

Weekly Outlook & Strategy | 2024. 9. 9

# [주간 퀀틴전시 플랜]

## 경기침체에 대한 자기강화 현상. 최악의 시나리오 가시화

Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)



## Summary. KOSPI 기술적 반등시 2,650선에서는 현금비중 확대, 리스크 관리 강화 필요. 최악의 상황까지 염두에 둘 때

- 9월 증시 변동성을 경계해야 한다는 주장을 했지만, 월초부터 KOSPI가 2,600선을 하회할 가능성은 낮게 봤음. 하지만, KOSPI는 또다시 경기침체 공포에 2,600선 하회, 엔화 강세 재개로 엔캐리 청산에 대한 경계심리도 확대. 8월초 악몽이 재현될 가능성 높아짐
- KOSPI 단기 기술적 반등 예상.** 8월 CPI, PPI 둔화로 경기침체 공포심리 후퇴와 더불어 물가 안정, 통화정책 기대가 동반 유입될 수 있음. 미국 대선 토론, 아이폰 16 공개도 글로벌 증시에 불안심리를 억누르고 기대심리를 자극할 수 있을 것. 대내적으로 KOSPI 상대적 약세를 야기했던 반도체 중심의 외국인 매도도 정점 통과 가능
- 관건은 2,650 ~ 2,660선 돌파/안착 여부. 돌파/안착시 박스권 등락 예상. **그럼에도 불구하고 2,650선 이상부터 리스크 관리 필요.** 9월 계절성(후반부 유동성 위축)과 FOMC, BOJ 이후 엔화 변동성 확대로 2,650선 이하에서 또 한 번의 매수기회가 올 것 만약, KOSPI 2,650 ~ 2,660선 돌파 실패시 적극적인 리스크 관리 필요. 7월 고점 이후 시작된 중기 조정 가능성 확대. **8월 저점인 2,380선 하향 이탈 가능성도 존재**
- 추석 전 KOSPI 반등시도시 2,650선 이상에서는 현금비중 확대, 리스크 관리 강화**  
**반등 없이 KOSPI가 2,600선 이하에 머무른다면 현재 주식비중 유지가 유리.** KOSPI Deep Value 국면 재진입. 현 지수대에서는 매도실익이 없다는 의미
- Issue 1. 경기침체 공포 확대 / 재생산, 자기강화 현상 & 통화정책 회의감**  
미국 경기가 불안하고, 둔화국면에 진입한 것은 맞지만, 아직 경기침체를 언급할만한 근거는 부족. 경기침체에 대한 공포심리는 과도하다고 판단  
문제는 경제지표 결과를 통해 경기침체 근거를 찾기보다는 경기침체를 기정사실화하고, 이에 맞는 근거, 이유를 찾는다는 점  
이는 조지 소로스의 재귀성 이론, 자기강화 현상으로 해석 가능. **우세적 편견이 형성되면 극단적인 수준까지 한 방향으로만 몰리는 '자기강화 현상' 전개**  
경기침체 공포가 유입된 이후 자리잡고 있는 경기침체 우려가 경제지표 결과 뿐만 아니라 채권금리, 달러 하락/레벨다운, 유가 급락, 구리가격 하락에도 영향을 받는 중  
현재 주가 레벨/수준 감안할 때 악순환의 고리 정점권에 근접하고 있다고 판단. 다양한 경제지표와 이슈/이벤트를 통해 변곡점, 분위기 반전의 계기를 찾아가야 할 것
- Issue 2. 다시 움직이는 엔캐리 청산 매물. 9월 계절성(유동성 위축)과 맞물린다면?**  
6월 수준으로 회귀했던 엔선물 거래량과 엔 매도 청산 물량 증가세 전환. 엔/달러 환율 추가 하락시 엔 캐리 청산 매물이 다시 시장 변동성을 자극할 수 있음  
물론, 이전보다 충격 강도, 파급력은 제한적일 것. 이미 엔화 포지션은 순매수 전환됨에 따라 7월 ~ 8월초와 같은 강도로 엔화 강세 포지션 청산이 전개되지 않을 것  
다만, 9월 유동성 위축 상황에서 작은 엔캐리 청산 매물 출회만으로도 증시 변동성 확대 불가피하다는 판단
- Issue 3. KOSPI 상대적 약세 원인은? 현재 지수대는 어느 수준인가?**  
글로벌 금융시장, 주식시장이 미국 경기침체 공포에 휘둘리는 동안 KOSPI는 유독 약한 흐름 전개. 8월 이후 수익률은 -8.17%로 일본, 중국보다 낮은 글로벌 최하위  
1) 한국 경제가 대외 의존도가 높고, 2) 중국 경기부진이 지속되면서 이종고를 겪고 있으며, 3) 실적 측면에서 1차산업, 반도체 성장에 대한 우려가 지속됨에 따라 실적 개선, 모멘텀 강화에 디스카운트 받는 양상. 저평가 매력이 제대로 부각되지 않고 있음

## Summary. KOSPI Deep Value 구간 재진입. 미국, 중국 경제지표 결과와 미국 대선 TV 토론에서 누가 승기를 잡는지 주목

- 게다가 추석 연휴를 앞두고 있고, 최근 이슈화되고 있는 금융투자세 이슈와 대출 규제 강화로 인해 시장 전반적인 활력 약화. 즉, 경제적으로는 물론 수급적으로도 대외 변수에 더 크게 휘둘릴 밖에 없는 상황. 외국인 매도를 버텨줄 수급적 힘이 약하다고 생각
- 일단, 수출대비 KOSPI는 저평가 영역으로 전환. 한국 일평균 수출금액과 KOSPI 간에는 높은 상관관계 존재(15년 이후 0.65) 한국 수출의 계절성을 감안할 때 9월, 10월 수출을 확인하는 10월, 11월에는 저평가 정도 심해질 수 밖에 없을 것. 역사적 밸류에이션에 따른 KOSPI 급락 저점은 2,287~2,430p, 2,450p 이하는 Deep value 구간으로 반등을 염두에 둔 비중확대 전략 유효
- **Inflection Point 1. CPI와 PPI. 물가안정 + 통화정책 기대**  
11일에는 CPI, 12일에는 PPI 공개. 헤드라인 물가는 큰 폭 둔화가 예상되지만, Core 물가는 정체 예상. 물가 둔화 지속에 따른 금리인하 기대가 강해질 수 있지만, 이미 연내 5번 금리인하를 기대하는 상황에서 강한 모멘텀이 될 수 있을지. 관련 경기침체 우려가 지속/강화되는 상황에서 헤드라인 CPI 둔화는 경기침체 증거로 인식될 가능성 경계
- **Inflection Point 2. 미국 대선 TV 토론. 승기를 누가 잡느냐가 관건**  
현재 93개 선거인단이 걸린 Battle Ground에서 해리스 지지율이 트럼프를 앞서기 시작. 격차 0.2%p. 해리스 지지율이 빠르게 상승하면서 결국 역전에 성공한 것. 특히, 애리조나(11), 조지아(16), 펜실베이니아(19), 네바다(6)에서 해리스 지지율 급등한 영향. 네바다(6)와 조지아(16)주에서 역전에 성공, 펜실베이니아(19)에서는 동률 기록. 해리스 후보가 2주전 36표차로 뒤지던 상황을 8표차로 우위를 역전. 네 지역의 선거인단은 52개에 달함에 따라 승패가 좌우될 것. 9월 10일 TV토론 결과 이후 증시 등락 엇갈릴 수 있음. 해리스 우세를 보일 경우 IT, 빅테크, 신재생에너지 강세 가능. 트럼프 우위를 보일 경우 채권금리 등락 체크
- **Inflection Point 3. 중국 CPI와 수출입**  
중국 8월 수출입(10일)과 8월 물가 지표(9일) 발표. 수출은 기저효과(5.7%)에도 불구하고 견조한 흐름을 기대하는 한편, 수입은 기저효과(4.9%p)보다 둔화 폭이 제한적. 여전히 내수 모멘텀이 강하지 못함을 시사. 8월 소비자물가는 전년 대비 0.7%를 예상. 기저효과(0.4%p)에도 불구하고 2개월 연속 상승폭 확대. 8월 생산자물가는 전년 대비 -1.5%로 1.4%p의 기저효과 유입 영향이 큰 상황. 기저효과 소멸에도 안정세를 보인다는 측면에서 디플레이션 우려 완화는 지속될 것. 단기 사이클 측면에서 최근 중국 경기에 대한 하방 우려가 툰-다운 될 수 있다고 생각. 시차를 감안할 때 24년 하반기, 특히 4분기부터 중국 경기회복이 가시화될 전망
- **Trading 전략 : 저평가주(반도체, 자동차, 기계) / 소외주(2차전지, 인터넷) 변동성을 활용한 비중확대**  
반도체, 자동차, 조선, 기계, IT하드웨어, 철강, 소프트웨어, 운송, 비철/목재 업종이 실적대비로도, 주가 측면에서도 낙폭과대. 업종 시장 안정성이 높아질 경우 실적대비 저평가 업종들의 반등시도 뚜렷해질 것. 9월 첫째주 급락으로 다수의 업종들이 단기, 중기 측면에서 중요 지지권, 변곡점 진입. 단기 트레이딩은 물론, 매집할 수 있는 업종들이 다수. 대표적으로 **반도체, 자동차, 기계 업종은 추가 변동성 확대를 매집 기회로 활용할 수 있을 것**. 2차전지, 인터넷 또한 중요 지지권, 변곡점에서 분위기 반전을 모색해 나갈 전망

주간 리뷰 :  
경기침체에 대한 자기 강화 현상.  
KOSPI, KOSDAQ 레벨다운

---

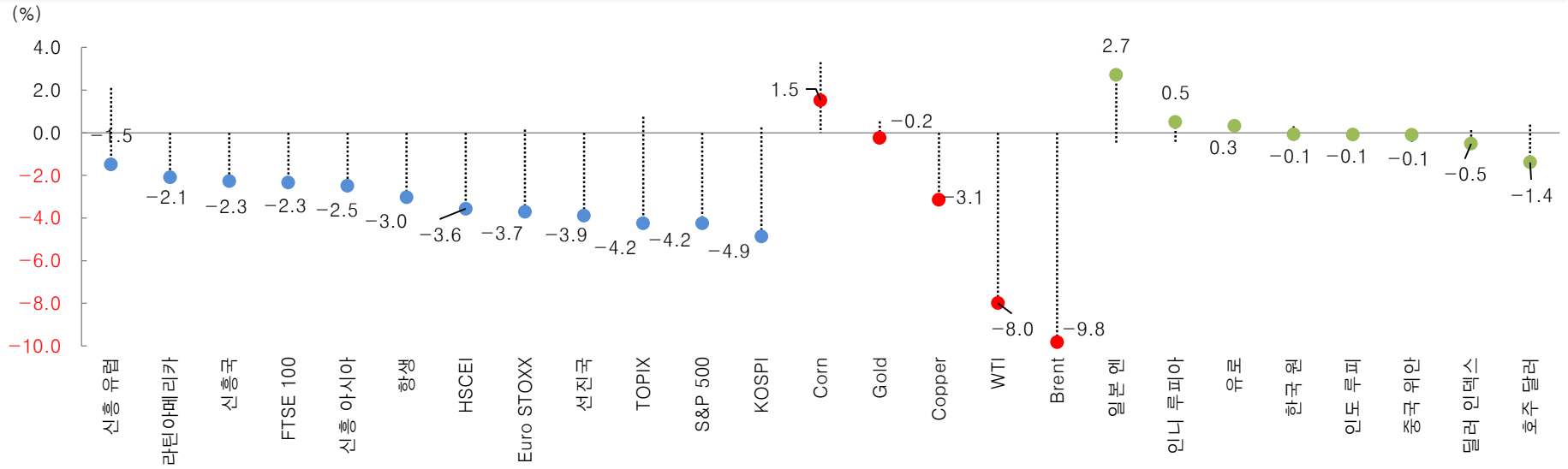
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

# 미국 경기침체 공포의 확대 재생산. 위험자산 동반 급락세 & 엔화 강세로 인한 엔캐리 청산 공포

## 8월 30일 ~ 9월 6일 글로벌 금융시장 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center  
 주: 9월 6일 종가 기준

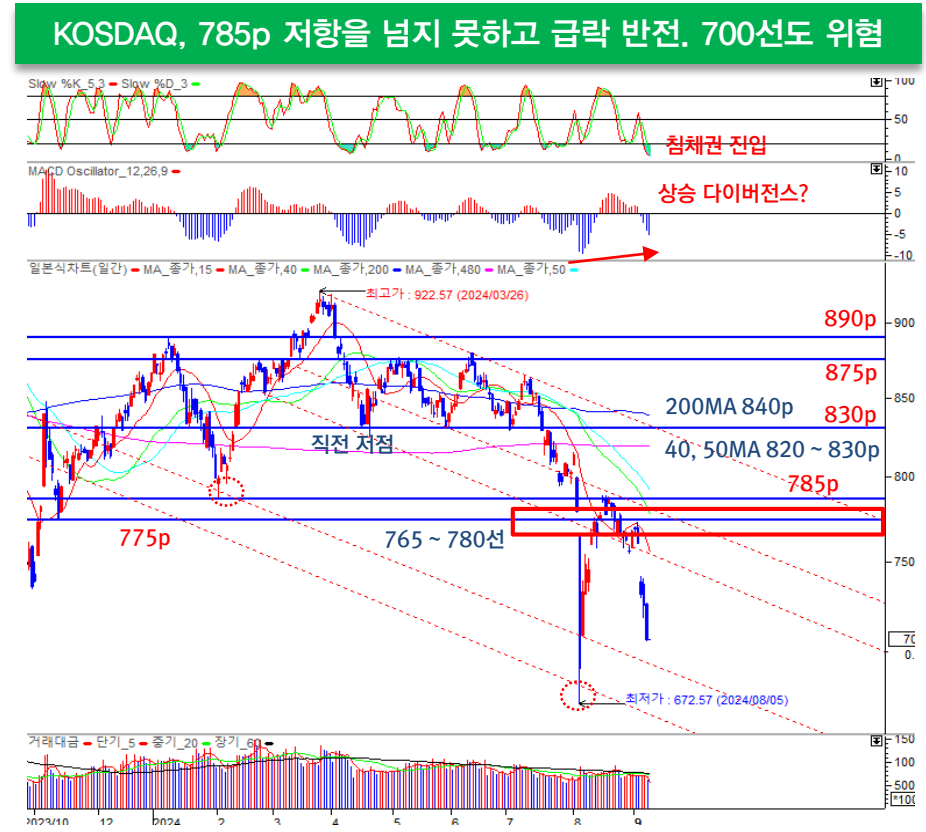
9월 1주차 글로벌 증시는 미국 경기침체 공포심리 재부상으로 급락 반전. 제조업 PMI 반등에도 불구하고 신규주문 급락이 제조업 경기 악화로 해석되는데 이어 ADP 고용지표 부진, 주말 고용지표에서는 신규 취업자수 하향조정, 예상 하회로 인해 급락 반전. 미국 경기침체 공포심리는 실체가 있기보다는 편향된 시각이 경제지표, 유가 급락, 증시 급락을 통해 자기 강화되는 상황. 경제지표를 해석하기 보다는 경기침체 확률을 높여줄 수 있는 세부지표, 일부 흐름들을 찾아내는 듯한 상황. 여기에 주 후반 엔화 강세로 인한 엔캐리 청산 매물이 확대 조짐. 게다가 연준 위원들의 비둘기파적인 발언에도 불구하고 빅컷에 대한 언급을 자제하면서 통화정책 기대도 더 강해지지 못하는 상황. 이로 인해 한국, 대만, 일본은 물론 나스닥도 급락세 전개

달러화는 100p 수준으로 레벨다운. 미국채 10년물도 3.7% 이탈. 채권금리보다 달러화 약세가 심해진 상황. 엔화 강세 영향. 엔/달러 환율은 지난 한 주 동안 2.7% 급락. 142엔대로 레벨다운. 우에다 BOJ 총재의 매파적인 스탠스가 이어지는 가운데 투자자들의 연내 미국 5번 금리인하 기대가 강해지면서 나타난 현상. 이로 인해 엔 캐리 청산 매물 규모 확대 추정. 경기침체 공포에 중국 경기둔화 우려까지 가세하면서 유가, 구리 가격 급락. 수요 불안에 따른 위험자산, 경기민감 자산 전반에 급락세 전개

# KOSPI, 중요 지지권/변곡점 Gap으로 하향이탈. KOSDAQ도 중요 변곡점에서 급락 반전



자료: 대신증권 Research Center

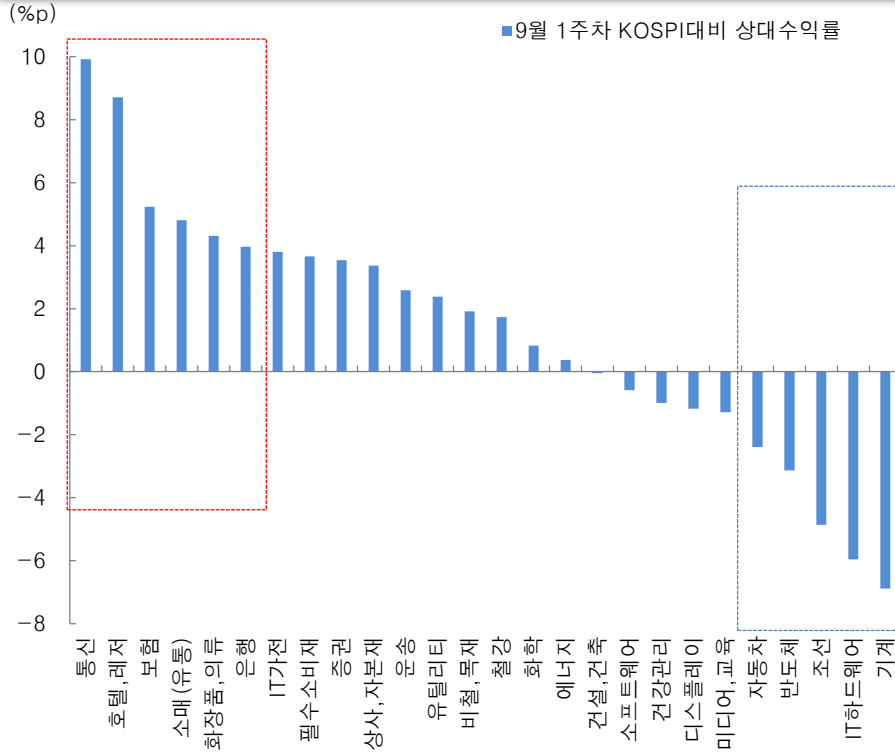


자료: 대신증권 Research Center

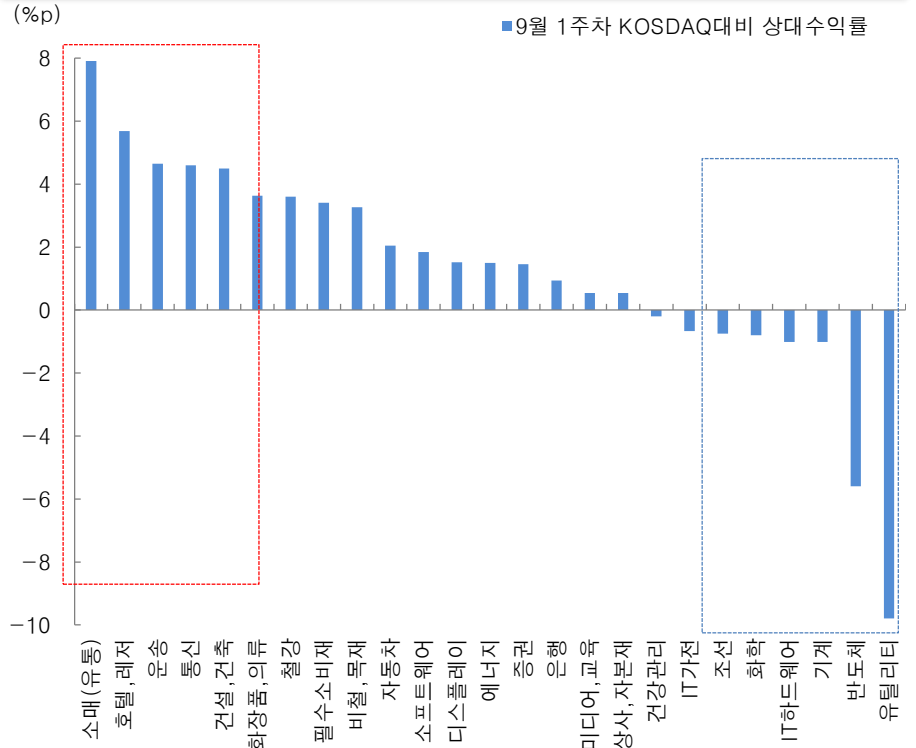
8월 4주차 KOSPI 수익률은 4.86% 하락세로 마감. 2주 연속 약세를 기록. 글로벌 증시 중 최하위 수익률이자 22년 9월 마지막주(-5.87%) 이후 가장 큰 폭의 조정. 단기 급반등 이후 건조한 등락을 보이던 중 미국 경기침체 공포심리가 재유입되면서 단숨에 2,600선대 하향이탈. 거래대금, 거래량 레벨다운 영향으로 외국인 매물 출회에 증시 낙폭이 확대되는 양상. 주 중 등락과정에서도 반등시도에 실패, 장 후반 낙폭을 확대해가면서 6거래일 연속 음봉패턴 발생. KOSPI 전형적인 약세 흐름 확인. KOSDAQ은 785p 저항에서 급락 반전하며 -7.96% 주간 수익률 기록, 22년 6월 둘째주(-8.18%) 이후 최악의 한 주. 연초 이후 수익률은 -18.46%로 글로벌 최하위. 레벨다운된 거래대금 속에 외국인 매물 출회로 인한 하방 압력 확대. 중요 분기점 회복도 하지 못하고 Gap으로 750선을 하향이탈함에 따라 약세 분위기 팽배. 700선 지지력도 장담할 수 없는 상황

# 반도체, 조선, 기계, 자동차 등 수출주 동반 급락. 내수주 상대적 강세 뚜렷

## KOSPI Outperform: 통신, 호텔/레저, 보험, 소매, 화장품 등



## KOSDAQ Outperform: 소매, 호텔/레저, 운송, 통신, 건설 등



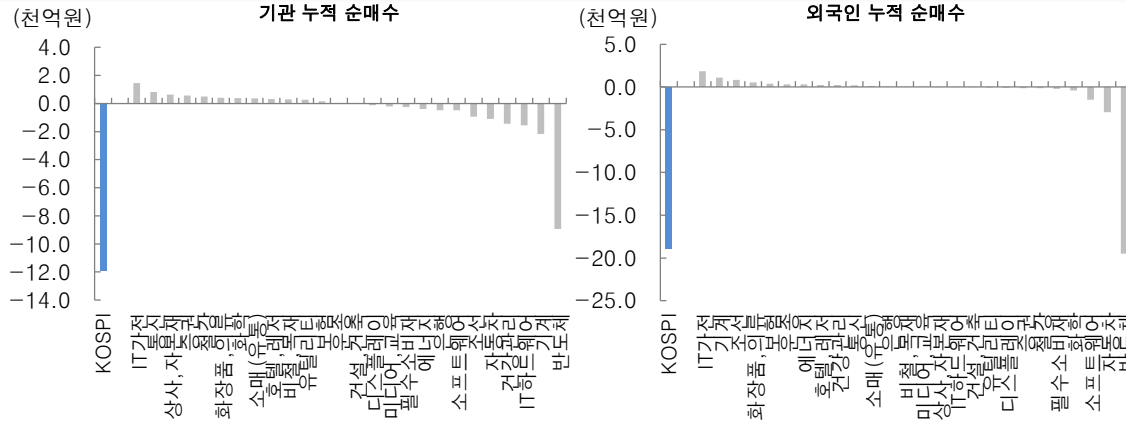
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center  
주: 9월 6일 종가 기준

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center  
주: 9월 6일 종가 기준

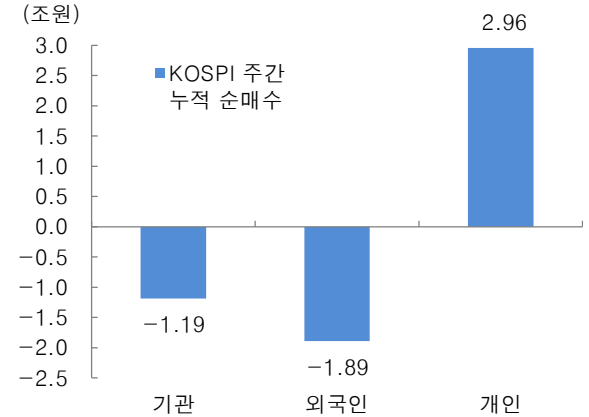
9월 1주차 KOSPI 대비 outperform한 업종은 통신, 호텔/레저, 보험, 소매(유통), 화장품/의류, 은행, IT가전, 필수소비재, 증권 등 16개 업종에 달함. 반도체가 이번주 8% 급락한 것은 물론, 상반기에 강했고, 최근까지 연초 이후 수익률은 견조했던 기계, 조선, 자동차 업종까지 급락세 기록. 미국 경기침체 우려에 중국 경기에 대한 불안심리까지 가세하면서 수출주 약세 뚜렷. 반면, 대외 민감도가 낮은 내수주로는 반도체에서 이탈한 자금이 이동하면서 상대적 강세를 이어감. KOSDAQ도 소매(유통), 호텔/레저, 운송, 통신, 건설, 화장품/의류 등 17개 업종이 지수를 Outperform했는데 최상위권에는 대부분 내수주가 포진. 반도체를 중심으로 한 IT 전반의 약세 반전이 KOSDAQ 지수 하락으로 이어진데 반해 내수주, 소외주들의 반등. 하지만, 반도체 급락이 워낙 강하게 전개됨에 따라 KOSDAQ 지수 레벨다운, 급락을 제어하지는 못함

# 외국인 KOSPI 2주 연속, KOSDAQ 4주 연속 순매도. 개인만 적극적인 순매수 기록 중

## 외국인, 기관 반도체 대량 매도. 동시 순매수 : IT가전, 화장품/의류, 호텔/레저 등



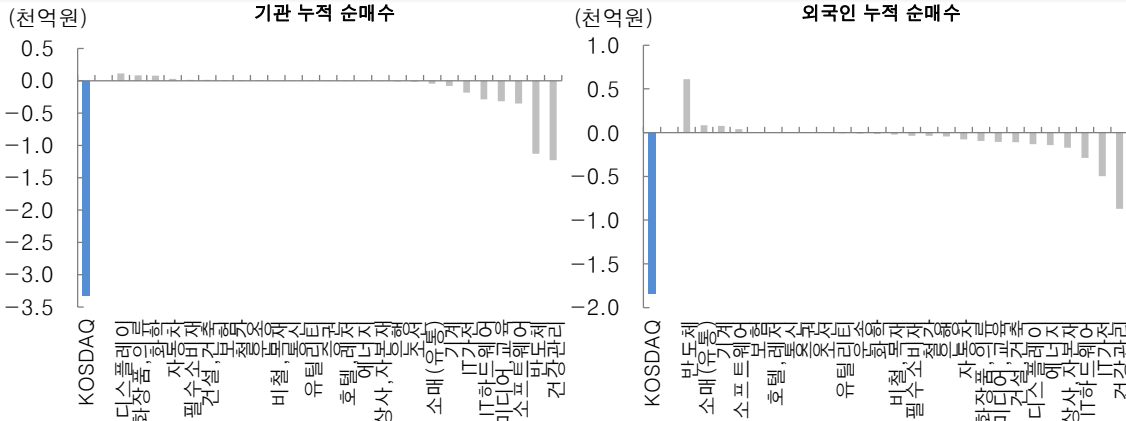
## KOSPI 외국인 2주 연속 순매도



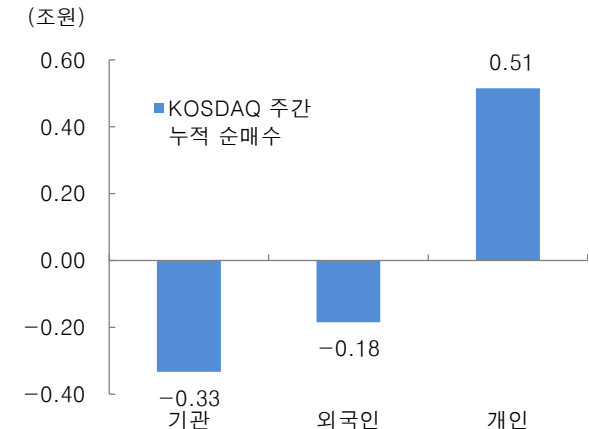
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## KOSDAQ 외국인, 기관 건강관리 대량 매도. 눈에 띄는 외국인 반도체 대량 매수



## KOSDAQ 외국인 4주 연속 순매도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center



# Issue 1. 경기침체 공포 확대 / 재생산. 자기강화 현상 & 통화정책 회의감

---

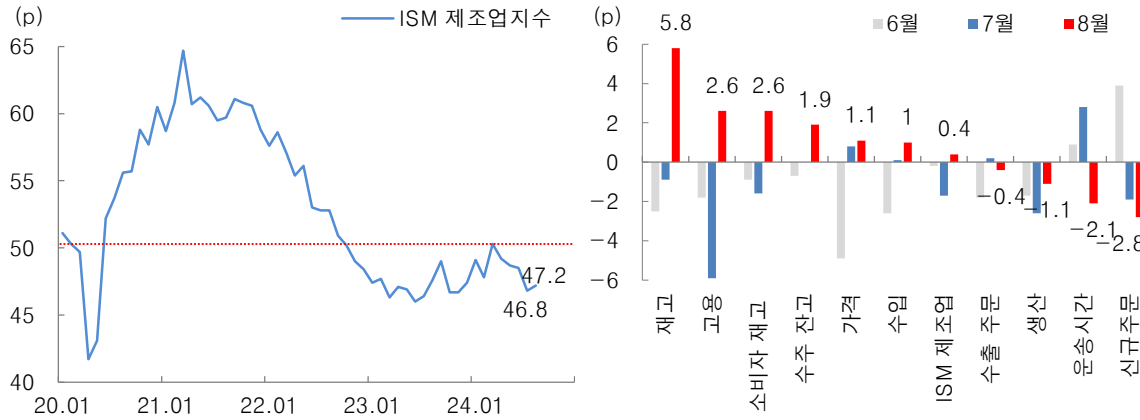
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

