입
- 물가 부담이 커질 수 있고, 재고증가로 인한 향후 제조업 경기 부진 가능성 시사
- 신규수주 지수는 44.3에서 45.7로 반등, 생산지수도 47.8에서 48.9로 반등했지만, 수축국면 지속
- 연준의 긴축 사이클이 이어지고 있고, 물가 부담이 다시 커지는 상황에서 제조업 경기 저점 통과 지연 가능성 높아 보임
- 다만, 신규수주 지수가 연초 저점 이후 저점을 높여가고 있어 제조업 경기는 저점권에 근접했을 가능성 시사

자료: ISM, CEIC, 대신증권 Research Center

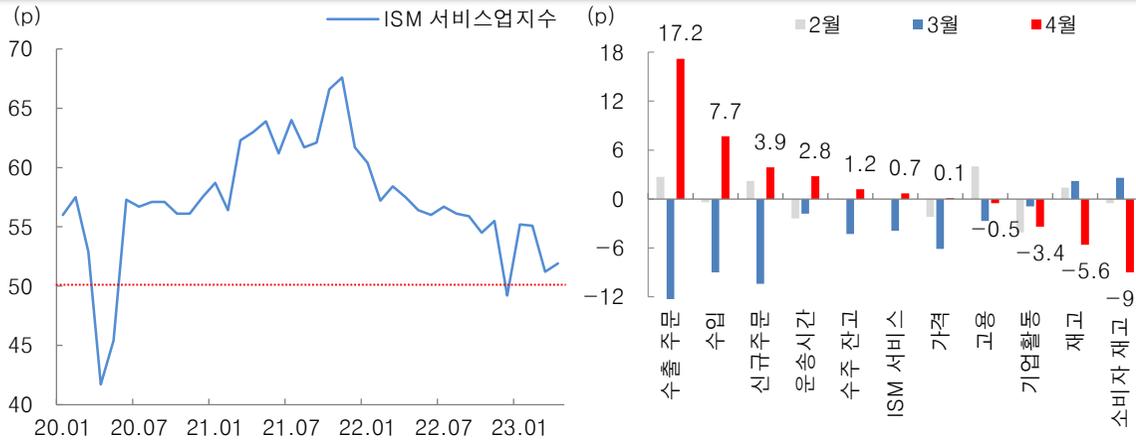
## 가격, 고용 다시 50 상회. 신규주문, 생산 등은 수축국면에서 반등 시도 중



자료: ISM, CEIC, 대신증권 Research Center

# [ISM 서비스업지수] 예상치 상회하며 전월대비 반등. 확장국면 유지

## 4월 ISM 서비스업지수 51.9으로 예상치(51.8) 상회. 확장국면 유지



- 4월 미국 ISM 서비스업 지수 51.9. 3월 51.2대비 반등했고, 컨센서스 51.8을 상회한 수치
- 수출입과 신규주문 반등이 강했다는 점에서 여전히 서비스업 경기가 견고함을 시사
- 다만, 기업활동 하락세가 지속되고 있어 서비스업 경기가 더 강한 흐름을 보이는 어렵다는 판단
- 아직은 확장국면에 위치하고 있지만, 연준의 긴축 사이클이 이어지고 있고, 물가 부담이 다시 커지는 상황에서 서비스업 경기 둔화, 악화 가능성 확대

자료: ISM, CEIC, 대신증권 Research Center

## 주문, 수주잔고 급락. 고용, 기업활동 등 하락하고 재고는 늘고...



자료: ISM, CEIC, 대신증권 Research Center

펀더멘털 동력.

1) 차별적인 한국, 중국 경기

---

Strategist 이경민

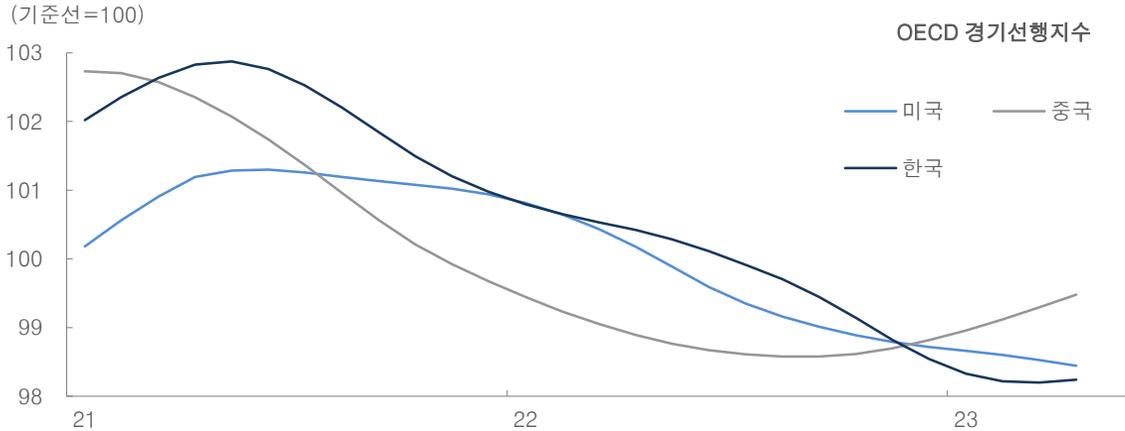
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, JR 김정윤

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

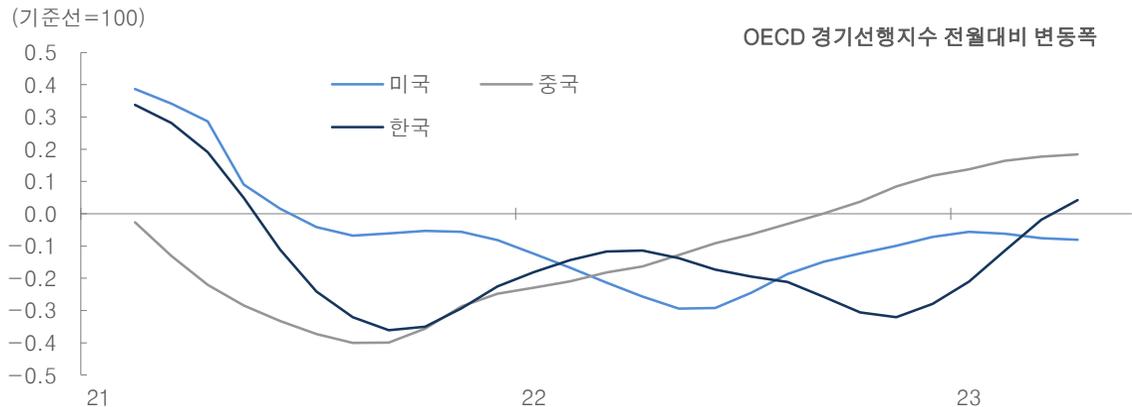
# [G2 경기] 중국 경기선행지수 상승세 뚜렷. 미국은 회복세 주춤. 한국은 23개월 만에 플러스 반전

## OECD 경기선행지수, 중국은 10월 저점으로 상승반전. 미국, 한국은 여전히 하락



자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

## 중국 상승세 지속. 미국은 회복세 주춤. 한국은 하락폭 축소, 플러스 반전 기대

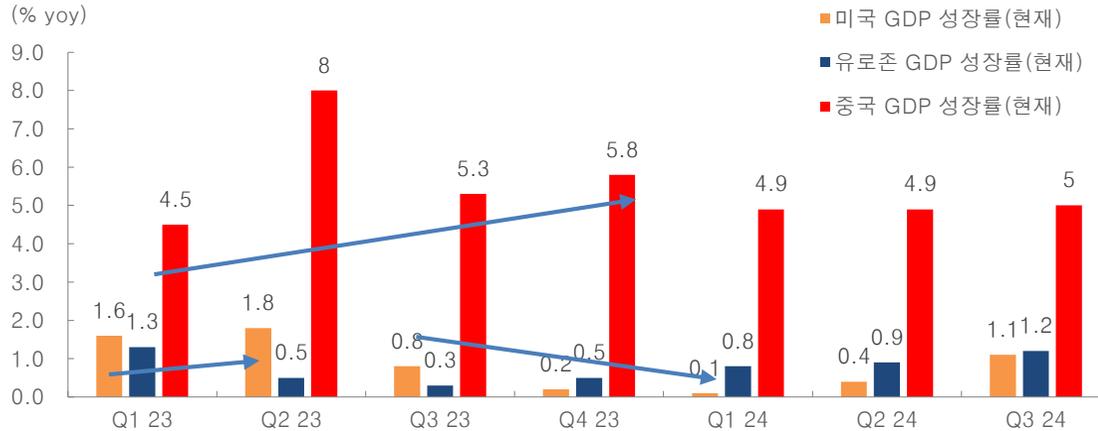


자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

- 한국 경제, 기업이익 변화에 절대적인 영향력을 미치는 국가는 미국과 중국이라 할 수 있음
- 21년 경기고점 통과과정과 마찬가지로 23년에도 경기저점 통과와 서로 엇갈리면서 경기/금융시장 판단을 어렵게 하고 있음
- 다만, 주목할 부분은 중국 경기 성장이 지속되는 가운데 미국도 회복세를 보여 왔다는 점. 미국 경기가 완전히 꺾이기 전까지 기회가 있다는 의미
- 중국 OECD 경기선행지수는 22년 10월 이후 7개월째 상승 중이고, 상승폭은 확대
- 23년 4월을 기점으로 한국 OECD 경기선행지수가 상승반전. 23개월 만에 변화. 한국 펀더멘털은 2년간의 하락사이클을 마무리하고, 2년 만에 반전이 가시화
- 2분기, 3분기 중에는 중국 경기성장이 지속되는 가운데 견조한 미국 경기가 확인 될 경우 투자 기회는 있을 것으로 판단

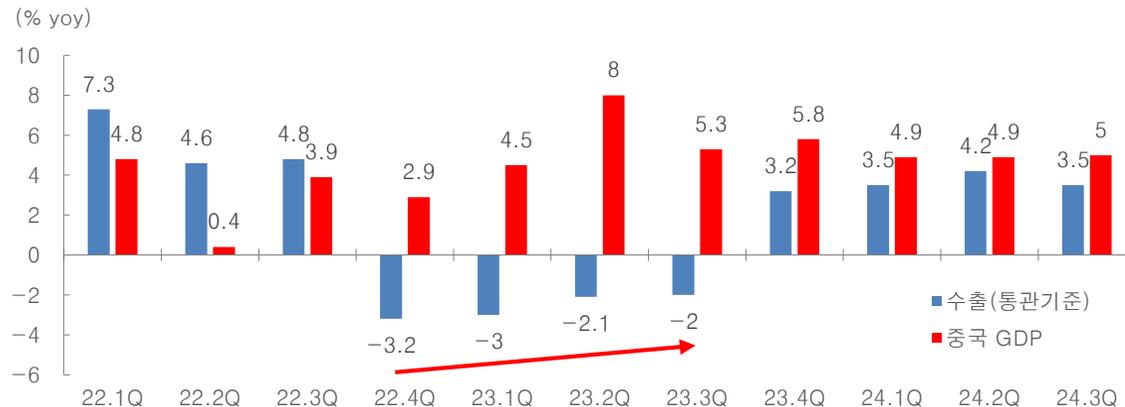
## [G2 경기] 미국이 버텨주고, 중국이 반등하는 2분기 경기모멘텀 주목

### 23년 상반기, 특히 2Q 글로벌 경기모멘텀 주목. 견조한 미국, 모멘텀 레벨업 중국



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

### 2분기부터 한국 수출 모멘텀 회복국면 진입 예상. 23년 4분기 플러스 반전 가능성

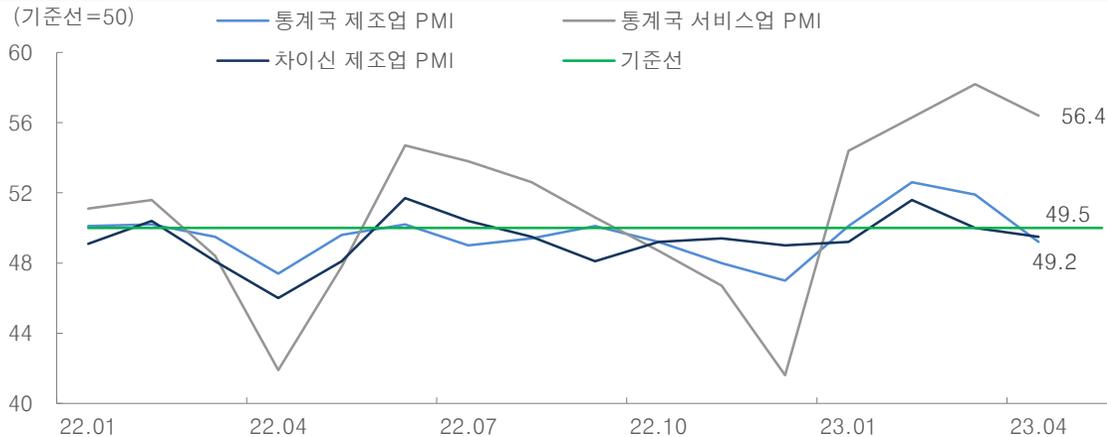


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 주요국들의 엇갈린 경기흐름 속에 3분기 까지 투자 기회는 유효하다고 생각. 미국, 유럽 경기가 완만하고 더디게 둔화/약화 되는 가운데 중국 경기모멘텀 회복세가 빠르고 강하기 때문
- 특히, 2분기 글로벌 경기모멘텀은 21년 이후 가장 강할 수 있음. 미국 GDP 성장률이 1.8%로 양호한 가운데 중국 GDP 성장률이 8%에 달하는 상황. 기저효과를 감안해도 5% 이상
- 이러한 경기흐름과 반도체 업황 저점통과, 회복 국면 진입이 맞물리면서 한국 수출 모멘텀도 2분기부터 회복세를 보일 전망. 23년 3분기 중 모멘텀 플러스 반전 예상

## [중국 Macro] 4월 PMI 쇼크에 대한 판단. 눈높이 조정과정

### 제조업, 서비스업 PMI 동반 부진. 특히, 제조업 PMI는 수축국면으로 전환



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

### 경기방향성이 문제라기보다는 너무 높았던 경기 회복에 대한 기대가 문제

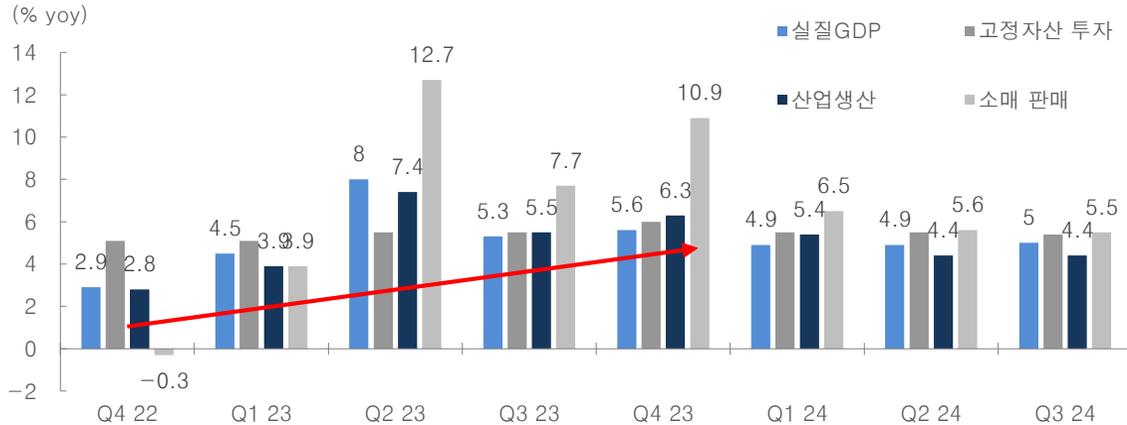


자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 4월 30일 공개된 4월 통계국 PMI도 부진한 결과를 기록. 중국 제조업, 비제조업 PMI 모두 전월대비 둔화될 것으로 예상했지만, 예상치를 크게 하회했고, 제조업 PMI는 50을 하회하며 수축국면으로 전환
- 4월 통계국 서비스업 PMI는 56.4로 3월 (58.2)대비 하락했지만, 여전히 확장국면에 위치
- 문제는 제조업 PMI. 4월 제조업 PMI는 49.2로 예상치(51.4)를 크게 하회하는 쇼크를 기록, 확장국면 진입 4개월 만에 수축국면으로 진입, 4월 차이신 PMI도 수축국면으로 전환
- 3월 실물지표에서도 확인되었던 서비스, 내수소비에 국한된 경기반등, 회복이 지속될 경우 중국 경기회복 속도와 강도에 대한 의구심을 넘어, 경기회복 지속 여부에 대한 우려가 커질 수 있음
- 본질적인 부분은 중국의 경기회복세가 꺾이기 보다는 실제 중국 경기 회복세보다 앞서간 기대감. 따라서 경제지표를 확인하는 과정에서 경기회복 속도와 강도에 대한 기대감과 결과 간의 괴리로 인한 변동성 확대는 불가피
- 그렇다고 경기 방향성은 바뀌지 않을 것

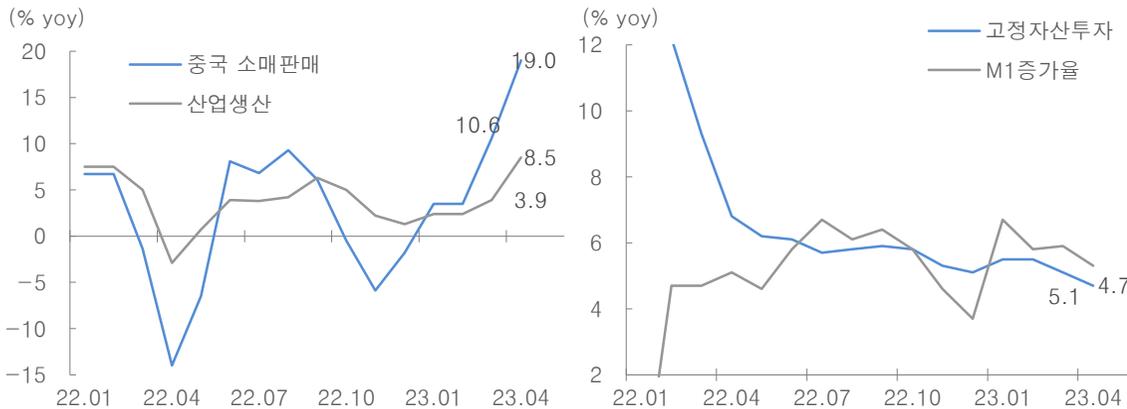
# [중국 Macro] 4월 실물 경제지표를 통해 경기회복 방향성을 증명을 해야하는 하는 상황

## 중국 경기, 23년 4분기까지는 우상향 흐름 예상



자료: 중국 국가통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 소매판매, 산업생산 모멘텀 레벨업. 예상치는 하회. 투자지표 예상 밖 둔화 지속



자료: 중국 국가통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 이번 중국 제조업 PMI 쇼크에서 볼 수 있듯이 현재 중국 경기는 소비, 서비스업에 치우친 회복세를 보이고 있음. 한 쪽으로 기운 회복은 오래 가지 못함
- 소비 - 생산 - 투자 간의 선순환 사이클이 형성되어야 추세적인 경기회복을 기대할 수 있을 것
- 중국 4월 소매판매는 전년대비 19% 개선세 지속(3월 10.6%), 광공업생산도 8.5%로 3월 3.9%대비 레벨업. 하지만, 예상치(22%, 10.8%)를 크게 하회
- 문제는 투자. 고정자산투자는 4.7% 성장에 그치며 예상치(5.7%)대비 쇼크를 기록한 것은 물론, 3월 5.1%보다 둔화
- 중국의 경기회복 방향성에 대한 신뢰는 회복할 수 있었지만, 예상보다 부진했고, 투자 둔화세가 지속됨에 따라 단기 변동성 확대 불가피.
- 하지만, 이는 비중확대 기회. 경기회복 속도와 강도에 대한 불안감보다 경기 방향성에 대한 신뢰도 회복/강화가 더 중요. 4월 중순 이후 경기회복 속도, 둔화 우려는 일정부분 선반영
- 소비 - 생산 - 투자의 선순환 사이클 회복을 위한 중국 정부의 정책동력 강화 기대

펀더멘털 동력.