# [ISM 제조업] 47.2로 예상(47.5) 하회했지만, 전월대비 반등. 고용지표도 반등. 이번에는 신규주문이 문제

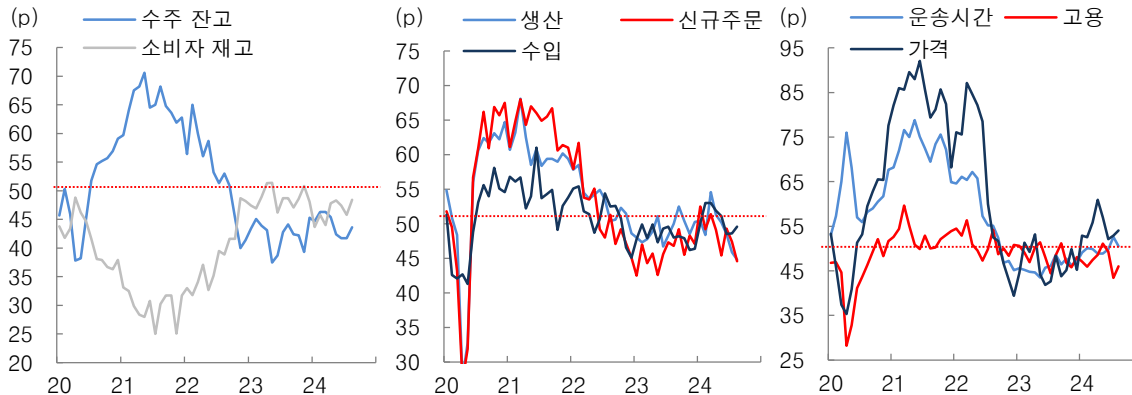
## ISM 제조업 지수 반등, 고용도 반등 성공. 하지만, 신규주문 레벨다운



- 전월 경기침체 우려를 자극했던 ISM 제조업 PMI는 전월대비 반등에 성공하며 47.2를 기록
- 다만 시장 컨센서스(47.5)를 하회하면서 경기에 대한 우려는 지속
- 고용지수는 반등했지만, 3개월 연속 위축 국면에 위치하며 고용불안을 떨쳐내지 못했다
- 신규주문과 생산 모두 전월대비 큰 폭으로 둔화되면서 또다른 경기침체 공포심리를 자극
- 한편 비용지수는 전월대비 상승하며 제조 기업 환경이 다방면에서 비우호적임을 시사

자료: ISM, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

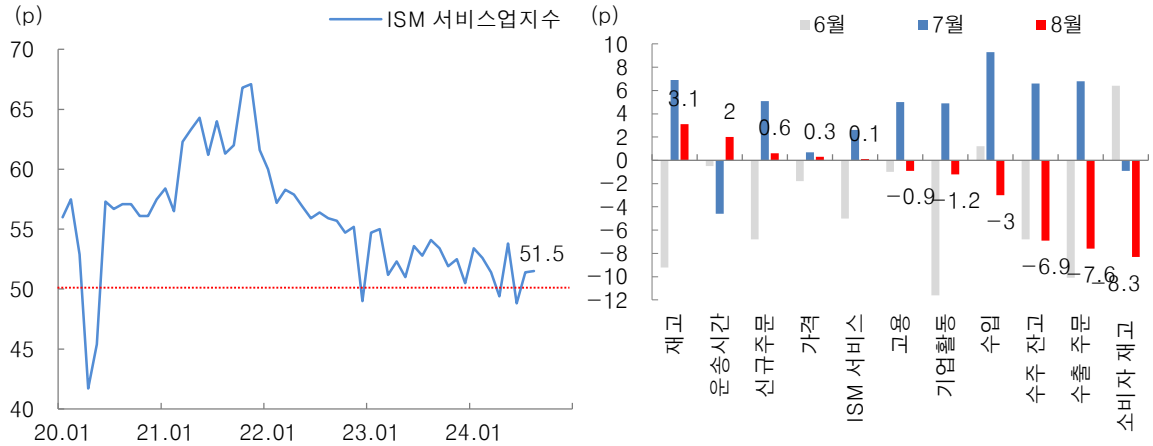
## 7월 급락했던 고용은 반등. 이번에는 신규주문 레벨다운이 문제



자료: ISM, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

# [ISM 서비스업] 51.5로 전월과 동일. 고용 둔화로 시장의 경기침체 우려를 돌리지는 못해

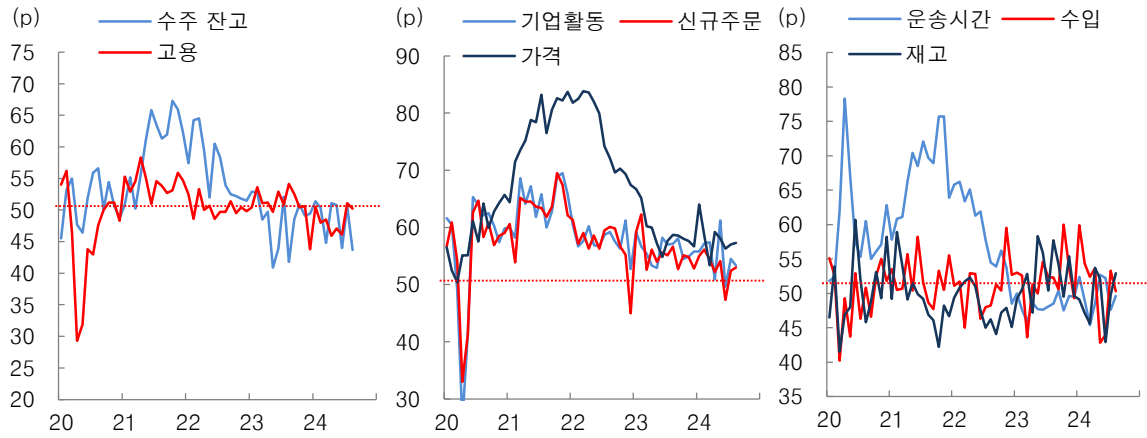
## ISM 서비스업 지수 예상 상회, 고용 둔화에 경기침체 경계심리 유지



- 서비스업 PMI는 예상치(51.4) 상회하며 전월대비 동일한 51.5 기록
- 다만 세부항목에서 고용지수는 예상치 소폭 하회하며 미국 신규 고용 완만한 둔화 추세 뒷받침했지만, 시장에서는 고용 불안, 경기침체 우려로 읽혀짐
- 부진한 제조업 PMI로 확산된 경기에 대한 우려는 서비스업 PMI 확인하며 일부 완화
- 신규주문이 전월대비 반등한 점 긍정적이나, 제조업과 마찬가지로 비용압력 확대된 것으로 파악

자료: ISM, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

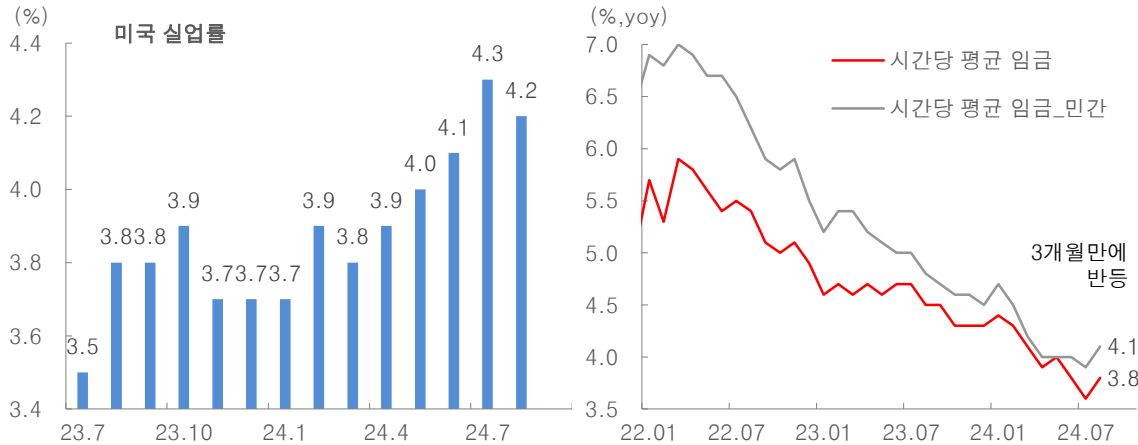
## 고용 수축국면 전환. 신규주문 반등에도 경기침체 우려는 지속



자료: ISM, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

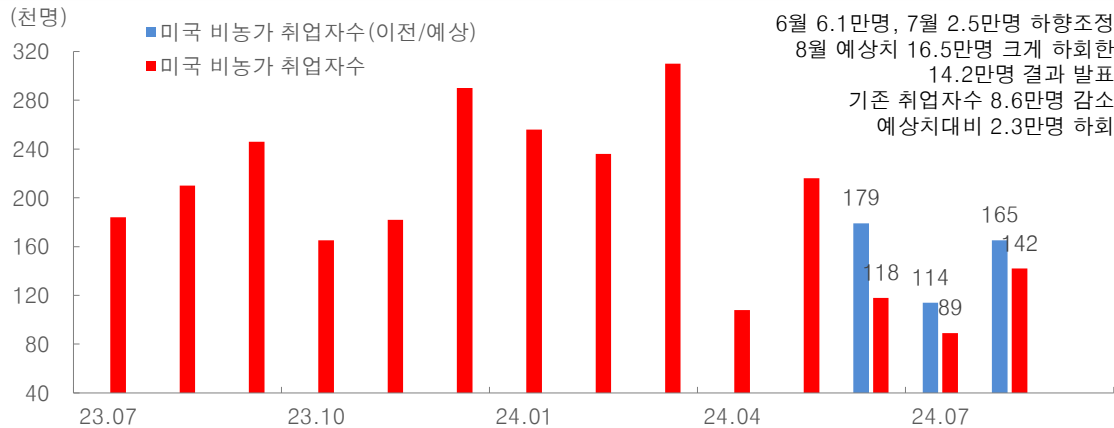
# [고용지표] 실업률 4.2%로 둔화. 비농가 취업자수 부진이 경기침체 공포심리 자극

## 실업률은 예상대로 7월대비 둔화된 4.2% 기록. 임금 상승률은 반등



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

## 문제는 비농가 취업자수. 6월, 7월 8.6만명 하향조정 & 8월 2.3만명 예상 하회

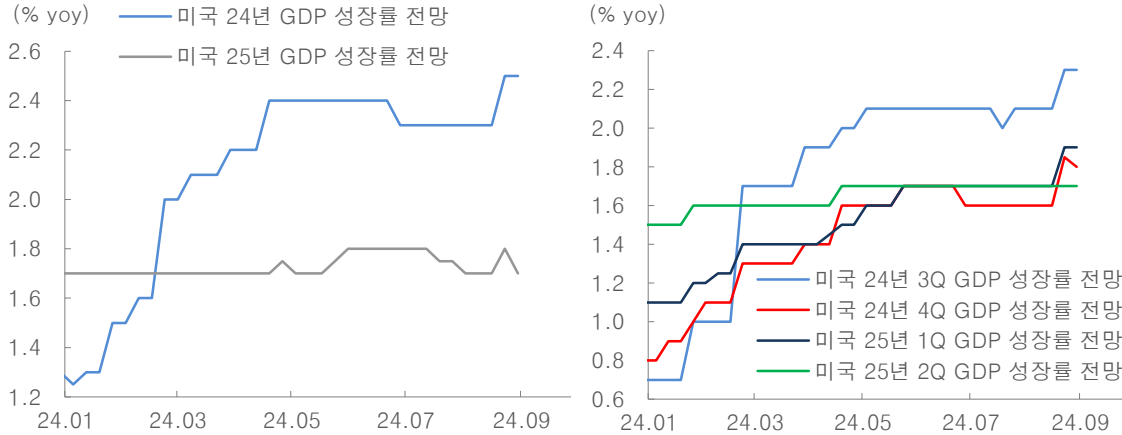


자료: 미국 노동부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 8월 고용지표에서 실업률은 4.2%로 5개월 만에 하락. 8월 노동공급이 12만명 늘었지만 경제활동참가율은 62.7%로 동일했기 때문
- 고용 시장이 둔화세를 이어가고 있으나 그 속도는 안정적이라고 볼 수 있는 부분
- 하지만, 비농업 부문의 고용이 14만2000건 증가에 그침. 시장 예상치(14만5000건~16만5000건) 하회
- 특히, 7월, 6월 취업자수가 각각 11.4만건에서 8.9만건, 11.8만건에서 6.1만건으로 하향조정, 각각 2.5만명, 6.1만명 하향조정된 수치
- 업종별로는 건설에서 3.4개 일자리 증가, 헬스케어, 사회 지원 부문에서도 각각 3.1만개, 1.3만개 증가. 반면 제조업 일자리는 전월에 비해 2.4만개 감소
- 시간당 평균 임금은 전월 대비 0.4%, 전년 대비 3.8% 상승. 예상치(0.3%, 3.7%) 상회
- 이로 인해 경기침체 우려와 더불어 연준의 9월 빅컷 목소리에 힘이 실리고 있음

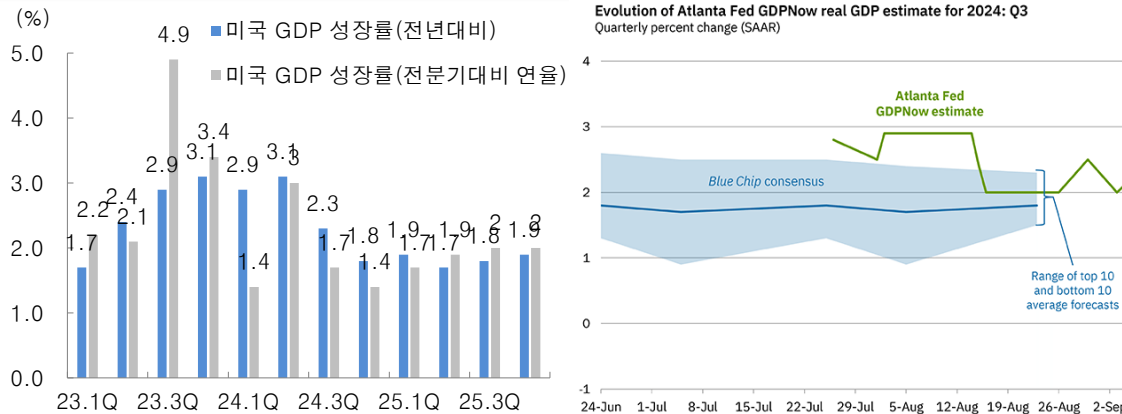
# [경기침체 공포] 급격한 경기침체 시그널 부재. 미국 24년 GDP 전망 상향조정, GDP Now 3Q 전망은 2.1%

## 미국 24년 GDP 성장률 2.5%로 상향조정. 24년 하반기 전망 상향조정 영향



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## GDP 성장률 전망 후행적일 수 있지만, GDP Now도 3분기 2.1% 성장 예상

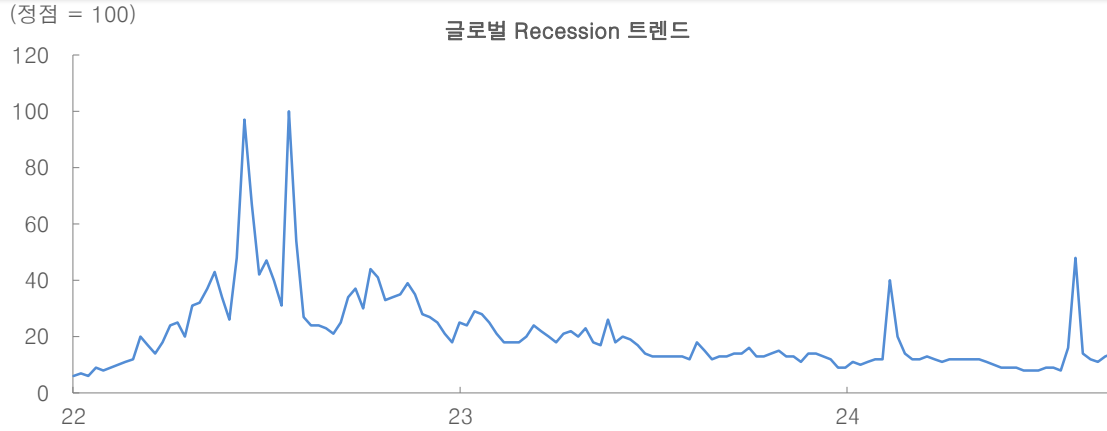


자료: 아틀란타 연은, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 미국 경기가 불안하고, 둔화국면에 진입한 것은 맞지만, 아직 경기침체를 언급할 만한 근거는 부족. 경기침체에 대한 공포 심리는 과도하다고 판단
- 7월 미국 소득, 소비 등이 견고한 것으로 확인되면서 미국 24년 GDP 성장률 2.5%로 상향조정. 24년 하반기, 25년 1분기 GDP 성장률 전망 상향조정 영향
- 현재 미국 GDP 성장률 컨센서스는 24년 4분기 저점(전분기대비 연율 1.4%, 전년대비 1.8%)으로 완만한 회복세 전망
- 이 또한 후행적일 수 있는데, 실시간으로 GDP 성장률 전망 추이를 확인할 수 있는 아틀란타 연은의 GDP Now도 3분기 GDP 성장률을 2.1%로 예상 중
- 미국 경기 둔화가 뚜렷해지고 있지만, 경기침체를 우려할 상황은 아니라고 생각. 경기 침체보다는 완만한 경기 둔화 전망

# [경기침체 공포] 구글 트렌드로 본 공포심리는 제한적. 시장을 흔드는 것은 무엇인가?

## 22년 하반기 경기침체 공포 이후 8월초 최고치. 현재는 소폭 반등에 그쳐



자료: Google, 대신증권 Research Center

## 8월 5일 경기침체 공포 정점 통과 이후 큰 변화가 없는 경기침체 구글 트렌드

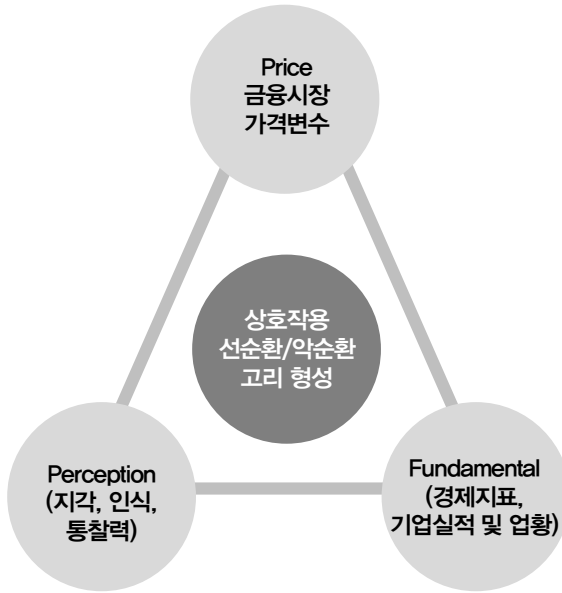


자료: Google, 대신증권 Research Center

- 8월초에 이어 9월초에도 경기침체 공포 심리에 의한 글로벌 금융시장 변동성 확대를 언급하는 중
- 하지만, 구글 트렌드로 봤을 때 실질적인 경기침체 공포심리는 8월 5일 고점대비 크게 낮아진 상황
- 일간 데이터를 보더라도 20이하에서 등락 중. 8월 5일 경기침체에 대한 관심대비 20% 수준에 그치고 있다는 것
- 그렇다면 9월초 증시 하락의 근본적인 원인은 무엇일까?
- 최근 경제지표 해석 과정을 보면 이전과 다른, 또는 디테일한 부분에서 경기침체 근거를 찾는 상황
- 경제지표 결과를 통해 경기침체 근거를 찾기보다는 경기침체를 기정사실화하고, 이에 맞는 근거, 이유를 찾는 듯한 기분
- 이는 조지 소로스의 재귀성 이론, 자기강화 현상으로 해석 가능. 우세적 편견이 형성되면 극단적인 수준까지 한 방향으로만 몰리는 '자기강화 현상' 전개
- 현재로서는 경기침체라는 시장의 편견이 자기강화 현상을 이어가고 있다는 판단

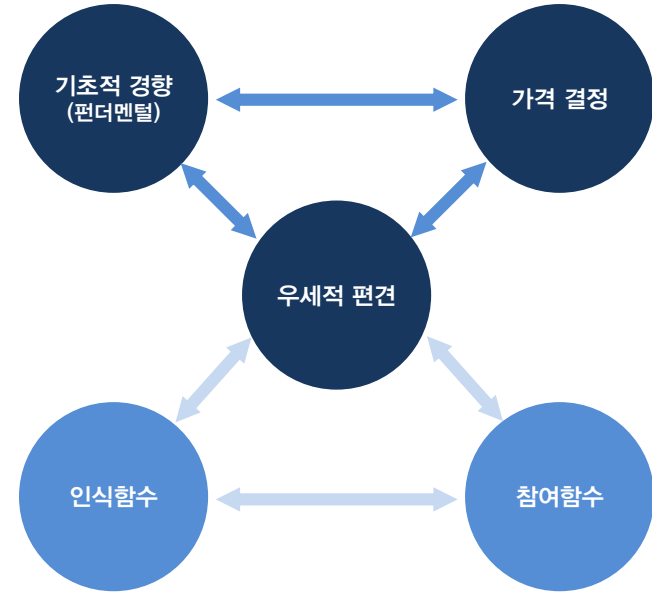
# [재귀성 이론] 자기강화 현상. 악순환의 고리가 형성될 경우 극단적인 상황까지 전개될 수 있어

## 소로스의 재귀성 이론



자료: 조지 소로스 금융시장의 새로운 패러다임, 대신증권 Research Center

## 편견에 의한 자기강화 현상



자료: 조지 소로스 금융시장의 새로운 패러다임, 대신증권 Research Center

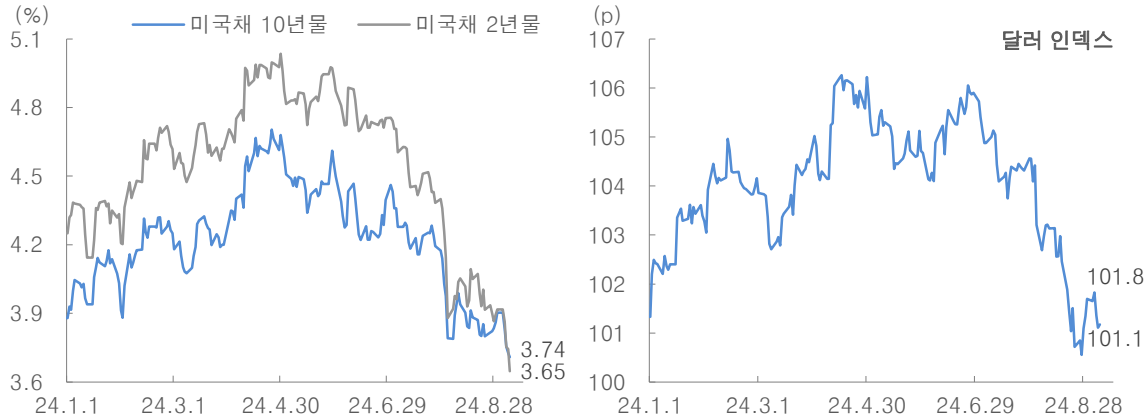
소로스의 '재귀성(Reflexivity) 이론' : 세상은 불완전하므로 시장 참가자들이 서로 영향을 주고, 그 영향이 다시 시장 가격에 미치는 과정을 반복함으로써 가격이 급등하거나 급락할 수 있다는 주장

즉, 행위 주체, 투자자들 간 상호작용이 Positive, Negative 피드백을 만들어 내면서 평균수준을 벗어나는 과열과 침체를 만든다는 것

투자자들은 비이성적 판단을 내릴 수 있어 가격이 지속해서 오르거나 떨어질 경우 합리적인 지점을 찾지 못하고 오히려 한 방향으로만 몰리는 '자기강화 현상' 전개. 자기강화 현상은 영원하지 않지만, 현재는 글로벌 금융시장(1차 채권시장, 2차 주식시장)과 가격변수, 투자심리 간에 악순환의 고리 형성 중 향후 재귀적인 현상의 고리가 악화되고, 끊어진 이후에나 추세반전을 가능할 수 있을 것

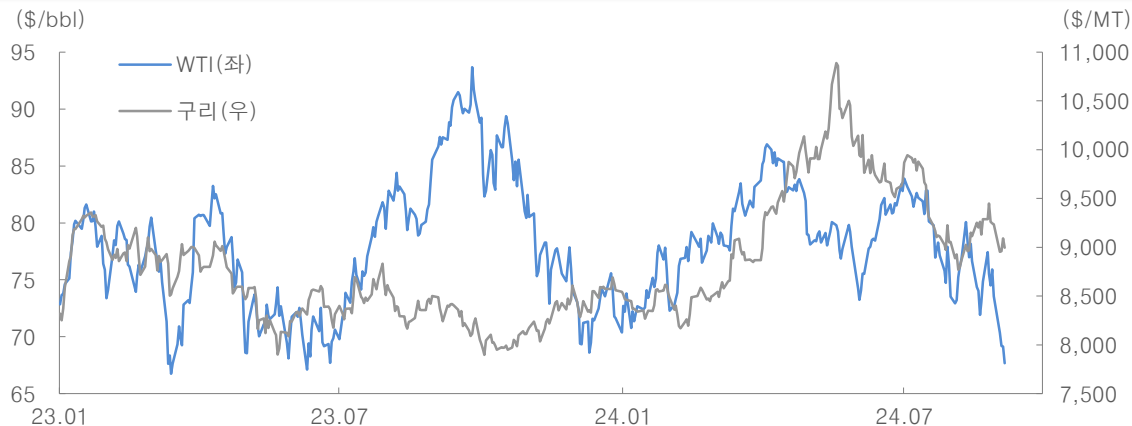
# [자기강화 현상] 경기침체 편견 속에 달러/채권금리 하락, 유가 하락 등이 경기침체에 대한 확신으로 이어져...

## 채권금리, 달러화 하락, 레벨다운 = 미국 경기침체 공포를 자극



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 유가 급락, 구리가격 하락 또한 글로벌 수요 불안 & 미국 경기침체 편견 강화로...



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 급격한 경기침체 공포가 유입된 이후 자리잡고 있는 경기침체 우려가 경제지표 결과 뿐만 아니라 채권금리, 달러 하락/레벨다운, 유가 급락, 구리가격 하락에도 영향을 받는다는 의미
- 경제지표가 다소 부진함에 따라 채권금리, 달러가 하락하면 경기침체 편견이 강해지고, 이렇게 강해진 편견은 유가 하락 또는 증시 하락으로 이어지고, 이러한 가격 변수의 하락은 다시 경기침체 편견을 자극하는 흐름
- 이러한 악순환의 고리는 영원하지 않음. 언젠가는 악순환이 약해지면서 저점을 잡고, 선순환으로 전환되면서 상승추세를 형성해 나가기 마련
- 다만, 악순환의 고리의 정점이 어디인지, 어디까지인지 가늠하기 어려운 것이 사실
- 현재 주가 레벨/수준을 감안할 때 선반영함에 따른 악순환의 고리 정점권에 근접하고 있다고 판단
- 다양한 경제지표와 이슈/이벤트를 확인하면서 변곡점 형성, 분위기 반전의 계기를 찾아가야 할 것



미국 경제 연착륙 중. 위험 지표 관찬은 상황. 빨간 불이 번쩍이지 않아...

우리가 살펴보는 위험 지표인 자산 밸류에이션(평가가치)이나 레버리지(차입투자) 수준 등이 관찬아 보인다. 빨간 불이 번쩍이고 있지 않다

위험들이 있지만 (강한 성장을 유지하면서) 지금처럼 유의미하게 인플레이션을 낮출 수 있었던 것은 정말 놀랍다. 이는 **대다수가 연착륙이라고 부르는 것**

대량 실업 없이 임금이 인플레이션보다 빠르게 적절한 속도로 오르고 있다  
월별 고용 증가세는 노동시장 신규 진입자를 흡수하는 데 필요한 수준에 있다

고용 측면의 하방 위험에 대해 주의를 기울이고 있다

미중간 경제적 관여 중요성 강조.  
나는 분명 다시 중국에 갈 수 있으며, 중국 카운터파트(상대방)의 방미를 환영할 것

차기 미국 행정부에서 미중 관계가 우선순위가 되어 한다

- 엘런 재무장관은 7일(현지시간) 블룸버그 뉴스 인터뷰를 통해 현재 미국 경제 상황에 대해 언급
- 위험지표는 관찬은 상황이며, 경고등은 들어오지 않고 있다고 함
- 게다가 성장을 유지하면서 물가 안정을 놀랍다고 평가하면서 연착륙을 언급
- 투자자들의 경기침체 공포심리의 악순환 고리를 약화시켜줄 수 있을지 관건
- 8월말 잭슨홀 미팅에서 파월 연준의장의 연설을 통해 글로벌 증시가 단기 안정성을 보였던 것과 같은 맥락
- 근본적인 경기침체 공포심리가 진정되고 선순환 고리로 작동하기 위해서는 경제 지표가 확인되어야겠지만, 심리적 안정성을 높여줄 수 있을 것

### 윌리엄스 뉴욕 연은 총재의 고용지표 발표 직후 발언

오늘 일자리 보고서는 우리가 보고 있는 경기 둔화와 노동시장 냉각과 일치  
경제가 균형을 이루고 물가상승률(인플레이션)이 2%로 향하고 있음  
기준금리를 낮춰 (통화) 정책의 제한 범위를 낮추는 것이 적절  
금리 인하는 연준의 자연스러운 다음 단계  
실업률 상승은 전반적으로 과열된 상황에서 후퇴한 것. 오히려 역사적으로 봤을  
때 여전히 낮은 수준  
올해 실업률은 4.25% 수준에서 마무리, 장기적으로 3.75% 수준까지 낮아질 것

자료: 주요 언론, FED, 대신증권 Research Center

### 월러 연준 이사의 고용지표 발표 직후 발언

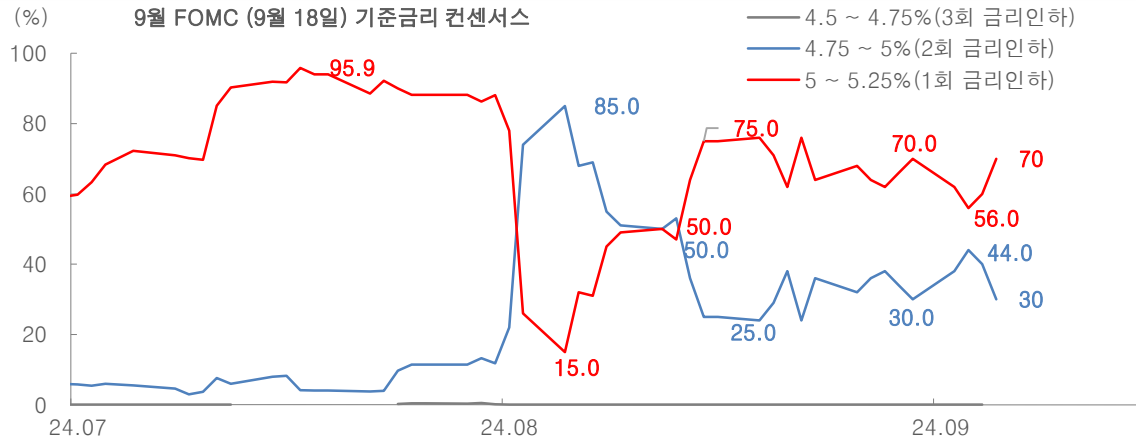
최근 다른 지표와 함께 이것은 고용시장의 완화가 지속하고 있음  
지표가 약세를 보여주지만, 악화는 아니며 경기 침체로 가는 것은 아님  
현재 지표는 더 이상 인내심을 요구하지 않으며 행동을 요구  
임금 상승률이 연준의 2% 물가 목표와 일치하도록 완화  
인플레이션은 이제 연준의 목표치로 가는 바람직한 과정에 있음  
지표가 연속된 회의에서 금리 인하를 지지한다면 연속으로 금리를 인하하는 게  
적절할 것으로 생각. 지표가 더 큰 금리 인하를 가리키면 그것 또한 지지할 것

자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

- 지난 주말 고용지표 공개 이후 뉴욕 연은 총재인 윌리엄스와 월러 연준 이상의 연설이 있었음
- 두 연준 위원 모두 금리인하를 강력하게 시사
- 하지만, 미국 고용에 대한 판단은 과열에서 정상화되는 과정으로 침체로 가는 것이 아님을 명확히 함
- 투자자들의 경기침체 공포심리를 제어할 수 있는 발언이었지만,
- 시장은 경기침체에 대한 편견은 여전히 있지만, 9월 빅컷 가능성이 낮아짐에 따라 경기침체가 불가피하고, 11월, 12월 빅컷은 필연적이라는 생각을 한 것으로 보임

# [통화정책 컨센서스] 9월 25bp 금리인하 확률 상승 Vs. 11월 빅컷 확률 상승

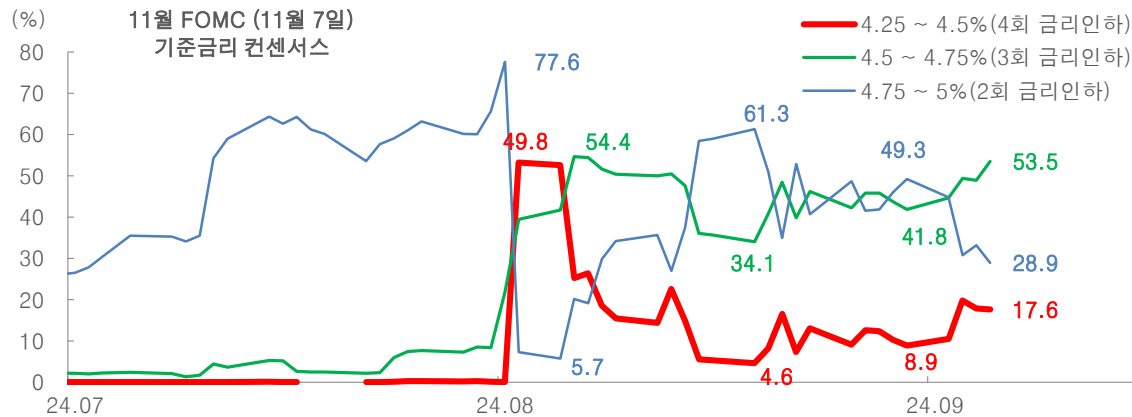
## 고용지표 발표, 연준 위원 발언 이후 9월 25bp 금리인하 확률 70%로 상승



- 실제로 윌리엄스 연은 총재와 월러 연준 이사 발언 이후 9월 FOMC에서 25bp 금리인하 확률은 70%까지 상승, 50bp 금리인하 확률은 30%로 레벨다운
- 반면, 11월 FOMC에서 50bp 금리인하 확률은 53.5%로 레벨업
- 9월 FOMC에서 25bp 금리인하할 경우 경기가 더욱 악화되어 11월 빅컷이 불가피하다는 컨센서스 반영

자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

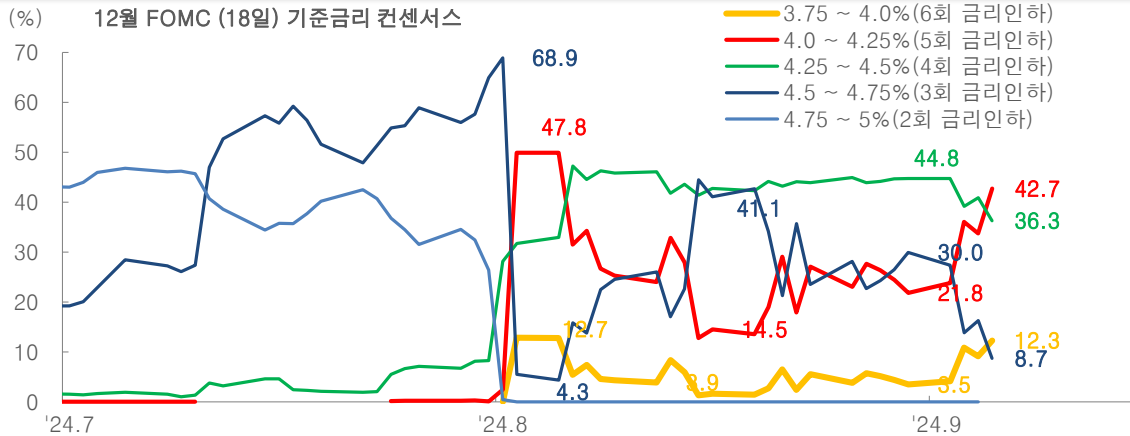
## 반면, 11월 50bp 금리인하 확률은 53.5%까지 급등



자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

# [통화정책 컨센서스] 12월까지 125bp, 25년 6월까지 9번 금리인하 기대

## 연내 5번 금리인하(125bp) 확률 8월초 이후 처음으로 40% 상회, 우위로 전환



자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

## 24년 연내 5번, 25년 6월까지(상반기) 9번 금리인하 기대

MEETING DATE	175-200	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
2024-09-18										0.0%	0.0%	0.0%	30.0%	70.0%
2024-11-07					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.6%	53.5%	28.9%	0.0%
2024-12-18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.3%	42.7%	36.3%	8.7%	0.0%	0.0%
2025-01-29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.6%	26.1%	39.8%	23.8%	4.8%	0.0%	0.0%	0.0%
2025-03-19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	12.2%	30.5%	34.7%	17.7%	3.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025-05-07	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	11.8%	29.8%	34.5%	18.3%	3.8%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025-06-18	0.0%	0.0%	1.1%	8.2%	23.4%	32.8%	24.1%	9.0%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025-07-30	0.0%	0.5%	4.3%	15.1%	27.7%	28.9%	17.2%	5.5%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025-09-17	0.2%	1.7%	7.8%	19.1%	28.0%	25.1%	13.4%	4.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

- 이로써 12월까지 125bp 금리인하 확률이 8월 초 이후 처음으로 40% 상회
- 9월 25bp 금리인하 이후 연속 빅컷 가능성을 시장은 염두에 두고 있다고 볼 수 있음
- 한편, 25년 6월까지 9번, 225bp 금리인하 컨센서스 유입
- 6월 FOMC에서 제시한 연준의 26년까지 9번 금리인하를 1년 반 정도 앞당겨 놓은 것
- 즉, 지난 주말 증시는 경기침체 공포의 확대 재생산, 자기강화 현상 속에 9월 빅컷 기대심리까지 약해진 것
- 이는 향후 경기침체에 대한 편견을 더욱 강화시키고, 경기침체로 인한 가파르고 연속적인 금리인하 가능성을 반영한 것

# Issue 2. 다시 움직이는 엔캐리 청산 매물. 9월 계절성(유동성 위축)과 맞물린다면?

---

Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

# [엔화 강세 지속] 우에다 BOJ 총재의 연이은 매파적인 발언. 엔/달러 환율 다시 142엔대로 레벨다운

## 우에다 BOJ 총재의 청문회 발언. 통화정책 영향력 경계하나 금리인상 기조 유효

- "필요에 따라 적정 수준의 금리 인상을 실시할 것"
- "2분기 일본 GDP와 임금 데이터는 경제가 BOJ의 전망에 부합함을 시사"
- "경제와 인플레이션이 BOJ 전망치와 일치하면 통화완화 조정에 대한 입장에 변화가 없음"
- "7월 금리 인상 이후에도 통화 여건은 여전히 완화적"
- "정부와 긴밀한 소통을 유지할 것"
- "시장 움직임이 경제, 가격 전망에 미치는 영향을 주의 깊게 검토할 것"
- "시장 움직임이 클 때 정책 결정에 어떤 영향을 미칠지 고려할 것"

자료: 주요 언론, BOJ, 대신증권 Research Center

## 7월 FOMC 의사록, 파월 연준의장 발언과 맞물려 엔화 강세 압력 재개 미국 경기침체 공포의 자기강화 현상이 가세하며 엔/달러 환율 다시 142엔대 진입

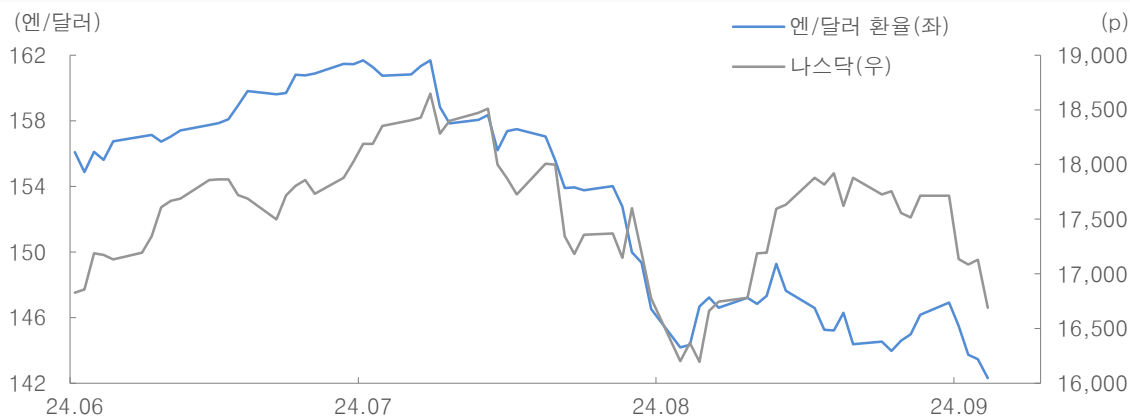


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 미국 경기침체 공포의 확대 재생산 과정에서 우에다 가즈오 BOJ 총재가 또다시 금리인상 기조를 유지하겠다는 의지를 피력
- 3일 저녁 우에다 총재는 경제재정자문회의에 참석, 물가 전망이 실현된다면 정책 금리를 계속 인상하고 금융완화 정도를 조정할 것이라는 방침을 재차 밝힘
- 파월 연준의장 발언의 잭슨홀에서 비둘기파적인 발언에 이어 연준 위원들의 완화적인 스탠스에 힘입어 엔/달러 환율은 145엔을 하회, 142엔대 재진입
- 제한적이었던 글로벌 증시 변동성이 다시 커지는 양상
- 엔캐리 청산 압력이 정점을 통과한 상황이고, 엔화 강세가 달러 약세에 기인한 부분이 많다는 점에서 매물 압력의 정점 통과 가능성
- 다만, 유동성 위축에 기인한 9월 계절성을 감안할 경우 141 ~ 142p 하회, 이탈 시 증시 변동성 확대는 불가피 할 전망

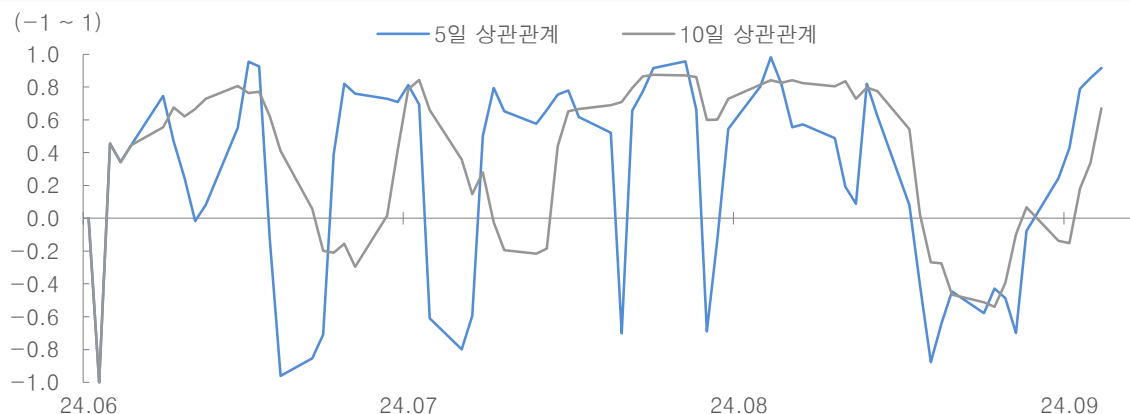
## [엔캐리 트레이드] 다시 강해지는 엔/달러 환율과 나스닥 간의 상관관계

### 8월 중순 이후 다시 엔/달러 환율 하락 = 나스닥 하락. 엔/달러 반등 = 나스닥 반등



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

### 8월 중순까지 역상관관계였던 엔/달러 환율과 나스닥 상관관계 9월 6일 기준 5일 상관관계는 0.915, 10일 상관관계는 0.669까지 급등

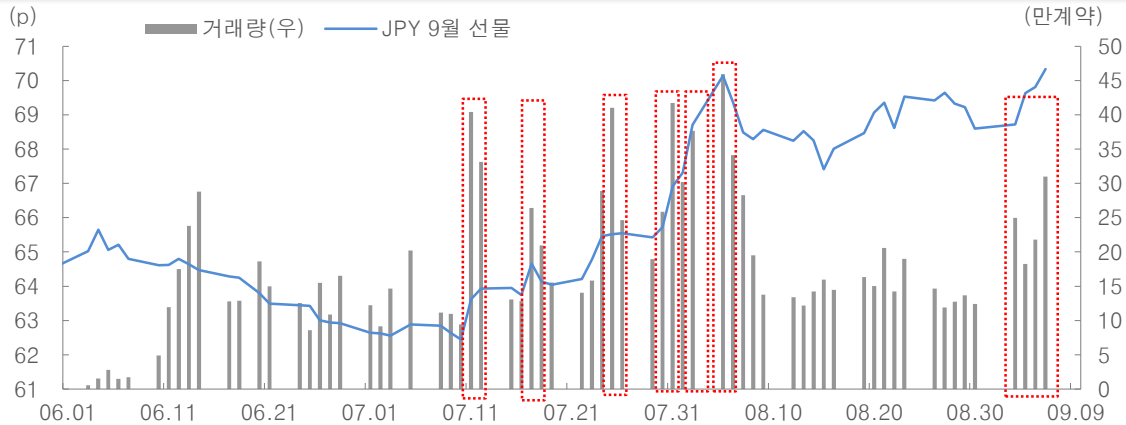


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 8월초 이후 엔/달러 환율 등락에 상관없이 나스닥은 반등세를 이어가던 상황
- 0.93(7/10 ~ 8/6)에 달했던 엔/달러와 나스닥 지수 간 상관관계가 8월 7일 이후 -0.2를 기록
- 하지만, 8월 중순 이후 엔/달러 환율과 나스닥 간의 상관관계 다시 강해지는 중
- 최근 5거래일 동안 0.915, 10거래일 동안 0.669 상관관계 기록 중
- 미국 경기침체 공포심리 후퇴에 약해졌던 엔 캐리 청산의 안순환 고리가 재가동될 가능성 경계

# [엔캐리 트레이드] 선물 거래량 다시 증가세로 전환. 청산 물량도 저점 통과

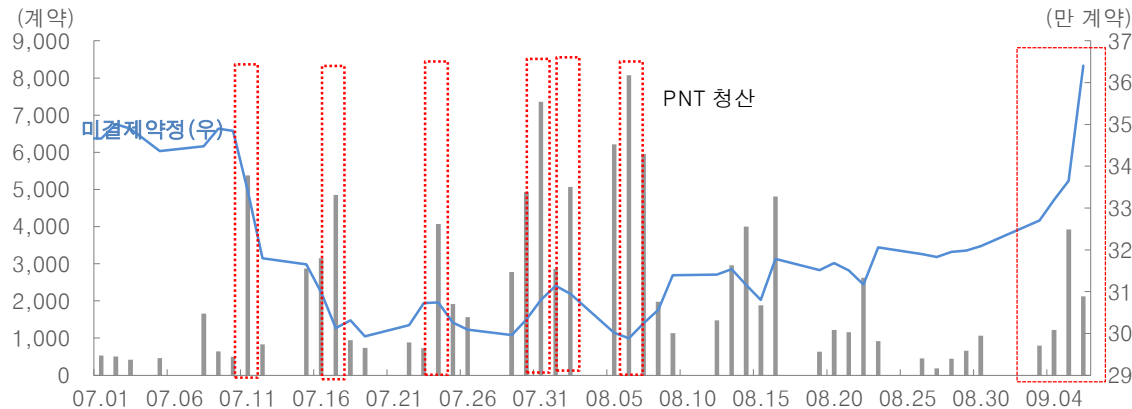
## 6월 수준으로 회귀했던 엔 선물 거래량, 30만 계약까지 증가



- 8월 5일 45.9만 계약을 정점으로 레벨다운. 6월 수준으로 회귀했던 엔선물 거래량이 증가세로 전환
- 8월 중순 20만계약을 하회하던 일일 거래량이 지난 주말 30만 계약까지 급증
- 이와 맞물려 청산 물량도 증가세로 전환. 지난주 목요일에는 4,000계약에 근접했고, 2,000계약을 상회하기 시작
- 엔/달러 환율이 추가적으로 레벨다운될 경우 엔 캐리 청산 매물이 다시 시장 변동성을 자극할 수 있을 것

자료: CME, 대신증권 Research Center

## 엔화 포지션 청산 물량도 다시 2,000 ~ 3,000계약 수준으로 레벨업



자료: CME, 대신증권 Research Center



# [엔캐리 트레이드] 미국 금리인하 압력 확대와 동행하는 엔화 강세. 1차 청산 규모/속도보다 제한적이겠지만...

## 9월 FOMC, 이후 미/일 금리차 축소 폭과 강도에 따라 엔화 흐름 결정



자료: FED, BOJ, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 엔화 투기적 포지션 4.1만계약으로 순매수 폭 확대

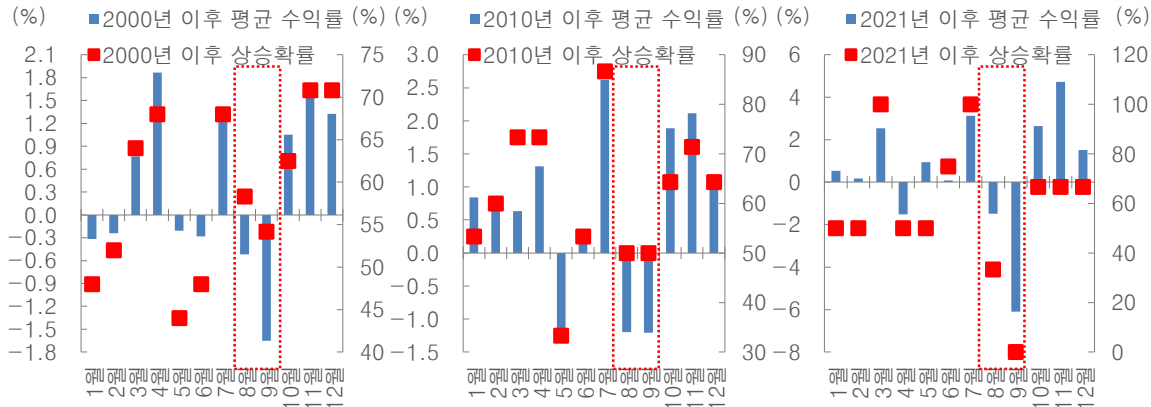


자료: CFTC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 현재로서는 BOJ의 금리인상, 연준의 금리인하 구도 명확. BOJ의 매파적 스탠스가 지속되는 가운데 미국 금리인하 폭과 강도에 따라 엔화 강세압력 결정
- 즉, 통화정책 컨센서스가 추가적인 금리인하 기대를 강화시켜가고 채권금리 하락 압력을 높일수록 엔화는 강세를 보일 수 밖에 없다는 판단
- 이 경우 엔캐리 트레이드 공포심리를 재현할 수 있을 것
- 물론, 이전보다 충격의 강도는 파급력은 제한적일 것
- 7월 첫째주 18.4만계약 순매도를 8월 첫째주 1.1만계약 순매도로 5주만에 17만 계약을 순매수. 역사적으로 가장 빠르고 강했던 엔화 매수 강도
- 하지만, 이미 엔화 포지션은 순매수 전환되었고, 2000년 이후 최대 순매수포지션이 7.2만계약이었음을 감안할 때 7월 ~ 8월초와 같은 강도로 엔화 강세 포지션 청산이 전개되지 않을 것
- 다만, 9월 유동성 위축 상황에서 작은 엔캐리 청산 매물 출회만으로도 증시 변동성 확대 불가피하다는 판단

# [9월 계절성] 연중 최저 수익률. S&P500 상승확률도 2010년 이후 42%, 2021년 이후 0%로 최저

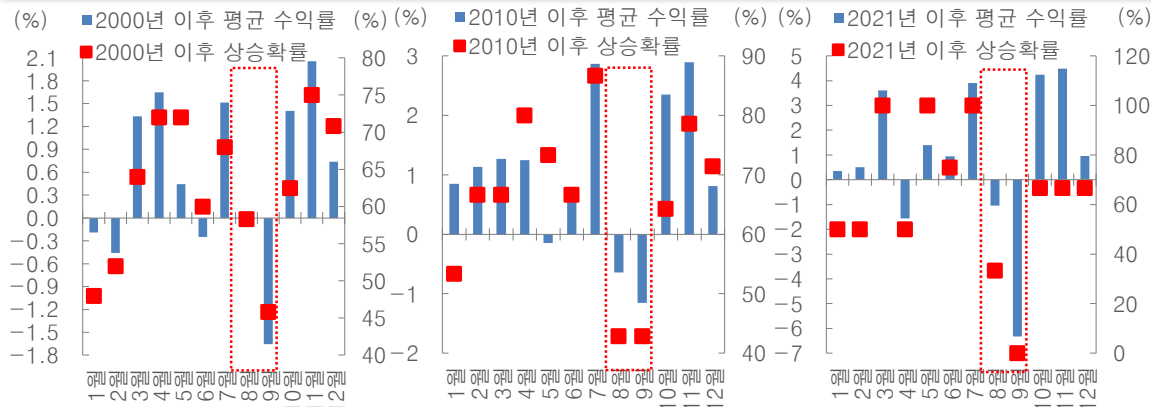
## MSCI 글로벌지수 2000년 이후 9월 증시 수익률 최악. 21년 이후 상승확률 0%



- 2000년 이후 글로벌 주식시장 측면에서 9월 증시는 악몽과도 같은 한 달
- MSCI 글로벌 증시 기준 2000년 이후 9월 평균 수익률은 -1.65%로 연중 최하위. 상승확률은 54%
- 미국 S&P500도 비슷한 양상. 2000년 이후 9월 평균 수익률은 -1.65%로 연중 최하위. 상승확률도 45.8%에 불과, 이 또한 연중 최하위권
- 21년 이후에는 9월 수익률이 -6% 전후, 상승확률은 0%에 달함
- 9월 증시는 계절적으로 변동성 확대를 경계해야 할 것임을 시사

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

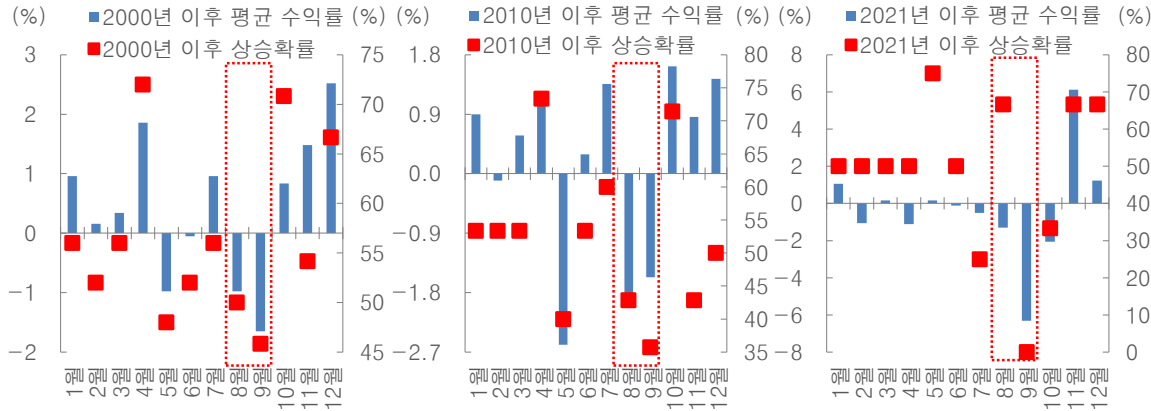
## S&P500, 2000년 이후 9월 증시는 최악. 21년 이후 9월 상승확률 0%



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

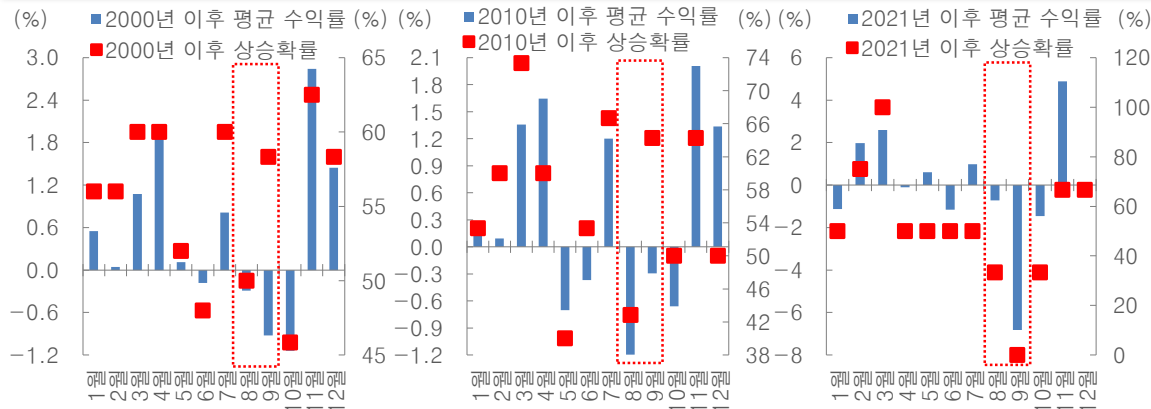
# [9월 계절성] 연중 최저 수익률. MSCI 이머징, KOSPI 상승확률도 2021년 이후 0%

## MSCI 이머징, 2000년 이후 수익률, 상승확률 최저. 21년 이후 상승확률 0%



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## KOSPI 9월 상대적 부진은 강하지 않지만, 21년 이후 9월 증시는 최악

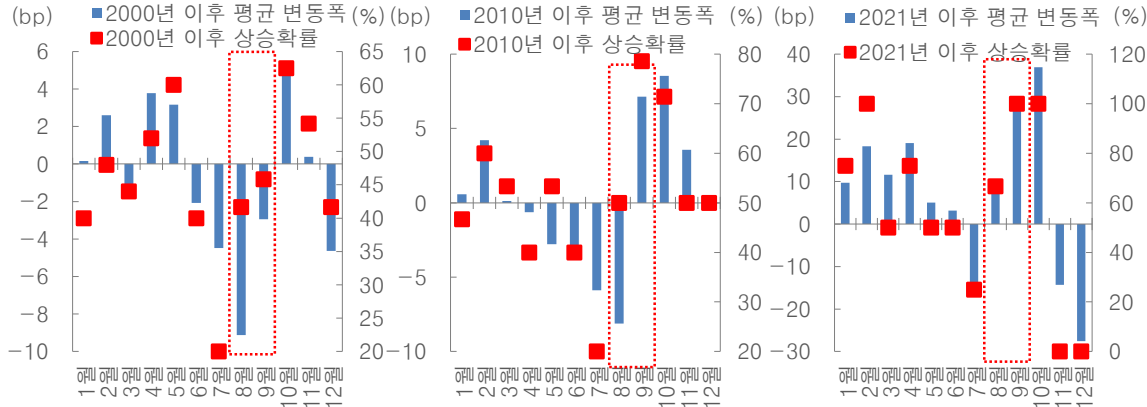


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 9월 계절성은 미국, 선진국 증시 뿐만 아니라 신흥국, KOSPI 시장에도 영향을 미침
- MSCI 이머징 지수 또한 2000년 이후 9월 증시가 가장 약세를 보였고, 상승확률도 45.8%로 가장 낮음
- 2021년 이후 MSCI 이머징 지수는 평균 -6% 수익률로 상승확률 0%
- KOSPI는 2000년 이후 9월 증시가 상대적으로 부진(-0.92%)했지만, 상승확률 58%로 연중 높은 수준. 중국 증시의 차별적인 흐름에 영향을 받았기 때문으로 평가
- 하지만, 21년 이후 9월 KOSPI 수익률은 -6.28%로 글로벌 증시 중 가장 약한 흐름을 보였고, 상승확률도 0%
- 이처럼 글로벌 증시에 공통적으로 관찰되는 9월 증시 약세는 통계적 확률, 현상 이라기보다 근본적인 원인이 있는 것으로 추정