2) 한국 수출 개선 & 반도체 업황 개선

---

Strategist 이경민

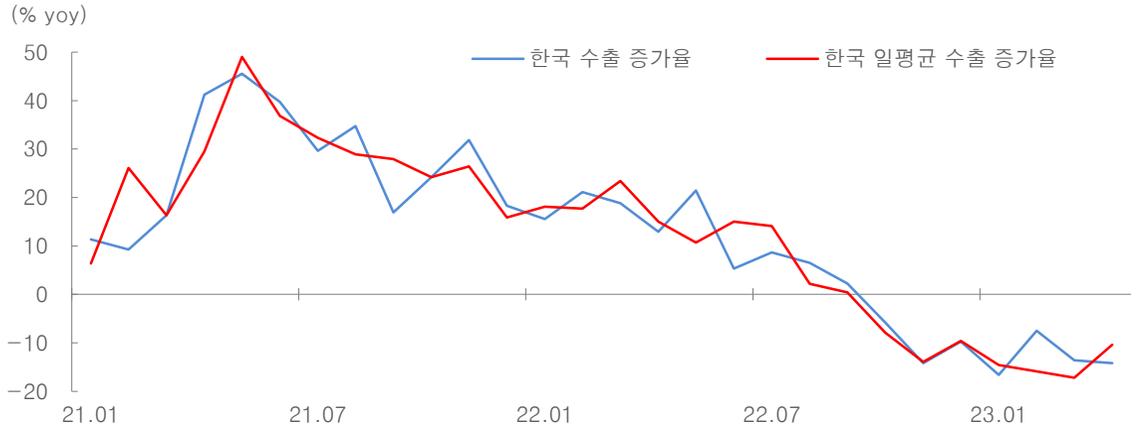
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, JR 김정윤

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

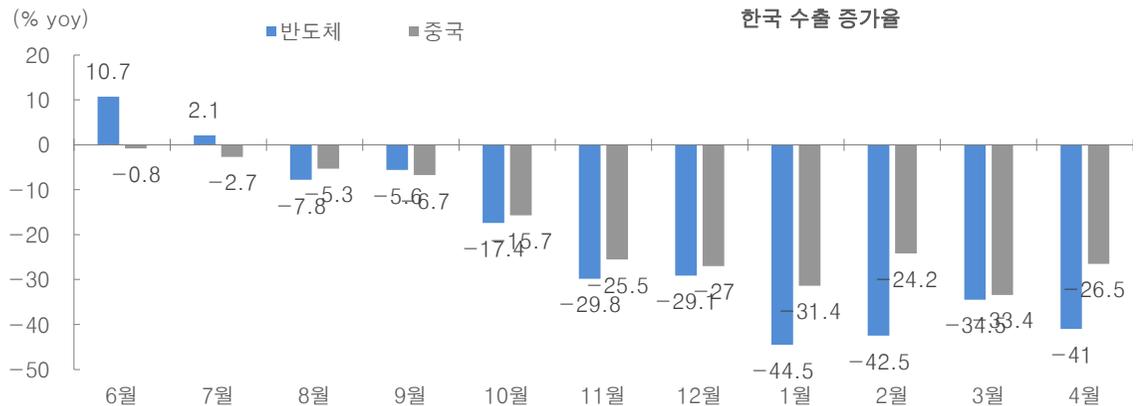
# [한국 수출] 전년대비 증가율은 더 이상 나빠지지 않는 상황

## 4월 한국 수출 소폭 역성장 폭 축소



자료: 한국 산업통상자원부, CEIC, 대신증권 Research Center

## 반도체 수출은 다시 -41%. 대중국 수출은 -26.5%로 마이너스 폭 축소



자료: 한국 산업통상자원부, CEIC, 대신증권 Research Center

- 한국 4월 수출은 글로벌 경기둔화, 반도체 업황 부진, 조업일수 감소(1일), 22년 4월 수출의 기저효과(역대 4월 중 최고 실적(578억 달러))의 영향으로 -14.2% 감소
- 4월 수출규모는 496.2억달러로 3월 551억달러 대비 감소, 일평균 수출증가율은 -10.4%로 3월 -17.2%에서 큰 폭 회복세를 기록
- 아직은 수출이 부진하지만, 점진적인 개선세를 보이고 있다고 평가
- 여기서 주목하는 부분은 대중국, 반도체 수출, 4월 중국 수출은 95.2억달러로 전년대비 26.5% 감소
- 수출규모는 3월(104.2억달러)대비 감소했지만, 전년대비 감소폭은 33.4%에서 개선
- 반도체 수출은 63.8억달러로, 전년대비 -41% 기록하며 역성장폭 확대, 기저효과와 계절적 요인으로 부진이 지속되는 상황

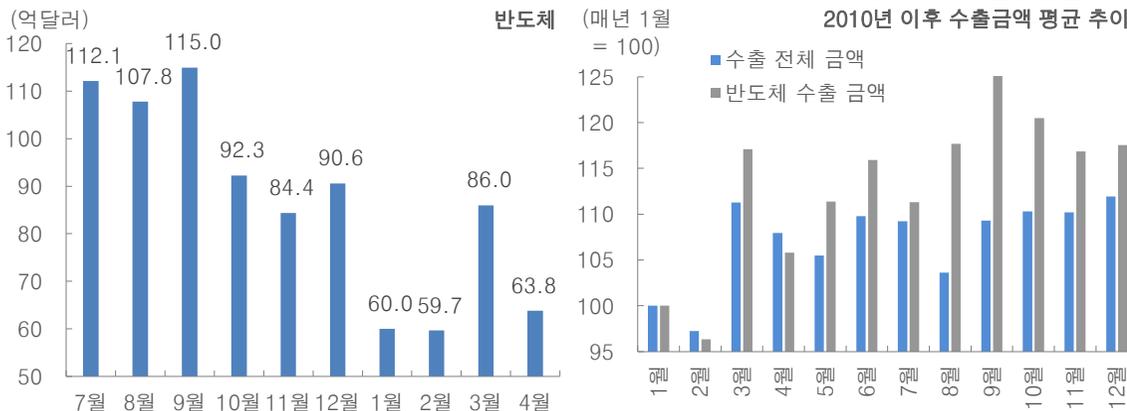
# [한국 수출] 금액 증가세는 꺾였지만, 계절성을 감안할 때 방향성이 훼손된 것은 아니라고 생각

## 한국 수출금액 2월 수준으로 레벨다운. 계절성과 조업일수 영향



자료: 한국 산업통상자원부, CEIC, 대신증권 Research Center

## 반도체 수출 금액 계절성 영향으로 레벨다운. 1월, 2월보다는 높은 수준

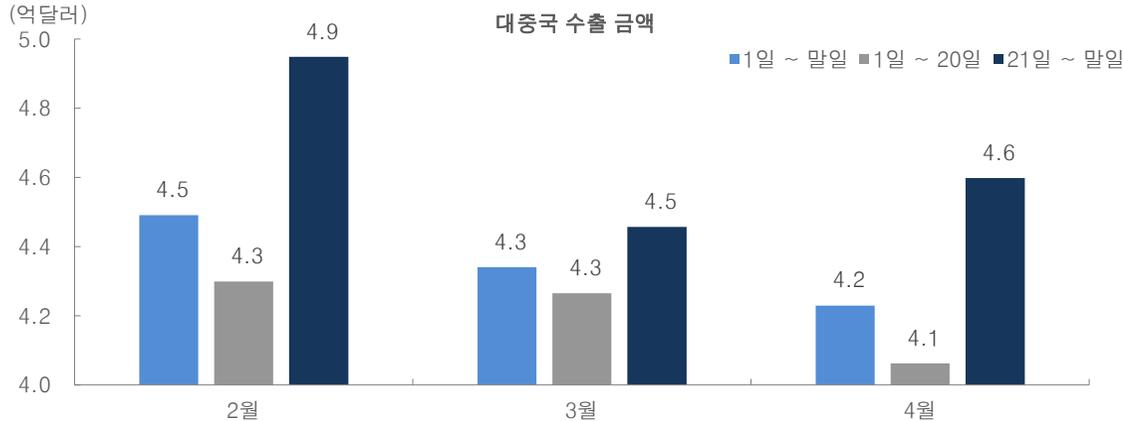


자료: 한국 산업통상자원부, CEIC, 대신증권 Research Center

- 한국 전체 수출금액은 496억달러로 3월 551억달러에서 큰 폭 레벨다운. 1월 463억달러보다는 높지만, 2월 501억달러 보다 낮고, 3개월 연속 증가세가 꺾인 상황
- 반도체 수출 금액은 63.8억달러로 1월, 2월보다는 높은 수준이지만, 3월 86억달러 대비 큰 폭 레벨다운
- 중국 경기회복(특히, 제조업 경기)세가 주춤해지는 상황에서 계절적 영향이 컸다고 생각
- 반도체 수출은 역사적으로 4월이 비수기였고, 한국 전체 수출도 4월, 8월에 부진
- 올해 전체적인 펀더멘털 환경을 보면 현재 한국 경제, 수출은 최악의 상황을 지나고 있다는 판단
- 현재까지는 22년 기저효과로 증가율 급감이 지속되고 있지만, 2분기 중에는 수출 금액 증가세 지속과 함께 수출 증가율 저점통과 예상
- 글로벌 매크로 환경에 대한 기대가 정상화되고, 밸류에이션 부담이 다소 완화된 이후 펀더멘털 모멘텀, KOSPI 상승추세를 살 수 있을 것

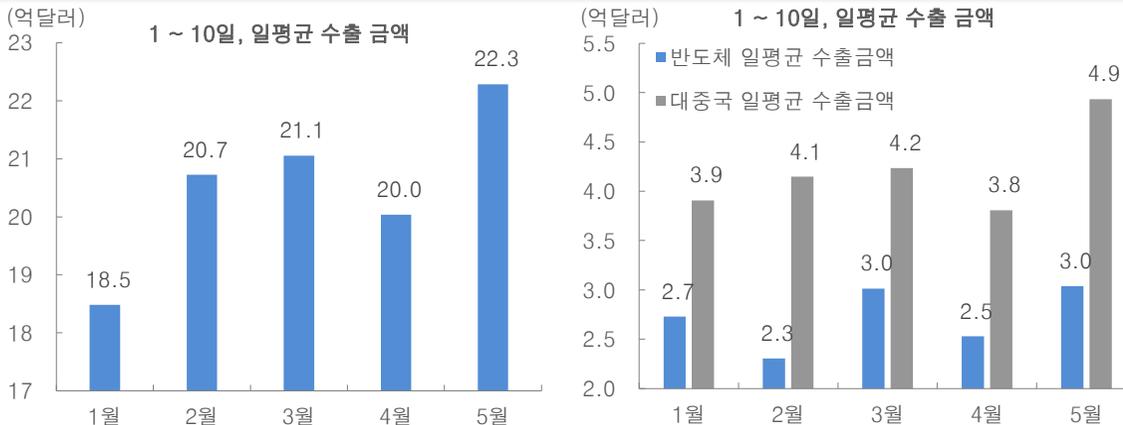
# [한국 수출] 한중 관계 악화로 인한 교역 악화 조짐은 없어... 한국 수출 개선 방향성은 유효하다는 판단

## 4월 21일 ~ 말일 대중국 수출금액 양호. 한중 관계 악화로 인한 피해는 제한적



자료: 한국 산업통상자원부, CEIC, 대신증권 Research Center

## 5월 10일까지 전체, 반도체, 대중국 일평균 수출금액 연중 최고치

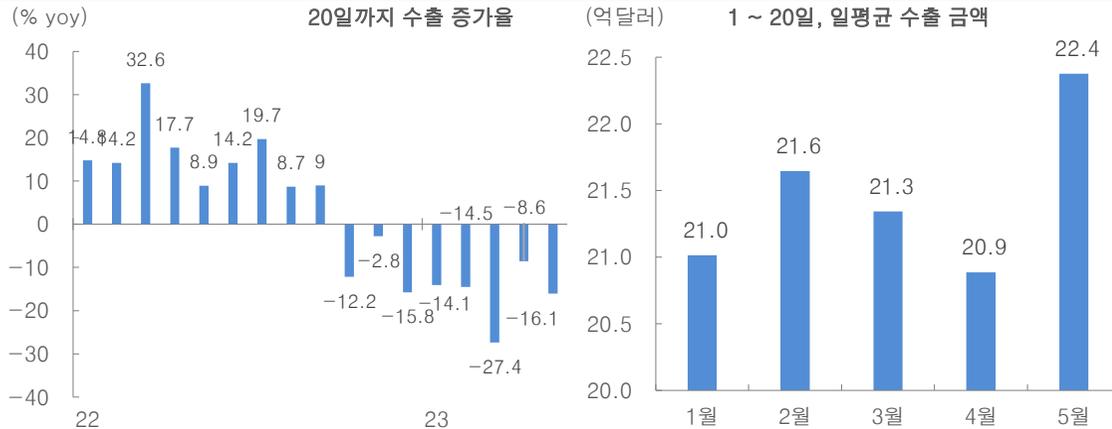


자료: 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

- 한국 증시는 중국 변수에 이중고를 겪는 중. 특히, 최근 악화된 한/중 관계가 수출 회복에 걸림돌이 될 수 있음. 다행히 대중국 4월 수출금액은 2월, 3월 대비 감소했지만, 매일 21일 이후 말일까지 수출금액은 오히려 3월 대비 증가
- 5월 10일까지 일평균 수출금액도 22.28억달러로 4월 20.04억달러보다 증가, 반도체 일평균 수출금액 또한 3.04억달러로 4월 2.53억달러보다 증가
- 대중국 일평균 수출금액도 4.93억달러로 4월 3.81억달러 대비 레벨업, 10일까지 전체 수출, 반도체 수출, 대중국 수출 일평균 금액 모두 연중 최고치
- 아직 한중 관계 악화로 인한 교역, 경제 충격은 제한적. 최근 중국의 행보를 보면 무조건 한국을 배제하고 가기도 어려운 상황

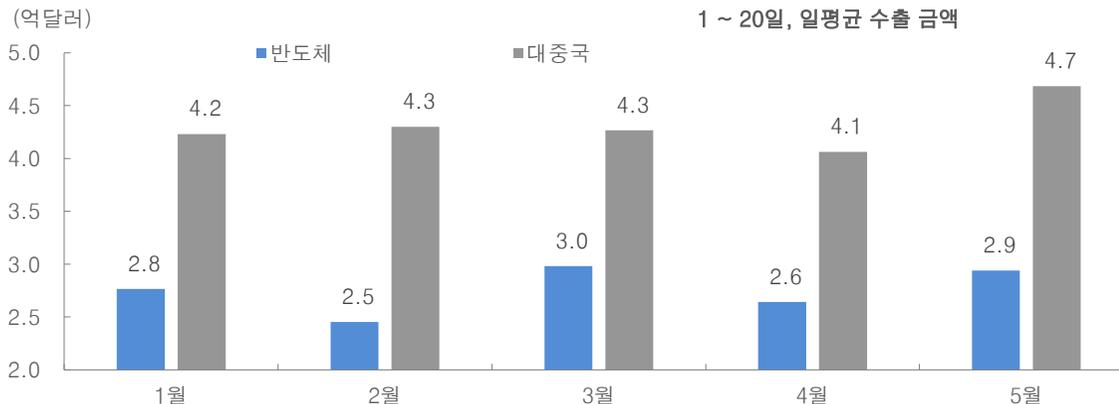
# [한국 수출] 5월 20일까지 전체 수출, 대중국 수출 일평균 금액은 연중 최고치

## 5월 20일까지 수출 증가율은 -16.1%. 그러나 일평균 수출 금액은 연중 최고치



자료: 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

## 5월 20일까지 대중국 일평균 수출금액 연중 최고치, 반도체는 3월 수준에 근접

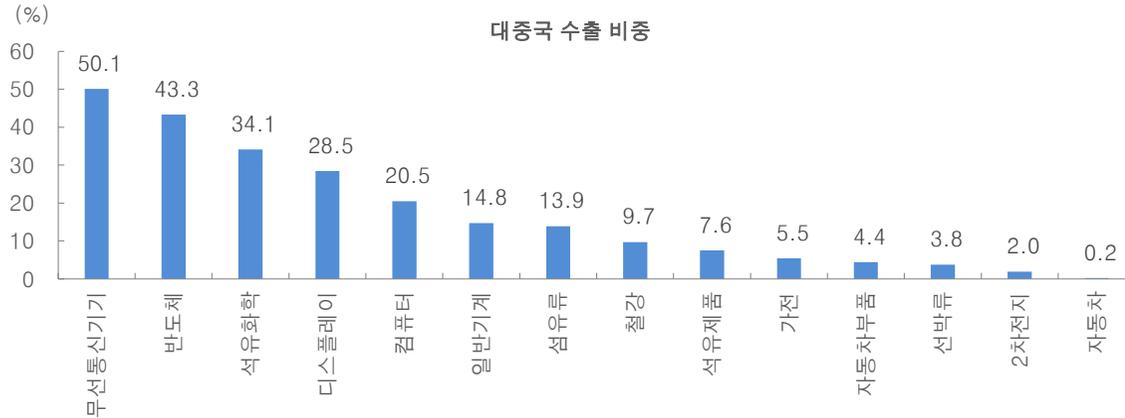


자료: 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

- 5월 1일부터 20일까지 수출액은 324억 4300만달러로 지난해 같은 기간보다 약 16.1% 감소. 이 기간 조업일수는 14.5일로 지난해(15일)보다 적었는데 이를 감안한 일평균 수출액은 13.2% 감소
- 수출 1위를 기록한 승용차 수출이 지난해 같은 기간보다 54.7% 늘며 질주. 최대 수출 품목인 반도체는 D램·낸드플래시 등 메모리반도체의 가격 하락 여파로 35.5%나 하락. 석유제품(-33.0%), 무선 통신기기(-0.8%), 정밀기기(-20.9%) 등도 모두 감소
- 그러나 조업일수를 감안한 일평균 수출 금액은 22.4억달러로 2월 고점을 넘어 연중 최고치 경신. 대중국 수출 일평균 금액도 4.7억달러로 2월, 3월을 상회. 연중 최고치 기록
- 이번 중국 제조업 PMI 쇼크에서 볼 수 있듯이 현재 중국 경기는 소비, 서비스업에 치우친 회복세. 소비 - 생산 - 투자 간의 선순환 사이클이 형성 되어야 추세적인 경기회복을 기대
- 제조업 경기를 살리기 위해 한국, 대만과의 관계 개선이 필요. 서로 관계가 더 악화되지만 않는다면 경제적으로 좀 더 우호적인 분위기가 형성될 것으로 예상. 2분기, 3분기 KOSPI의 차별적 강세는 여전히 유효하다는 판단

# [반도체 업황] 중국 경기회복은 한국 IT 업종에 긍정적인 변화

## 무선통신기기, 반도체 대중국 수출비중이 가장 높아



- 수출의 또 다른 축을 담당하고 있는 반도체는 업황과 실적 모두 1분기를 저점으로 회복세를 보일 전망
- 일단, 반도체, IT 업황 개선의 중요 변수는 중국 경기회복. 대중국 수출비중을 보면 반도체 43.3%, 무선통신기기 50.1%, 디스플레이 28.5%, 컴퓨터 20.5%에 달하는 상황
- 중국 경기회복이 가시화될 경우 반도체, IT 수출 개선에 힘입은 업황 개선 가능성이 높아질 전망
- 반도체 가격 하락세도 점차 진정될 전망. 23년 1분기 예상보다 급격한 하락세 진행(-18.95%)
- 4분기 연속 급격한 하락세가 진행됨에 따라 바닥권에 근접했다고 볼 수 있음. 과거 4분기 연속 하락 이후 반등, 또는 추세반전 전개