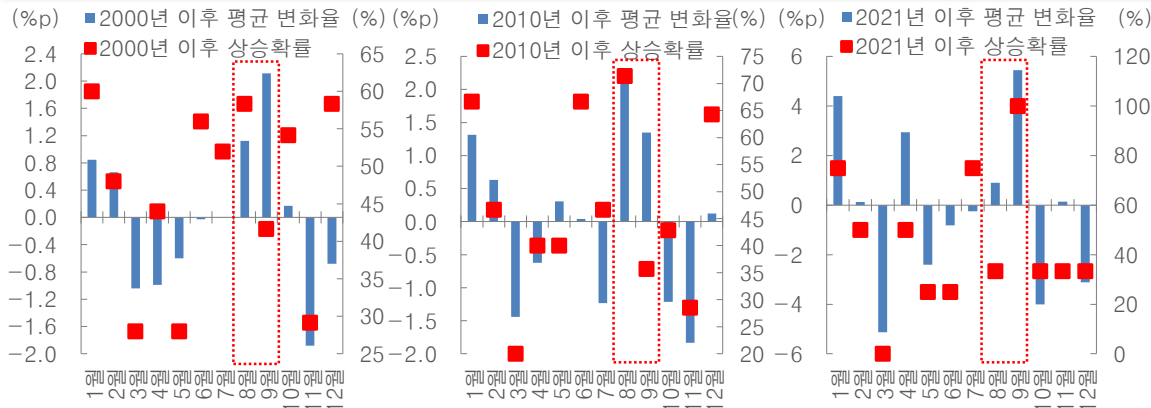
# [9월 계절성] 2010년 이후 반복된 채권금리와 VIX 동반 상승/반등

## 미국채 10년물 금융위기 이후 9월, 10월 반등 반복. 21년 이후 100%



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## VIX는 선행성 영향으로 8월, 9월 급등. 21년 이후 100% 확률

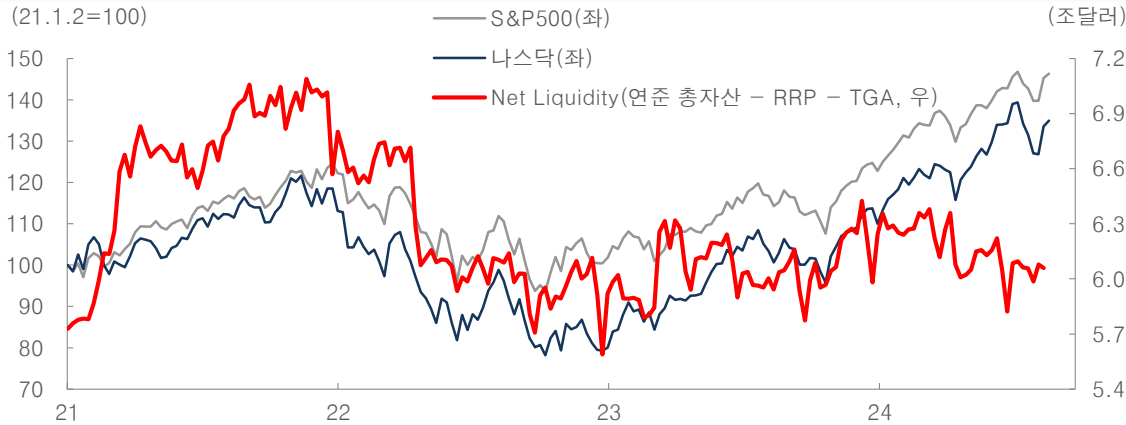


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 주식시장의 9월 계절성이 채권금리와 VIX에서도 동일하게 관찰
- 채권금리는 2000년 ~ 2007년까지 8월, 9월 하락하면서 경기 불확실성을 자극, 증시에 부정적인 영향을 주었고, 금융위기 이후에는 채권금리 반등이 유동성, 통화정책 불확실성을 자극하며 증시 조정에 원인이 되었던 것으로 판단
- 코로나19 이후 21년 이후 9월, 10월에는 100% 확률로 평균 30bp 이상 미국채 10년물 상승 전개
- VIX는 증시 선행성을 감안해 8월, 9월 상승 패턴 반복. 특히, 21년 이후 9월에는 100% 확률로 평균 5%p 이상 급등
- 금융위기 이후 9월 전후로 유동성/통화정책 이슈로 인해 악재에 민감해진 것으로 판단

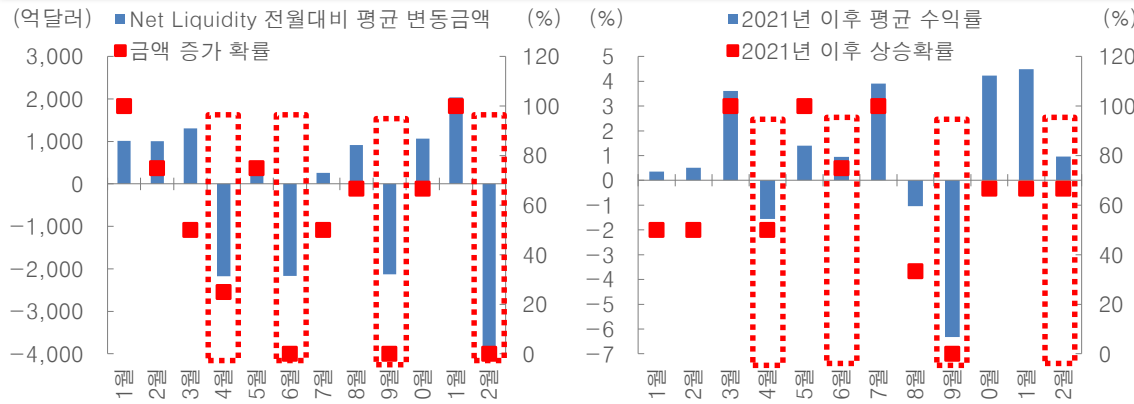
# [9월 계절성] 순 유동성 위축. 법인세 납부 & 유대교 연휴

## 미국 증시, 유동성 모멘텀 영향력 약해졌지만...



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 유동성 감소 = 증시 변동성 확대 & 상대적 약세 특히, 9월은 유대교 휴일, 펀드 북클로징으로 영향력 증대



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 금융위기 이후, 특히 코로나 19 이후 글로벌 증시는 통화정책, 유동성에 민감
- 24년 들어서 민감도가 약해지기는 했지만, 유동성 위축국면에서 증시 변동성 확대 반복
- 21년 이후 연준의 순유동성 변화를 보면 4월, 6월, 9월, 12월에 급감
- S&P500 변동성도 4월, 9월에 유독 부진
- 4월에는 소득세 납부, 9월에는 법인세 납부로 인한 시중 유동성 위축 불가피
- 특히, 9월 중순 ~ 10월 초에는 로쉬 하샤나(유대교 신년), 움키푸르(유대교 속죄일)가 있고, 펀드 북클로징이 발생함에 따라 시중 유동성 위축이 극심하고, 차익 실현 심리가 강해진 것으로 추정
- 올해 로쉬 하샤나는 10월 2일(수요일) ~ 10월 4일(금요일), 움 키푸르는 10월 11일(금요일) ~ 10월 12일(토요일) 예정
- 9월 중순 8월 경제지표 확인, 9월 18일 FOMC, 20일 BOJ, 20 ~ 29일 일본 자민당 총재선거 등이 집중된 만큼 24년 9월 후반부 경계심리 강화 필요

# Issue 3. KOSPI 상대적 약세 원인은? 현재 지수대는 어느 수준인가?

---

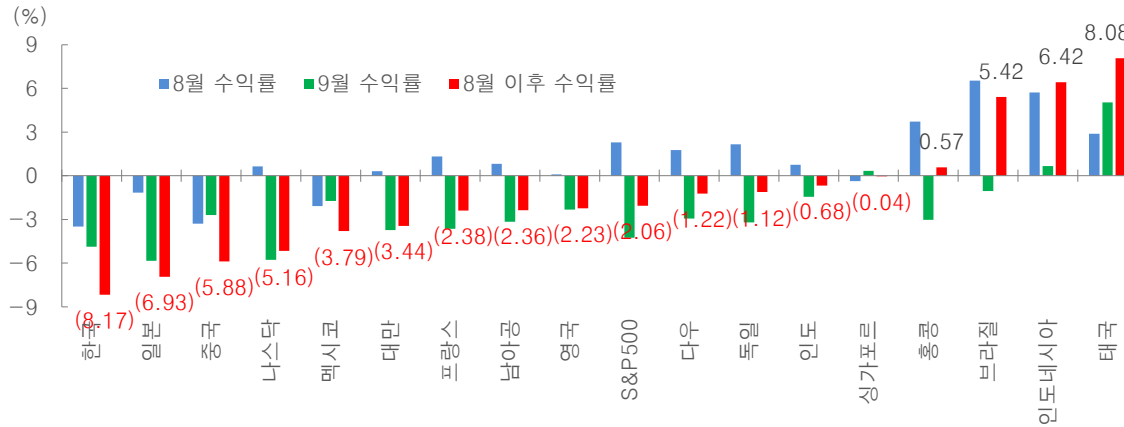
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

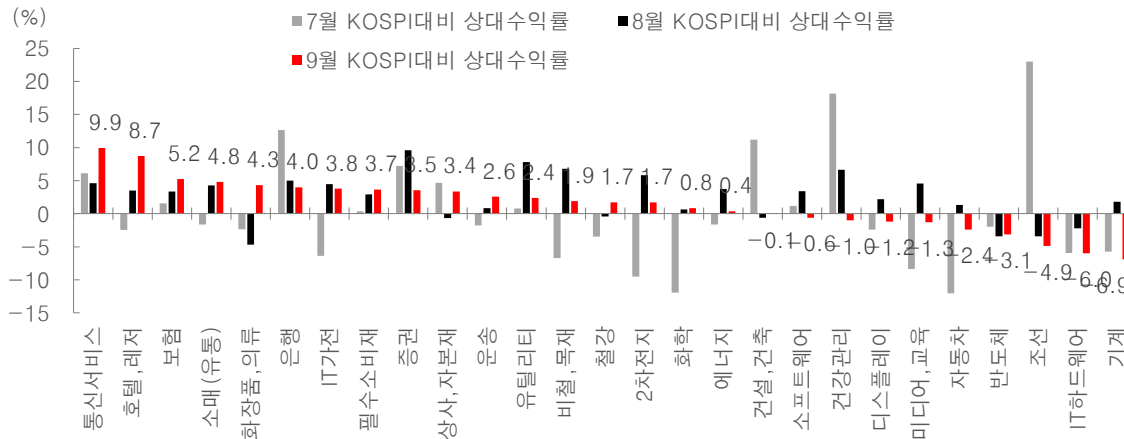
# [KOSPI 상대적 약세] 8월 이후 상대적 약세 뚜렷. 글로벌 주요국 중 최하위로 일본, 중국보다 약해

## 글로벌 주요국 중 한국, 8월 최하위, 9월 하위 3등. 9월 이후 -8.17%로 최하위



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 반도체 3개월 연속 약세. 그동안 강했던 기계, 조선, 자동차도 약세 뚜렷

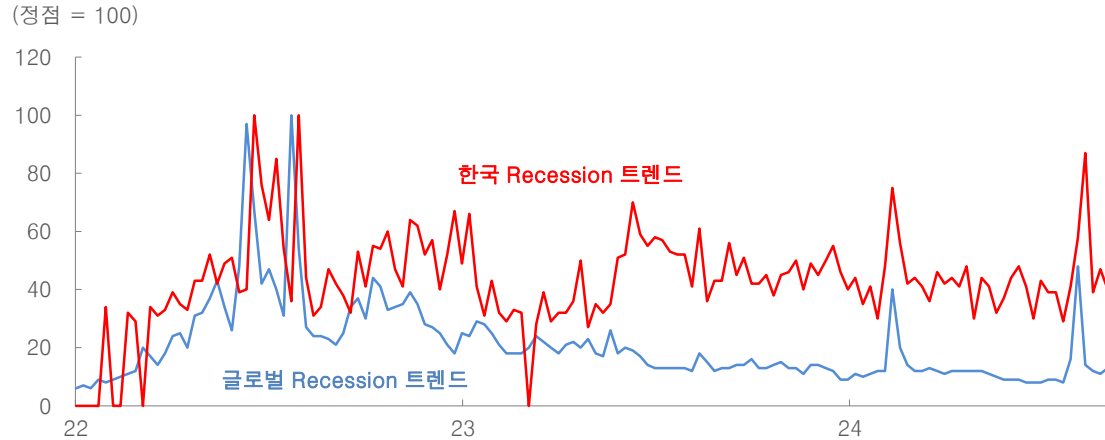


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 글로벌 금융시장, 주식시장이 미국 경기 침체 공포에 휘둘리는 동안 KOSPI는 유독 약한 흐름 전개
- 8월에는 -3.5% 수익률로 글로벌 최하위를 기록, 9월에도 -4.9%로 일본, 나스닥 다음으로 세번째로 수익률이 낮음
- 8월 이후 수익률은 -8.17%로 일본, 중국보다 낮은 최하위
- 1) 한국 경제가 대외의존도가 높고, 2) 중국 경기부진이 지속되면서 이종고를 겪고 있으며, 3) 실적 측면에서 반도체 의존도가 높은데 시산업, 반도체 성장에 대한 우려가 지속되고 있기 때문으로 판단
- 실제로 그동안 강했던 기계, 조선 업종이 9월들어 수익률 최하위권으로 전환된 것은 물론, 반도체가 3개월 연속 약세를 기록 중이고, 자동차마저 하락 반전
- 즉, 수출주 전반에 약세 분위기가 드리우면서 KOSPI 상대적 약세 전개
- 한국 수출 모멘텀은 양호했지만, 이에 대한 디스카운트가 강하게 반영되었다고 판단
- 한편, 미국 경기침체 공포, AI성장성 불안 진정시 KOSPI 저평가 매력 부각 가능

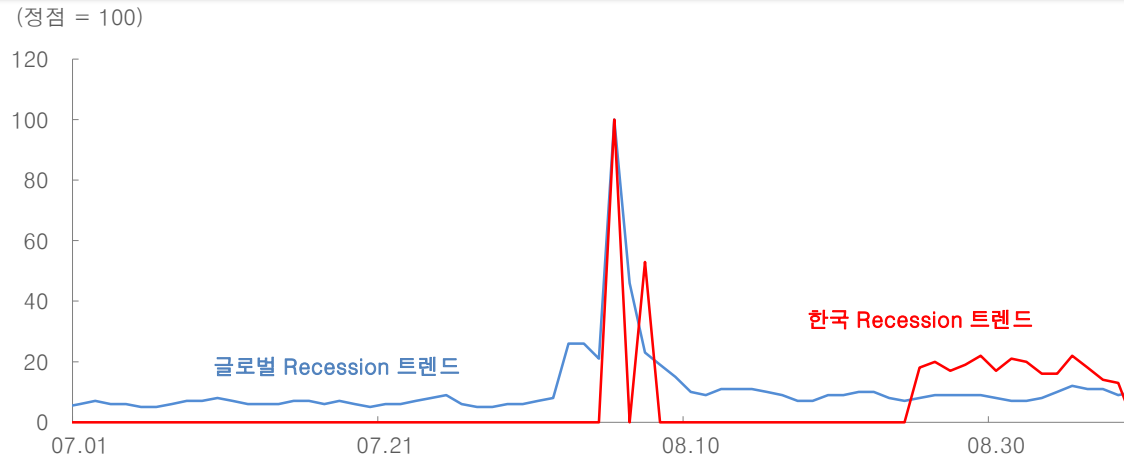
## [KOSPI 상대적 약세] 경기침체 공포에 더 민감한 KOSPI

### 8월초 22년 하반기에 버금가는 한국의 경기침체 민감도



자료: Google, 대신증권 Research Center

### 8월 25일 이후 글로벌 전체보다 한국의 경기침체 우려가 더 컸던 상황



자료: Google, 대신증권 Research Center

- 실제로 구글 트렌드를 보면 글로벌 전반적인 흐름보다 경기침체에 대한 경계심이 기본적으로 높은 상황
- 8월초 구글 트렌드도 22년 하반기에 버금가는 정도였고, 40이상을 유지하는 중
- 최근에도 8월 25일 이후 경기침체 트렌드가 급반등, 고공행진을 이어갔음
- 기본적인 중국 경기 부진이 유지되는 상황에서 미국 경기침체 우려가 반영된데 따른 것으로 판단
- 대외 의존도가 높은 만큼 G2 경기 변동에 예민하고, 민감도가 높다고 판단



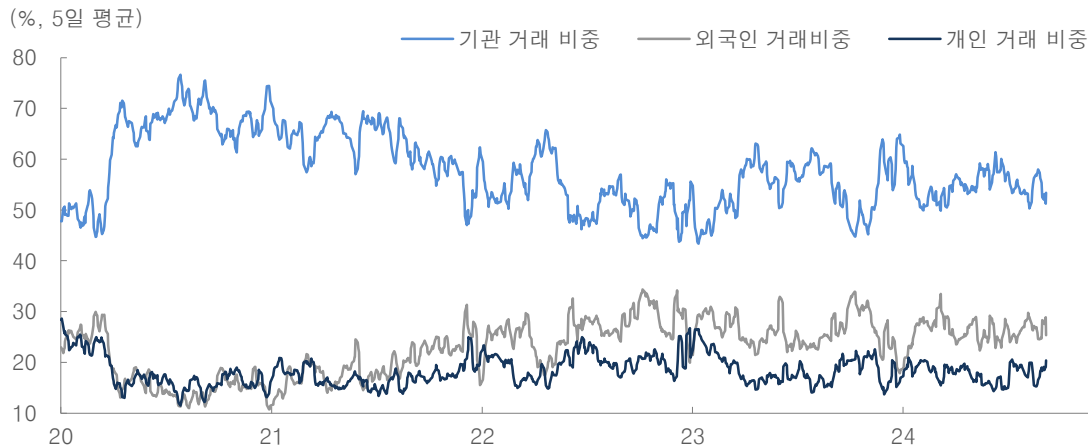
# [KOSPI 상대적 약세] 시장 활력 약화. 거래대금 8조원대로 레벨다운 & 국내 수급 불안심리 확대

## 유동 주식수 대비 거래비율 20년 이후 최저 수준. 시가총액 대비로도 저점권



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 기관, 개인 거래비중 낮은 수준에서 등락. 외국인 거래비중 25% 상회

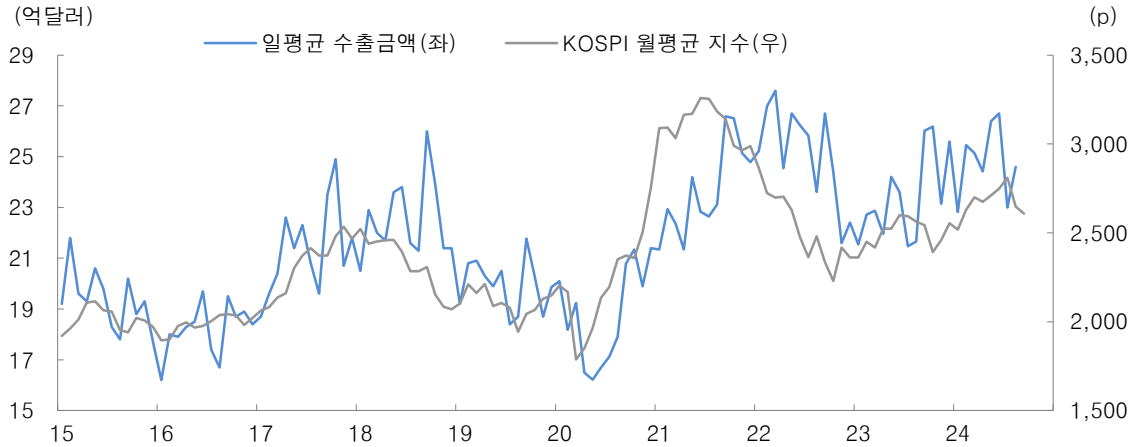


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 대외 불확실성 외에도 대내적인 수급 위축 가시화
- 추석 연휴를 앞두고 있다는 점도 있지만, 최근 이슈화되고 있는 금융투자세 이슈와 대출 규제 강화로 인해 시장 전반적인 활력 약화
- KOSPI 거래대금은 8조원 초반대로 낮아져있고, 거래량 또한 3억주 이하에서 등락을 보이다 KOSPI 급락 과정에서 오히려 4.5억주 또는 3억주 후반으로 증가
- 전형적인 약세장 거래량, 거래대금 패턴
- 대내 수급, 유동성 이슈가 불거지면서 기관과 개인 투자자들의 거래비중을 레벨다운되었지만, 외국인 거래비중은 25%를 상회하는 중
- 대외 불확실성 확대, 원화 등락에 민감한 외국인 투자자들의 수급 변화에 KOSPI 등락 결정. 최근 경기침체 우려, 공포에 KOSPI가 더 크게 하락한 이유
- 즉, 경제적으로는 물론 수급적으로도 대외 변수에 더 크게 휘둘릴 밖에 없는 상황. 외국인 매도를 버텨줄 수급적 힘이 약하다고 생각

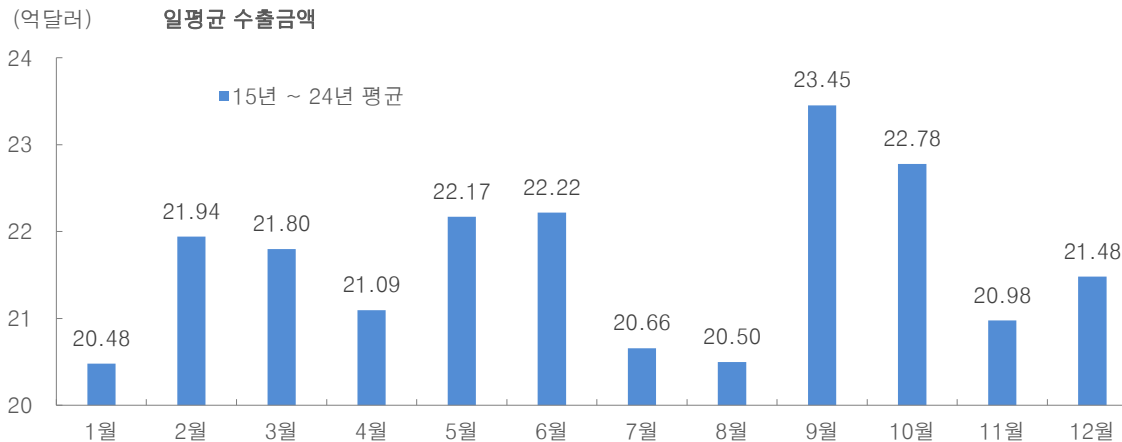
# [KOSPI 현재 위치] 수출대비 저평가 전환. 9월 10월 저평가 정도 심해질 것

## 일평균 수출 금액대비 저평가 영역에 위치한 KOSPI(15년 이후 상관관계 0.65)



자료: 산업통상자원부, FnGudie, 대신증권 Research Center

## 한국 수출 계절성을 감안할 때 9월, 10월 KOSPI 저평가 심해질 것

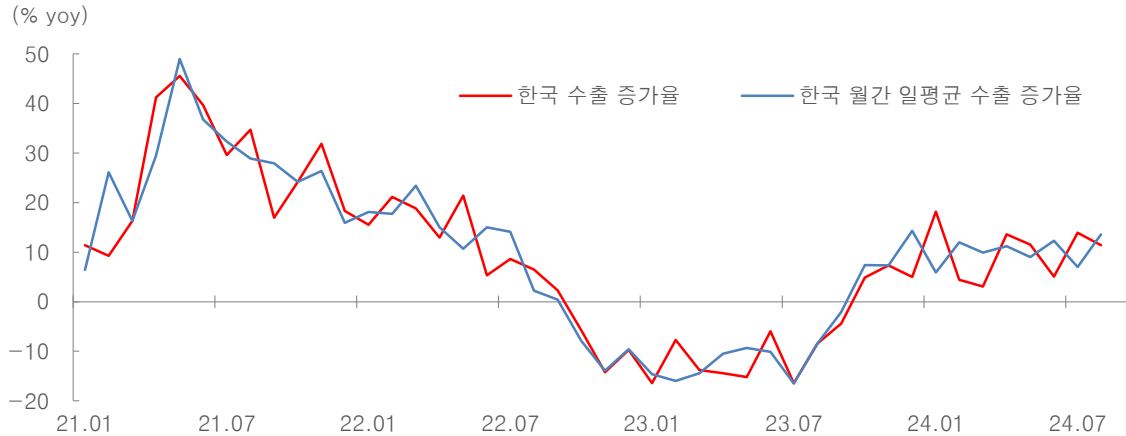


자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

- 일단, 수출대비 KOSPI는 저평가 영역으로 전환
- 한국 일평균 수출금액과 KOSPI 간에는 높은 상관관계 존재(15년 이후 0.65)
- 8월 수출 호조에도 불구하고 8월, 9월 코스피 하락으로 저평가 영역에 위치
- 한국 수출의 계절성을 감안할 때 9월, 10월 수출을 확인하는 10월, 11월에는 저평가 정도 심해질 수 밖에 없을 것

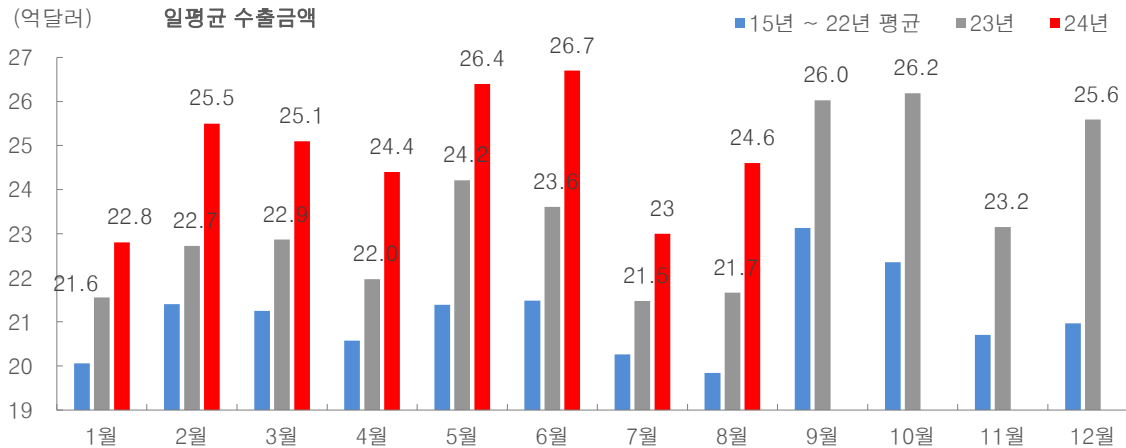
# [한국 수출] 8월 전년대비 11.4% 성장. 계절성을 감안해도 견고한 수출 모멘텀 확인

## 8월 수출증가율 11.4% 증가. 일평균 수출도 13.6%



자료: 산업통상자원부, 관세청, 대신증권 Research Center

## 일평균 수출금액 계절성으로 24.6억달러로 레벨다운. 23년/평균 대비 레벨업

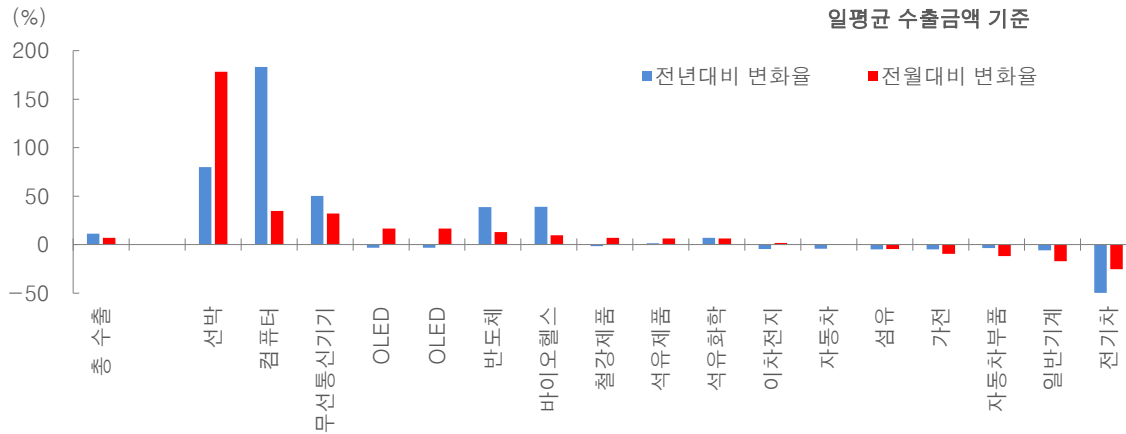


자료: 산업통상자원부, 관세청, 대신증권 Research Center

- 8월 수출은 전년대비 11.4% 증가한 579.0억 달러, 수입은 6.0% 증가한 540.7억 달러, 무역수지는 +38.3억 달러 흑자를 기록
- 8월 수출은 올해 7월까지 지속되던 월별 2위 실적 흐름을 끊고 처음으로 역대 1위 실적(8월중) 달성
- 또한 전년대비 조업일수 0.5일(평일기준 1일) 감소에도 불구하고 수출이 두 자릿수(+11.4%)로 증가하면서, 11개월 연속 수출플러스 흐름을 이어감
- 7월, 8월 수출 금액 레벨다운은 계절성 영향. 24년에도 6월 고점 이후 8월 저점 형성
- 23년과 비교했을 때 상반기 고점은 2.5억달러, 7월, 8월 저점은 1.5억달러 레벨업
- 수출 증가세 지속되고 있고, 더 강화되고 있음을 확인
- 특히, 매년 8월 수출은 연중 최저 수준이었는데, 24년 8월 수준을 1월, 7월보다 높은 수준

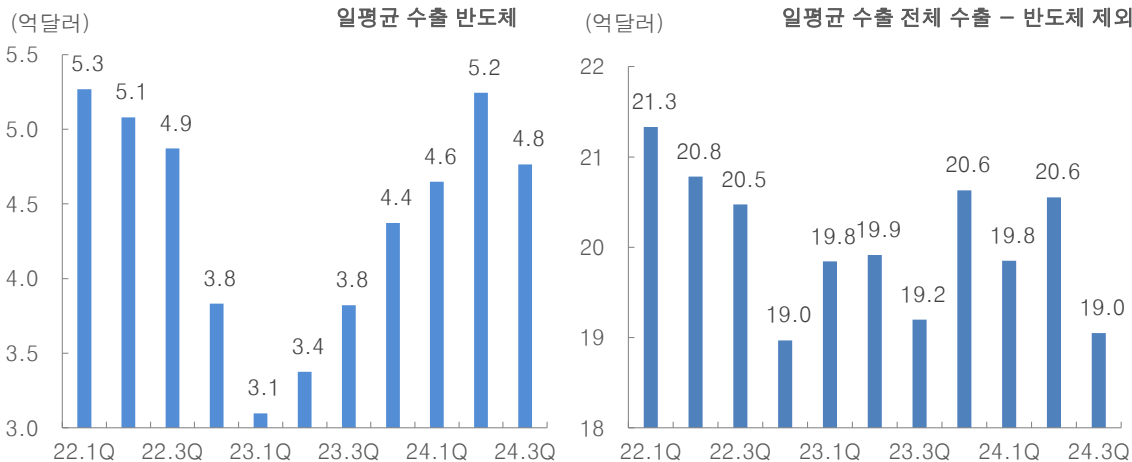
# [한국 수출] 여전히 반도체가 수출을 이끌어가는 가운데 IT 전반 수출 호조