자료: 한국 산업통상자원부, CEIC, 대신증권 Research Center

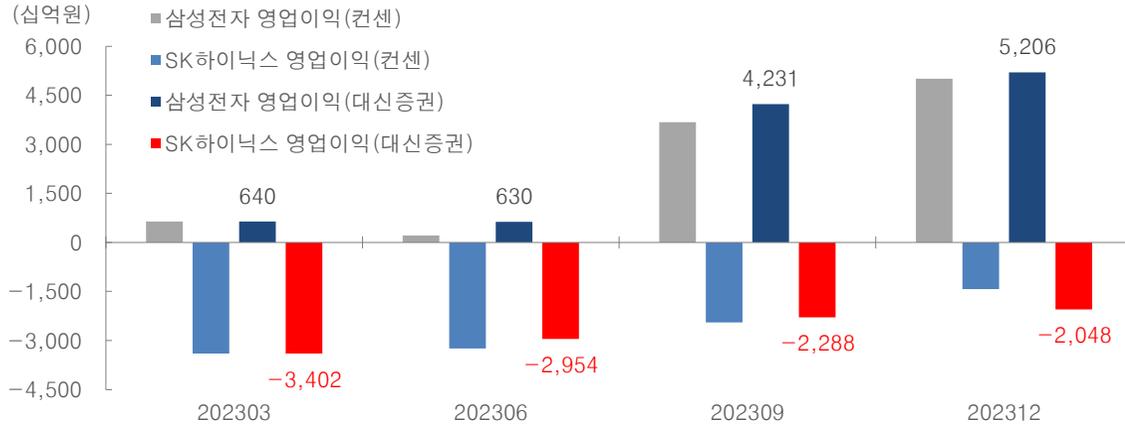
## Dram Exchange 4개 분기 연속 하락 이후 반등 조짐



자료: 대신증권 Research Center

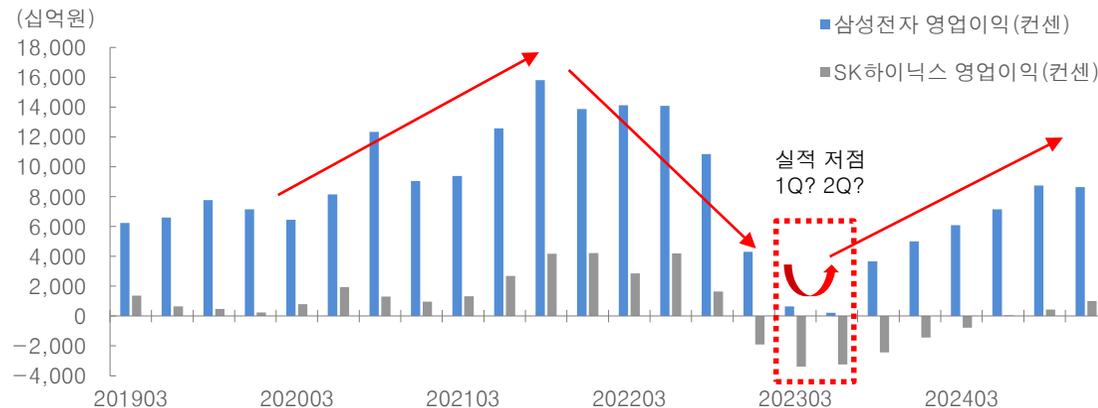
# [반도체 실적] 23년 1분기 저점 예상. 지연되더라도 반도체 실적 저점통과 중

## 삼성전자, SK하이닉스 23년 1분기 실적 저점 이후 회복국면 전개 예상



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 삼성전자, SK하이닉스 실적 저점 늦어져도 2분기는 저점 통과 과정



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 반도체 실적도 1분기를 저점으로 회복세를 보일 전망
- 당사 반도체 애널리스트인 위민복 연구원은 지속되는 실적 악화로 인한 Capex 투자 축소가 구조적인 수요 우위국면으로 진입을 예고하고 있다고 판단
- 1분기 실적 악화 이후 추가적인 투자 축소는 업황, 실적 턴어라운드에 힘을 실어줄 전망
- 전체 애널리스트 컨센서스에서는 1분기, 2분기 저점이 명확하지 않지만, 실적 회복 시점이 지연된다 하더라도 23년 2분기는 저점통과 시점
- 주가 측면에서는 더 낮아지기보다는 23년 하반기 이후 반도체 업황, 이익개선 기대를 반영하며 상승세를 보일 전망

펀더멘털 동력.

3) 선행 EPS, 순이익 상승세

---

Strategist 이경민

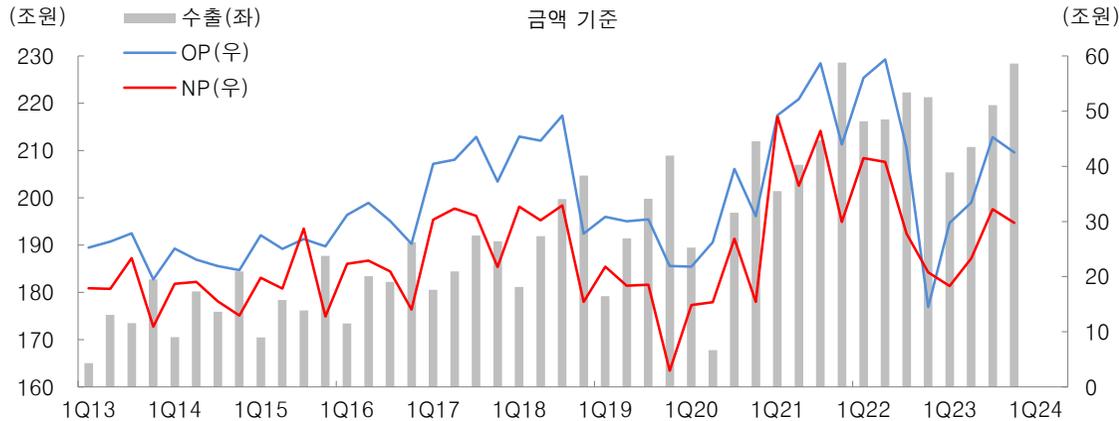
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, JR 김정윤

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

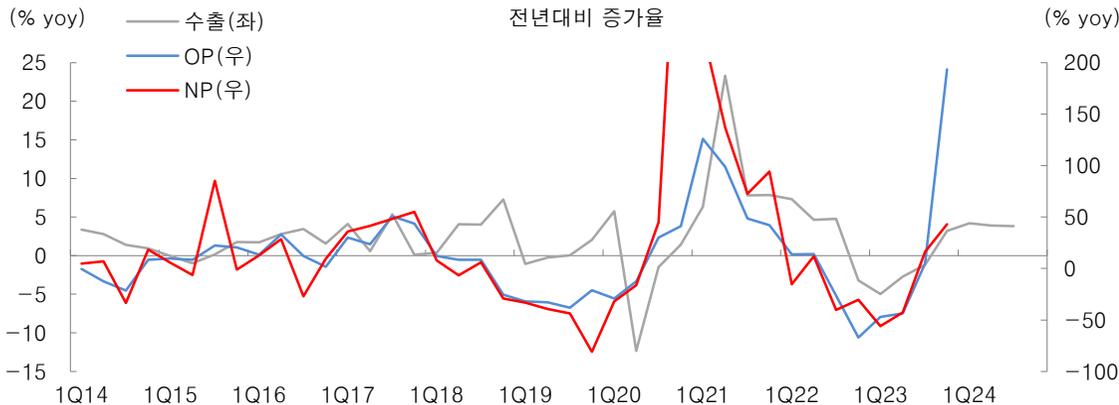
# [기업이익] 수출 개선, 반도체 업황 회복 = 분기별 실적 레벨업

## 수출 금액 증액 구간에서 KOSPI 기업이익 개선세 뚜렷



자료: 산업통상자원부, FnGuide, 대신증권 Research Center

## 수출 증가율 플러스 반전 & 반도체 업황 개선/기저효과로 이익모멘텀 레벨업 전망



자료: 산업통상자원부, FnGuide, 대신증권 Research Center

- 한국 수출 모멘텀 개선은 KOSPI 이익 레벨업으로 이어질 전망
- 수출금액과 KOSPI 영업이익, 순이익 흐름과 동일한 방향성을 보여왔음
- 특히, 이익모멘텀(전년대비 변화율)은 드라마틱한 반전이 예상되는 상황. 반도체 업황 회복과 기저효과로 23년 하반기 이익증가를 드라마틱한 반전 예상
- 이러한 흐름은 24년까지 이어지며 KOSPI 지수 상승 뿐만 아니라 밸류에이션 부담도 빠르게 진정시켜줄 전망
- 선행 PER은 23년 14배에서 24년 10배 이하로 레벨다운될 것으로 컨센서스 형성

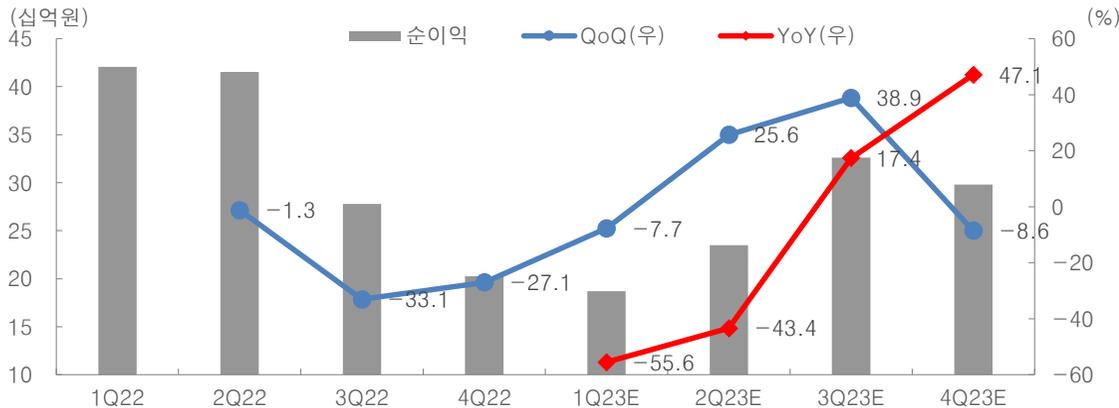
# [기업이익] 22년 4분기 저점 가능성. 이익전망 하향조정을 감안해도 실적 턴어라운드 국면 진입

## KOSPI 22년 4분기 실적 저점 통과, 턴어라운드 가능성



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 추가적인 실적 하향조정을 감안해도 KOSPI는 실적 턴어라운드 국면 진입

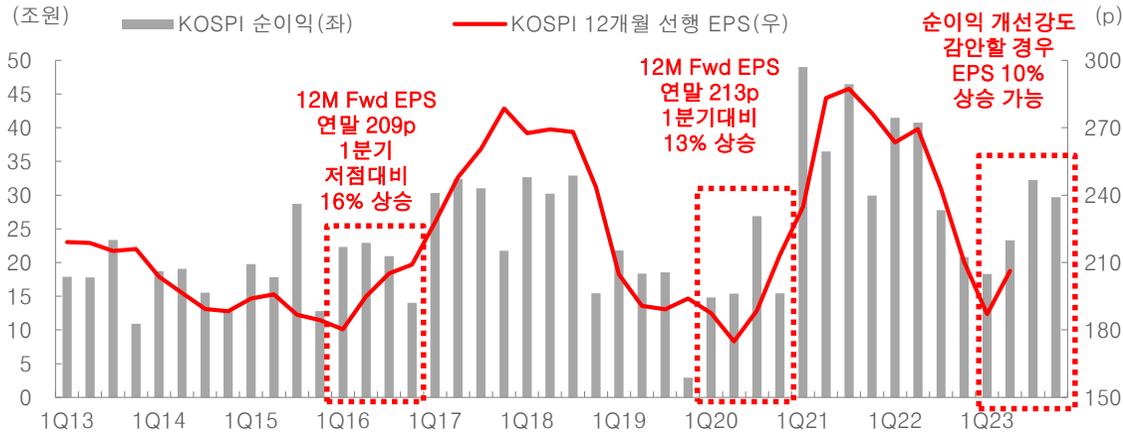


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI 중 23년 4분기까지 분기별 이익 전망이 존재하는 228개 기업의 실적 전망 추이를 보면 22년 4분기 영업이익, 순이익을 저점으로 이익개선국면으로 진입할 전망
- 실적에 대한 눈높이가 높다고 감안하더라도 최소한 23년 1분기 실적 저점 통과 가능성이 높다고 볼 수 있음
- 실적 전망 추이의 키를 쥐고 있는 반도체 업종도 23년 1분기 실적 저점통과 가능성이 높은 상황
- 반도체를 제외한 업종들의 실적 눈높이 조정이 필요하다는 점이 부담이지만, 반도체 업황/실적이 23년 1분기를 저점으로 회복국면으로 진입할 경우 KOSPI 분위기 반전에 힘이 실릴 전망

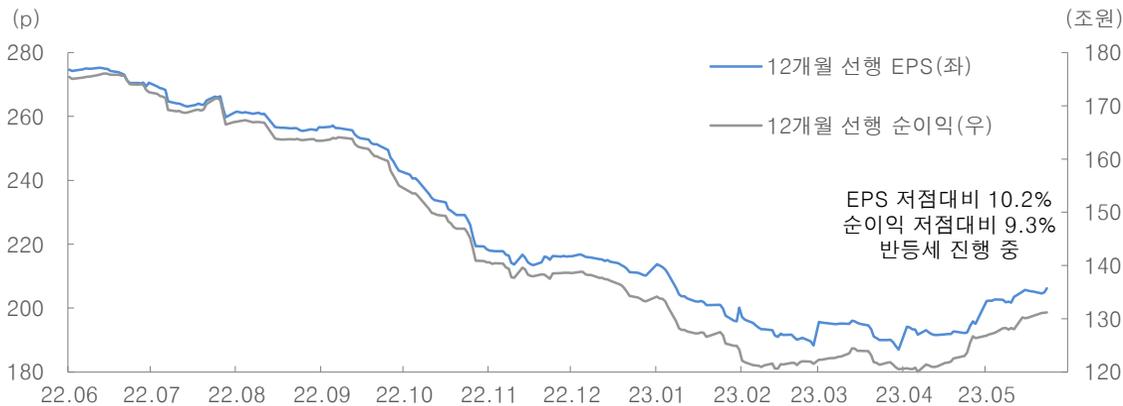
# [기업이익] 1분기 실적시즌 이후 12개월 선행 EPS 상승반전 가시화

## KOSPI와 한국 수출금액 간의 높은 상관관계(0.94). KOSPI가 1 ~ 3개월 선행



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 12개월 선행 EPS를 선행하는 순이익 전망. 이미 저점대비 8.8% 반등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 23년 5월은 12개월 선행 EPS 흐름에서 중요 변곡점이라고 판단
- 순이익 전망 추이를 보면 1분기를 저점으로 턴어라운드 예상. 이 경우 12개월 선행 EPS는 2분기 중, 1분기 실적 시즌 이후 상승반전 가능할 것
- 최근 12개월 선행 EPS는 하락세를 일단락하고 190 ~ 195p에서 등락 이후 206p까지 반등. 분위기 반전의 시작이라고 생각
- 특히, 12개월 선행 순이익(EPS 선행)은 이미 4월초 저점을 확인하고 완만한 상승세 진행 중. 저점대비 9.3% 반등했고, 그 중심에는 반도체가 자리

# [밸류에이션] 12개월 선행 EPS 반등, 부담을 덜어내기 시작. 쉬어가는 것만으로도 PER 레벨은 낮아질 전망

## KOSPI 12개월 선행 PER은 13배 하회



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 12개월 선행 EPS 196p까지 반등. 직전 고점을 넘어서며 분위기 반전 모색

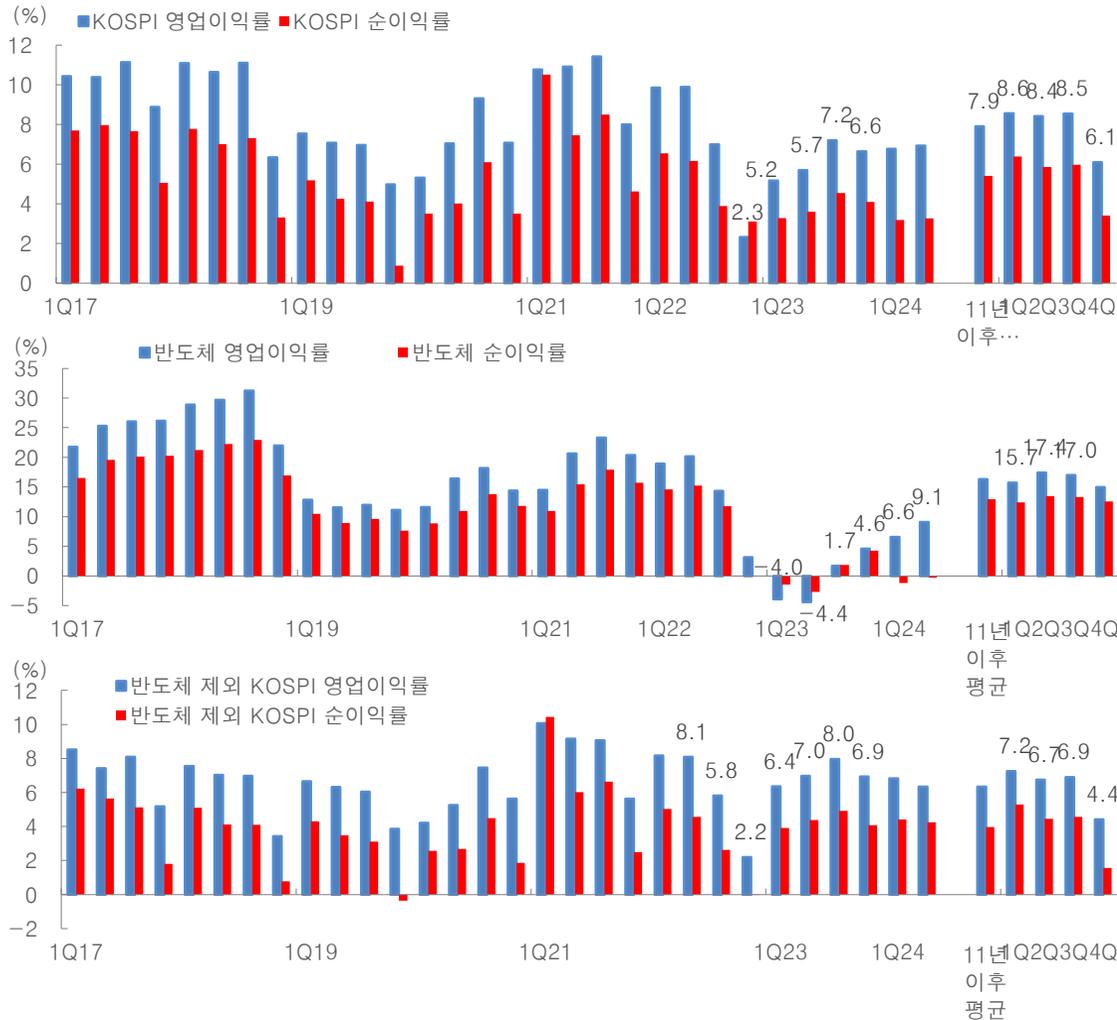


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 그동안 KOSPI는 작은 변화를 단초로 기대감을 증폭시켜왔고, 확대 재생산하는 과정 진행
- 그 결과 KOSPI 12개월 선행 PER은 13배를 넘어선 것. 21년 4월 이후 최고치이자, KOSPI 지수 기준 3,200선 ~ 3,300선 수준
- 경기, 실적보다는 기대감(금리인하, 업황 개선 등)에 근거한 반등이라는 의미이자, 밸류에이션 부담이 가중되어 왔음
- 그러나 4월 중순 이후 긍정의 변화 감지. 금리인하 기대가 정점을 통과함에 따라 밸류에이션 확장이 어려운 상황에서 12개월 선행 EPS가 상승세를 보이면서 PER 13배를 하회하기 시작
- 5월말에는 KOSPI가 연중 고점권인 2,550선을 넘어섰지만, PER은 12.4배에 머무름
- 물론, KOSPI가 2,600p, 2,700p를 곧바로 가기는 어렵다고 생각하지만, 지수 상승 조건 중 하나인 펀더멘털 개선이 가시화되고 있다는 판단
- 23년 1분기 실적시즌 이후 꾸준히 선행 EPS 상승 예상. 밸류에이션 부담 완화와 더불어 KOSPI 상승추세 전개의 중요 동력이 될 수 있다고 생각

# [실적 눈높이] 충분히 눈높이가 낮아진 반도체. 시클리컬, 소재/산업재도 평균 수준에 근접

1분기, 2분기 KOSPI 영업이익률 5.2%, 5.7%는 반도체(-4%) 영향  
반도체를 제외한 23년 1분기, 2분기 영업이익률은 2011년 이후 평균에 근접