## 반도체가 수출 개선을 주도하는 가운데 선박, 컴퓨터, 무선통신기기 수출 급증



자료: 산업통상자원부, 관세청, 대신증권 Research Center

## 반도체 수출은 계절성에도 불구하고 24년 1분기보다 금액 높아

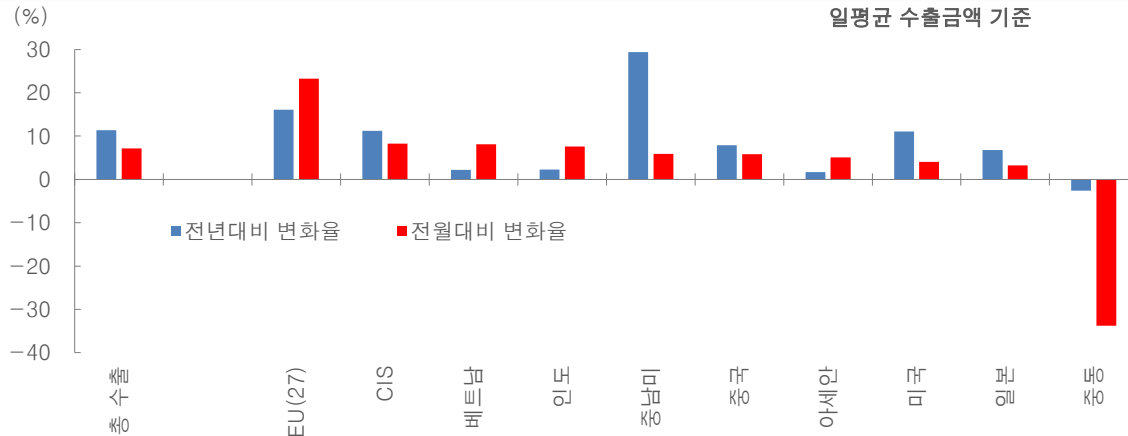


자료: 산업통상자원부, 관세청, 대신증권 Research Center

- 15대 주력 수출품목 중 7개 품목 수출 증가. 반도체, 무선통신기기, 컴퓨터, 석유제품, 석유화학, 선박, 바이오헬스
- 반도체는 8월 중 역대 최대 수출액인 119억 달러(+38.8%)를 기록하면서 4개월 연속 110억 달러 이상, 10개월 연속 플러스 흐름. 컴퓨터 수출은 세 자릿수(+183%) 증가한 15억 달러로 8개월 연속 증가하였으며, 무선통신기기 수출도 +50.4% 증가한 18억 달러로 6개월 연속 플러스 기록
- 자동차 수출은 일부업체의 △생산라인 현대화 작업, △임금 및 단체협상 등으로 인한 가동률 하락으로 소폭 감소(51억 달러, △4.3%)하였으나, 선박 수출(28억 달러, +80.0%)은 3개월 만에 플러스 전환
- 석유제품 수출은 45억 달러(+1.4%)로 6개월 연속, 석유화학은 42억 달러(+6.9%)로 5개월 연속 증가, 바이오헬스 수출은 역대 8월 중 최대 실적인 12.8억 달러(+39.0%) 기록, 2개월 연속 증가
- 다만, 반도체 수출 호조에도 불구하고 여타 산업 수출 개선세는 제한적. 반도체 수출은 계절성에도 불구하고 24년 1분기 일평균 수출금액 상회. 반면 반도체를 제외한 다른 산업군 수출금액액은 23년 3분기보다 낮음

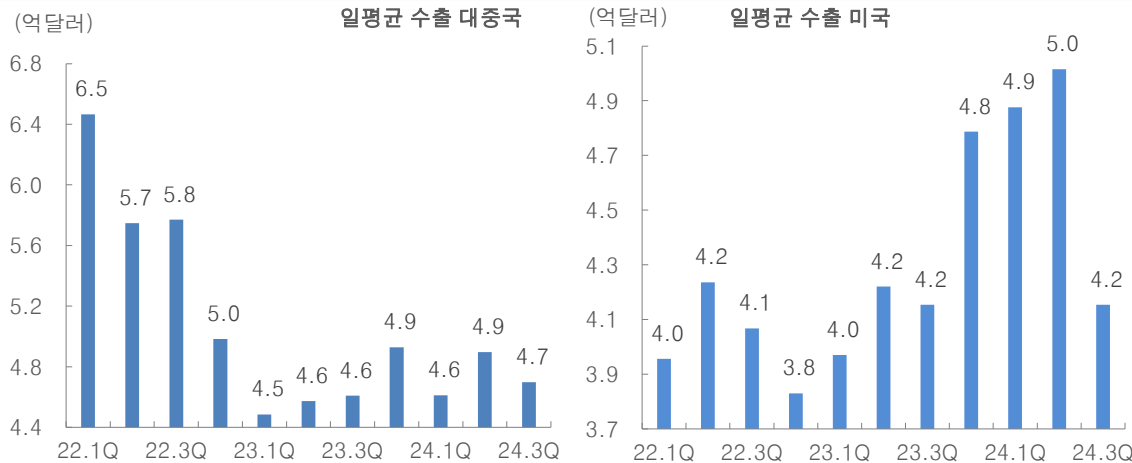
## [한국 수출] 반가운 유럽, 아세안 수출 개선세

### 대만, 홍콩, 인도에 이어 유럽까지 수출 개선세 뚜렷



자료: 산업통상자원부, 관세청, 대신증권 Research Center

### 중국 수출 회복세가 더디기는 하지만, 회복 중. 미국 수출 레벨다운



자료: 산업통상자원부, 관세청, 대신증권 Research Center

- 9대 주요 시장 중 8개 지역에서 수출 증가
- 대(對)중국 수출은 IT 업황 개선에 따른 반도체·무선통신기기 품목 수출이 증가하면서 +7.9% 증가한 114억 달러 기록, 6개월 연속 100억 달러 이상 호실적
- 대미국 수출도 역대 8월 중 최대치인 100억 달러(+11.1%)를 기록, 13개월 연속 월별 최대 실적 경신
- 대EU 수출은 선박과 무선통신, 컴퓨터 등 IT 품목 수출이 크게 증가하면서 64억 달러(+16.1%)를 기록, 7개월 만에 플러스 전환. 특히 8월 수출액은 역대 최대 실적으로 기존 최대치인 '21.3월 63억 달러를 41개월 만에 경신
- 한편, 3대 수출시장인 대아세안 수출은 98억 달러(+1.7%)를 기록하면서, 대인도 수출(16억 달러, +2.3%)과 함께 5개월 연속 증가
- 또한 일본(25억 달러, +6.8%), 중남미(26억 달러, +29.4%), CIS(10억 달러, +11.2%)로의 수출은 2개월 연속 증가

## [밸류에이션] 경기 침체 기정사실화할 경우에도 KOSPI 2,400선대는 Deep Value 구간

KOSPI 급락 저점은 2,297~2,507p(현재 12개월 선행 EPS 308p 반영, 선행 P/E 7.44배~8.12배)에 형성. 2,297선은 워스트 시나리오를 가정한 경우로 2,500p 이하에서 반등을 염두에 둔 비중확대 전략이 유효

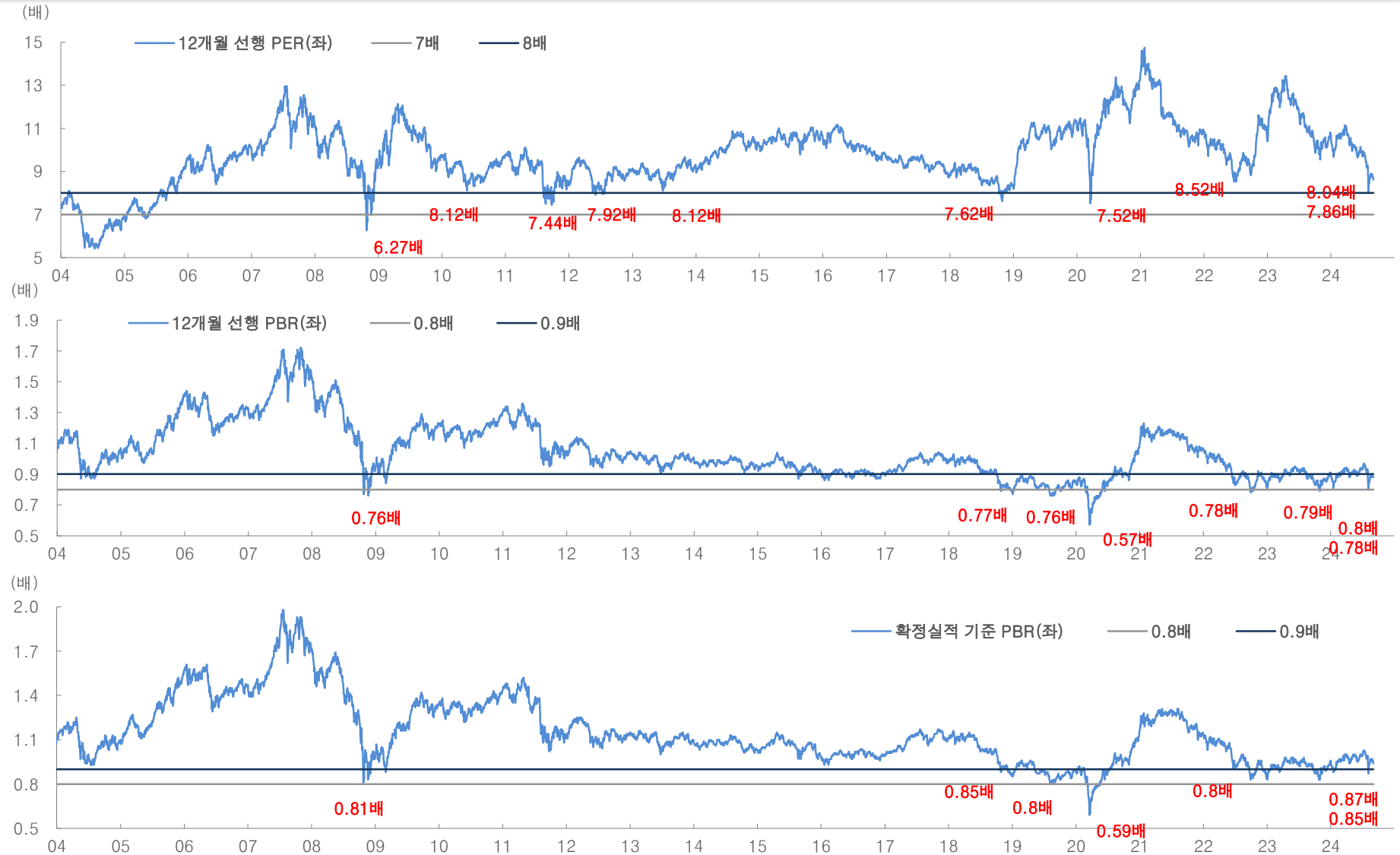
	선행 PER	KOSPI	선행 PBR	KOSPI	확정실적 PBR	KOSPI
금융위기	6.27	1,936	0.76	2,330	0.81	2,316
미국 신용등급 강등	7.44	2,297				
유럽 재정위기	7.92	2,445				
유럽 재정위기	8.12	2,507				
<b>일시적 역성장, 반도체 사이클 하락</b>	<b>7.62</b>	<b>2,353</b>	<b>0.77</b>	<b>2,360</b>	<b>0.85</b>	<b>2,430</b>
코로나19 쇼크	7.52	2,322	0.57	1,747	1	1,687
<b>미국/유럽 경기침체 가시화</b>	<b>8.52</b>	<b>2,631</b>	<b>0.78</b>	<b>2,391</b>	<b>0.8</b>	<b>2,287</b>
8월 5일 종가	8.04	2,483	0.8	2,452	0.87	2,487
8월 5일 장 중 저점 기준	7.86	2,427	0.78	2,391	0.85	2,430
<i>현재(9월 6일)</i>	<i>8.24</i>	<i>2,544</i>	<i>0.83</i>	<i>2,544</i>	<i>0.89</i>	<i>2,544</i>

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

8월 5일 KOSPI 12개월 선행 P/E는 7.86배(장 중 저점 기준). 과거 급락구간에서 KOSPI P/E는 평균 7.92배까지 하락(금융위기 제외, 포함 시 6.27배). 이를 현재 수준으로 환산하면 KOSPI 급락의 저점은 평균 2,297p로 도출(최저점은 1,936p). 12개월 선행 P/B는 현재 0.83배(24년 장 중 저점 0.78)까지 하락. 코로나19 이후 최저점은 0.78배(22.10.31)로 현재 수준으로 계산시 2,391p. 확정 실적 기준 P/B 역시 코로나19를 제외할 경우 저점권은 0.8배 ~ 0.85배 수준. KOSPI 환산 시 2,287~ 2,430p. 따라서 역사적 밸류에이션에 따른 KOSPI 급락 저점은 2,287~2,430p. 2,287선은 워스트 시나리오를 가정한 경우로 2,450p 이하는 Deep value 구간으로 반등을 염두에 둔 비중확대 전략 유효

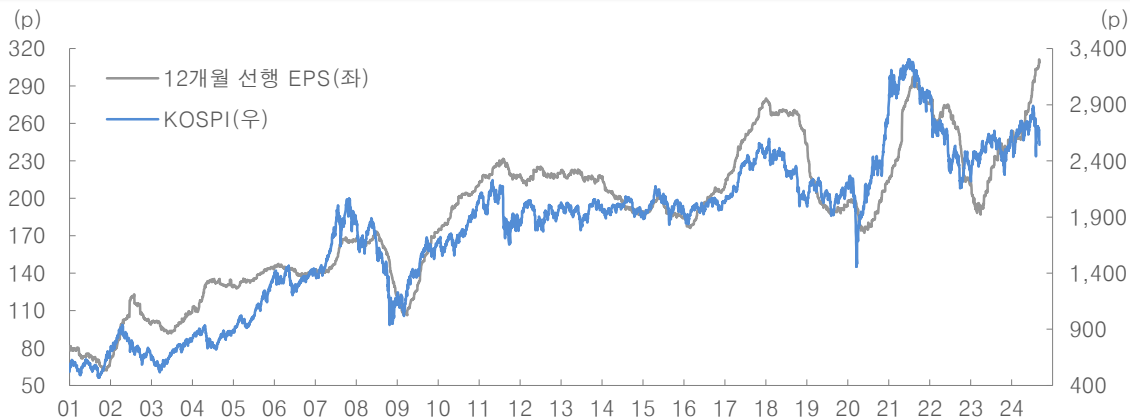
# [밸류에이션] KOSPI 선행 PER 8.24배, 선행 PBR 0.83배, 확정실적 기준 0.89배

장 중 저점(2,386.96p) 기준 선행 PER 7.86배, 선행 PBR 0.78배, 확정실적 기준 PBR 0.85배



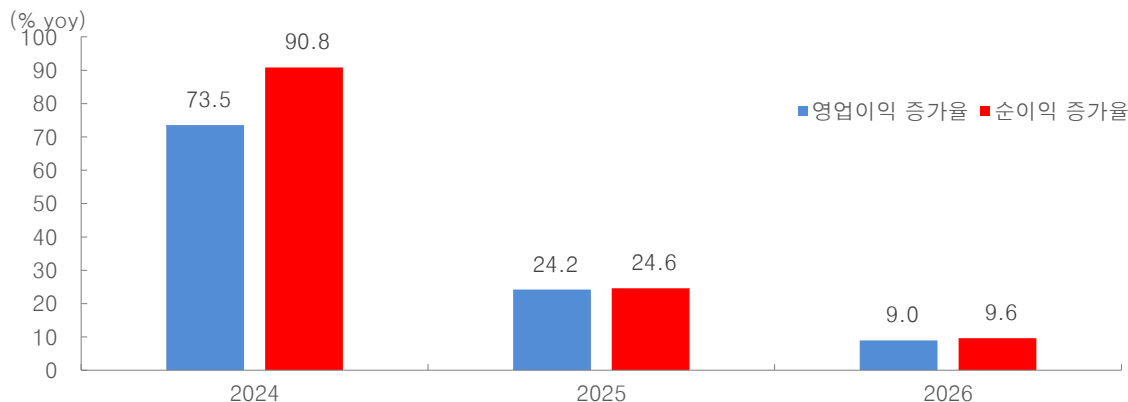
# [KOSPI Deep Value] 12개월 선행 EPS 상승 지지. KOSPI 상승추세 강화 & 밸류에이션 매력 배가

12개월 선행 EPS 상승국면에서 KOSPI 하락추세 반전은 없어  
2010년 ~ 2011년, 2017년에도 변동성 확대 이후 상승추세 지속



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

26년까지 이익 증가 예상. 12개월 선행 EPS 상승추세 유효



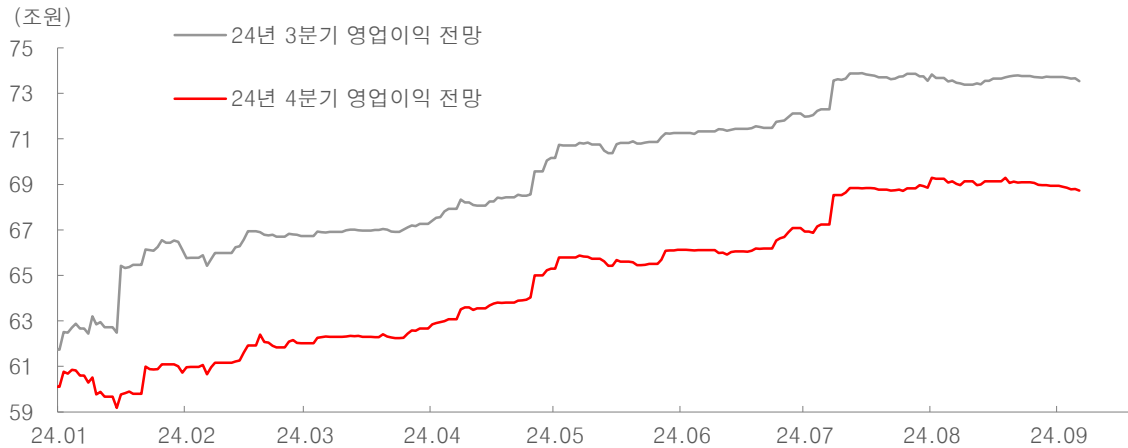
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 선행 EPS의 가파른 상승세는 여전. 수출 모멘텀이 이러한 선행 EPS 상승, 이익 신뢰도 강화로 이어지고, 이어질 전망
- 6월말 281p였던 EPS는 7월 5일 287p에서 12일에는 293.6p, 26일에는 297.6p, 8월에는 303p, 9월(6일 기준) 308p로 급등
- 이처럼 선행 EPS 상승국면에서 KOSPI 상승추세 지속. 2009년 ~ 2011년, 2016년 ~ 2017년, 2020년 하반기 ~ 2021년 상반기까지 선행 EPS 추이와 KOSPI 추세는 동행
- 당분간 12개월 선행 EPS 상승추세 지속될 것. 연간 순이익 증가율이 24년 90.8%, 25년 24.6%, 26년 9.6%에 달하기 때문
- 이 경우 12개월 선행 PER 8배 수준은 Deep Value 구간으로 판단. 현재 KOSPI 기준 2,470선 전후
- 중장기 관점에서는 동 지수대 이하에서 비중확대 전략 유효. 2010년 ~ 2011년, 2017년에도 변동성 확대 이후 상승추세 지속



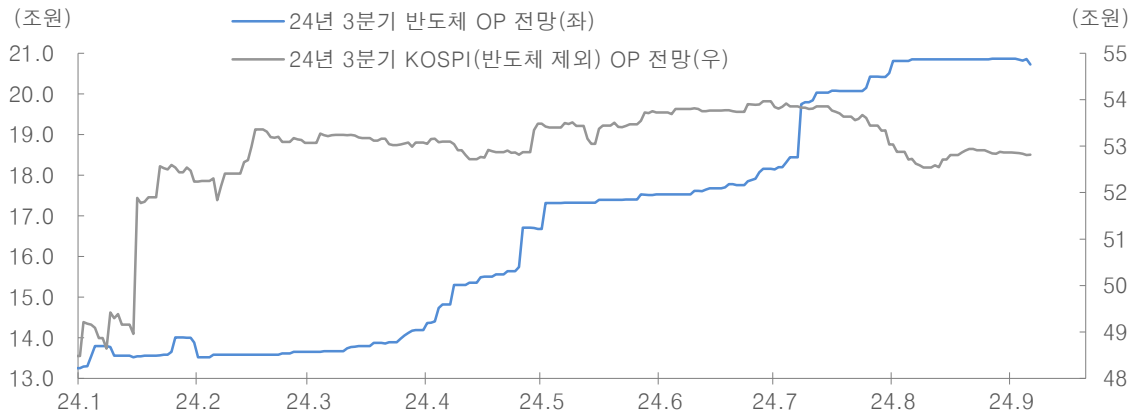
# [실적 전망] 분기별 영업이익 전망 견조한 흐름 유지. 3분기는 양호한 흐름

## 3분기/4분기 영업이익 전망은 7월 레벨업 이후 보합권 등락



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 2분기 영업이익 전망 레벨업은 반도체의 힘. Non-반도체는 실적 하향조정

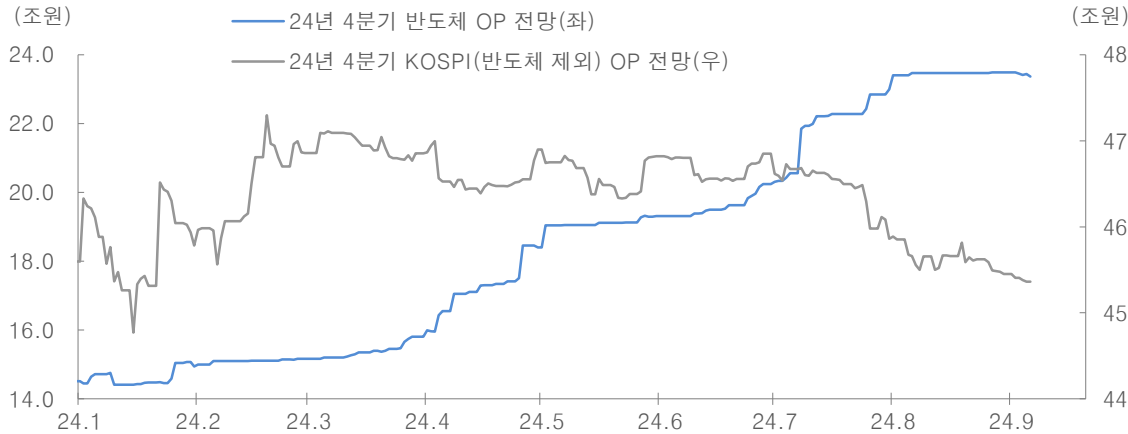


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 삼성전자와 LG전자 실적 서프라이즈로 3분기, 4분기 영업이익 전망 레벨업. 실적 서프라이즈만큼 실적 전망에 반영
- 2분기 실적 서프라이즈의 나비효과라고 볼 수 있음
- 하지만, 반도체를 제외할 경우 실적은 오히려 하향조정. 3분기 반도체 제외 영업이익 전망은 7월 고점으로 하향조정
- 디스플레이, 미디어/교육, 화학, 화장품/의류, 호텔/레저, IT가전, 소매(유통) 등 실적 하향조정 주도

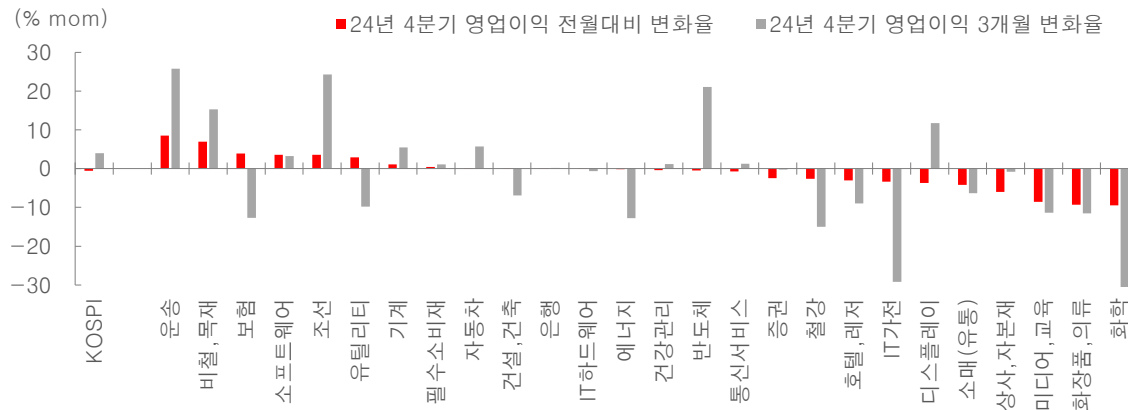
# [실적 전망] 3분기, 4분기 이익전망 모두 개선 : 조선, 운송, 반도체, 비철목재, 자동차, 기계, 소프트웨어 등

## 24년 4분기 영업이익 전망. 반도체를 제외할 경우 하향조정 뚜렷



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 24년 4분기 영업이익 전망 1개월, 3개월 변화율

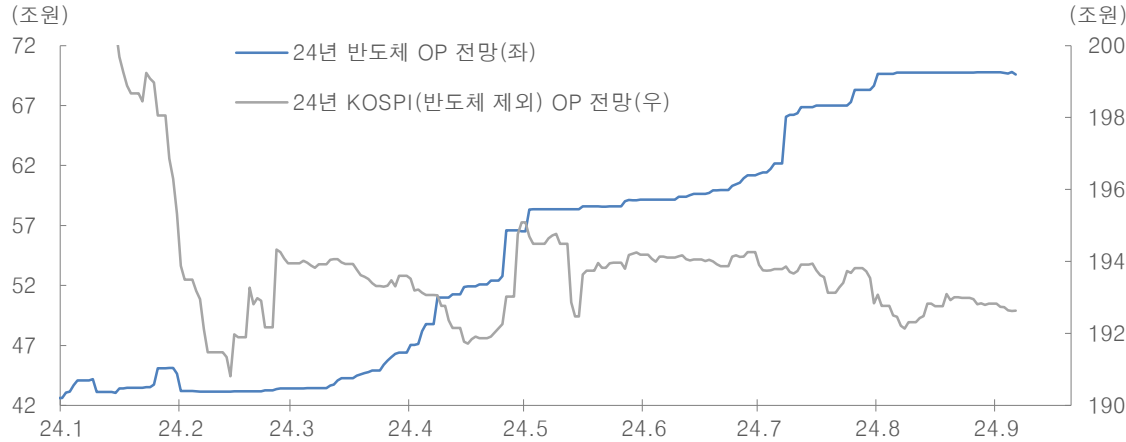


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 4분기 영업이익 전망은 반도체를 제외할 경우 하향조정세 뚜렷
- 2분기 실적 시즌 이후 눈높이 조정 진행 중으로 판단
- 반도체 외에도 조선, 운송, 비철목재, 자동차, 기계, 소프트웨어 등 업종의 3분기, 4분기 영업이익 전망 상향조정
- 2분기 실적 호조를 보인 업종들 중에서도 하반기 이익 개선 기대가 유입된 업종
- 반면, 디스플레이, 에너지, IT가전, 화학, 미디어/교육, 화장품/의류 유틸리티 등 실적 전망 하향조정
- 업종별 차별화는 심하지만, 2분기 실적이 양호한 업종에는 분기/연간 실적 전망에도 훈풍이 불고 있음
- 반도체 업종에 대한 의존도가 높다는 점에 한계

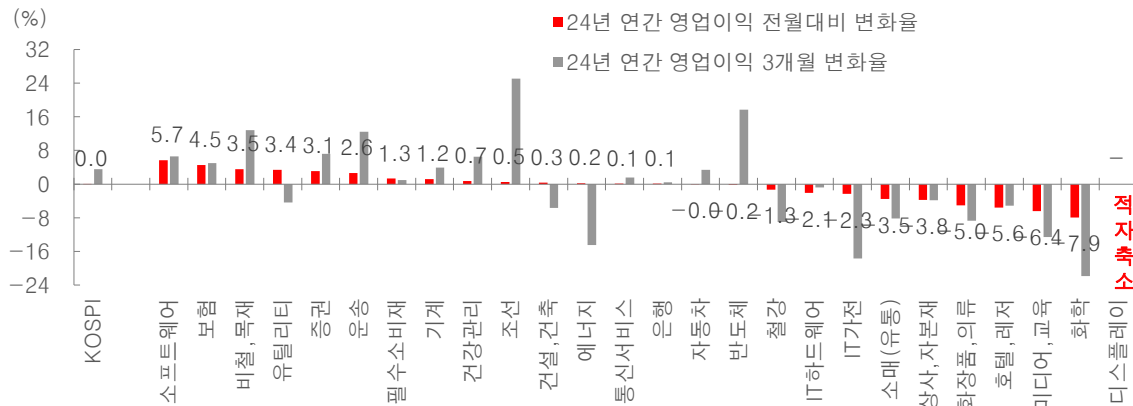
# [실적 전망] 24년 연간 영업이익 전망도 조선, 반도체, 비철목재, 운송, 소프트웨어 등 주도로 우상향

## 24년 연간 영업이익 전망. 반도체 견조한 흐름, Non-반도체 불안정한 흐름



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 24년 연간 영업이익 전망 1개월, 3개월 변화율