- 실적 전망에 대한 눈높이 격차는 반도체와 반도체를 제외한 업종 간의 차이는 연간 실적에서 극명하게 드러남
- KOSPI 1분기 영업이익률은 5.2%로 2011년 이후 평균(8.7%)을 크게 하회하는 것처럼 보이지만, 이는 전적으로 반도체 실적 악화 영향
- 반도체 영업이익률은 23년 1분기, 2분기 모두 -4%, -4.4%로 적자 예상.
- 반면, 반도체를 제외한 업종의 영업이익률을 보면 23년 1분기 6.4%, 2분기 7.0% 기록 중, 11년 이후 평균인 7.4% 하회, 6.7% 수준에 근접
- 반도체를 중심으로 한 IT는 상당한 수준의 이익전망 하향조정, 눈높이 레벨다운 전개. 반도체를 제외한 업종들에 대한 이익전망도 눈높이를 평균수준으로 낮아졌다는 판단
- 22년 3분기, 4분기 영업이익률이 11년 이후 평균을 하회했다는 점을 감안할 때 추가적인 이익 전망 하향조정은 감안해야겠지만, 상반기 실적 쇼크는 제한적임을 시사

# 펀더멘털 개선의 나비효과 = 외국인 순매수 강화

---

Strategist 이경민

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

Strategist, JR 김정윤

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

# [외국인 수급] 22년 7월 이후 등락을 활용한 매집국면 => 3월 22일 이후 비중확대 전략으로 전환

## 외국인 7월 이후 21.9조원 순매수. 보유비중 31% 넘어서



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 외국인 선물 포지션, 중립적인 가운데 매집을 이어가고 있어



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 22년 7월 이후 외국인 투자자들은 외환 시장 방향성과 상관없이 순매수 기초를 이어가고 있음. 누적 순매수 21.9조원 유입 중. 하지만, 외국인 보유비중은 31%를 넘어서
- 그동안 외국인 투자자들은 한국 증시의 장기 하락세, 충분한 조정 이후 저평가 매력과 외환시장에서 정점통과 기대로 매집 해왔다고 판단
- 매집 구간에서도 단기 차익실현 심리 강화 가능성은 존재하지만, 추세적인 흐름에 집중
- 그러나 3월 22일 이후에는 원/달러 환율 상승, KOSPI 지수 레벨업(2,400 ~ 2,500선대)에도 불구하고 순매수 강화. 비중확대 전략으로 전환된 것으로 보임
- 단기적으로는 외국인 선물매매 외국인 선물 매매패턴에 따른 등락 예상. 22년 5월 이후 중립을 유지하는 가운데 좁은 박스권 매매를 이어가고 있기 때문. 단기 선물 매도로 증시 변동성 확대, 외국인 차익 매물이 출회될 수 있지만, 방향성 투자가 필요한 시점
- 외국인 선물매매 박스권 이탈 여부 체크

# [외국인 수급] 실적, 밸류에이션, 원화 상대강도가 바뀌면서 외국인 수급도 적극적으로 전환

## 밸류에이션 상대적 부담 완화, 실적전망 상대적 강도 반등 가시화



자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

## 일방적인 원화 약세 진행 중. 과도한 흐름이 정상화되면서 외국인 매수 강화

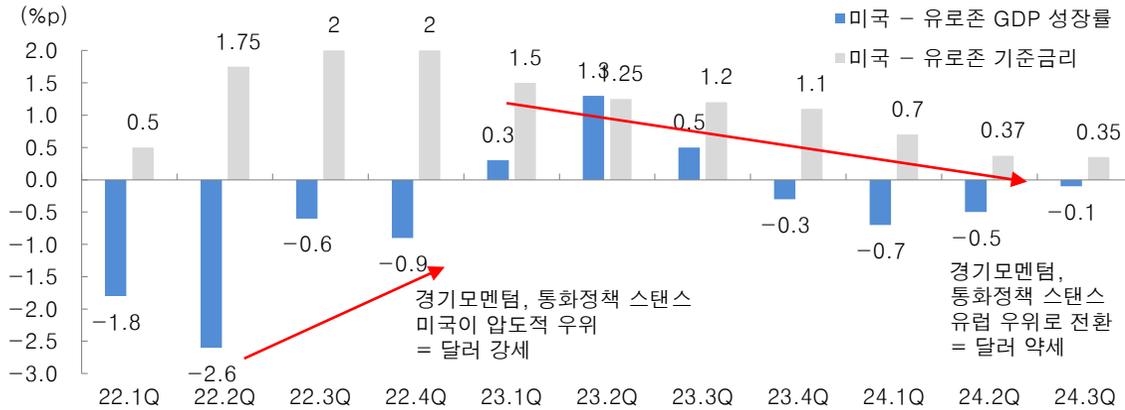


자료: Bloomberg, FnGuide, 대신증권 Research Center

- 외국인 투자자들의 방향성 투자, 비종확 대 전략 가시화. 실적전망이 안정을 찾고, 밸류에이션 부담이 정점을 통과하고 있기 때문
- 1분기 실적 시즌, 3월말 이후 선진국대비 밸류에이션 & 이익전망 상대강도 방향성 전환
- 외국인 투자자입장에서 KOSPI 매력도 저점 통과 가능성 확대
- 한편, 원/달러 환율 측면에서도 추가적인 원화 약세 압력을 걱정하기보다는 오히려 외국인 투자자 입장에서는 환차익을 노릴 수 있는 구간으로 진입했다고 생각
- 즉, 추가적인 원화 약세가 전개되더라도 달러대비 원화 약세압력이 정점권에 근접함에 따라 향후 원화 강세 전환을 기대한 외국인 투자자들의 수급변화
- 밸류에이션 부담 완화 & 실적 개선강도 회복, 원화의 상대적 약세 진정 / 강세국면 진입으로 외국인 수급 개선세 강화될 전망

# [달러화] 23년 1분기 반등 이후 약세국면 진입. 2분기부터는 신흥아시아 통화, 신흥국 증시 상대적 강세 전망

## 23년 하반기, 유로존 경기 상대적 우위 & 금리 격차 축소. 달러 약세 압력 확대



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 달러화 약세국면에서 신흥국, 신흥 아시아증시 상대적 강세 뚜렷



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 달러화는 1분기 강세, 2분기 등락 이후 하반기부터 약세국면 예상
- 23년 2분기를 지나면서 미국 통화정책보다 유럽 통화정책이 더 매파적이고, 경기 모멘텀 또한 유럽이 우위를 보일 전망
- 게다가 중국은 23년 1분기, 한국은 23년 2분기 경기저점 통과, 모멘텀 회복이 가시화될 경우 위안화, 원화의 상대적 강세가 가능할 것
- 과거 달러 초강세 이후 달러가 약세국면으로 진입할 경우 신흥국 증시에는 큰 기회가 되었음
- 90년대 초중반 아시아 육룡, 2002년 ~ 2008년 BRICS, 23년 이후에는? ASEAN 주목

# 3분기 중 KOSPI 2,800선 돌파시도 전망

---

Strategist 이경민

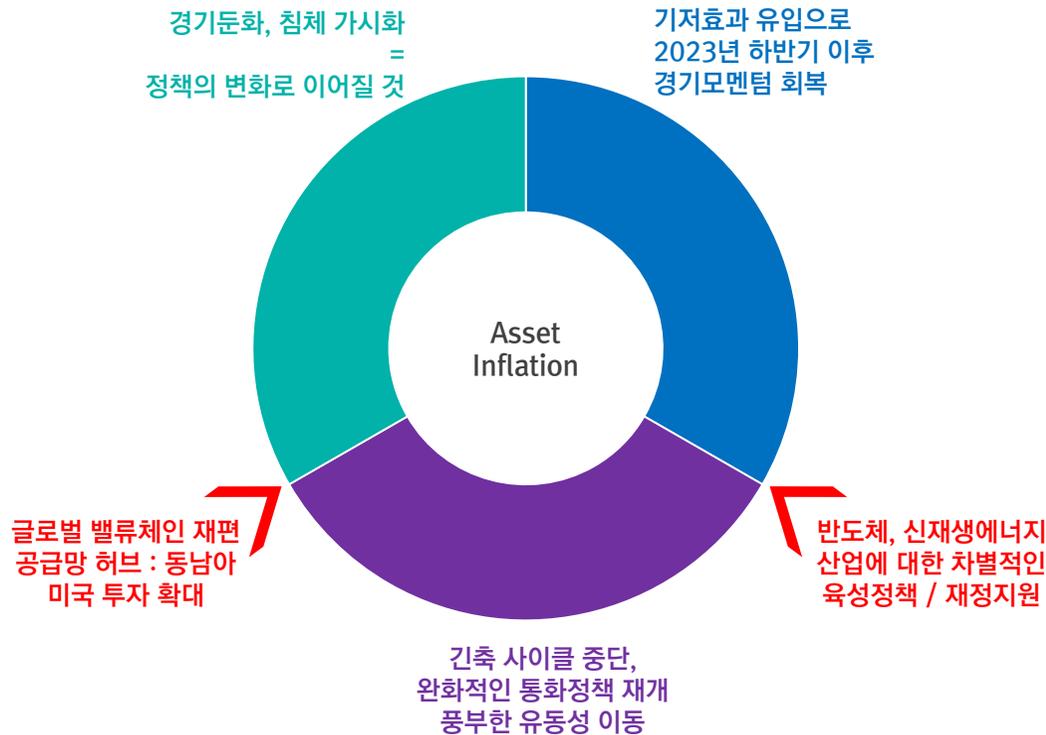
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, JR 김정윤

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

# [2023 View] 궁즉변(窮卽變), 변즉통(變卽通) = Asset Inflation

경기 침체 우려는 결국 통화정책 변화로... 기저효과에 의한 경기 턴어라운드



- 극한상황에 이르면 변하고, 변하면 통하는 길이 생긴다는 말(주역). 22년 4분기 이후 글로벌 펀더멘탈 환경 악화, 경기침체 현실화는 23년 상반기 이후 글로벌 투자환경의 긍정적인 변화를 기대케 할 것
- 궁즉변(窮卽變) : 경기 경착륙, 침체 가능성이 글로벌 증시의 저점통과 가능성을 높일 것. 펀더멘탈에 대한 불안감이 커지는 만큼 통화정책과 재정정책은 완화적으로 전환될 전망
- 변즉통(變卽通) : 23년 상반기를 지나며 글로벌 통화정책 완화 현실화될 경우 경기불안은 제어되고, 경기 턴어라운드 기대가 회복될 것. 이 과정에서 차별적인 정책/재정이 유입되며 글로벌 경쟁력과 성장동력을 보유한 산업군으로 빠른 글로벌 유동성 이동 예상

# [23년 분기별 금융시장 환경] 통화정책, 경기 전환점 통과. 엃박자라는 점이 문제

통화정책 전환점에서 국가별 엃갈린 경기 저점은 금융시장 방향성을 모호하게 만들어... 23년 글로벌 금융시장은 박스권 등락 예상  
 한편, 2023년 상반기 중국 경기회복, 반도체 업황 개선은 한국 수출, 기업이익 회복으로 이어지며 한국 증시의 차별적인 반등 전망

	2Q	3Q	4Q
<b>경제전망</b>	 미국, 유럽 견조한 경기흐름 중국 경기회복, 한국 수출 개선	 중국 경기모멘텀 정점통과 미국, 유럽 경기 악화(역성장)	 중국 경기모멘텀 정체 미국, 유럽 경기 침체
<b>물가/금리 전망</b>	 물가 하락 속도 둔화 통화정책 기대/실망에 금리 등락	 주택물가 하락반전 물가 하락세 재개	 주택물가 하락, 미국 경기악화로 물가 레벨 다운
<b>기업 이익 전망</b>	 반도체 사이클 저점통과 12개월 선행 EPS 상승반전	 반도체 업황/실적 개선 12개월 선행 EPS 상승	 4분기 실적쇼크 Vs. 24년 실적기대 12개월 선행 EPS 정체
<b>달러/유동성</b>	 달러 단기 반등 이후 통화정책 전환점 통과로 하락반전	 ECB의 매파적 스탠스 미국 경기 악화로 달러 약세	 미국 경기침체, 금리인하 가시화 달러 약세 지속
<b>정책 (통화/재정)</b>	 통화정책 불확실성 남아있어... 6월 FOMC 이후 방향성 결정	 금리동결 국면 진입. 채권금리 하향안정	 금리인하 가시권 진입 24년 금리인하 사이클 기대
<b>전망 및 Check Point</b>	<b>턴어라운드</b> 중국 경기, 한국 수출, 반도체 업황, 기업이익 회복	<b>지수 레벨업, 정점통과</b> 신흥아시아, 반도체의 차별적인 펀더멘털 모멘텀 회복	<b>박스권</b> 펀더멘털 모멘텀 정체 & 미국, 유럽 경기침체 Vs. 금리인하

# [KOSPI 하반기 Band 2,380 ~ 2,780p] 3Q 강한 반등, 4Q 박스권 등락

3/4분기 중국 경기 회복, 한국 수출, 반도체 업황 개선으로 차별적 반등, 4/4분기 미국, 유럽 경기 악화 Vs. 금리인하 기대, 24년 경기 회복 기대로 박스권 등락 전망. 추세적인 상승세는 24년에 가능할 전망



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

# Main 전략 : 반도체, 자동차, 2차전지 변동성 활용한 비중확대

---

Strategist 이경민

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

Strategist, JR 김정윤

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

# [투자전략] 23년 2분기는 변동성을 활용한 비중확대 전략 권고, 포트폴리오 재편의 기회 체크

2Q ~ 3Q 차별적인 반등 : 실적 턴어라운드 & 구조적 성장 / 수출주, 4Q 배당, 방어주 비중확대

## 1분기 (저점 통과)

- 중국 경기회복, 미국/유럽 견조한 경기둔화
- 고강도 금리인상 부작용 Vs. 금리인하 기대
- 기대와 현실 간 괴리 확인 = 단기 등락
- 성장주, 중소형주로 단기 수익 확보

## 2분기 (턴어라운드)

- 기대와 현실 간 괴리 확인 = 단기 등락
- 중국 경기모멘텀 강화 & 반도체 업황 저점 통과 = 한국 수출, 기업이익 회복세 가시화
- 수출주와 구조적 성장주 분할매수

## 3분기 (레벨업)

- 수출, 반도체 업황/실적 턴어라운드 확인 = 한국 수출, 기업이익 개선 가시화. 2년만에 펀더멘털 동력 유입
- KOSPI 2,800선 돌파시도
- 미국/유럽 경기악화 시장 주도업종 비중조정
- 배당주/방어주 관심

## 4분기 (박스권)

- 미국 경기침체(마일드) Vs. 금리인하 가시화
- 채권금리, 물가 레벨 체크
- 미국 24년 경기회복 기대
- 한국 24년 기업이익 모멘텀 레벨업 가능성
- 박스권 등락과정에서 다시 한번 주도주 매집

성장주/중소형주

순환매

턴어라운드 기대주

저평가 대형주

소외주, 배당주

구조적 성장주(2차전지, 인터넷)와 수출주(반도체, 자동차). 중국 모멘텀(조선, 철강, 화학 등)

# [G3 산업정책] 반도체, 신재생에너지(전기차, 2차전지), 국방에 미국, 중국, 유럽 정책 집중

G3의 핵심 전략은 반도체 기술/생산능력 확보 + 신재생에너지로 에너지 독립

블록화, 자국우선주의  
4대 핵심 품목 선정  
반도체 법안, 인프라  
법안, IRA 등 시행



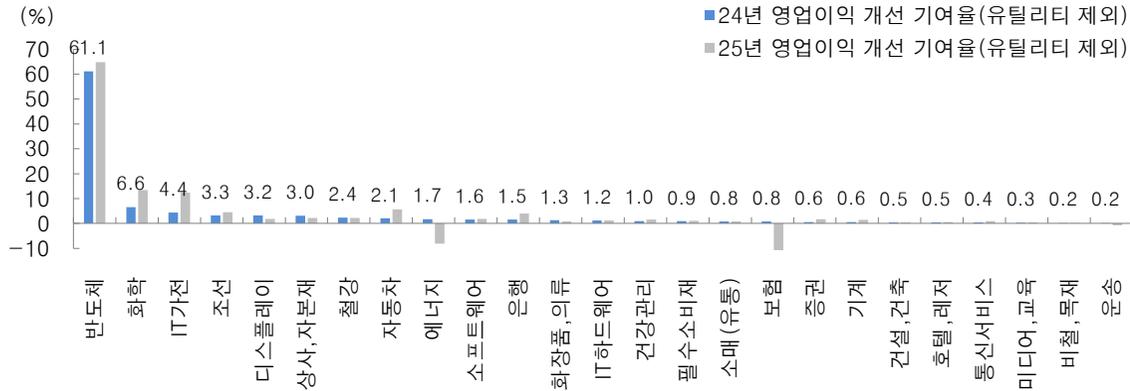
신재생에너지 + 국방  
우크라이나 - 러시아 전쟁  
장기화로 신재생에너지 육성  
및 국방력 강화에 속도를 더함

제조업 기반으로 미래산업 육성  
제조 2025로 반도체 산업 확대, 보조금/지원금  
지급 등 정부차원의 신재생에너지 육성,  
빅테크 기업 규제 완화 가시화

- 탈세계화가 가속화되는 상황에서 글로벌 투자환경은 저성장, 중금리, 중물가 시대로 진입
- 전세계적으로 공급망 재편 가속화. 안정적이면서도 자국 안보를 지키기 위해 탈세계화 인식이 단순 경제를 넘어서 국가 안보 범위까지 확대
- 탈세계화 추이가 빨라지면서 첨단기술 확보를 위한 치열한 움직임과 국가안보와 직결되는 국방 지출은 확대될 것
- 더불어 글로벌 에너지 수급 불균형 심화에 따라 안정적인 에너지 공급을 위해 원자재 수입 의존도를 낮추고 자국 거점화가 용이한 신재생에너지 투자 확대 본격화될 것으로 예상
- 환경/자동화 관련 산업과 초격차 기술력을 보유한 산업(반도체, 바이오) 주목. 탈세계화를 위한 글로벌 기술 패권 전쟁 (Tech cold war) 불가피
- 미래 성장 동력을 위한 집중 투자의 최대 수혜 산업으로 판단

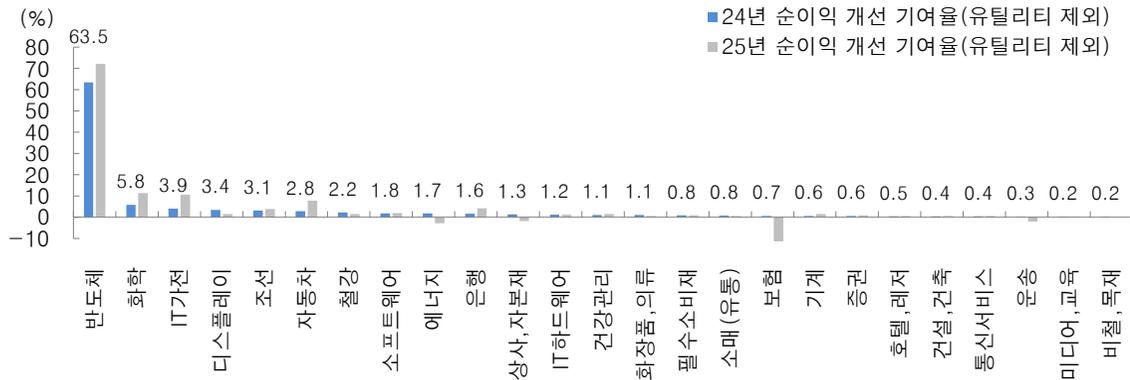
## [Sector View] 반도체, 2차전지, 자동차, 조선, 인터넷 주목