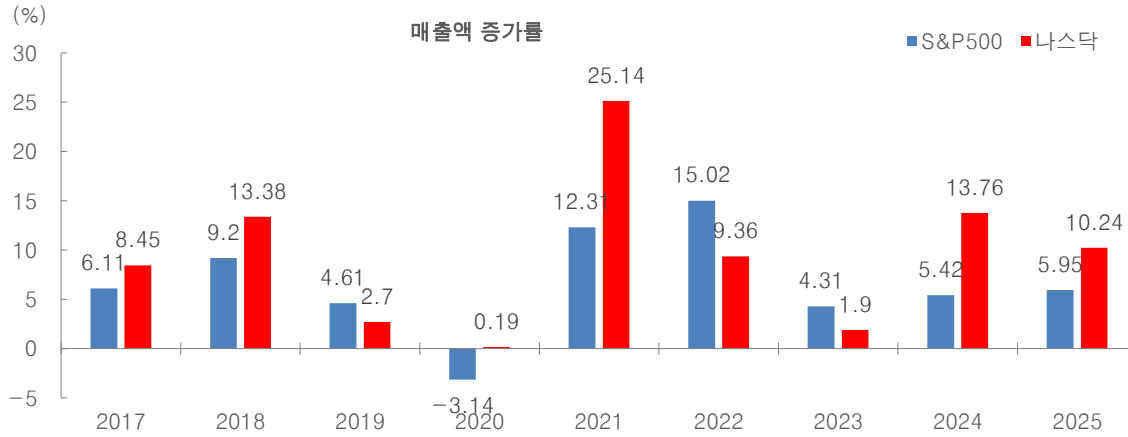


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 24년 연간 영업이익 전망도 6월말 대비 7조원 이상 상향조정. 반도체 업종 실적 개선이 대부분을 차지
- 다만, 반도체 외에도 자동차, 조선, 기계, 소프트웨어, 비철/목재 업종의 연간 영업이익 전망 상향조정
- 2분기 실적 호조를 보인 업종들 중에서도 하반기 이익 개선 기대가 유입된 업종들이 대부분
- 반면, 디스플레이, 화학, 에너지, IT가전, 화학, 미디어/교육, 화장품/의류, 건설, 소매(유통) 등 실적 전망 하향조정
- 시장 주도주들의 실적 개선세가 유효한 상황. 대외 불확실성이 주가 충격이 있었지만, 실적 개선과 이를 근거로 한 저평가 매력 부각 가능
- 다만, 반도체, 조선, 비철/목재 등 소수 업종에 이익 개선이 편중되었고, 의존도가 높다는 점은 한계

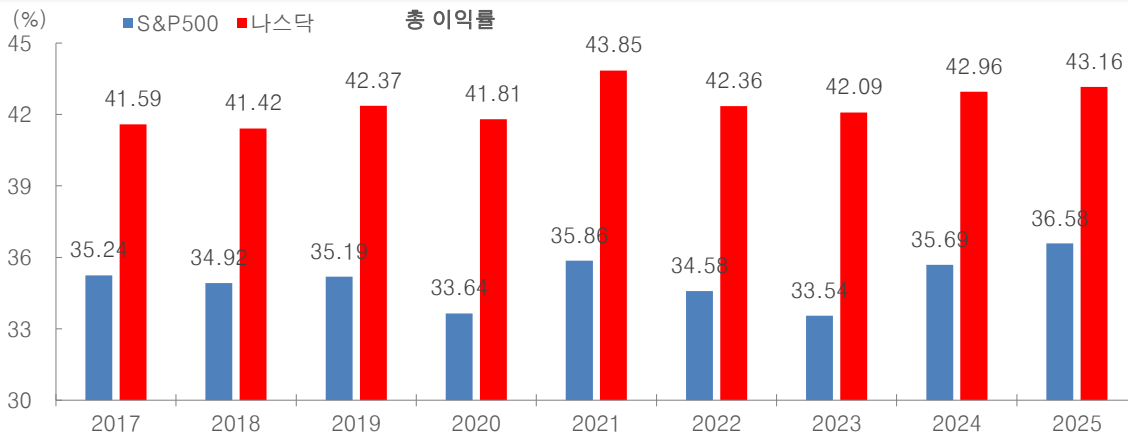
# [나스닥 실적/성장성] 기울기 둔화에 대한 우려는 추세 반전이 아닌 과열/매물소화 변수

## 나스닥 24년, 25년 연속 두자리수 매출 성장 기대



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 총 이익률 또한 40%대에서 개선세 지속

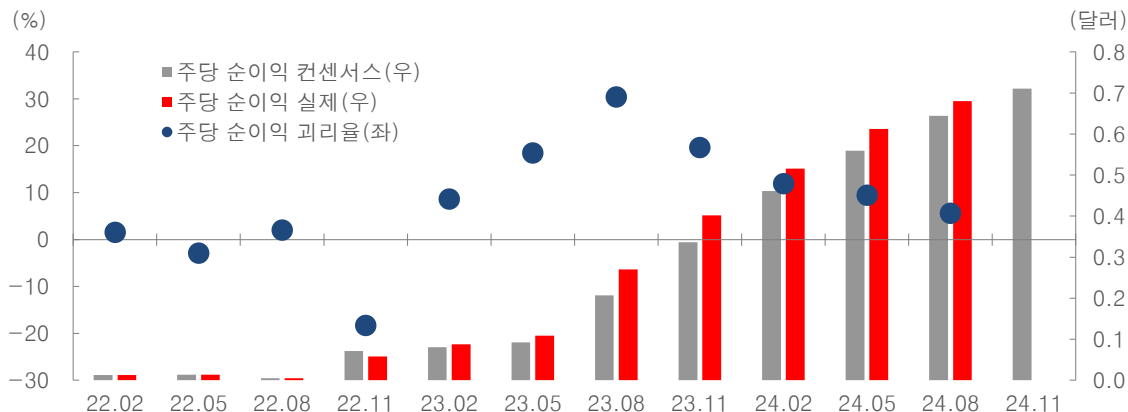


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 알파벳 실적 발표 이후 커진 나스닥, 빅테크 종목/산업에 대한 실적 성장과 수익성에 대한 의구심은 단기 조정 변수로 판단
- 성장 기울기 둔화에 대한 우려가 추세반전으로 이어질 가능성은 극히 낮다고 생각. 성장 기울기 둔화는 가격 또는 기간 조정으로 반영하고, 주가는 기존 성장세에 따른 상승세를 이어갈 것
- 현재 나스닥의 매출액 성장은 24년, 25년 연속 두자리수대 전망. 총 이익률 또한 40%대 수준에서 개선세를 기대
- 실적/성장 방향성 전환까지는 시간적 여유가 충분하다고 판단
- 최소한 24년 중 실적/성장에 대한 우려가 불거질 경우 비중확대 기회가 될 전망
- 단기 낙폭이 컸던 나스닥과 빅테크, AI 반도체 기업의 분위기 반전을 기대

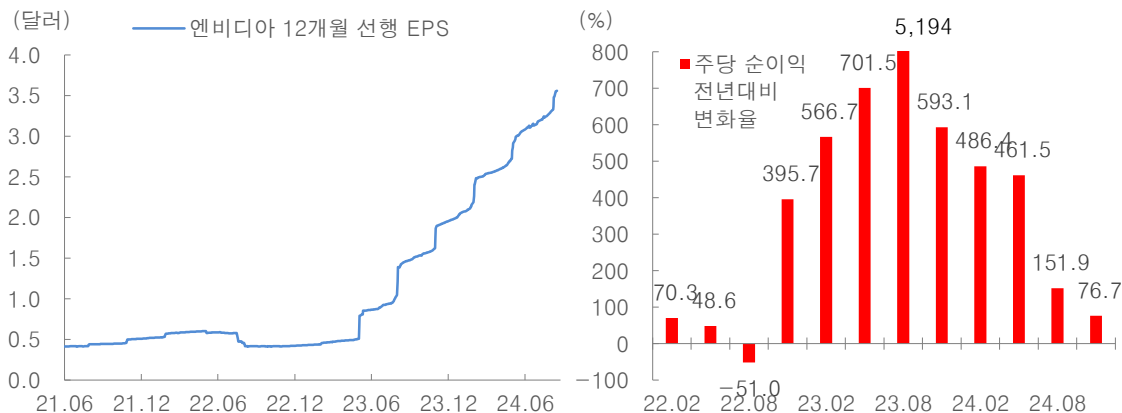
# [엔비디아] 컨센서스 상회했지만, 시장의 기대에는 못 미쳤다?

## 7분기 연속 실적 컨센서스 상회. 서프라이즈 비율은 둔화 지속



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 실적 방향성 유효. 다만, 모멘텀 둔화에 따른 주가 상승 폭/강도는 제한적일 전망



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 엔비디아 FY 2Q25 매출액 300억 달러 (+122.4% YoY, +15.3% QoQ)로 컨센서스(287억달러) +5.9% 상회. EPS 0.67달러(+170.2% YoY, +12.0% QoQ)로 컨센서스 0.644달러 +5.6% 상회
- FY 3Q25 가이드는 매출액 325억 달러(+79.4% YoY, +8.2% QoQ)로 컨센서스 +2.5% 상회, 매출총이익 244억 달러(+81.9% YoY, +8.0% QoQ) +1.0% 상회
- 실적 서프라이즈 및 가이드스 예상 상회에도 불구하고 주가는 하락
  - 1) 매출 가이드스 서프라이즈율이 과거 대비 하락, 2) Blackwell 플랫폼 출시로 매출총이익률 하락, 3) 클라우드 사업자들의 CAPEX & ROI 관련한 구체적인 전망이 부재한 영향
- 이익 모멘텀 둔화로 주가 반등/상승 탄력은 다소 약해질 가능성 경계
- 밸류에이션 확장보다는 실적 개선에 발맞춘 완만한 상승추세 전개 전망
- 엔비디아 12개월 선행 EPS 상승세는 더욱 가팔라지고 있음

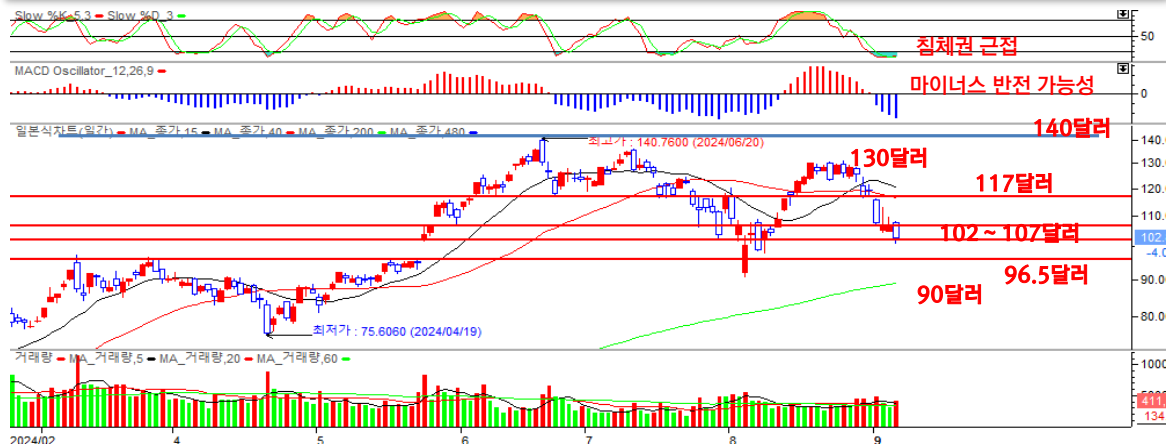
# [엔비디아] 밸류에이션 부담 완화, 주요 지지권에서 분위기 반전 예상

## 엔비디아 12개월 선행 PER 28배로 레벨다운



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 엔비디아 100달러 이하에서는 반등시도에 나설 전망



자료: 대신증권 Research Center

- 엔비디아 주가는 고점대비 35.6% 조정받음. 이는 3월 조정보다 큰 폭으로 가격 조정은 일단락되었을 가능성 높음
- 엔비디아의 12개월 선행 PER은 45배에서 28배로 레벨다운. 전 저점 하향이탈
- 엔비디아 주가는 8월 28일 고점대비 18.7% 하락한데 반해 PER은 23.3% 하락. EPS 상승 영향
- 향후 선행 EPS 상향조정으로 밸류에이션 부담을 덜어내면서 추가 급락보다는 반등시도에 나설 전망
- 당분간 엔비디아는 100 ~ 130달러 박스권 등락 예상
- 140달러를 넘어서는 상승추세가 재개되기 위해서는 모멘텀 강화, 성장 기율기 상승에 대한 확신 필요

반등은 가능하지만...  
가능성이 낮다고 봤던 최악의 사나리오  
확률이 높아지고 있어...

---

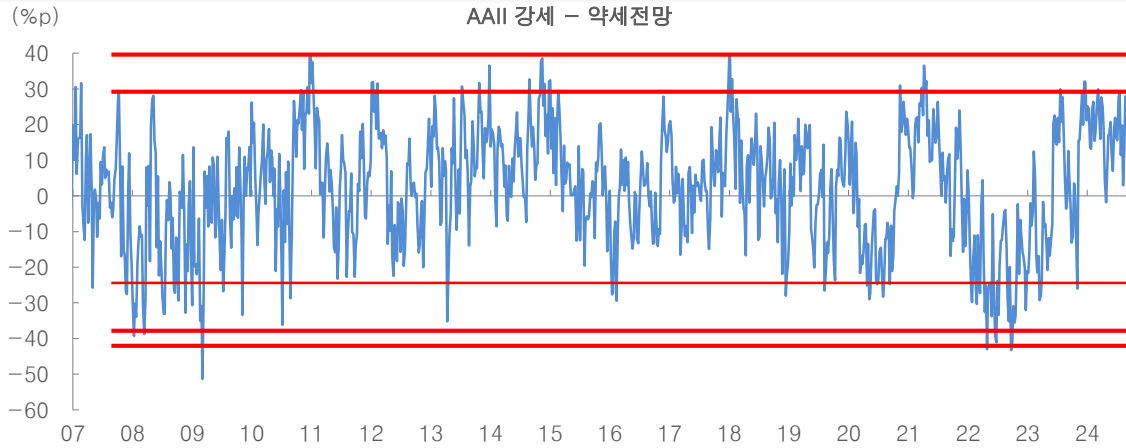
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

# [투자심리] 개인투자 심리 과열권 지속, Fear & Greed Index 빠르게 공포 국면으로 전환

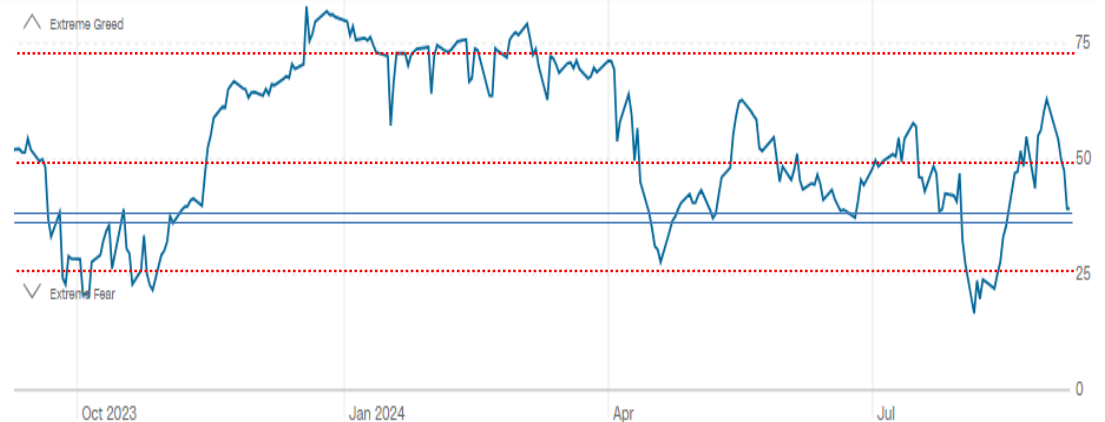
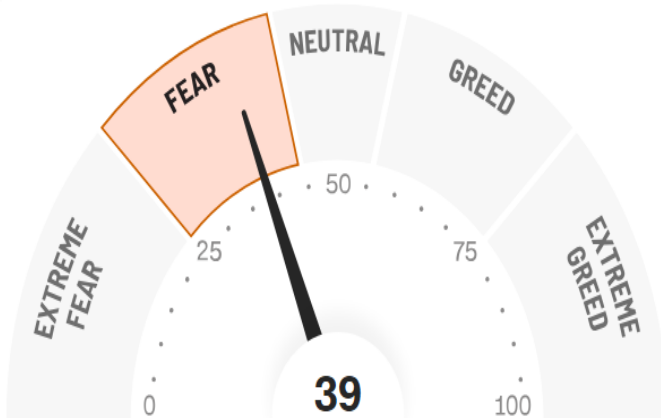
## AAII 강세-약세전망 20%p에서 등락 반복



- AAI 강세-약세 전망 Spread 3%p에서 20%p대에서 등락. 단기 과열권 지속
- CNN Money에서 제공하는 Fear & Greed Index는 빠르게 공포구간으로 전환
- 불안심리/공포 심리 진정만으로도 증시 반등이 전개된 이후 다시금 조정 국면 진행 중
- 불안심리로 인한 단기 등락은 불가피하지만, 기술적 반등의 여지는 커지고 있다는 판단

자료: AAI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## Fear & Greed Index는 빠르게 공포 국면으로 전환. 심리적 불안에 따른 등락은 불가피하겠지만, 반등 가능성도 높아지고 있음

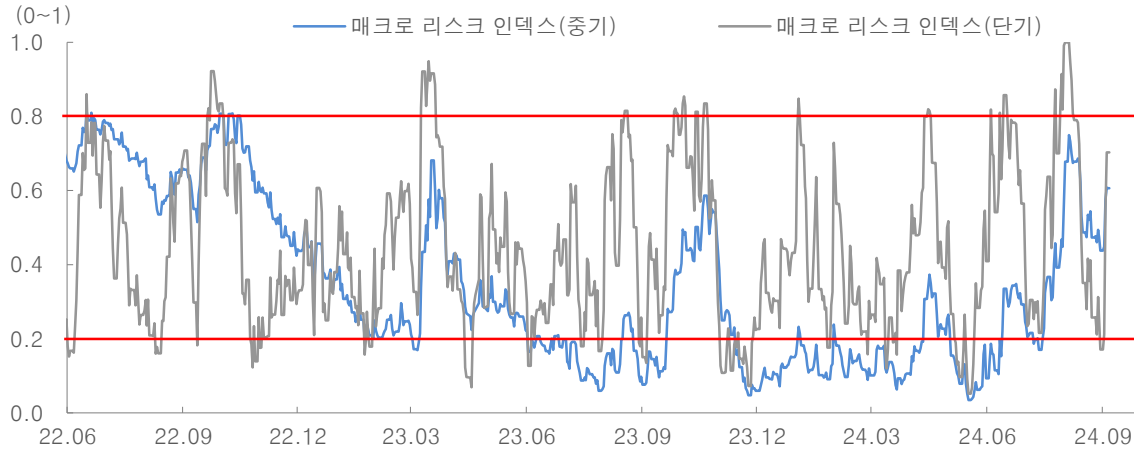


자료: CNN Money, 대신증권 Research Center



# [리스크/변동성 지표] 단기 Risk Off 시그널, 변동성 확대 국면 정점 근접

## Macro Risk Index 단기 Risk Off 시그널 정점권에 근접



자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## VIX 20% 상회 이후 소폭 하락. 멀지 않아 변동성 완화국면 진입 가능

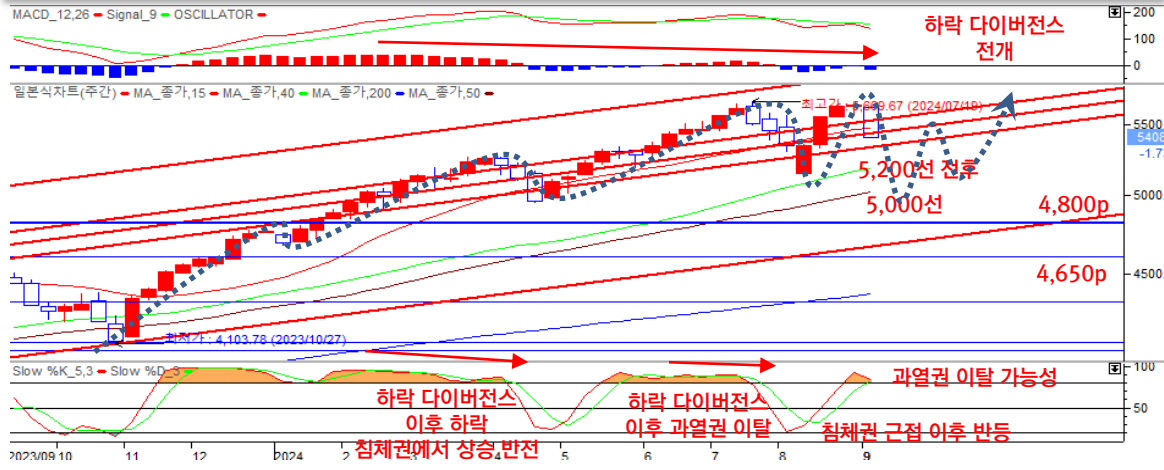


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 글로벌 증시 등락은 매크로 리스크 인덱스(MRI)에 좌지우지
- 미국 증시 급락에 단기 매크로 리스크 인덱스 단숨에 1에 도달. 20년 3월, 코로나 쇼크 당시 이후 최고치
- 이후 하락 반전하며 0.8선 하회. 단기 Risk On 시그널로 전환
- 8월말 단기 매크로 리스크 인덱스 0.17로 하락하며 Risk On 정점 통과 시사. 지난 주말 0.7까지 상승. 단기 Risk Off 시그널 정점에 근접
- 중기 매크로 리스크 인덱스도 0.6 상회. 멀지 않은 시점에 중기 Risk On 시그널 전환 가능성
- 증시 변동성을 보여주는 VIX는 38%까지 폭등. 이후 하향안정. 최근에는 다시 22% 상회
- 단기 변동성 확대 양상은 감안하더라도 추가적인 변동성 증폭보다는 15%를 향하는 흐름 재개 예상
- 단기 변동성은 불가피하나 멀지 않은 시점에 Risk On 시그널 및 변동성 완화 국면으로 전환 예상

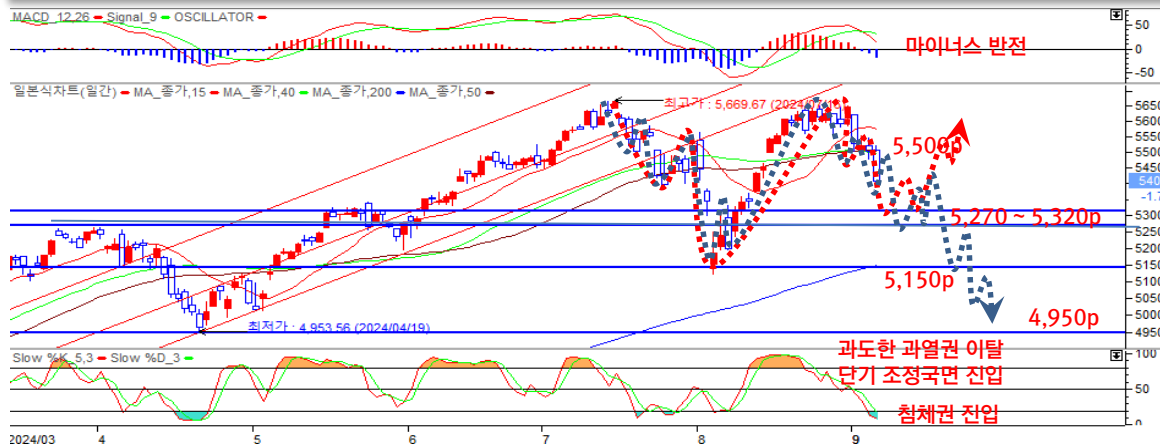
# [미국 증시] S&P500, 기술적 반등은 가능. 5,500선 돌파/안착 여부가 9월 증시 흐름을 결정할 것

## S&P500 주간차트. 박스권 등락 예상. 5,000 ~ 5,200선 지지력 확보 가능성



자료: 대신증권 Research Center

## S&P500 일간차트. 5,300선 전후에서 반등 가능. 5,500p 돌파/안착 여부 주목



자료: 대신증권 Research Center

- 미국 증시의 중장기 상승추세는 여전히 견조하다고 판단. 이동평균선 간의 정배열이 진행 중이고, 중장기 이동평균선 모두 상승추세 진행 중
- 단기 변동성 확대 또는 단기 등락(과열 해소) 이후 레벨업되는 과정 반복할 가능성 높음. 당분간 박스권 등락 예상
- 전고점 돌파에 실패하며 하락 반전, 5,500선을 하향이탈함에 따라 향후 경로가 크게 엇갈릴 가능성 확대
- 우선, 단기 급락에 따른 기술적 반등시도 가능. 5,300선 전후에서 지지력 확보 이후 5,500선 돌파시도에 나설 것
- 1) S&P500이 5,500선을 회복/안착할 경우 S&P500은 단기 등락이 있더라도 상승세를 이어갈 수 있을 것
- 2) 만약, 5,500선을 저항으로 하락반전시 1차적으로는 5,150선, 2차적으로는 4,950선 지지력 테스트 가능성 염두에 둘 필요가 있음
- 중장기 상승추세는 유효하지만, 단기 등락 폭이 크게 엇갈릴 수 있는 상황. S&P500 5,500선에서는 리스크 관리 필수

# [미국 증시] 나스닥 기술적 반등 강도와 탄력 중요. 17,500선 회복/안착 여부가 관건

## 나스닥 주간차트. 박스권 등락 속에 1차 지지선 16,500p



자료: 대신증권 Research Center

## 나스닥 일간차트. 1차 지지선은 16,300 ~ 16,500p, 이후 반등 강도 주목

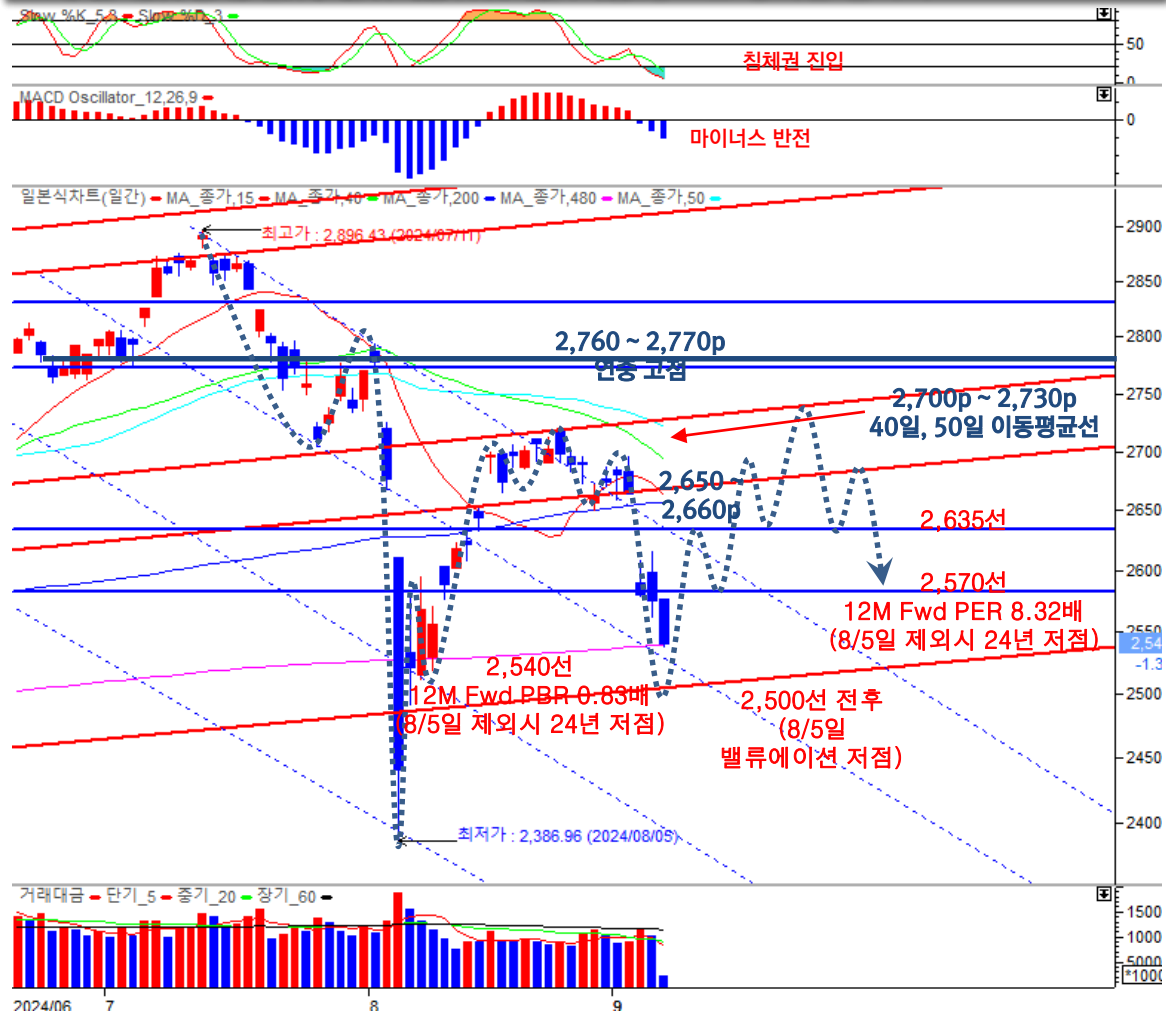


자료: 대신증권 Research Center

- 나스닥 지수 또한 상승추세는 견조. 이동평균선 간의 정배열이 진행 중이고, 중장기 이동평균선 모두 상승추세 진행 중
- 다만, 중장기 과열과 매물부담을 해소하는 시간이 필요. 당분간 박스권 등락 불가피
- 나스닥이 전고점 돌파에 실패하며 하락반전, 17,500선을 하향 이탈함에 따라 향후 경로가 크게 엇갈릴 가능성 확대
- 우선, 단기 급락에 따른 기술적 반등시도 가능. 16,500선 전후에서 지지력 확보 이후 17,500선 돌파시도에 나설 것
- 1) 나스닥이 17,500선을 회복/안착할 경우 나스닥은 단기 등락이 있더라도 상승세를 이어갈 수 있을 것
- 2) 만약, 17,500선을 저항으로 하락반전 시 1차적으로 16,300선, 2차적으로는 15,200선 지지력 테스트 가능성 염두에 둘 필요가 있음
- 중장기 상승추세는 유효하지만, 단기 등락 폭이 크게 엇갈릴 수 있는 상황. 나스닥 17,500선에서는 리스크 관리 필수

# [KOSPI 9월 전망] Case 1. 2,650선을 넘어선다면... 박스권 등락 가능

KOSPI 2,540선 전후에서 기술적 반등 시도 전망. 9월 계절성(유동성 위축)과 미/일 통화정책 변수, 엔화 변화에 따른 매물 등으로 등락은 불가피