24년 KOSPI 이익개선의 60% 이상 반도체. 25년에도 이어져 2차전지, 조선, 디스플레이, 자동차, 인터넷 가세



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

24년 KOSPI 순이익개선의 60% 이상 반도체. 뒤를 이어 2차전지, 디스플레이, 조선, 자동차, 인터넷 가세

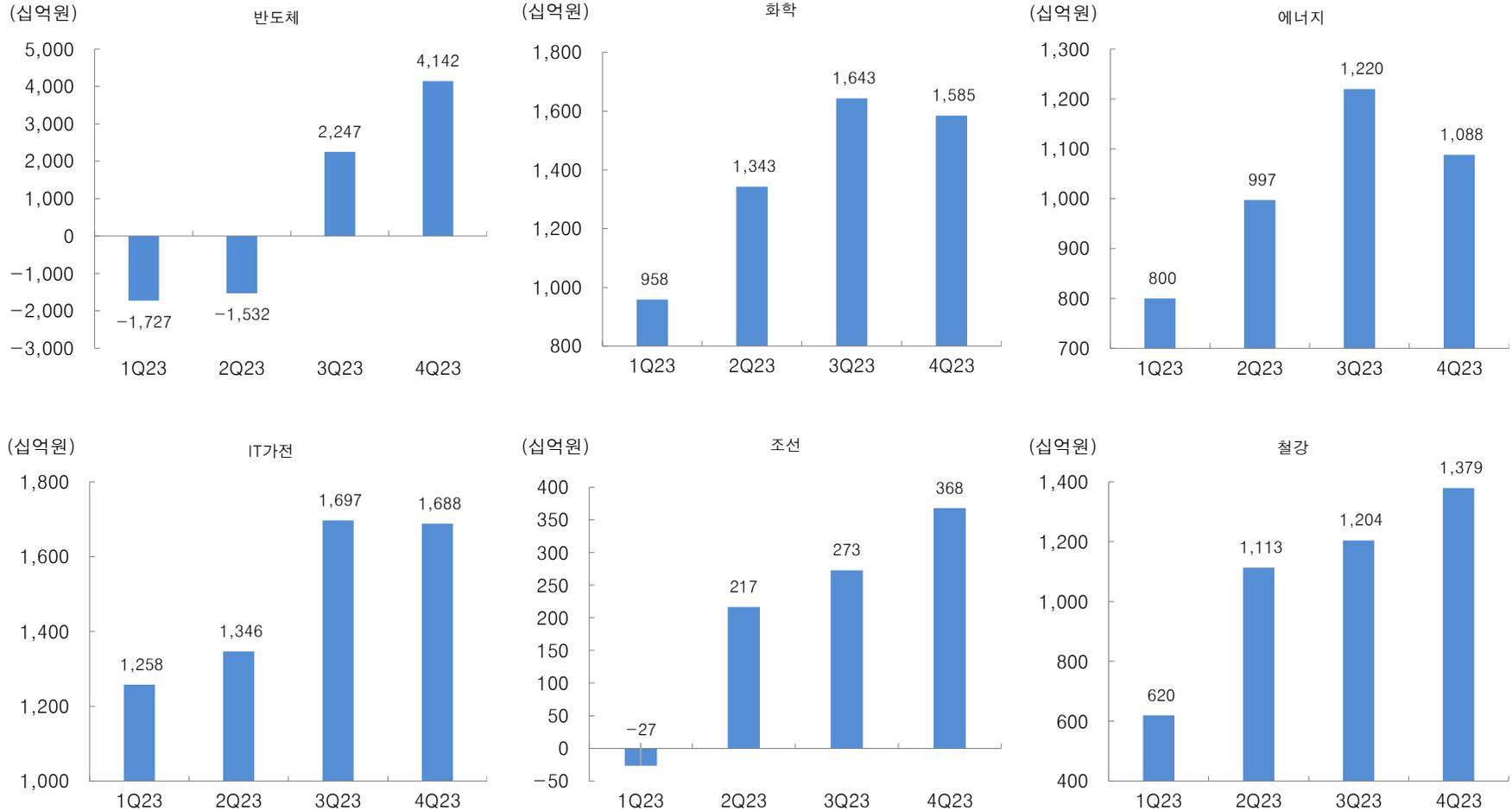


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 2023년 이후 증시 흐름은 반도체를 중심으로 한 IT(인터넷, IT하드웨어 등)와 2차전지, 자동차 업종이 추세를 주도할 전망
- 특히, 반도체, 인터넷 업종은 2011년 이후 평균 영업이익률을 하회하면서 실적에 대한 눈높이가 크게 낮아진 상황
- 한편, 23년 하반기 턴어라운드 이후 24년 영업이익 개선 기여도를 보면 반도체 업종이 KOSPI 전체 이익개선의 60% 이상을 이끌어갈 전망
- 뒤를 이어 화학, IT가전, 디스플레이, 조선, 자동차, 철강, 소프트웨어, 에너지 등이 자리
- 25년까지 반도체 업종의 압도적인 이익 개선 주도력과 기존 주도 업종들의 지속적인 실적 개선세 예상

# [Sector View] 반도체, 2차전지, 자동차, 조선, 인터넷 주목

## Top 6 업종 분기별 영업이익 추이



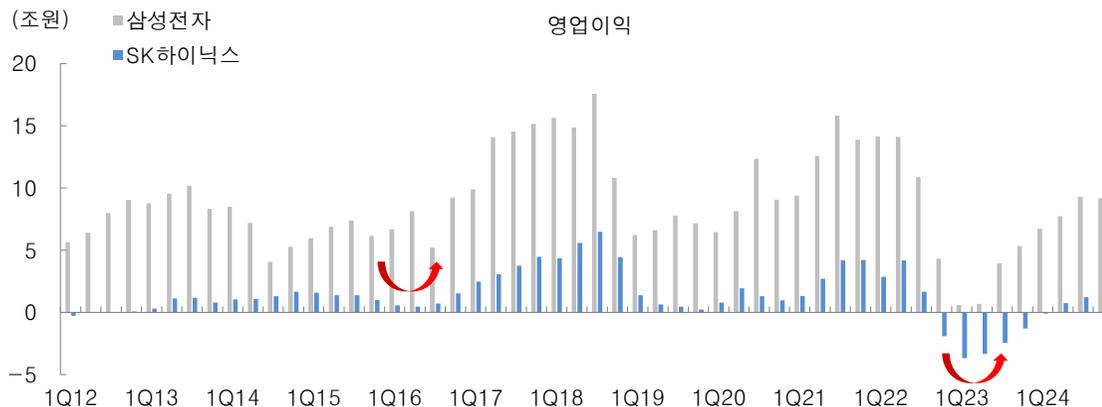
# [Sector View] Remember 2016 ~ 2017

## 2016년 ~ 2017년까지 반도체가 KOSPI 상승을 이끌어



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 반도체 실적, 업황 턴어라운드와 반도체 주가 턴어라운드 시점이 맞물려



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 2023년 2분기 이후 증시 흐름은 반도체, IT 업종이 추세를 주도할 전망
- 이미 23년초부터 반도체와 IT의 시장 주도력 회복, KOSPI를 Outperform
- 이번 반도체 업황, 실적은 23년 상반기를 저점으로 하반기 개선세를 보이며 24년 회복국면 진입 전망.
- 2016 ~ 2017년과 유사한 상황으로 판단. 2016년 상반기에도 반도체 감산, 이후 업황/실적개선 사이클 전개
- 2016년 ~ 2017년 반도체 실적 저점과 주가 저점이 일치. 이후 턴어라운드 모멘텀이 강화되며 KOSPI를 압도하는 상승추세 전개

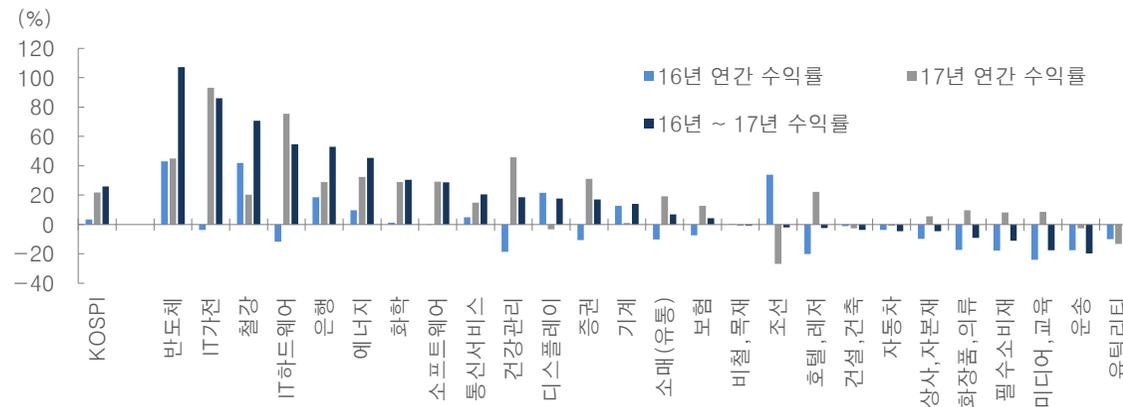
# [Sector View] Remember 2016 ~ 2017

## 2017년 KOSPI 이익개선의 63.1%를 차지했던 반도체



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 2016년 2017년 증시 상승을 주도했던 IT 전반과 철강, 은행, 2차전지

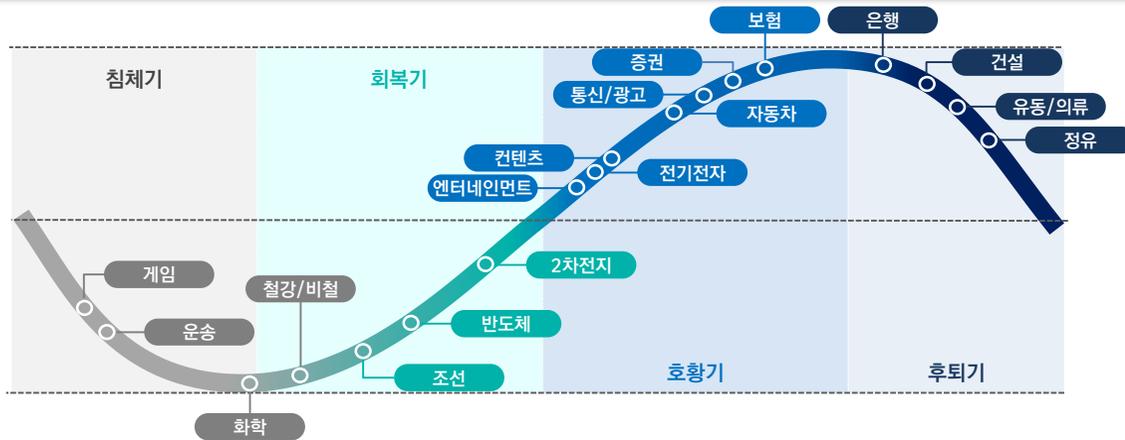


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 2017년에도 반도체 업종이 KOSPI 이익 개선의 63.1%를 차지하며 상승주세를 이끌어 감
- 뒤를 이어 조선, 은행, 상사/자본재, IT가전, 화학, 에너지, 철강, 증권 등이 실적 개선의 중심에 자리
- 2016년 ~ 2017년 업종별 수익률을 보면 반도체 업종이 KOSPI 상승을 주도하면서 IT 업종 전반에 상승분위기 형성
- 여기에 실적 기여도가 높은 철강, 은행, 2차전지가 KOSPI를 Outperform
- 반면, 실적 기여도가 (-)업종 대부분은 KOSPI가 2년 동안 26% 상승했음에도 불구하고 마이너스 수익률 기록
- 실적에 근거한 극심한 업종별 차별화 전개

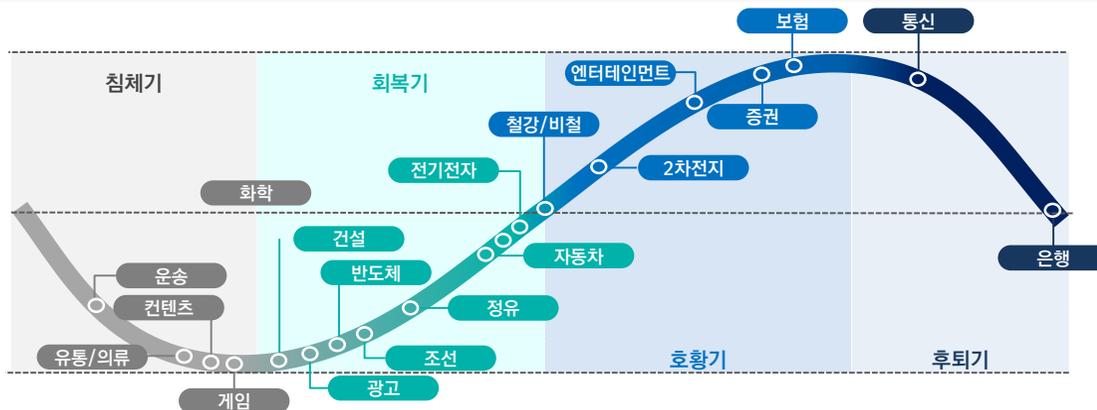
# [Sector View] 2023 하반기 산업별 실적 및 주가 사이클 전망

## 실적 기준 사이클



자료: 대신증권 Research Center

## 주가 기준 사이클



자료: 대신증권 Research Center

- 실적 및 주가사이클로 회복기 초입~호황기 초입에 위치한 산업이 투자 유망
- 실적 사이클로 볼 때, 투자 유망 산업은 반도체, 철강, 조선, 화학, 2차전지, 엔터테인먼트, 전기전자, 그리고 콘텐츠로 전망함
- 주가 사이클로 판단한 투자 유망 산업은 반도체, 조선, 정유, 자동차, 화학, 전기전자로 판단함
- 당사는 이 중 반도체, 조선, 자동차, 2차전지 4개 산업을 Top-Picks 섹터로 선정

## 2023년 하반기 Top Picks 최선호 Top4 + α (선호)

25년까지 매출액, 영업이익 모멘텀이 기대되는 Top 4 & 23년 하반기 업황 회복이 예상되는 6종목

	업종	Code	기업명	투자포인트
25년까지 성장 모멘텀 보유	반도체	A005930	삼성전자	IT 수요 둔화로 23년 상반기까지는 실적 약세 지속 예정이나, 업계 공급 조절로 23년 하반기 turnaround 전망. 2024년 영업이익 200% 가까운 증가세 전망
	자동차	A000270	기아	2023년 연간 OP 가이던스 9.3조원. 견조한 업황과 2Q 계절성 고려 시, 초과 달성 예상. 백로그/재고/신규 주문물량 고려 시, 수익성 둔화 시그널 제한적. 실적 기반의 견조한 주가 흐름 지속 전망
	화학	A051910	LG화학	화학소재 부문 부진에도 불구하고 양극재 캐파 증설에 따른 출하량 확대로 매출액 성장 기대. IRA 수혜 속에 LG에너지솔루션과 성장 기대
	조선	A329180	HD현대중공업	경쟁사 대비 빠른 턴어라운드, 견조한 엔진산업과 더불어 하반기 카타르 LNG 2차년도 발주, 컨테이너 선사 발주 수요 등 긍정적인 모멘텀 기대
업황, 이익개선	전기전자	A011070	LG이노텍	2023년 하반기, 명확한 매출과 영업이익은 개선 전망. 아이폰15 판매 증가 및 카메라의 ASP 상승으로 마진율 확대. 미국 테슬라향 전장향 카메라 공급확대 및 XR시장 개화 수혜
	유통	A004170	신세계	3분기 해외 여행 수요 회복으로 인/아웃바운드 관광객 증가가 면세점 실적 개선 견인 예상. 면세점 회복 후 4분기부터 백화점 실적도 완만히 개선될 것으로 전망
	기계	A241560	두산밥캣	북미 콤팩트 장비 수요 지속, 인프라 투자 수요 증가 속에 산업설비 투자 확대 수혜 기대
	2차전자	A011790	SKC	하반기 말레이시아 동박 공장 신규 완공 예상. 동박 생산 능력 확대와 더불어 하반기 이후 실리콘음극재, 반도체 클라스기판 사업의 상업 가동 기대감 확대 예상
	건설	A028050	삼성엔지니어링	하반기 화공 부문 실적 개선 기대. 이전에 수주한 카타르 라스파란, 말레이시아 쉘 OGP, 러시아 BGCC 등 3개의 프로젝트들이 본격화되면서 관련 매출액 증대 기대
	화학	A009830	한화솔루션	미국 IRA 태양전지 보조금 수혜, 발전사업 매각 이익 반영 등으로 신재생에너지 부문 매출/수익 확대 기대가 주가 상방압력 견인 요인

# 단기 순환매 대응 : 소외주 & 퀄리티 & 수급

---

Strategist 이경민

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

Strategist, JR 김정윤

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

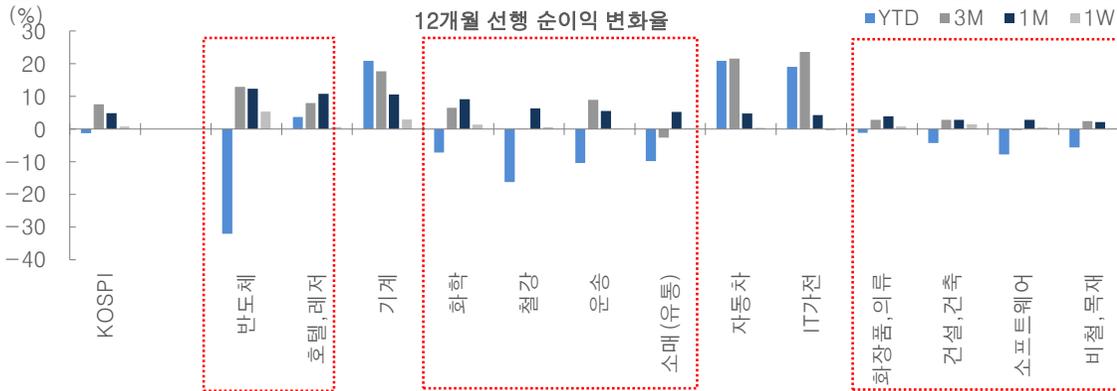
# [실적 개선] 12개월 선행 순이익, EPS 개선을 주도하는 업종군에 관심이 필요한 시점

**KOSPI 12개월 선행 순이익은 이미 4월초 저점 통과 이후 상승 전환  
1분기 실적시즌 이후 추세적인 상승세를 이어갈 전망**



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

**12개월 선행 순이익 전망 기간별 변화율 추이. 주간 변화율 플러스인 업종군 주목  
반도체, 호텔/레저, 기계, 화학, 철강, 운송, 소매(유통), 자동차, IT가전 등**

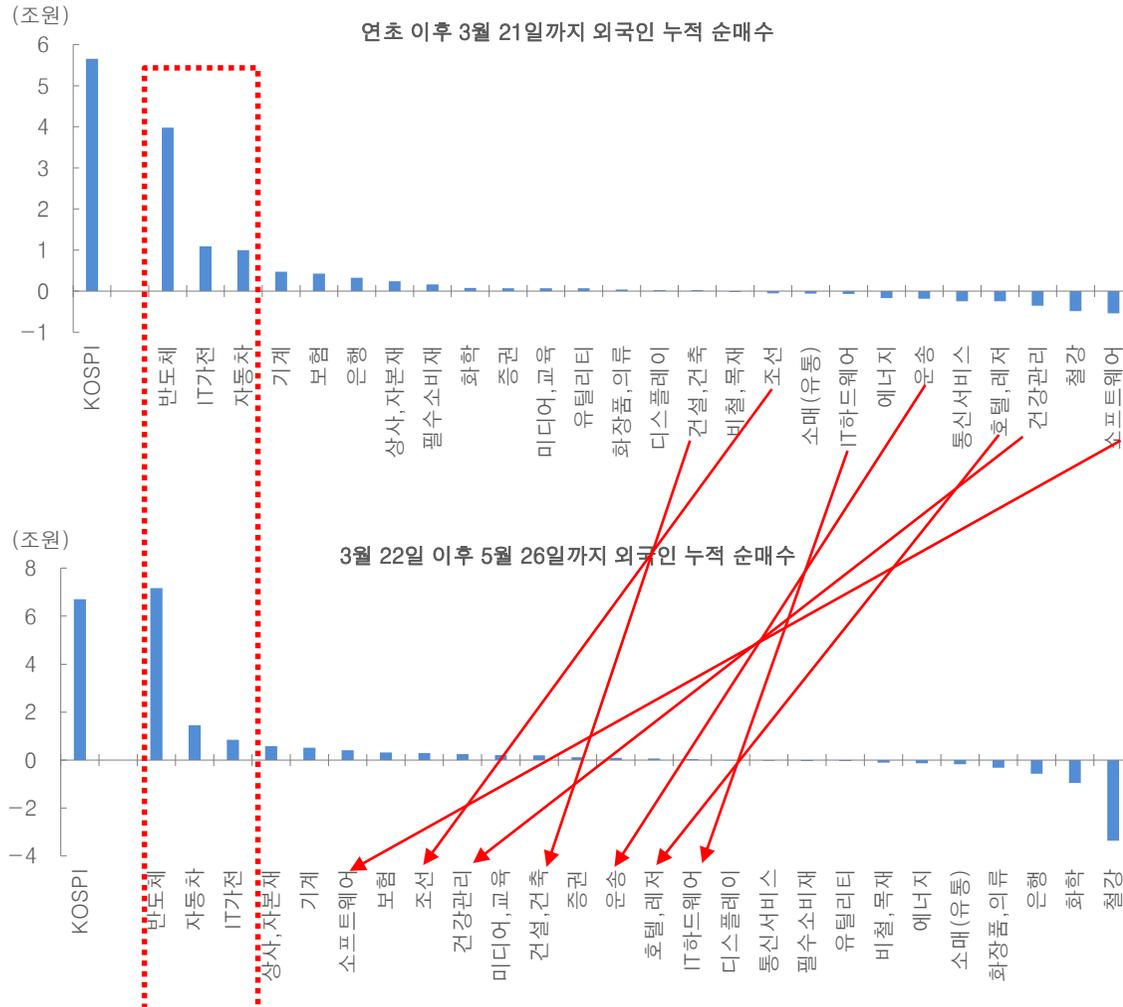


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI 12개월 선행 순이익이 반등을 넘어 상승세를 이어가고 있음(저점대비 +9.5% 상승). 순이익 전망 상향조정의 중심에 반도체 자리
- 반도체는 전년대비 -40% 이상에서 지난 주, 전월 대비 +5%로 반전
- 뒤를 이어 호텔/레저, 기계, 화학, 철강, 운송, 소매(유통), 자동차, IT가전, 화장품/의류, 건설, 소프트웨어, 비철/목재 등 실적 개선세 가시화
- 기존 주도주들은 변화의 시작이라고 생각
- 그 외 업종들은 순환매 대응 측면에서 관심권에 두고 바라봐야 할 것

# [외국인 수급] 반도체 매수 집중 & IT가전, 자동차 꾸준히 순매수. 단기적으로는 순매수 전환 업종 주목

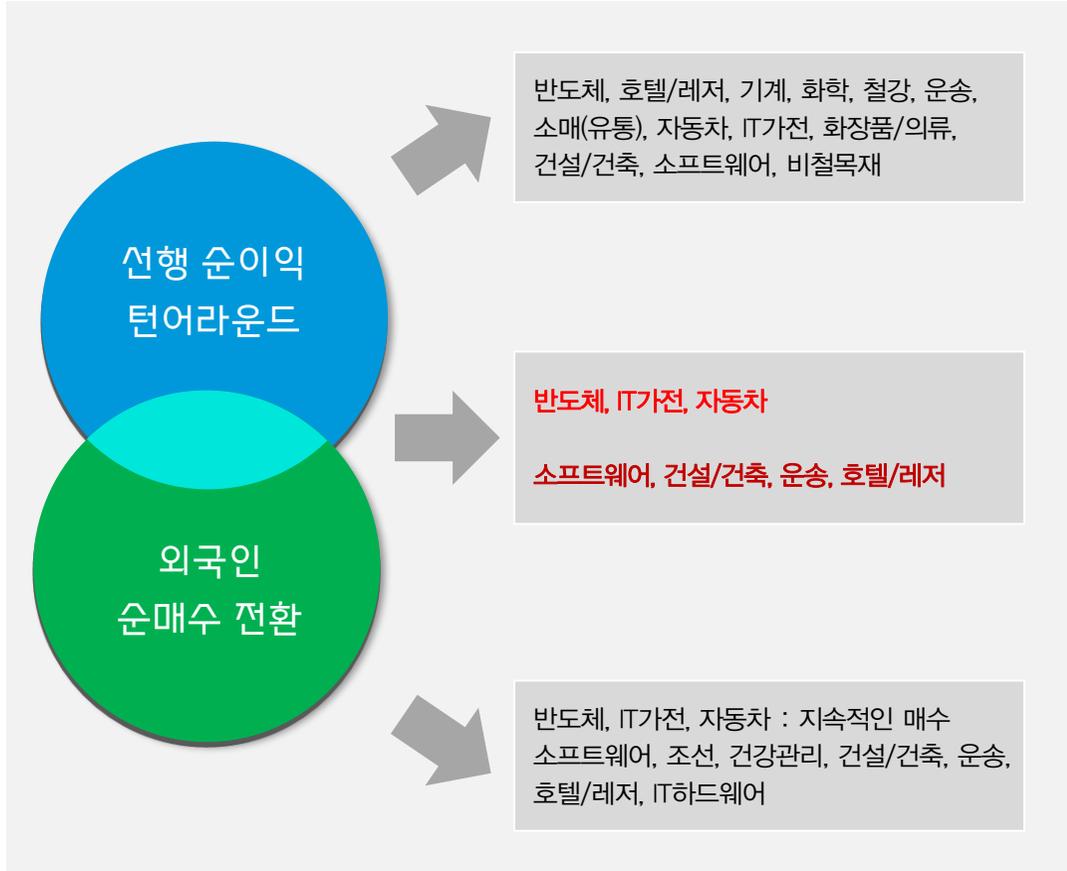
## 외국인 3월 22일 이후 매수전환한 업종들의 변화 꾸준히 체크



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 22년 7월 이후 외국인은 반도체, IT가전, 자동차, 기계, 상사/자본재 등 경기민감주, 수출주 중심으로 매집하고 있음
- 반면, 철강, 소프트웨어, 통신, 은행, 화장품/의류 등 2차전지, 성장주, 내수주 매도 우위
- 외국인 투자자 입장에서는 반도체 업황 개선, 수출 회복 기대에 관련 업종들 비중을 늘려가고 있다고 생각
- 한편, 3월 22일 이후에는 반도체로 쓸림이 심화되는 가운데 자동차, 기계, IT가전, 상사/자본재 매수를 이어가고 있음
- 특징적인 것은 순매수 전환한 업종들의 단기 급등세가 반복되고 있다는 점
- 소프트웨어, 조선, 미디어/교육 등이 대표적인 업종
- 단기 가격 메리트와 업황 개선 기대가 유효한 업종들을 중심으로 외국인 단기 트레이딩 전략 진행 중인 것으로 추정
- 이에 반해 철강, 화학, 에너지, IT하드웨어 등 2차전지 관련 업종은 대량매도 중
- 중국 소비관련주 매도도 지속

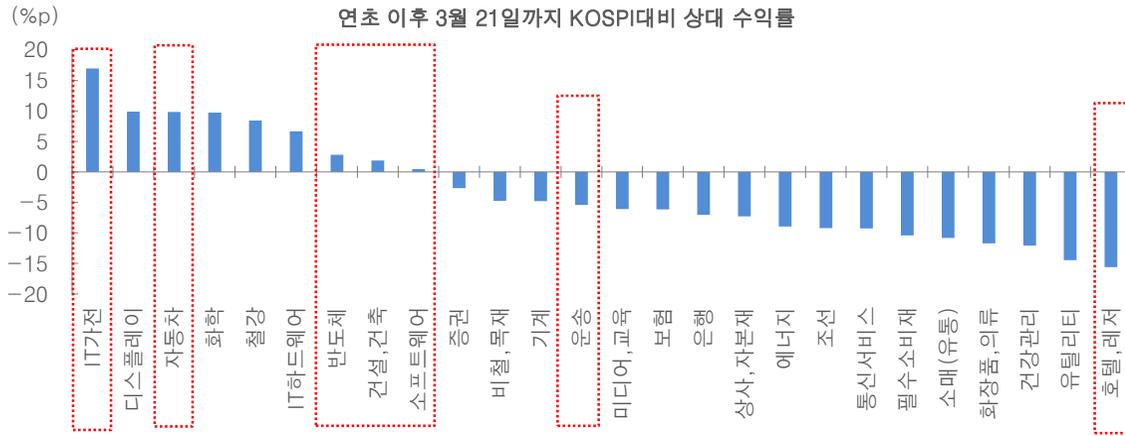
실적 모멘텀 회복과 외국인 수급 개선 교집합 업종에 관심 필요



- 12개월 선행 순이익 개선 모멘텀과 외국인 수급 개선이 가시화된 업종들에 관심 필요
- 특히, 이익과 수급 모두 호조세를 보이는 업종에는 반도체, IT가전, 자동차와 소프트웨어, 건설, 운송, 호텔/레저 등이 있음
- 이들 업종 중 반도체, IT가전, 자동차는 주도 업종으로 등락이 있을 때마다 비중을 늘려가야 하는 대표 업종
- 반면, 소프트웨어, 건설, 운송, 호텔/레저 등은 단기 트레이딩 전략으로 주목해야 할 것

# [순환매 대응] 실적 모멘텀 회복 & 외국인 수급 개선 & 저평가 매력 = 소프트웨어, 건설, 운송, 호텔/레저

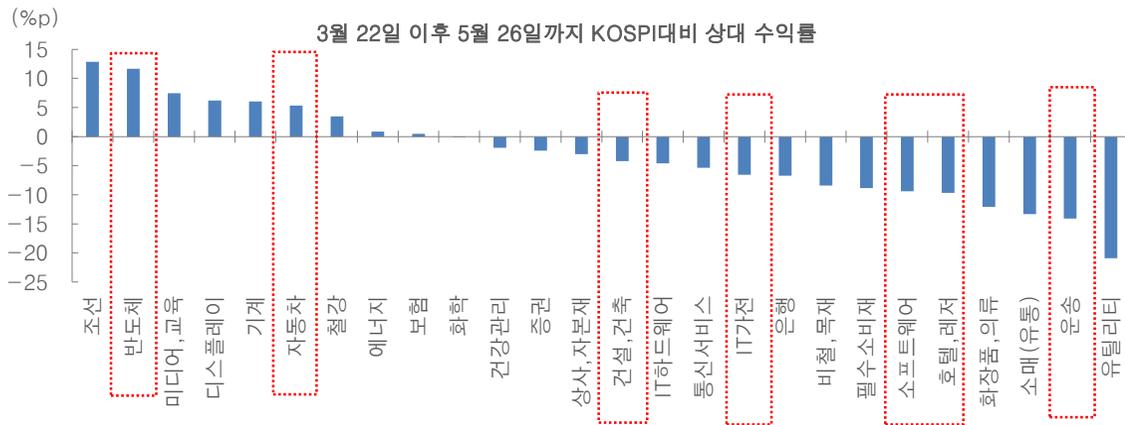
## IT가전, 디스플레이, 자동차, 2차전지, 반도체 등이 KOSPI를 Outperform



- 실적 호전과 수급 개선이 가시화되는 업종은 반도체, IT가전, 자동차, 소프트웨어, 건설, 운송, 호텔/레저 등
- 반도체, 자동차는 연초 이후 KOSPI대비 Outperform 강도를 높여가고 있음
- IT가전은 1분기 단기 급등 이후 과열/매물소화과정 진행 중
- 반면, 소프트웨어, 건설, 운송, 호텔/레저 업종의 단기 가격메리트는 여전히 높은 상황
- 연초 이후 수익률도 0% 수준이라는 점에서 소외주로서 매력도 유효한 상황
- 따라서 순환매 차원에서 소프트웨어, 건설, 운송, 호텔/레저 업종은 단기 등락을 통해 비중을 늘려가도 무리가 없다는 판단

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 3월 22일 이후 부진한 업종군. 중국 소비관련주, 소프트웨어, 운송, 유틸리티 등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## [순환매 대응] KOSPI200 4팩터 스코어 상위 20개 기업으로 단기 트레이딩 전략 유효

Name	WI26업종명(대)	섹터 내 비중(%)	Value : 확정실적 P/B	Price Momentum : 1M 수익률	Earning Momentum : 12개월 선행 EPS 1M 변 화율	Profitability : CFOA(영업현금흐름/총자 산)	Multi Factor Score
HMM	운송	20.0	166	195	164	200	725
KCC	건설,건축관련	5.2	182	174	161	78	595
현대제철	철강	10.1	192	139	144	117	592
LX인터내셔널	상사,자본재	1.5	156	97	154	183	590
아시아나항공	운송	2.0	75	157	178	176	586
롯데정밀화학	화학	1.1	125	118	145	195	583
오리온홀딩스	필수소비재	2.0	168	160	96	158	582
GS	에너지	9.2	183	110	139	147	579
영풍	IT하드웨어	3.4	194	171	95	115	575
동국제강	철강	2.4	179	169	62	159	569
롯데쇼핑	소매(유통)	13.6	195	95	168	108	566
POSCO홀딩스	철강	67.7	147	170	120	122	559
현대로템	기계	8.8	36	188	137	188	549
팬오션	운송	6.1	132	193	31	192	548
풍산	비철,목재등	4.9	135	186	124	94	539
현대해상	보험	7.5	129	148	177	81	535
에스디바이오센서	건강관리	1.4	134	199	3	194	530
금호석유	화학	2.8	131	145	128	120	524
이마트	소매(유통)	14.4	199	192	61	70	522
강원랜드	호텔,레저서비스	38.2	87	133	138	161	519

# 퀀트전략

---

밸류/퀄리티/어닝&주가 모멘텀 모델 상 투자매력도 상위 업종: 보험, 운송, 화장품/의류, 비철/목재  
관심 종목 20개 기업 제시

Quant Strategist 조재운

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

# [1Q23 실적] KOSPI 실적 발표 완료. 컨센서스 대비 5.0% 높은 수준

## KOSPI 실적 발표 현황(기업 수 기준)

섹터	기업 수	발표 기업 수	진행도(%)	상회	부합	하회	상회 비율	부합 비율	하회 비율
금융	27	27	100.0	18	7	2	66.7	25.9	7.4
유틸리티	6	6	100.0	3	1	2	50.0	16.7	33.3
산업재	65	65	100.0	29	14	23	43.9	21.2	34.8
에너지	7	7	100.0	3	1	3	42.9	14.3	42.9
<b>KOSPI</b>	<b>266</b>	<b>266</b>	<b>100.0</b>	<b>99</b>	<b>75</b>	<b>96</b>	<b>36.7</b>	<b>27.8</b>	<b>35.6</b>
소재	31	31	100.0	11	7	13	35.5	22.6	41.9
경기소비재	46	46	100.0	14	17	15	30.4	37.0	32.6
IT	33	33	100.0	10	8	17	28.6	22.9	48.6
건강관리	17	17	100.0	5	4	9	27.8	22.2	50.0
통신	16	16	100.0	3	7	6	18.8	43.8	37.5
필수소비재	18	18	100.0	3	9	6	16.7	50.0	33.3

주: 2022년 4/4분기 영업이익의 컨센서스가 존재하는 기업 대상

기준일: 2023년 02월 28일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## KOSPI 실적 발표 현황(영업이익 기준)

섹터	영업이익(백만원)				영업이익 차이(%)		
	202203	202212	202303	202303E	컨센서스 대비	전분기 대비	전년 대비
금융	8,504,176	4,839,662	10,926,560	8,592,098	27.2	125.8	28.5
에너지	5,119,685	314,907	2,549,967	2,238,090	13.9	709.8	-50.2
소재	6,354,193	178,798	3,171,731	2,801,168	13.2	1,673.9	-50.1
경기관련소비재	6,254,236	8,490,228	9,263,873	8,232,354	12.5	9.1	48.1
<b>KOSPI</b>	<b>57,406,339</b>	<b>15,110,744</b>	<b>31,197,727</b>	<b>29,722,939</b>	<b>5.0</b>	<b>106.5</b>	<b>-45.7</b>
통신	2,545,749	1,524,442	2,132,472	2,111,098	1.0	39.9	-16.2
산업재	11,418,781	5,602,419	8,222,238	8,929,604	-7.9	46.8	-28.0
필수소비재	1,512,813	1,196,176	1,335,381	1,487,879	-10.2	11.6	-11.7
IT	21,409,049	2,163,200	-1,404,581	-1,256,019	-11.8	-164.9	-106.6
유틸리티	-6,860,131	-9,605,150	-5,404,157	-4,105,891	-31.6	43.7	21.2
건강관리	1,147,788	406,061	404,243	692,559	-41.6	-0.4	-64.8

- KOSPI 내 컨센서스가 존재하는 266개 기업 모두 1Q23 실적 발표를 완료. 그 중 컨센서스 상회, 부합, 하회는 각각 36.7%, 27.8%, 35.6%
- 업종별로는 금융, 유틸리티, 산업재, 에너지 섹터 기업이 상대적으로 높은 비중의 서프라이즈를 기록
- 4Q22 실적에서 컨센서스를 상회, 하회하는 기업 비율이 각각 21.3%, 57.4%였던 걸 감안하면 양호한 실적을 발표한 KOSPI

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 5.0% 높은 실적을 발표
- 업종별로는 금융, 에너지, 소재, 경기소비재가 컨센서스를 상회했으며 건강관리, 유틸리티, IT, 필수소비재, 산업재는 하회

주: 2023년 1/4분기 영업이익의 컨센서스가 존재하는 기업 대상

기준일: 2023년 05월 26일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

# [1Q23 실적] KOSPI 실적 발표 완료. 컨센서스 대비 5.0% 높은 수준

## KOSPI 실적 발표 현황(영업이익, W126 기준)

섹터	기업 수	발표 기업 수	진행도(%)	상회 비율	부합 비율	하회 비율	영업이익 증가율		
							컨센서스 대비	전분기 대비	전년 대비
보험	8	8	100.0	100.0	0.0	0.0	103.5	103.9	124.2
기계	10	10	100.0	70.0	10.0	20.0	45.5	47.2	84.0
증권	6	6	100.0	100.0	0.0	0.0	44.7	340.2	37.1
철강	7	7	100.0	71.4	28.6	0.0	26.9	382.0	-58.2
IT가전	7	7	100.0	42.9	42.9	14.3	21.6	198.5	-1.8
자동차	14	14	100.0	28.6	50.0	21.4	17.4	4.3	74.2
에너지	7	7	100.0	42.9	14.3	42.9	13.9	709.8	-50.2
건설,건축관련	18	18	100.0	44.4	22.2	33.3	10.7	-7.9	-9.7
소프트웨어	15	15	100.0	33.3	33.3	33.3	5.9	13.8	-24.4
은행	13	13	100.0	30.8	53.8	15.4	5.8	115.5	5.8
화학	20	20	100.0	25.0	20.0	55.0	5.5	199.7	-42.0
전체	266	266	100.0	36.7	27.8	35.6	5.0	106.5	-45.7
호텔,레저서비스	6	6	100.0	50.0	16.7	33.3	2.0	452.5	367.4
화장품,의류,완구	15	15	100.0	40.0	26.7	33.3	1.7	38.7	-23.0
통신서비스	3	3	100.0	0.0	100.0	0.0	0.0	79.2	-6.0
비철,목재등	4	4	100.0	25.0	25.0	50.0	-1.8	52.4	-35.1
운송	14	14	100.0	40.0	46.7	13.3	-8.9	-27.8	-57.7
디스플레이	1	1	100.0	50.0	0.0	50.0	-9.5	-25.4	-2,964.3
필수소비재	18	18	100.0	16.7	50.0	33.3	-10.2	11.6	-11.7
반도체	6	6	100.0	14.3	0.0	85.7	-14.4	-290.5	-118.7
소매(유통)	10	10	100.0	10.0	50.0	40.0	-17.4	2.7	-1.6
상사,자본재	15	15	100.0	46.7	13.3	40.0	-17.5	192.8	-35.1
IT하드웨어	11	11	100.0	18.2	18.2	63.6	-20.6	29.9	-69.0
미디어,교육	7	7	100.0	14.3	28.6	57.1	-29.0	-46.7	-40.5
유틸리티	6	6	100.0	50.0	16.7	33.3	-31.6	43.7	21.2
건강관리	17	17	100.0	27.8	22.2	50.0	-41.6	-0.4	-64.8
조선	8	8	100.0	12.5	0.0	87.5	-227.8	79.8	89.6