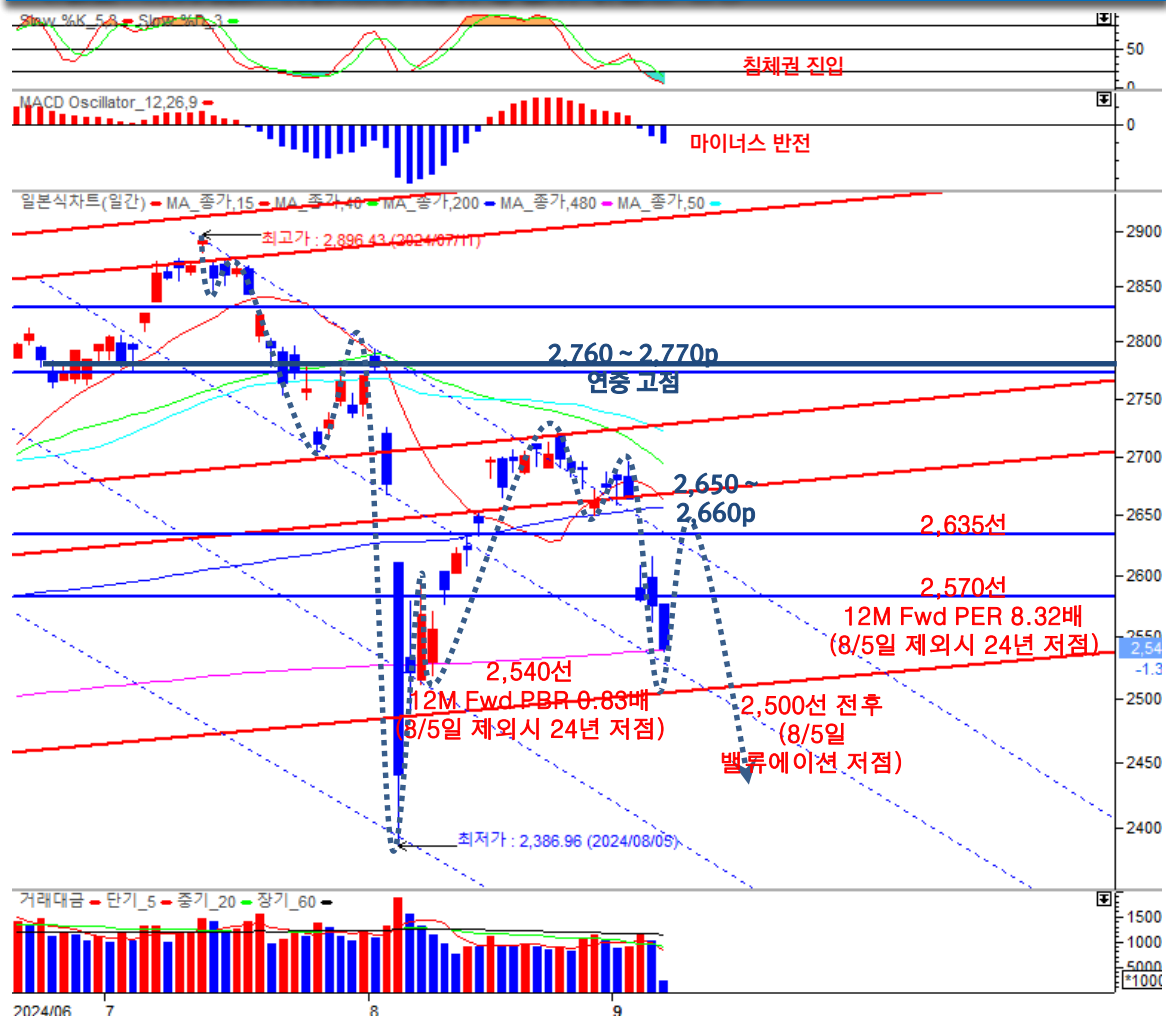


자료: 대신증권 Research Center

- 9월 증시 변동성을 경계해야 한다는 주장을 했지만, 월초부터 KOSPI가 2,600선을 하회할 가능성은 낮게 봤음
- 하지만, KOSPI는 또다시 경기침체 공포에 2,600선을 하회. 엔화 강제 재개로 엔캐리 청산에 대한 경계심리도 확대. 8월 초 악몽이 재현될 가능성 높아짐
- KOSPI 단기 기술적 반등 예상. 8월 CPI, PPI 둔화로 경기침체 공포심리 후퇴와 더불어 물가 안정, 통화정책 기대가 동반 유입될 수 있음. 미국 대선 토론, 아이폰 16 공개도 글로벌 증시에 불안심리를 억누르고 기대심리를 자극할 수 있을 것
- 대내적으로 KOSPI 상대적 약세를 야기했던 반도체 중심의 외국인 매도도 정점을 통과했을 가능성 높음
- 관건은 2,650 ~ 2,660선 돌파/안착 여부. 돌파/안착시 박스권 등락 예상
- 그럼에도 불구하고 2,650선 이상부터 리스크 관리 필요. 9월 계절성(후반부 유동성 위축)과 FOMC, BOJ 이후 엔화 변동성 확대로 2,650선 이하에서 또 한 번의 매수기회가 올 것으로 예상

# [KOSPI 9월 전망] Case 2. 2,650선을 넘어서지 못한다면... 추가적인 레벨다운 불가피

**KOSPI 2,650 ~ 2,660선 회복시도에 실패할 경우 큰 하락파동 진행  
9월말 ~ 10월초 저점 형성 이후 상승추세 반전 전망**

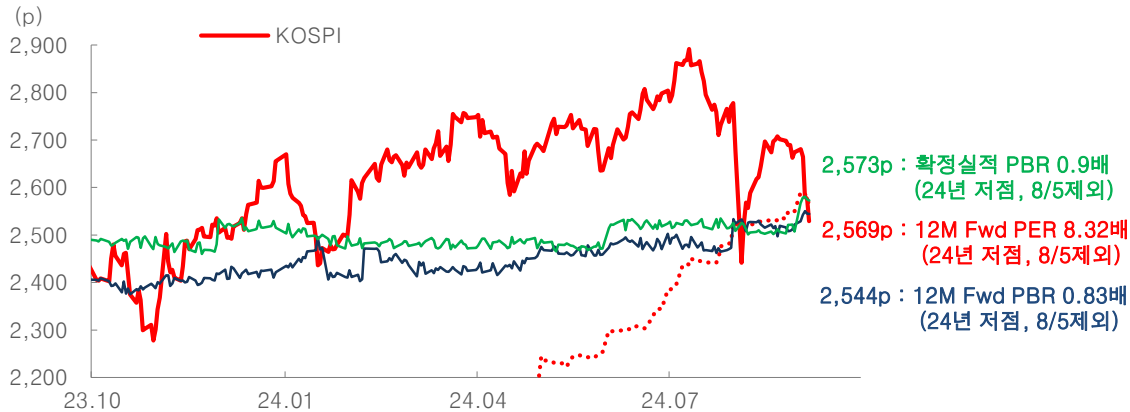


자료: 대신증권 Research Center

- 만약, KOSPI 기술적 반등 국면에서 2,650 ~ 2,660선 돌파에 실패할 경우 적극적인 리스크 관리 필요
- 단기 조정이 아닌 7월 고점 이후 시작된 중기 조정이 전개될 가능성 높아지기 때문. 이 경우 8월 저점이었던 2,380선 하향 이탈 가능성도 존재
- 주식시장의 9월 계절성이 후반부에 뚜렷, 법인세 납부에 10월 2일 ~ 4일 로쉬 하사냐(유대교 신년)로 인한 차익실현, 펀드 북 클로징 예상. 시중 유동성 위축이 더욱 극심해질 수 있음
- 9월 18일 FOMC, 20일 BOJ, 27일 일본 자민당 총재선거 등은 엔화 강세 압력 자극. 유동성 위축 국면에서 엔캐리 청산의 영향력이 상대적으로 커질 수 있음. 24년 9월 후반부 증시 변동성에 대한 경계심을 높여야 할 것
- 추석 전 KOSPI 반등시도시 2,650선 이상에서는 현금비중 확대, 리스크 관리 강화
- 반등 없이 KOSPI가 2,600선 이하에 머무른다면 현재 주식비중 유지가 유리. KOSPI Deep Value 국면 재진입. 현 지수대에서는 매도실익이 없다는 의미

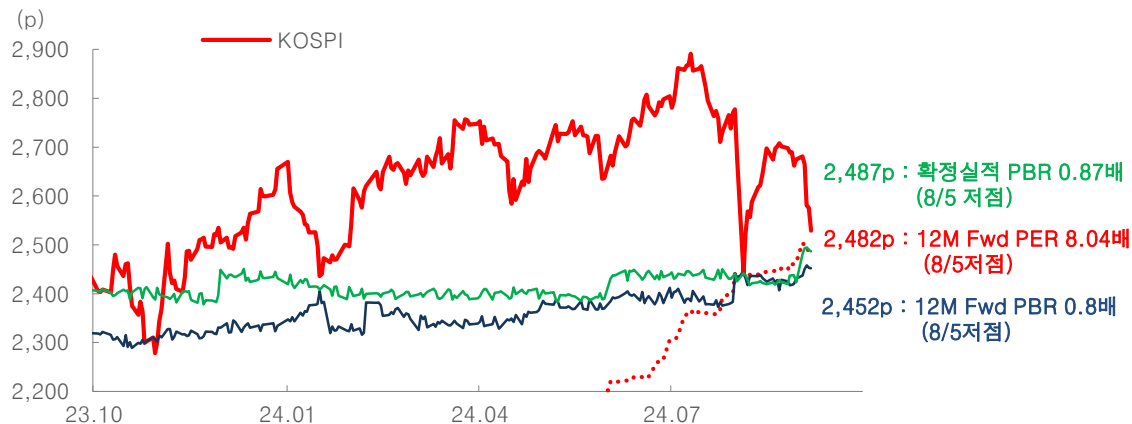
## [KOSPI 지지선] 1차 지지선 2,54 ~ 2,570선. 2차 지지선 2,450 ~ 2,480선

밸류에이션 측면에서 1차 지지선은 2,540 ~ 2,570p.  
동 지수대에서 기술적 반등 가능. 이후 2,650선 돌파/안착 여부가 관건



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

밸류에이션 측면에서 2차 지지선은 2,450 ~ 2,480p



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- KOSPI는 현재 지수대인 2,540선 전후에서 지지력 확보 가능. 밸류에이션 측면에서 8월 5일 저점 제외시 의미있는 저점권
- 다만, 지난 주말 미국 증시 급락, 야간 선물지수 하락(-7.55p, -3.74%)을 감안할 때 월요일 2,500선 이탈 불가피
- 이 경우 2,450 ~ 2,480p 지지력 여부 체크. 증가 기준 8월 5일 밸류에이션 수준
- Rock Bottom 여부는 좀 더 확인이 필요하지만, 단기 급락에 따른 되돌림이 전개될 수 있는 지수대로 판단
- 주식 비중이 많은 투자자들은 기술적 반등 시 2,650선 이상 부터는 일부 현금비중을 늘려갈 필요가 있을 것

## [KOSPI 지지선] KOSPI 2,400선대는 Deep Value 구간. 2,200선대도 열려있어...

KOSPI 급락 저점은 2,297~2,507p(현재 12개월 선행 EPS 308p 반영, 선행 P/E 7.44배~8.12배)에 형성. 2,297선은 워스트 시나리오를 가정한 경우로 2,500p 이하에서 반등을 염두에 둔 비중확대 전략이 유효

	선행 PER	KOSPI	선행 PBR	KOSPI	확정실적 PBR	KOSPI
금융위기	6.27	1,936	0.76	2,330	0.81	2,316
미국 신용등급 강등	7.44	2,297				
유럽 재정위기	7.92	2,445				
유럽 재정위기	8.12	2,507				
<b>일시적 역성장, 반도체 사이클 하락</b>	<b>7.62</b>	<b>2,353</b>	<b>0.77</b>	<b>2,360</b>	<b>0.85</b>	<b>2,430</b>
코로나19 쇼크	7.52	2,322	0.57	1,747	1	1,687
<b>미국/유럽 경기침체 가시화</b>	<b>8.52</b>	<b>2,631</b>	<b>0.78</b>	<b>2,391</b>	<b>0.8</b>	<b>2,287</b>
8월 5일 종가	8.04	2,483	0.8	2,452	0.87	2,487
8월 5일 장 중 저점 기준	7.86	2,427	0.78	2,391	0.85	2,430
<i>현재(9월 6일)</i>	<i>8.24</i>	<i>2,544</i>	<i>0.83</i>	<i>2,544</i>	<i>0.89</i>	<i>2,544</i>

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

8월 5일 KOSPI 12개월 선행 P/E는 7.86배(장 중 저점 기준). 과거 급락구간에서 KOSPI P/E는 평균 7.92배까지 하락(금융위기 제외, 포함 시 6.27배). 이를 현재 수준으로 환산하면 KOSPI 급락의 저점은 평균 2,297p로 도출(최저점은 1,936p). 12개월 선행 P/B는 현재 0.83배(24년 장 중 저점 0.78)까지 하락. 코로나19 이후 최저점은 0.78배(22.10.31)로 현재 수준으로 계산시 2,391p. 확정 실적 기준 P/B 역시 코로나19를 제외할 경우 저점권은 0.8배 ~ 0.85배 수준. KOSPI 환산 시 2,287~ 2,430p. 따라서 역사적 밸류에이션에 따른 KOSPI 급락 저점은 2,287~2,430p. 2,287선은 워스트 시나리오를 가정한 경우로 2,450p 이하는 Deep value 구간으로 반등을 염두에 둔 비중확대 전략 유효

# [외국인 수급] 원/달러 환율 레벨다운, 외국인 현물 매수 제한적. 환차익 실현 및 순환매 영향

## 원/달러 주간 차트. 단기 반등 이후 추가적인 하향안정세 예상



자료: 대신증권 Research Center

## 원화 상대적 약세 꺾였지만, 외국인 매수는 제한적. 환차익 영향



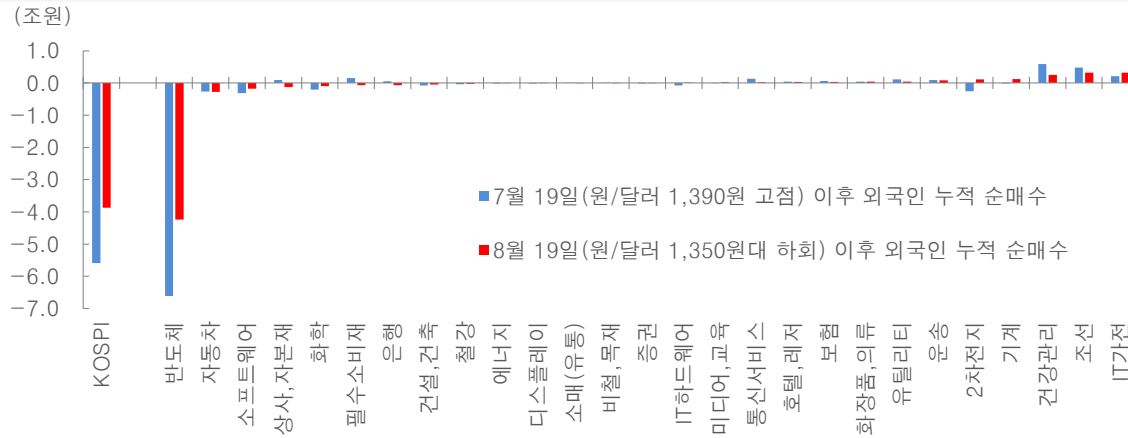
자료: FnGuide, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 원/달러 환율이 1,320원대까지 레벨다운. 그럼에도 불구하고 외국인 순매수 제한적
- 원/달러 환율이 1,390원이었던 7월 19일 이후 외국인 5.59조원 순매도, 원/달러 환율이 1,350원을 하회한 8월 19일 이후 외국인 3.87조원 순매도
- 그동안 매수가 강했던 반도체 업종에 매도가 가장 컸고, 자동차, 상사/자본재, 화학, 필수소비재, 은행 등 중심으로 매도
- 반면, 2차전지, 조선, 제약/바이오, 기계 등 순매수
- 경기침체 우려가 아직 남아있는 영향도 있지만, 원/달러 환율 고점에서 유입된 자금은 환차익을 봄에 따라 일부 차익실현에 나서고 있는 것으로 추정
- 하지만, 이는 순환매 동력. 외국인 매수가 강하게 유입되며 급등세를 보인 업종/종목보다 저평가 매력 높은 업종/종목에 관심 필요



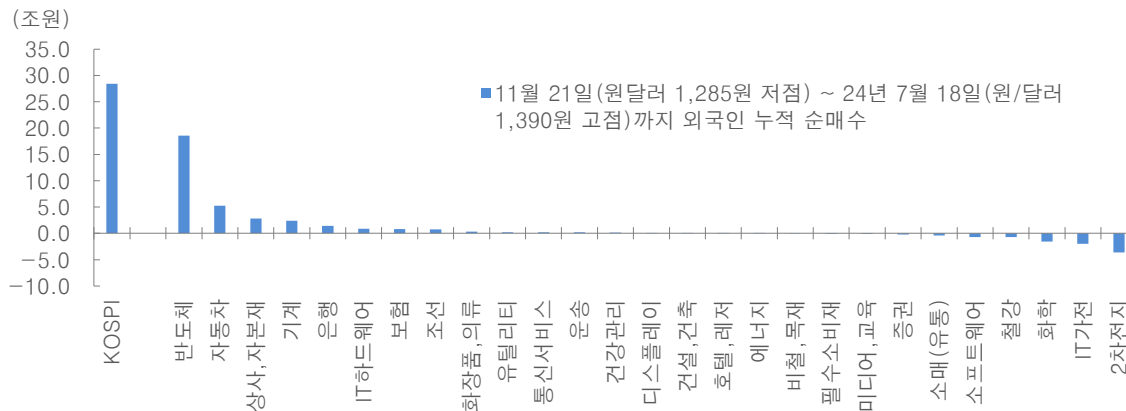
# [외국인 수급] 원화 약세국면에서 대량 매수한 업종들 중심으로 원화 강세국면에서 차익매물 출회

## 원/달러 환율 하락 과정에서 외국인 반도체 집중 매도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 원화 약세국면에서 외국인 순매수가 강했던 업종들 중심으로 차익 매물 출회 중

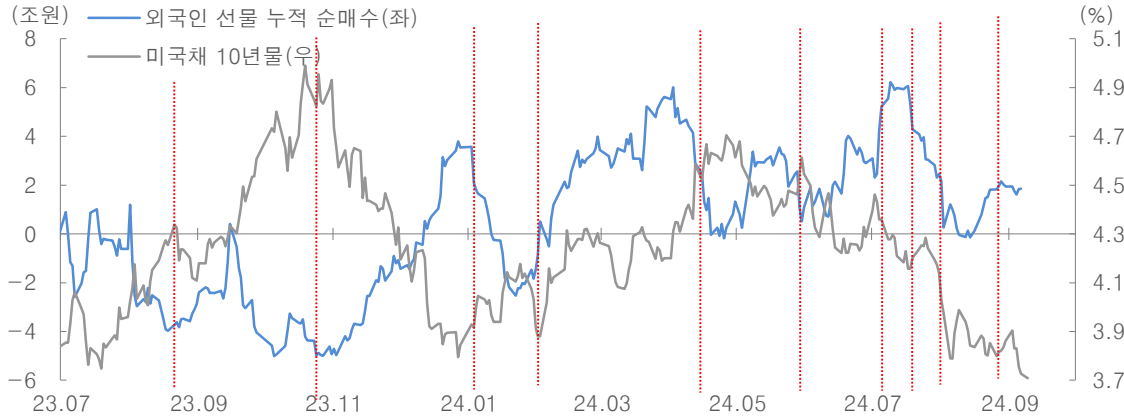


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 원/달러 환율이 1,390원 고점을 기록했던 7월 19일 이후, 원/달러 환율이 1,350원선을 하회했던 8월 19일 이후 외국인 투자자들은 반도체 대량 매도 중
- 뒤를 이어 자동차, 상사/자본재, 화학, 필수소비재, 은행, 건설 등 매도 중
- 반도체는 원화 약세 국면에서 외국인 투자자들이 대량매수(18.6조원), 최근 가파른 원화 강세로 환차익 발생에 따른 차익 실현 매물 출회로 추정
- 자동차, 상사/자본재, 은행도 순매수 상위권
- 주목할 부분은 2차전지. 원/달러 환율 1,350원선 하회 이후 1,115억원 순매수 중
- 원화 약세 국면에서 외국인 매도가 가장 컸던 만큼 빈집 채우는 과정으로 추정
- 한편, 매도세를 보이던 기계, 조선 업종에서 외국인 순매수 전환. 단기 가격 및 밸류에이션 매력이 커졌기 때문으로 판단

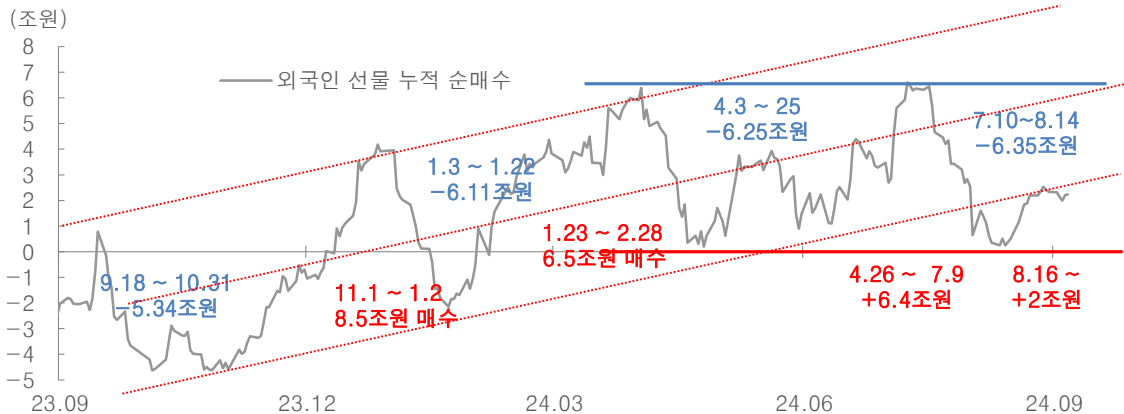
# [외국인 수급] 약화되었던 채권금리와 외국인 선물 매매 간 연결고리, 다시 강화. 하지만, 경기침체 공포 재유입

## KOSPI 급등락을 좌우한 외국인 선물 매매. 채권금리와 상관관계(20일 -0.65) 개선세 주춤. 경기침체 공포심리 유입 영향



자료: FnGuide, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 외국인 누적 선물 순매수, 6.35조원 매물 출회 이후 2조원 순매수 & 정체



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 미국채 10년물 하향안정은 외국인 선물 매수로 이어져왔음. 미국채 10년물과 외국인 누적 선물순매수(20일) 간의 상관관계는  $-0.6 \sim -0.8$ 에 달했던 상황
- 하지만, 최근 채권금리가 3.8%를 하회했음에도 불구하고 외국인 선물 매도 강화. 경기침체 공포 영향
- 최근 경기침체 공포가 후퇴하는 국면에서는 채권금리 하락세가 지속되면서 외국인 선물 매수 강화
- 최근 20일 상관관계  $-0.65$ . 다만, 채권금리 반등시 매물 출회 가능성 높아짐
- 9월 들어서 경기침체 공포가 재유입되면서 채권금리 하락에도 매수세 주춤
- 8월 16일 이후 외국인은 선물시장에서 2조원 순매수. 최소한 3조 이상 순매수 여력 남아있다고 판단
- 경기침체 공포심리가 외국인 현물 매도, 선물 매수심리 약화로 이어짐

# Inflection Point 1.

## CPI와 PPI. 물가안정 + 통화정책 기대

---

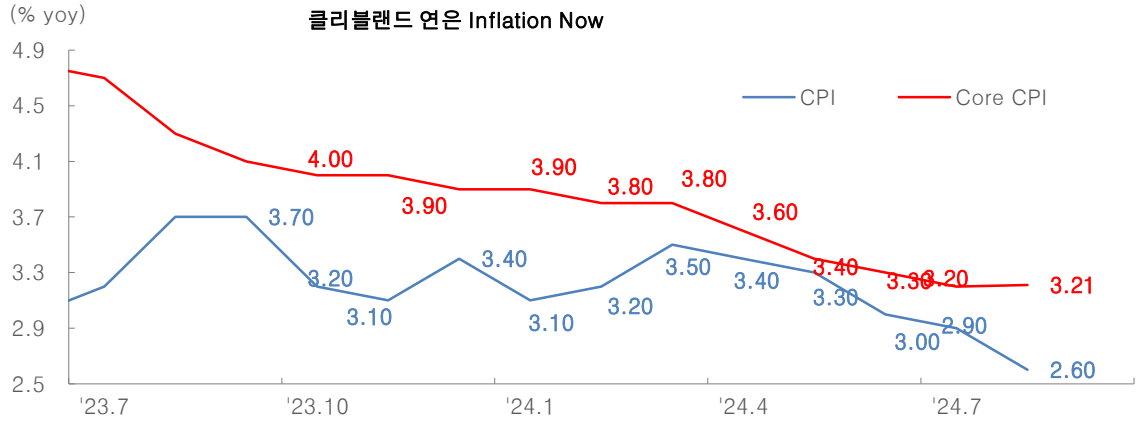
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

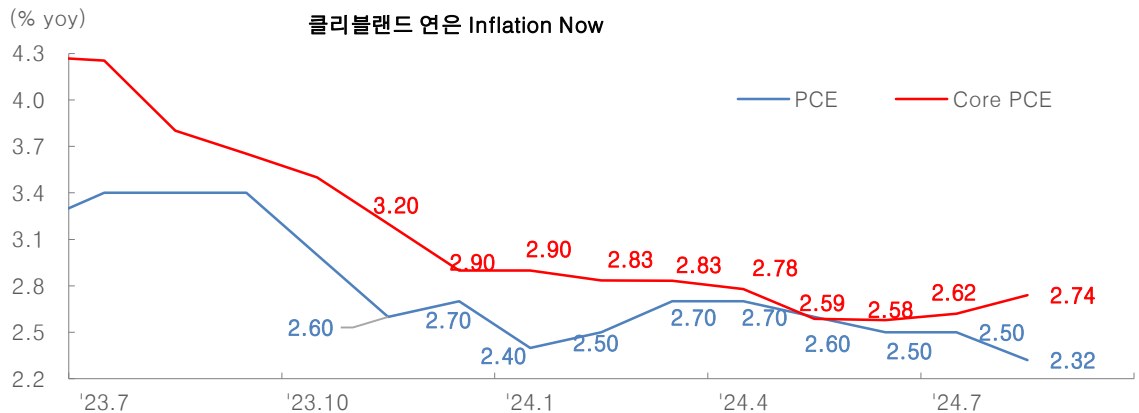
# [8월 CPI & PCE] 헤드라인 물가 둔화폭 확대. 관건은 Core 물가 둔화 여부

## 8월 CPI 레벨다운. 문제는 Core CPI 반등 가능성



자료: 클리블랜드 연은, 미국 상무부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## PCE는 7월 반등 이후 8월 레벨다운. Core PCE는 2개월 연속 상승

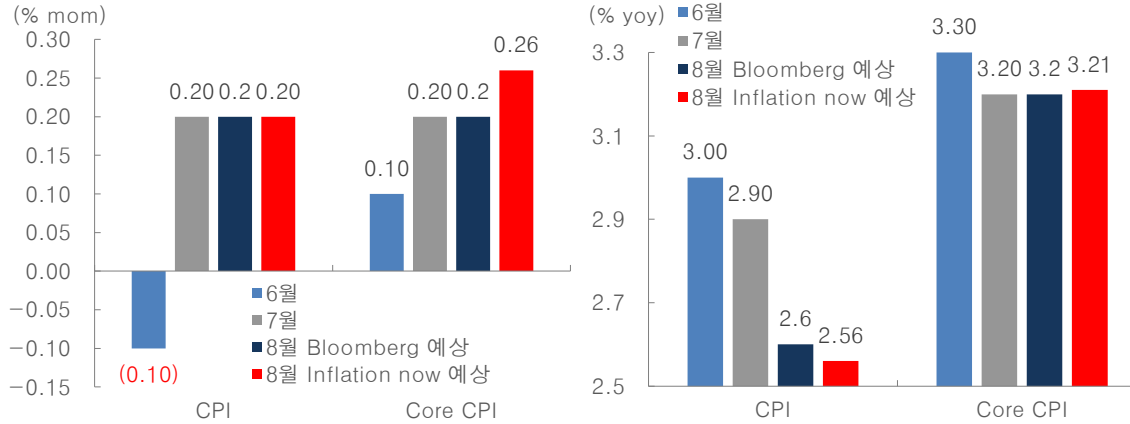


자료: 클리블랜드 연은, 미국 상무부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 현재 물가 지표 전망은 7월 정체/반등 이후 8월 둔화 폭 확대. 문제는 Core 물가
- 클리블랜드 연은의 Inflation Now 기준 Core CPI는 소폭 반등, Core PCE는 2개월 연속 반등 전망
- 특히 8월 Core PCE는 3%에 근접할 것으로 예상
- 7월 물가 결과에 따른 시장 반응을 확인하고 컨센서스 변화 체크해야겠지만, 서비스 물가 둔화폭 완화로 인한 물가 우려는 경계해야 할 부분
- 9월 11일 8월 CPI, 12일 8월 PPI, 27일 PCE 물가지수 공개 예정

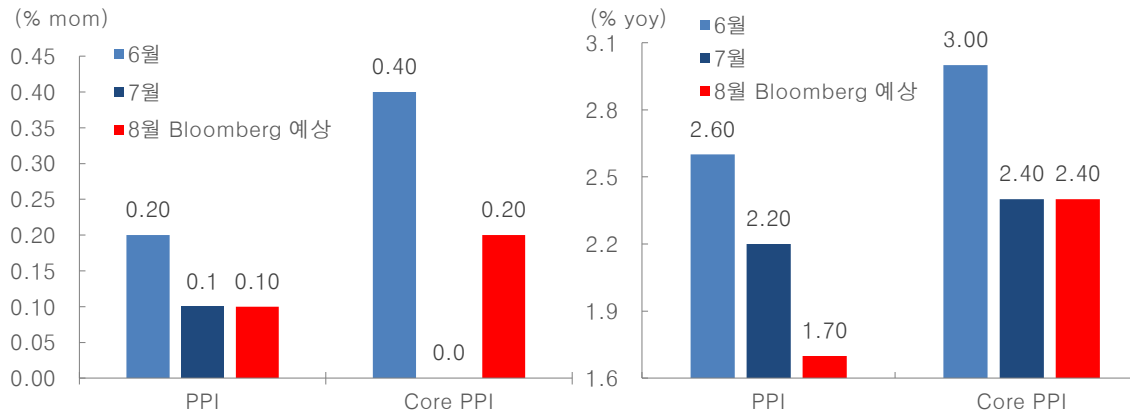
## [8월 CPI와 PPI] 헤드라인 물가 레벨다운 Vs. Core 물가 정체