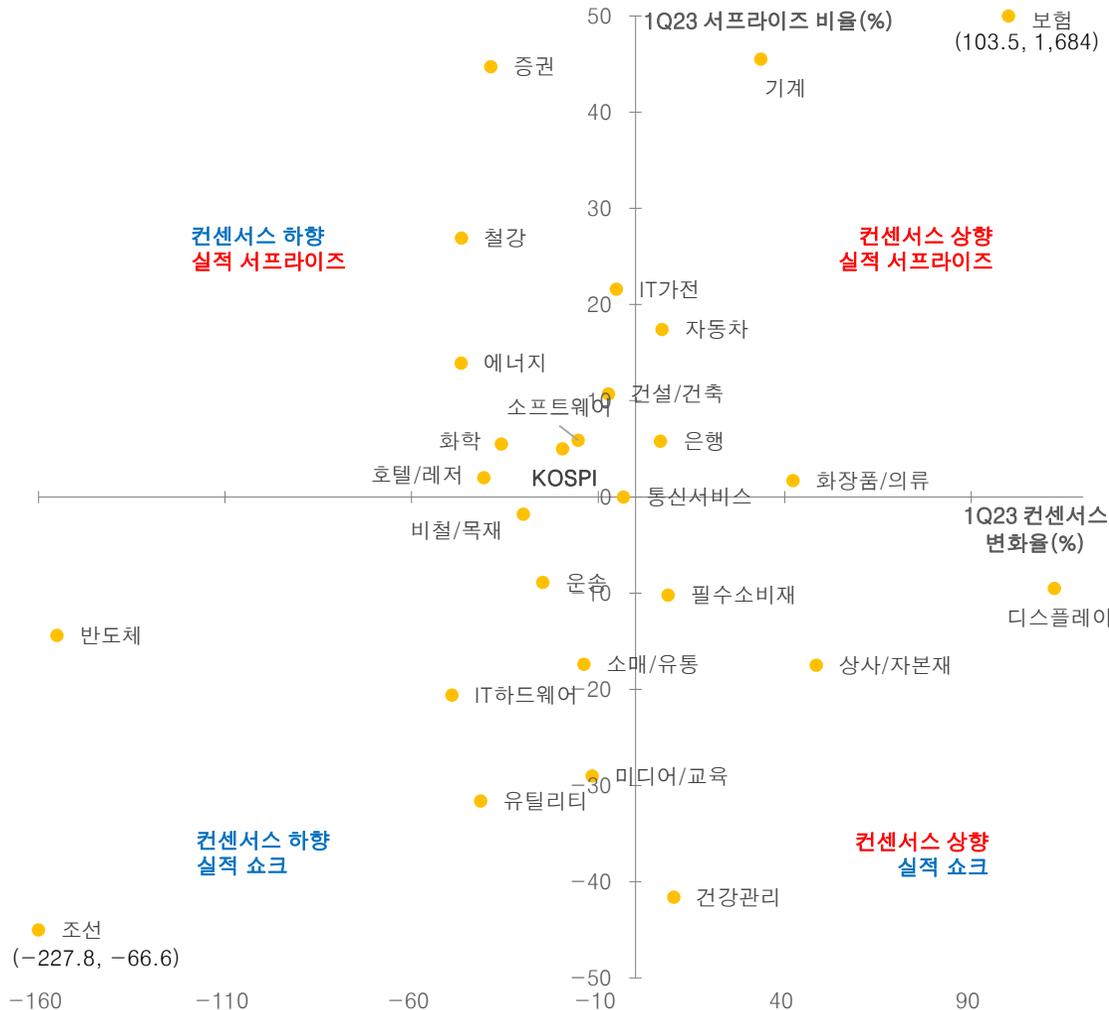
주: 2023년 1/4분기 영업이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상

기준일: 2023년 05월 26일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

# 1Q23 실적의 명과 암. 낮아진 기대치로 인한 서프라이즈 하지만 4Q22보다 개선

## KOSPI 실적 발표 현황(기업 수 기준)

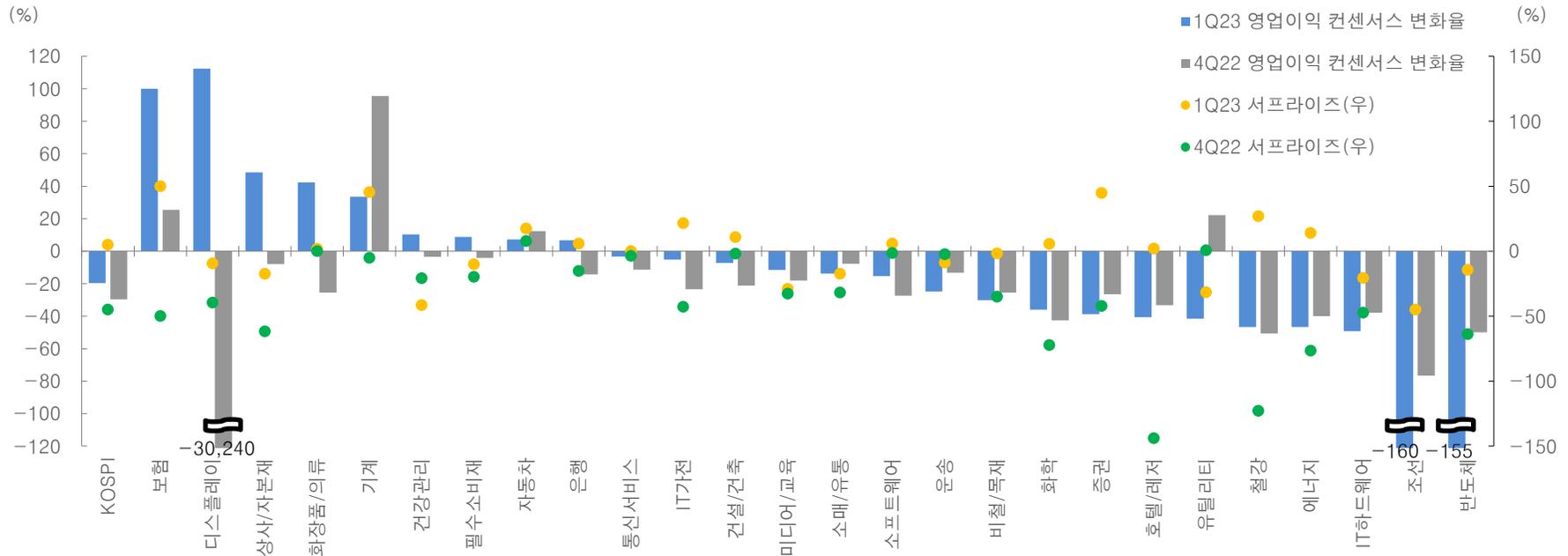


- KOSPI는 5.0% 서프라이즈를 기록했지만 이는 연초부터 4월 30일까지 20% 하향된 영업이익을 상회한 결과. 예상보다 양호했지만 예상이 지속적으로 하향된 결과로 해석
- 섹터별로 살펴보면 보험, 기계, 자동차, 은행, 화장품/의류는 1Q23 컨센서스가 상향됐음에도 불구하고 서프라이즈를 발표
- 반면 반도체, IT하드웨어, 소매/유통, 운송, 비철/목재 등은 지속적인 컨센서스 하향에도 불구하고 이를 하회하는 쇼크를 발표

주: 컨센서스 변화 기간은 분기 시작일~분기 종료 후 30일  
 기준일: 2023년 05월 26일  
 자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

# 1Q23 실적의 명과 암. 낮아진 기대치로 인한 서프라이즈 하지만 4Q22보다 개선

## 하향된 컨센서스를 소폭 상회하는 것에 그쳤지만 4Q22와 비교하면 개선된 실적 결과

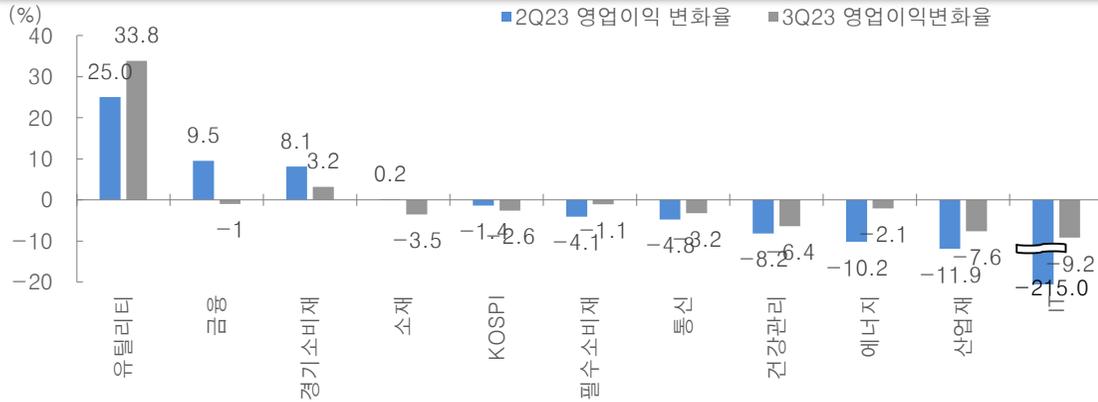


주: 컨센서스 변화 기간은 분기 시작일~분기 종료 후 30일  
 기준일: 2023년 05월 26일  
 자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 4Q22는 -30% 실적 하향에도 불구하고 -45%의 실적 쇼크를 발표했으나 1Q23은 하향된 실적이라도 이를 상회하는 결과를 발표
- 4Q22에 쇼크를 발표했던 섹터가 서프라이즈로 전환한 경우가 다수(보험, 기계, IT가전, 소프트웨어, 화학, 증권, 호텔/레저, 철강, 에너지)이며 건강관리, 운송을 제외한 섹터는 쇼크를 발표했음에도 4Q22대비 그 수준을 완화

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

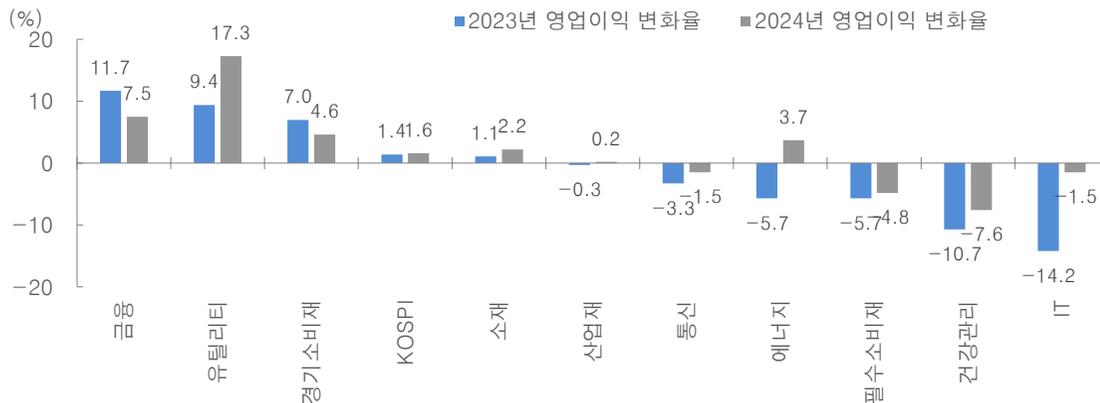
### KOSPI 2Q23/3Q23 실적 전망치 1개월 변화율



- 지난 1개월 간 KOSPI 2Q23 전망치는 -1.4% 하향조정. 연초 이후로는 -19.4% 하향된 상태. 현재 글로벌 경기, 한국 수출 상황을 감안하면 추가 하향 가능성도 존재한다고 판단
- 업종별로 유틸리티, 금융, 건강관리가 상향조정 됐으며 IT, 소재는 큰 폭 하향 조정
- IT 업종이 2023년 2024년 각각 -28.5%, -5.6% 하향되며 KOSPI 전체 실적 전망치 하향을 견인. IT 외에도 소재, 에너지 업종이 큰 하향 폭을 기록

주: 2023년 2/4분기, 2023년 3/4분기 영업이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상  
 기준일: 2023년 05월 26일  
 자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

### KOSPI 2023/2024 실적 전망치 1개월 변화율



주: 2023년, 2024년 영업이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상  
 기준일: 2023년 05월 26일  
 자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## [장단기 실적 전망] 단기 실적 전망치는 지난 1개월 간 하향 조정. 장기는 소폭 상향

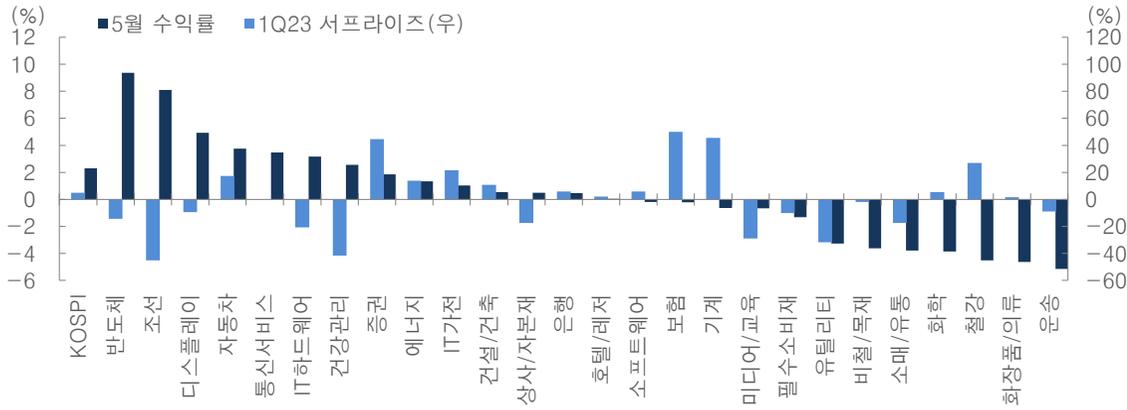
KOSPI 실적 전망치 1개월 변화율				
섹터	영업이익 1개월 변화율(%)			
	2Q23	3Q23	2023	2024
보험	658.3		68.9	47.1
유틸리티	25.0	33.8	9.4	17.3
기계	13.6	11.6	10.6	6.9
자동차	12.0	5.4	10.4	6.8
증권	8.5	-1.0	7.9	0.2
철강	4.3	-4.1	2.6	0.1
건설,건축관련	2.3	0.0	-1.6	-2.2
호텔,레저서비스	1.8	0.1	3.8	3.0
은행	1.7	-1.1	0.3	-0.6
통신서비스	0.1	0.8	-0.3	-0.8
KOSPI	-1.4	-2.6	1.4	1.6
화학	-2.4	-3.0	0.6	3.8
비철,목재등	-2.7	-3.8	-3.2	-2.3
IT가전	-3.2	-1.3	-0.8	2.9
화장품,의류,완구	-3.4	-1.3	-0.9	0.4
필수소비재	-4.1	-1.1	-5.7	-4.8
소프트웨어	-6.0	-4.9	-3.4	-0.3
건강관리	-8.2	-6.4	-10.7	-7.6
소매(유통)	-8.4	-2.9	-6.9	-4.7
미디어,교육	-9.5	-4.0	-7.2	-4.7
에너지	-10.2	-2.1	-5.7	3.7
상사,자본재	-10.3	-4.3	-3.1	-1.5
반도체	-20.4	-17.1	-83.2	-3.1
조선	-28.7	-2.5	-20.2	-8.7
IT하드웨어	-31.3	-9.8	-12.0	-5.6
디스플레이	-31.5	-603.7	-62.1	16.3
운송	-34.3	-30.0	4.5	5.8

- 2/4분기에는 지난분기 실적 서프라이즈를 이끌었던 자동차, 2차전지의 단기 실적 기대감이 낮아진 것으로 판단
- 코스피 내 큰 지분을 차지하고 있는 반도체 또한 2/4분기는 실적 바닥을 다져가는 과정으로 시장 기대를 상회하는 결과를 내기는 어려울 것으로 판단
- 세부 업종으로 살펴보면 지난 1개월 간 KOSPI 전체 실적 전망치는 2024년 전망치를 제외하고 분기, 연간으로 하향 조정. IT와 운송 업종의 영업이익 전망치가 하향조정 되면서 KOSPI 전망치 하향을 주도
- 보험, 유틸리티, 기계, 자동차는 1개월 간 장/단기 실적 컨센서스 상향되며 견조한 실적을 예상

주: 2023년 2/4분기 영업이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상  
 기준일: 2023년 05월 26일  
 자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## [6월 전략] 아직까지 낮은 펀더멘털과 주가의 상관관계

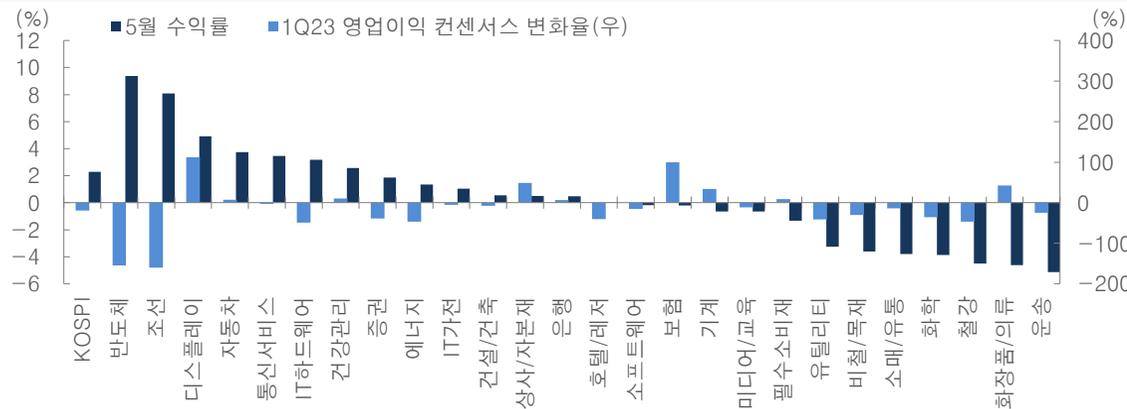
### 5월 KOSPI 섹터별 수익률 및 1Q23 실적 결과



기준일: 2023년 05월 26일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

### 5월 KOSPI 섹터별 수익률 및 1Q23 실적 컨센서스 변화율



주: 컨센서스 변화 기간은 분기 시작일~분기 종료 후 30일

기준일: 2023년 05월 26일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI 장세는 아직 펀더멘털보다 개별 섹터 이슈와 순환매 경향이 짙다고 판단
- 5월 KOSPI는 2.3% 상승했으나 영업이익 전망치는 -20% 하향됐고 약 5%의 서프라이즈의 실적을 발표
- 섹터별로 살펴보면 5월 증시 상승을 견인했던 IT(반도체, IT하드웨어)는 실적 쇼크를 발표했으며 실적 컨센서스는 1분기 동안 하향
- 반면 보험, 기계 등 실적 컨센서스가 상향됐고 서프라이즈를 발표한 섹터는 보험권에 머물러 있는 모습

# [6월 전략] 순환매의 연속. 소외주를 담자

소외 섹터 스코어								
섹터	Total_Score	P/E(Fwd.12M)_변화율_Score				섹터과리율_Score		
	Score	P/E(Fwd.12M)_변화율_Score	P/E(Fwd.12M)_변화율 (%)	시가총액(전체)_변화율		섹터과리율_Score	섹터과리율(%)	
		P/E(Fwd.12M)_변화율	P/E(Fwd.12M)_변화율	시가총액(전체)_변화율	당기순이익(Fwd.12M, 지배)_변화율		섹터과리율	섹터과리율
보험	2.0	4.0	-39.2	-0.1	64.4	0.0	35.0	
운송	1.2	0.6	-7.6	-4.9	2.9	1.8	48.7	
화장품, 의류, 완구	1.0	0.6	-7.6	-6.2	1.5	1.4	45.1	
비철, 목재등	0.6	0.2	-4.2	-5.7	-1.6	0.9	41.8	
호텔, 레저서비스	0.5	0.3	-4.5	-0.1	4.7	0.8	40.8	
상사, 자본재	0.4	0.1	-2.7	-0.2	2.6	0.8	40.7	
소매(유통)	0.4	-0.3	0.8	-3.8	-4.5	1.1	43.5	
필수소비재	0.4	-0.2	0.3	-1.3	-1.6	1.0	42.4	
건설, 건축관련	0.2	-0.3	0.8	-0.7	-1.5	0.7	40.5	
화학	0.2	0.5	-6.5	-3.4	3.3	-0.2	33.8	
소프트웨어	0.1	0.0	-1.7	0.0	1.8	0.2	36.8	
기계	0.0	0.6	-7.8	-2.3	6.0	-0.6	30.6	
통신서비스	-0.1	-0.6	3.5	3.5	0.0	0.5	38.5	
철강	-0.1	0.5	-6.3	-4.5	1.9	-0.6	30.6	
에너지	-0.1	-0.4	1.3	2.2	0.9	0.2	36.6	
건강관리	-0.1	-0.3	0.5	1.8	1.3	0.1	35.5	
IT가전	-0.2	-0.3	1.2	2.0	0.8	0.0	35.1	
유틸리티	-0.2	-1.0	7.4	-3.1	-9.8	0.5	38.8	
자동차	-0.3	-0.5	2.9	3.6	0.7	0.0	35.1	
미디어, 교육	-0.6	-0.5	2.3	-0.8	-3.1	-0.7	29.8	
증권	-0.6	0.2	-3.8	2.3	6.4	-1.4	24.6	
은행	-0.6	-0.4	1.7	1.5	-0.2	-0.8	28.9	
IT하드웨어	-0.7	-0.8	5.5	3.1	-2.2	-0.6	30.9	
디스플레이	-1.1	0.1	-2.8	3.5	6.5	-2.2	18.3	
반도체	-1.2	0.0	-2.2	7.3	9.8	-2.4	17.4	
조선	-1.4	-2.2	18.2	8.3	-8.4	-0.6	30.4	

기준일: 2023년 05월 26일  
 자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 6월은 섹터 개별 이슈와 순환매가 주도 하는 장세가 이어질 것으로 전망. 5월 반도체 이슈의 그늘에 가렸던 섹터가 주목 받는다면 상승 기회가 될 것으로 예상
- 섹터별로 ①목표주가 괴리율, ②1개월 가격 변화, ③1개월 컨센서스 변화율을 기준으로 펀더멘털 훼손이 없었으나 가격이 하락했거나 오르지 못한 섹터를 선별
- 상위 섹터는 5월 견조한 펀더멘털에도 가격 하락이 컸던 보험, 운송, 화장품/의류, 비철/목재가 차지
- 반면 5월 동안 가격 상승폭이 컸던 반도체, 디스플레이, IT하드웨어와 컨센서스가 하향된 조선, 유틸리티 등은 하위 섹터를 차지

## [소외 & 하이 퀄리티] 순환매 관점에서 소외 & 퀄리티 종목을 선별

### 소외 & 퀄리티 종목

코드	기업명	W126업종명(대)	P/E(Fwd,12M) 변화율	5월 수익률	당기순이익 (Fwd,12M)변화율	목표주가 괴리율	Quality Score			Total Score
							ROA(TTM)(%)	D/E	이익 안정성	
A049770	동원F&B	필수소비재	-12.9	8.2	1.6	277.0	4.5	-1.3	-72.7	3.4
A002380	KCC	건설,건축관련	-43.1	-5.9	0.0	124.9	0.2	-1.5	-521.8	1.7
A004430	송원산업	화학	-30.0	-5.5	1.6	85.0	11.3	-0.8	-198.3	1.6
A005440	현대지오프홀딩스	상사,자본재	28.5	-13.4	7.7	121.0	1.4	-0.5	-283.2	1.5
A028670	팬오션	운송	-25.6	-13.4	-6.9	73.9	9.7	-0.7	-385.0	1.4
A111770	영원무역	화장품,의류,완구	-51.6	2.6	10.3	45.7	12.3	-0.5	-378.6	1.3
A021240	코웨이	화장품,의류,완구	-34.7	-2.1	-2.7	52.8	11.2	-0.9	-72.7	1.2
A014830	유니드	화학	-24.5	-2.5	-19.0	57.2	8.9	-0.7	-115.3	1.2
A020000	한섬	화장품,의류,완구	-32.4	-1.8	0.9	50.6	7.5	-0.3	-72.7	1.1
A012750	에스원	상사,자본재	-24.4	-7.9	1.7	49.6	7.5	-0.4	-144.6	1.1
A003230	삼양식품	필수소비재	-25.8	-8.2	-4.2	49.8	9.6	-1.0	-442.5	1.1
A031430	신세계인터내셔널	화장품,의류,완구	-28.0	-6.7	-14.5	43.2	9.8	-0.5	-280.0	1.1
A210980	SK디앤디	은행	-73.9	-7.1	43.9	67.9	3.7	-2.1	-1,914.8	1.1
A020150	롯데에너지머티리얼즈	IT하드웨어	-19.4	-6.8	-20.9	62.0	2.3	-0.3	-153.7	1.0
A005300	롯데칠성	필수소비재	-31.7	-8.1	0.3	64.0	3.6	-1.6	-257.7	1.0
A010060	OCI홀딩스	화학	-25.3	0.0	0.6	39.2	12.3	-0.7	-675.0	1.0
A030000	제일기획	미디어,교육	-22.6	-2.5	-3.0	50.0	7.4	-1.3	-72.7	1.0
A001230	동국제강	철강	-10.6	-4.5	2.1	59.4	6.7	-1.0	-805.4	1.0
A000270	기아	자동차	-31.6	3.4	0.2	42.4	7.7	-0.9	-266.0	1.0
A028260	삼성물산	상사,자본재	-32.4	0.3	4.6	49.6	4.5	-1.0	-97.8	1.0
A086280	현대글로벌비스	운송	-30.0	5.4	1.2	37.0	9.2	-1.0	-87.4	1.0
A036570	엔씨소프트	소프트웨어	5.6	-11.5	-5.0	44.3	9.7	-0.4	-156.2	1.0
A018260	삼성에스디에스	소프트웨어	-28.3	4.1	0.9	30.6	10.1	-0.4	-142.2	1.0
A195870	해성디에스	반도체	-29.4	5.6	1.7	26.5	12.3	-0.5	-423.6	1.0
A007310	오뚜기	필수소비재	-9.8	-2.6	1.0	40.0	9.0	-0.9	-112.2	0.9
A241590	화승엔터프라이즈	화장품,의류,완구	-40.6	-8.3	-2.1	76.6	-0.5	-1.6	-2,488.0	0.9
A010950	S-Oil	에너지	-2.2	-0.3	0.4	41.0	11.0	-1.3	-350.7	0.9
A014680	한솔케미칼	화학	2.1	0.7	-9.3	30.1	12.3	-0.5	-72.7	0.9
A078930	GS	에너지	-23.6	-1.0	2.2	51.0	7.6	-1.4	-1,290.2	0.9
A241560	두산밥캣	기계	-32.1	5.9	9.9	33.8	7.2	-0.8	-77.1	0.9

기준일: 2023년 05월 26일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

# [멀티팩터 모델 6월 Update] 밸류, 어닝, 퀄리티 스코어가 높은 업종이 상위를 차지: 철강, 통신, 소매/유통 등

## KOSPI200 업종별 밸류 / 주가 역모멘텀 / 어닝 모멘텀 / 퀄리티 스코어 현황

업종명	Value : 확정실적 P/B	Price Momentum : 1M 수익률	Earning Momentum : 12개월 선행 EPS 1M 변화율	Profitability : CFOA(영업현금흐름/총 자산)	Multi Factor Score
철강	123	133	97	98	452
통신서비스	129	58	82	175	444
소매(유통)	121	102	94	113	430
상사, 자본재	112	83	88	111	394
자동차	105	50	119	105	379
호텔, 레저	39	76	134	125	374
은행	143	78	87	60	368
에너지	104	96	82	83	364
운송	83	84	68	119	355
유틸리티	125	107	104	18	353
반도체	75	42	59	172	349
필수소비재	81	90	55	100	327
화학	47	129	90	51	318
디스플레이	100	99	11	98	308
화장품, 의류	47	109	55	85	296
소프트웨어	53	72	67	95	287
IT가전	17	75	125	70	287
IT하드웨어	49	63	53	119	284
기계	51	84	63	65	262
건강관리	10	69	85	98	262
미디어, 교육	16	56	95	94	261
건설, 건축	66	59	65	55	246
비철, 목재	45	85	49	63	243
증권	84	34	67	45	230
보험	60	35	93	36	225
조선	44	13	27	25	110

- 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

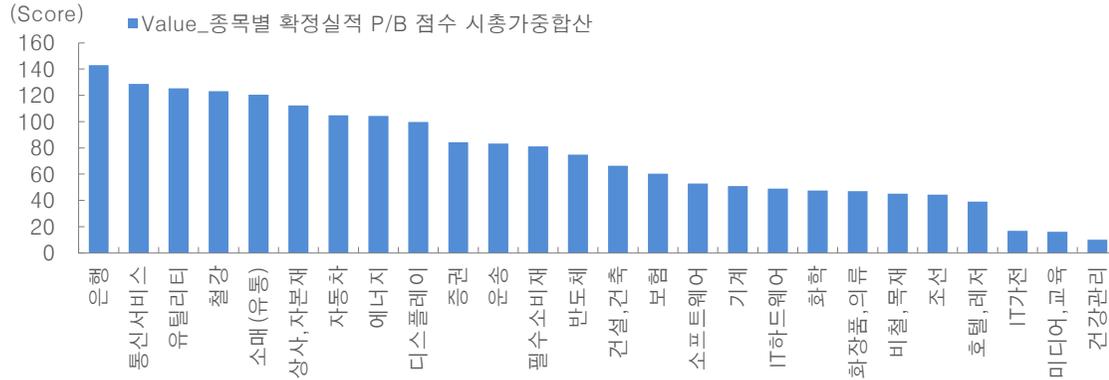
상기 지표의 순위에 따라 밸류/주가/어닝 모멘텀/퀄리티 스코어 부여하고 4개 팩터의 스코어를 합산하여 멀티 팩터 스코어 산출

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

- 멀티 팩터 스코어 모델에서 상위 5개 업종은 철강, 통신, 소매/유통, 상사/자본재, 자동차로 밸류, 어닝, 퀄리티 스코어가 높은 업종이 상위를 차지

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

## KOSPI200 업종별 밸류 팩터 스코어 현황

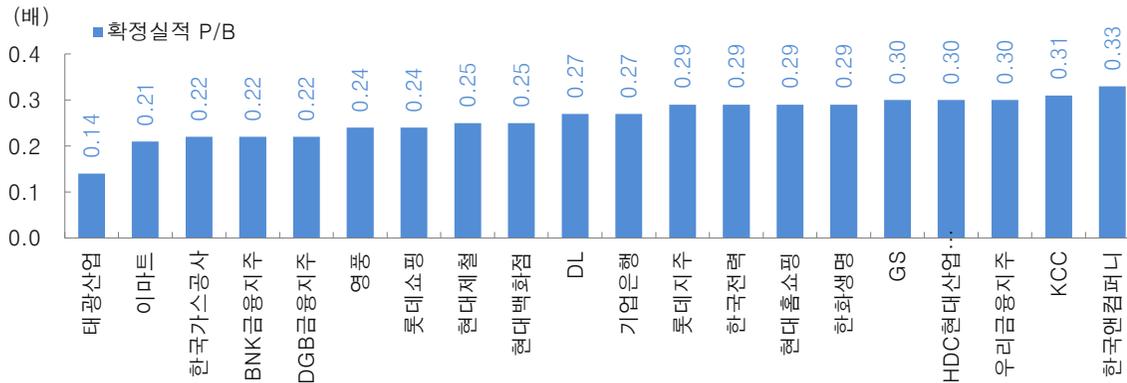


- 확정실적 P/B 기준 구성 종목의 밸류에이션 매력이 높은 업종은 은행, 통신, 유틸리티, 철강, 소매/유통 등
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 확정실적 P/B 수준이 낮은 종목들을 살펴보면 금융, 산업재, 필수소비재 업종이 분포

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 5월 26일 종가 기준, 각 섹터별 구성종목의 밸류 팩터 스코어를 시총가중 합산

## KOSPI200내 확정실적 P/B 하위 20개 종목



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 05월 26일 수치 기준

# [멀티팩터 모델 Update] 2) Price Reverse Momentum: 철강, 화학, 화장품/의류, 유틸리티, 소매/유통 등

## KOSPI200 업종별 주가 역모멘텀 팩터 스코어 현황

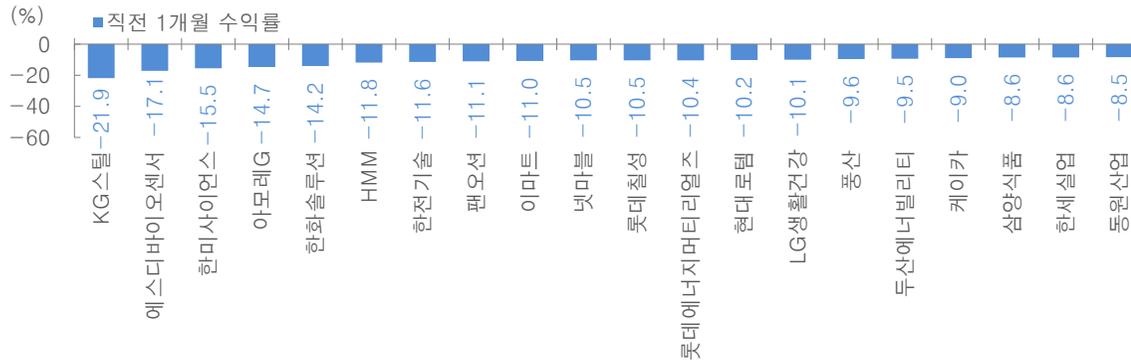


- 직전 1개월 수익률 기준 구성 종목의 주가 낙폭이 컸던 업종은 철강, 화학, 화장품/의류, 유틸리티, 소매/유통 등
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 직전 1개월 주가 하락 폭이 컸던 종목을 살펴보면 KG스틸, 에스디바이오센서, 한미사이언스, 아모레G, 한화솔루션, HMM 등 다양한 업종이 분포
- 개별 기업 이슈를 제외하면 소비재, 건강관리, 해운 섹터가 다수 분포

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 5월 26일 종가 기준, 각 섹터별 구성종목의 주가 역모멘텀 팩터 스코어를 시총가중 합산

## KOSPI200내 직전 1개월 수익률 하위 20개 종목



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 05월 26일 수치 기준

# [멀티팩터 모델 Update] 3) Earning Momentum: 호텔/레저, IT가전, 자동차, 유틸리티, 철강 등

## KOSPI200 업종별 어닝 모멘텀 팩터 스코어 현황

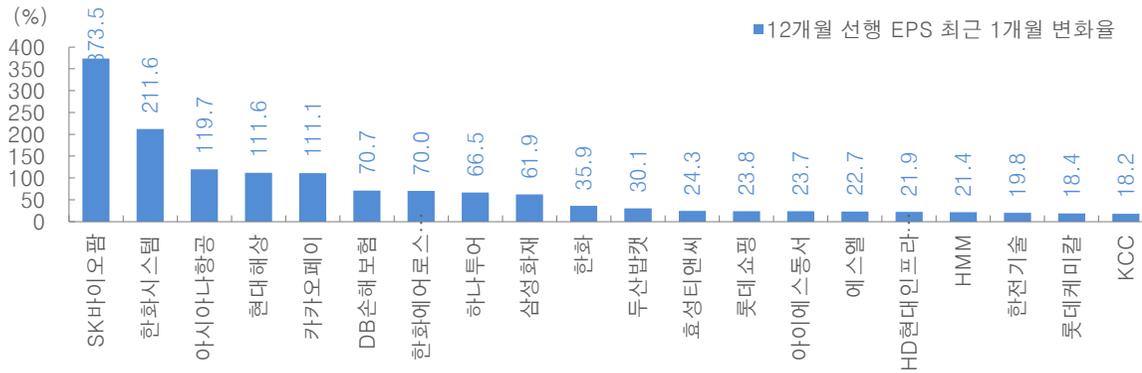


- 구성 종목의 12개월 선행 EPS 최근 1개월 상향조정 폭이 컸던 업종은 호텔/레저, IT가전, 자동차, 유틸리티, 철강 등
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 12개월 선행 EPS 상향조정 폭이 컸던 종목을 살펴보면 보험, 소재, 산업재 섹터가 다수 분포

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 5월 26일 수치 기준, 각 섹터별 구성종목의 어닝 모멘텀 팩터 스코어를 시총가중 합산

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

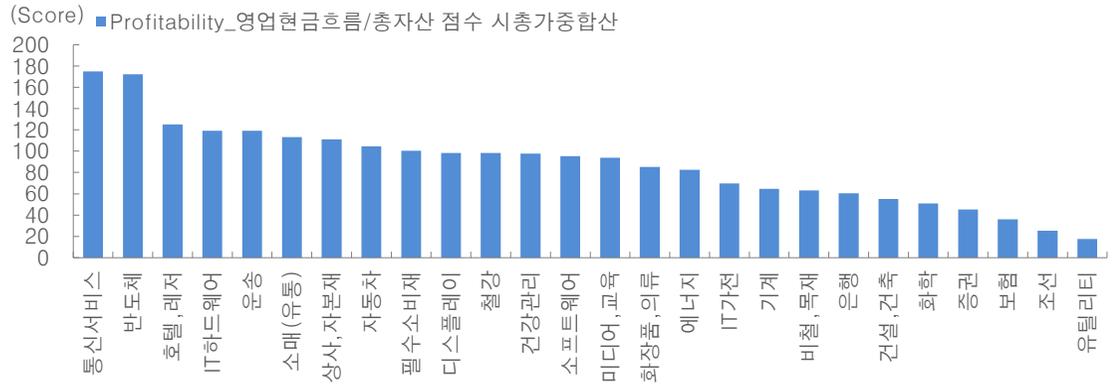


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 05월 26일 수치 기준

# [멀티팩터 모델 Update] 4) Quality: 통신, 반도체, 호텔/레저, IT하드웨어, 운송, 소매/유통 양호

## KOSPI200 업종별 퀄리티 팩터 스코어 현황



- 총자산 대비 영업현금흐름 기준 구성 종목의 수익성이 양호한 업종은 통신, 반도체, 호텔/레저, IT하드웨어, 운송, 소매/유통 양호
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 총자산 대비 영업현금흐름 지표 값이 높은 종목을 살펴보면 운송과 산업재 섹터가 다수 분포

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 5월 26일 수치 기준, 각 섹터별 구성종목의 퀄리티 팩터 스코어를 시총가중 합산

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



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 05월 26일 수치 기준

## [멀티팩터 모델 Update] KOSPI200 4팩터 스코어 상위 20개 기업

Name	WI26업종명(대)	섹터 내 비중(%)	Value : 확정실적 P/B	Price Momentum : 1M 수익률	Earning Momentum : 12개월 선행 EPS 1M 변 : CFOA(영업현금흐름/총자 : 환율 산)	Profitability : CFOA(영업현금흐름/총자 : 환율 산)	Multi Factor Score
HMM	운송	20.0	166	195	164	200	725
KCC	건설,건축관련	5.2	182	174	161	78	595
현대제철	철강	10.1	192	139	144	117	592
LX인터내셔널	상사,자본재	1.5	156	97	154	183	590
아시아나항공	운송	2.0	75	157	178	176	586
롯데정밀화학	화학	1.1	125	118	145	195	583
오리온홀딩스	필수소비재	2.0	168	160	96	158	582
GS	에너지	9.2	183	110	139	147	579
영풍	IT하드웨어	3.4	194	171	95	115	575
동국제강	철강	2.4	179	169	62	159	569
롯데쇼핑	소매(유통)	13.6	195	95	168	108	566
POSCO홀딩스	철강	67.7	147	170	120	122	559
현대로템	기계	8.8	36	188	137	188	549
팬오션	운송	6.1	132	193	31	192	548
풍산	비철,목재등	4.9	135	186	124	94	539
현대해상	보험	7.5	129	148	177	81	535
에스디바이오센서	건강관리	1.4	134	199	3	194	530
금호석유	화학	2.8	131	145	128	120	524
이마트	소매(유통)	14.4	199	192	61	70	522
강원랜드	호텔,레저서비스	38.2	87	133	138	161	519

## 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)
- 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.