### 헤드라인 CPI 2.9%에서 2.6%로 레벨다운. Core CPI는 3.2%로 정체



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

### 헤드라인 PPI 2.2%에서 1.7%로 레벨다운. Core PPI 2.4%로 정체

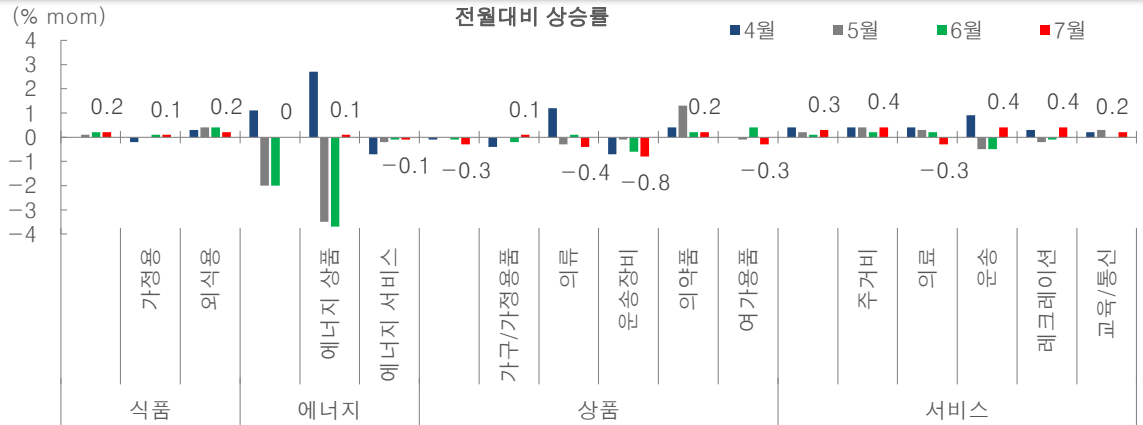


자료: 미국 상무부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 11일에는 CPI, 12일에는 PPI 공개. 헤드라인 물가는 큰 폭 둔화가 예상되지만, Core 물가는 정체 예상
- 8월 CPI는 2.6%로 7월 2.9%대비 0.3%p 레벨다운 예상. PPI도 2.2%에서 1.7%로 큰 폭 둔화 예상
- 반면, 8월 Core CPI는 7월과 동일한 3.2% 전후, Core PPI도 7월과 동일한 2.4%로 컨센서스 형성
- 물가 둔화 지속에 따른 금리인하 기대가 강해질 수 있지만, 이미 연내 5번 금리인하를 기대하는 상화에서 강한 모멘텀이 될 수 있을지 관건
- 경기침체 우려가 지속/강화되는 상황에서 헤드라인 CPI 둔화는 경기침체 증거로 인식될 가능성 경계

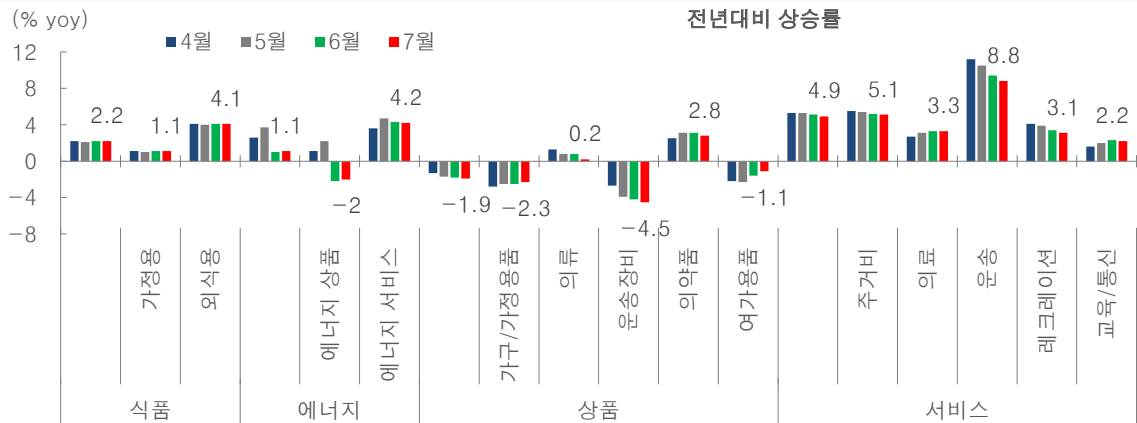
# [7월 CPI] 전반적인 물가 안정 속에 주거비 전월대비 상승률 0.4%로 반등은 부담

## 전월대비 상승률. 에너지 상품 플러스 반전, 주거비 반등



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

## 전년대비 상승률. 주거비, 운송, 레크레이션 등 서비스 물가 둔화 지속

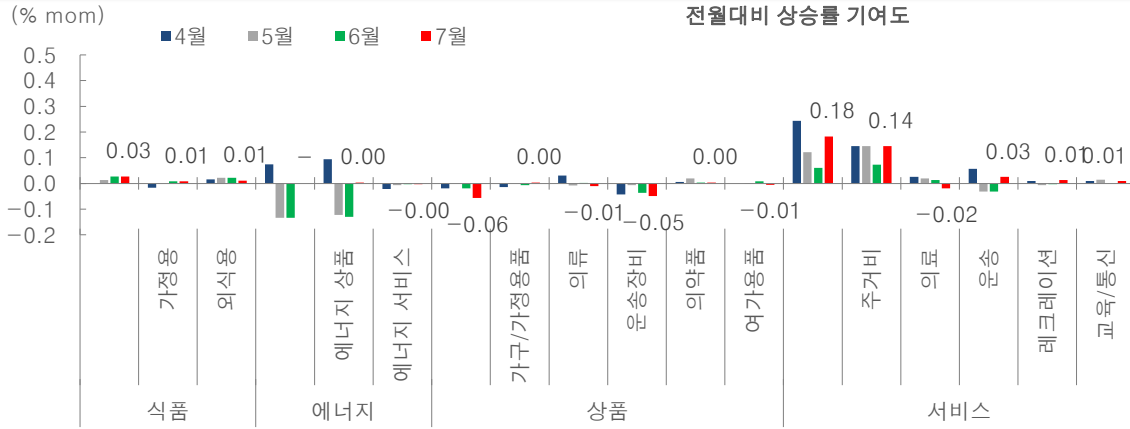


자료: 미국 상무부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 항목별로도 물가 오름세는 광범위하게 진정. 에너지 물가는 7월 중 전월 대비 보합세를 기록했으며 식품 물가는 0.2% 상승. 외식 비용은 강세를 보였지만 식료품 물가는 거의 상승하지 않았음
- 신차 및 중고차 가격 역시 추세대로 마이너스 폭 확대 지속. 고금리 속에서 자동차 판매 대리점들은 각종 인센티브를 제공하고 있는 것으로 나타남. 의료 가격 역시 7월 중 하락했고 의료 비용 역시 다소 하락
- 다만 자동차 보험 가격은 가파른 오름세를 기록. 택아소와 유치원 등 보육비용은 7월 전년 대비 5.1% 급등
- 지난달 CPI 수치가 더 빠른 완화를 보여 주지 못한 것은 주거 비용 반등 영향. 7월 중 주거 비용 상승은 소비자 물가 오름세의 약 90% 차지. 자가 주거비(OER, Owners' Equivalent Rent)는 전달보다 0.4%, 임대료는 0.5% 상승
- 주거 비용 오름세가 둔화되고 있지만, 여전히 끈끈한 모습. 1년 전과 비교하면 주거 비용은 5.1% 상승해 6월 5.2%보다는 느린 오름세를 기록했으며 임대료의 1년간 상승률은 5.1%로 전달 수준을 유지. 팬데믹 이전 주거 비용은 연 3%가 조금 넘는 수준

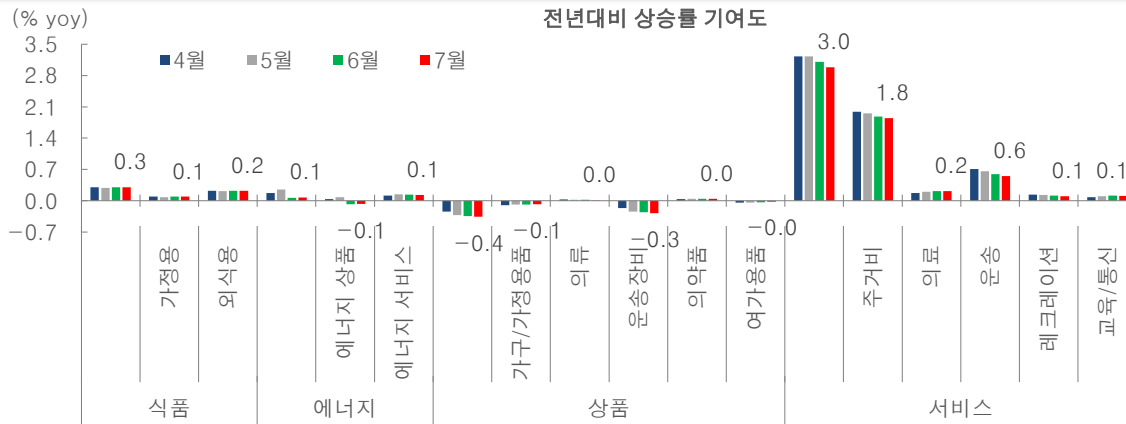
# [7월 CPI] 상승 기여도 측면에서 주거비, 운송 물가 안정이 큰 힘이 되는 상황

## 전월대비 상승률 기여도, 주거비, 운송서비스 기여도 확대



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

## 전년대비 상승률 기여도, 가장 큰 비중을 차지하는 주거비, 운송서비스 둔화

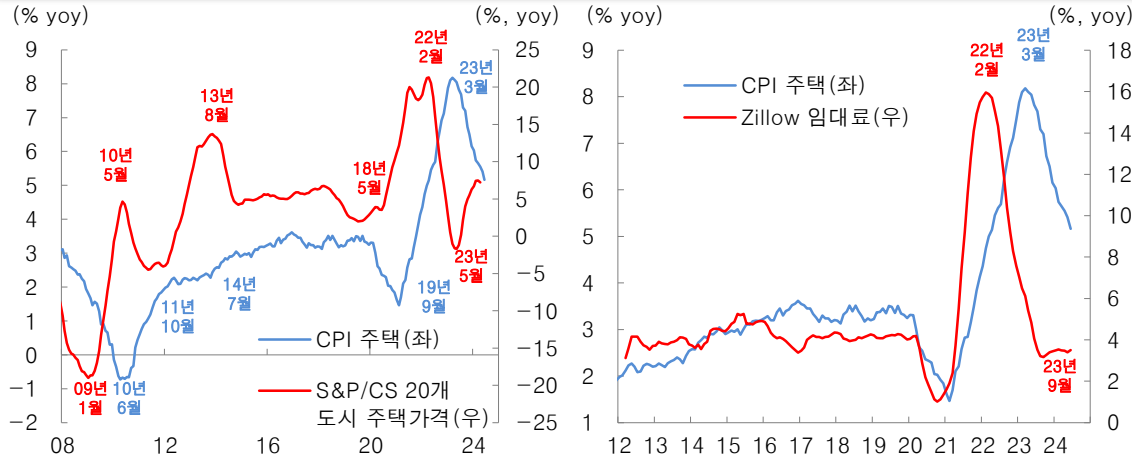


자료: 미국 상무부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 헤드라인이 '21.3월 이후 처음으로 2%대로 하락하는 등 추가 진전이 나타났으나 주거비 항목의 경직성으로 물가목표를 향한 마지막 단계(last mile)에 대한 경계감 잔존
- 7월 근원 인플레이션 둔화(근원 CPI 3개월 연율 2.1→1.6%)는 주로 상품 부문에서 비롯
- 신용여건 긴축 등으로 자동차 항목의 하방압력이 지속되는 가운데 소매업체들의 계절 할인폭 확대 등이 광범위한 상품 가격 하락세를 주도. 단, 중고차 도매 가격이 상승세를 나타내고 있어 상품 부문에서 7월 수준의 디플레이션이 반복될 가능성은 낮은 것으로 평가(Barclays)
- 주거서비스는 임대료(전월비 0.488%)가 1년래 가장 높은 상승세를 나타내고 자가주거비(OER)가 대도시를 중심으로 반등하는 등 예상보다 높은 상승세를 나타내 향후 서비스 인플레이션 추가 진전이 예상보다 점진적일 가능성 제기
- 민간 신규임대료 지수 감안 시 향후 임대료와 자가주거비 항목의 디스인플레이션이 재개될 것으로 예상하지만 하락 추세를 확인하기까지는 예상보다 시간이 소요될 소지(Nomura)

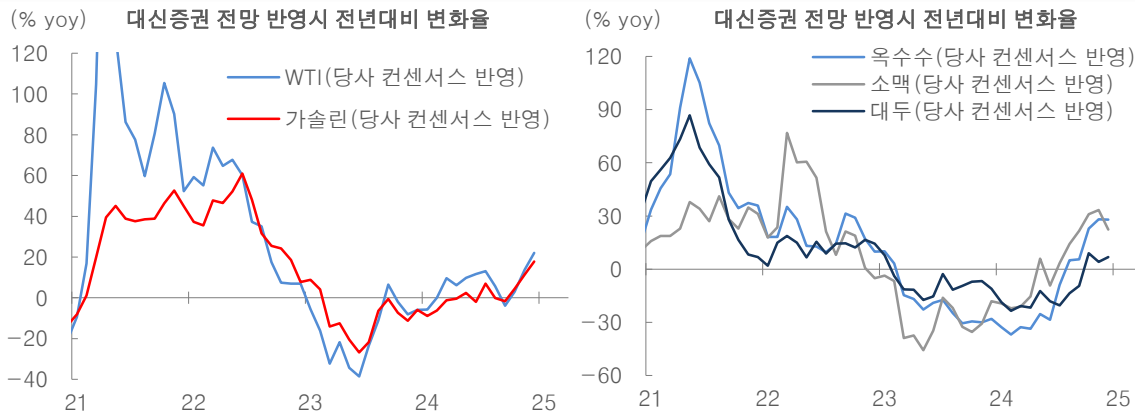
# [물가 안정] 3분기까지 주거비 물가 둔화 지속. 유가, 곡물가 상승 영향은 제한적

## Zillow 임대료, 주택가격 지수와 임대료 CPI 상승률 추이



자료: BLS, Zillow, FHFA, Freddie Mac, S&P, 대신증권 Research Center

## 가솔린 가격, 곡물가 상승시 3분기까지 물가 상승압력 제한적



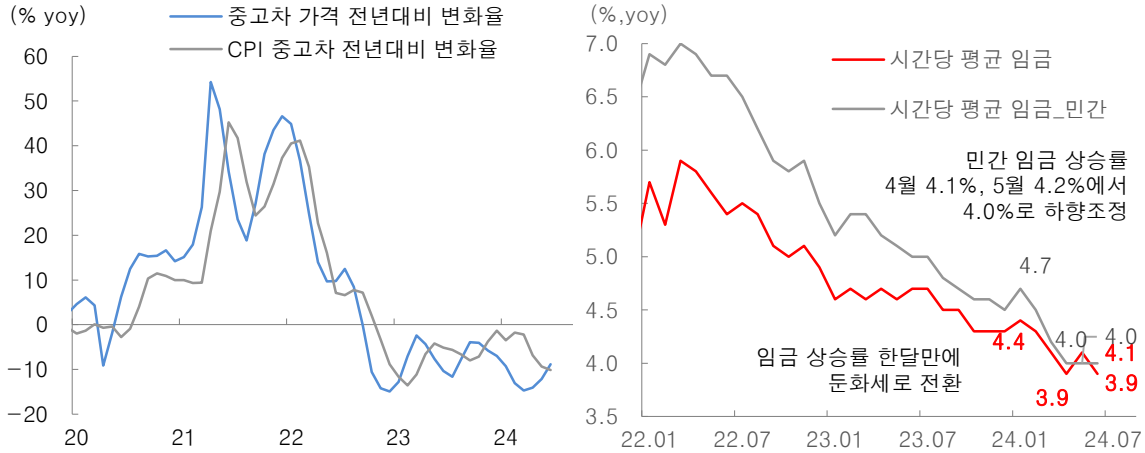
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 임대료 변화율과 주택가격 변화율 간에는 1년 ~ 1년 5개월의 시차가 존재. 이번에는 고점간의 시차는 1년 1개월
- 임대료와 주택가격이 고점 이후 1년 2개월 동안 하락했음을 감안할 때 23년 5월 고점 이후 24년 3분기까지 CPI 주택물가 둔화세 지속될 가능성 높다고 판단
- 한편, 최근 유가가 80달러를 넘나들고, 곡물가 반등 등 원자재 가격 상승으로 인한 물가 우려 가중
- 당사 전망 기준 유가 상승압력, 특히 가솔린 가격 상승압력은 24년 3분기까지 제한적. 오히려 90달러 이하에서는 마이너스 반전 가능(WTI 기준 2분기 평균 83달러, 3분기 평균 86달러, 4분기 평균 88달러 전망). 다만, 4분기 기저효과에 의한 에너지 가격 변화율 반등으로 물가를 압박할 가능성 존재
- 곡물가격 변화율도 24년 상반기까지 마이너스 국면 지속. 하반기 상승반전, 상승폭 확대. 물가에 반영되는 시차를 감안할 경우 올해 안에 곡물가격 상승이 음식료 가격 상승으로 이어지는 않을 것으로 전망(옥수수 평균 가격 전망, 2분기 450달러, 3분기 500달러, 4분기 600달러, 소맥 평균 가격 전망, 2분기 580달러, 3분기 700달러, 4분기 750달러, 대두 평균 가격 전망, 2분기 1,180달러, 3분기 1,200달러, 4분기 1,400달러)



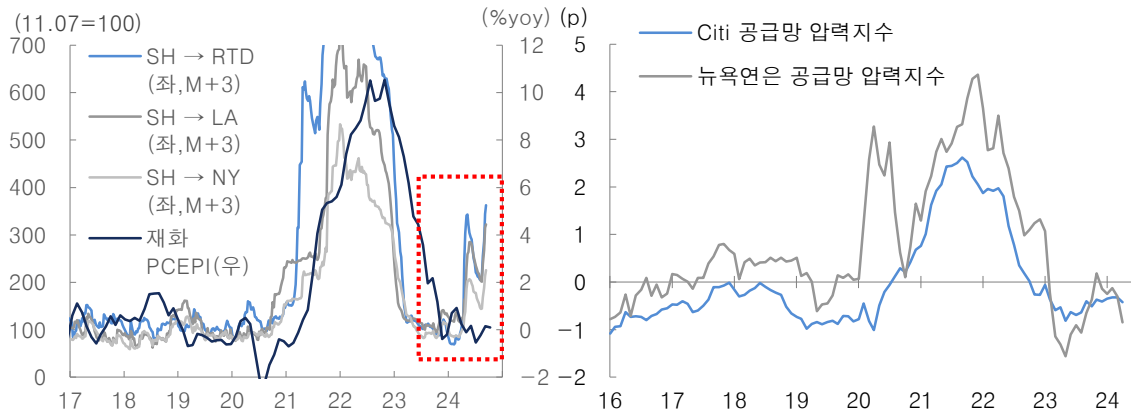
# [물가 안정] 중고차 가격 하락폭 확대 & 임금 안정. 운송비 상승 영향력 체크

## 중고차 가격 전년대비 하락폭 확대. 임금상승률은 4% 하회



자료: Manheim Auction, 미국 노동부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 운임료 급반등. 공급망 불안으로 확산될 가능성은 낮아...



자료: 뉴욕 연은, Citi, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 미국 경기둔화와 맞물려 중고차 가격 하락세 뚜렷. 최근들어 전년대비 마이너스 폭 확대. 시차를 두고 신차 가격 하락으로 이어지며 또다른 물가 안정 변수가 될 수 있을 것
- 임금상승률 또한 둔화 지속. 5월 임금상승률이 반등했지만, 기준금리보다 낮은 수준으로 물가 안정 변수 중 하나
- 재화 물가 측면에서 제조업, 수출 경기회복 체크. 글로벌 제조업 경기가 저점을 다지는 가운데, 한국을 포함한 일부 국가의 수출 경기 회복 본격화. 미국 수입물가지수 상승률이 저점을 확인한 가운데, 이를 선행하는 OECD 경기확산지수 상승
- 다만, 이는 수요 개선, 경기 회복으로 인한 물가 상승압력이라는 점에 증시에 충격변수는 아닐 것
- 이보다는 연초 수면 위로 부상한 공급망 리스크 경계. 최근 급등한 운임지수가 시차를 두고 재화 물가, 운임서비스 물가 상방압력으로 작용할 수 있기 때문
- 그렇다고 당장 물가 레벨을 자극할 정도는 아닐 전망. 글로벌 공급망 압력지수가 여전히 (-)권에 있고, 최근 지정학적 리스크 완화로 운임료 급등세가 꺾였기 때문. 4월 ISM 제조업 PMI 공급망지수도 2개월 연속 하락, 수축국면 재진입

# Inflection Point 2. 미국 대선 TV 토론. 승기를 누가 잡느냐가 관건

---

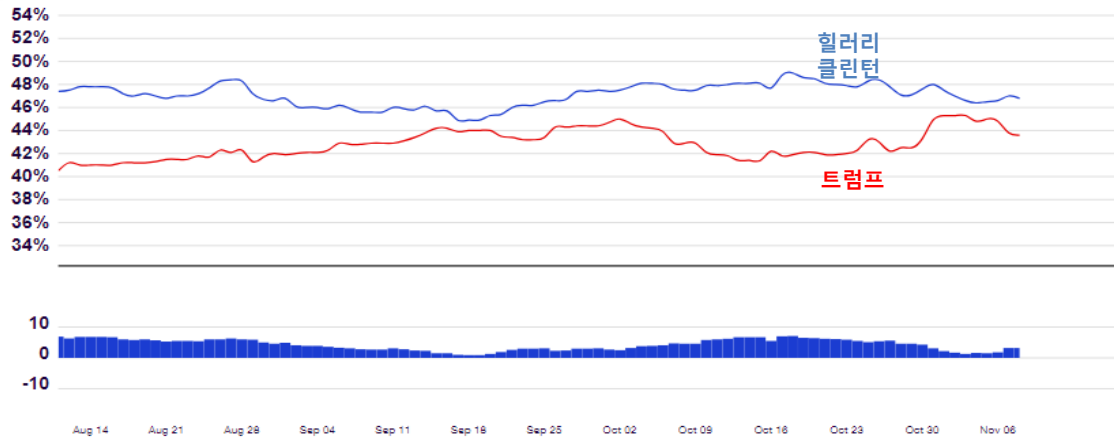
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

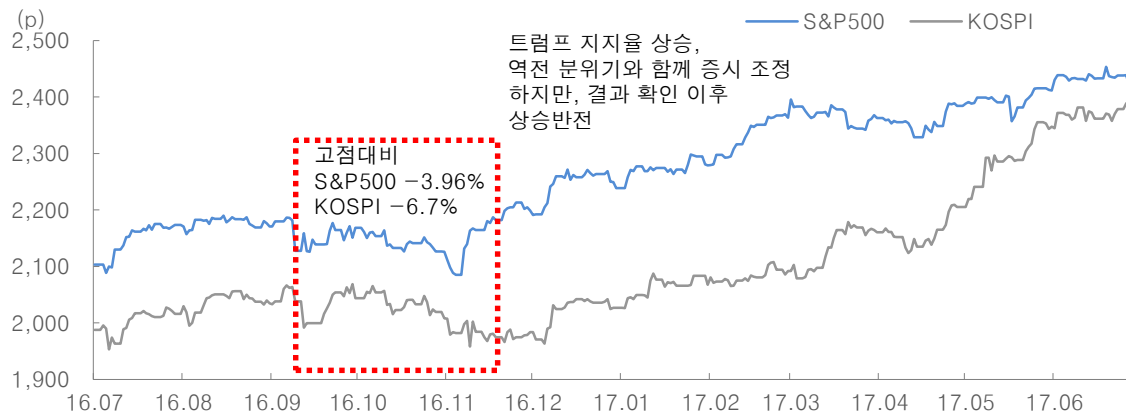
# [미국 대선 리스크] 단기 투자심리, 수급 불안을 야기할 수 있지만... 추세 영향력은 제한적

## 2016년 9월 트럼프 지지율 상승과 함께 힐러리 대세론 꺾여



자료: RealClear Politics, 대신증권 Research Center

## 2016년 트럼프 지지율 상승, 역전으로 증시 변동성 확대. 이후 상승추세 재개



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 실제로 정치적 이슈, 이벤트가 증시 흐름, 방향성에 영향을 줄까? 투자심리, 수급 변수에 영향을 줄 수 있다고 생각. 하지만, 글로벌 금융시장의 추세에 미치는 영향은 제한적
- 2016년 11월 대선 시점으로 돌아가보자. 당시 9월만해도 힐러리 클린턴의 낙승이 예상되었지만, 10월부터 트럼프의 추격에 주식시장은 긴장
- 그리고 트럼프 지지율이 우위를 보이면서 글로벌 증시는 단기 변동성에 노출.
- 하지만, 아이러니하게도 미국증시는 11월 4일(대통령 선거 11월 8일) 저점으로 급반등세가 전개되었고, KOSPI도 트럼프 당선 시점을 저점으로 강한 상승반전 나타남
- 당시 S&P 500 조정폭(장 중 고점/저점 기준)은 3.96%에 그쳤고, KOSPI는 6.7% 하락 이후 상승반전
- 트럼프의 대중국 관세 이슈로 KOSPI 낙폭이 상대적으로 컸지만, 2016년 11월 저점 이후 2017년 상반기 동안 S&P500과의 Gap을 대부분 줄임
- 시장 우려에도 불구하고, KOSPI 상대적 강세 전개

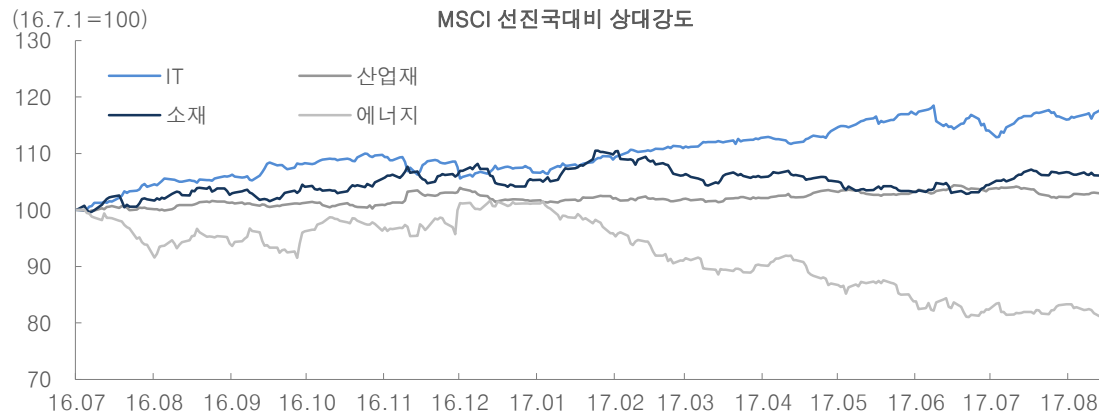
# [미국 대선 리스크] 2017년 트럼프 취임 이후 달러 강세, Old Economy 부활을 예상했지만...

## 트럼프 대통령 취임 = 달러 강세를 예상했지만, 실제 달러화는 90p 하회



자료: 대신증권 Research Center

## 트럼프 리스크 부각 국면에서 가치주 강세를 보였지만, 2017년은 IT 압승

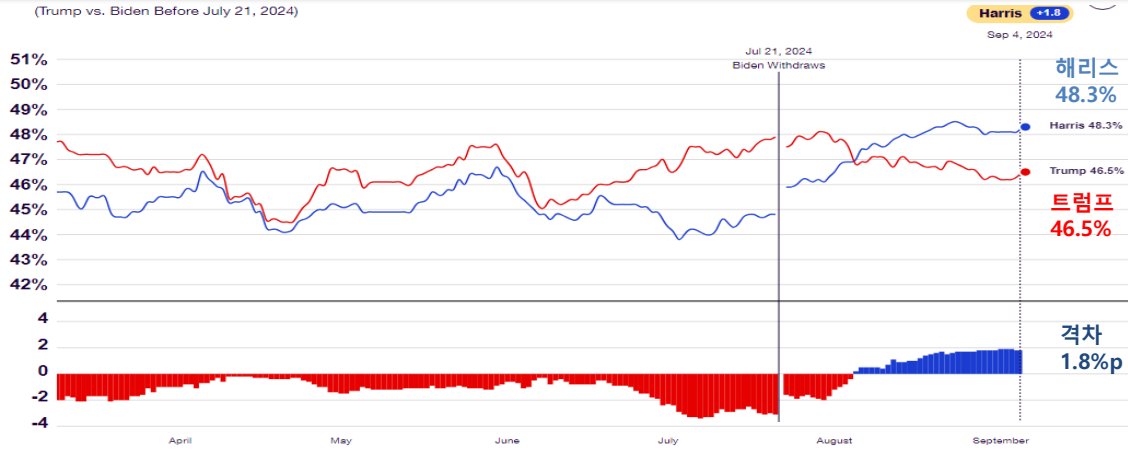


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 정치적 이슈, 이벤트가 증시 흐름, 방향성에 미치는 영향력은 제한적이라고 판단
- 투자심리, 수급 변수에 영향을 줄 수 있다고 생각. 하지만, 글로벌 금융시장의 추세에 미치는 영향은 제한적
- 2017년 트럼프 취임 이후에는 다수의 투자자들은 달러 강세, Old Economy 상승세를 전망
- 하지만, 2017년 당시 달러는 약세. 2016년 12월 103.6p였던 달러화는 2018년 2월 88p까지 레벨 다운
- 그리고 IT가 강했음. 반도체 슈퍼사이클이 전개되었던 시점
- 24년 11월 미국 대선까지 다양한 정치적 이슈와 이벤트에 대한 불확실성, 대선 결과에 따른 등락은 염두에 둘 필요가 있음
- 하지만, 더 중요한 것은 펀더멘털 흐름. 펀더멘털에 근거한 금융시장 추세와 다른 등락이 있다면 투자기회라고 생각

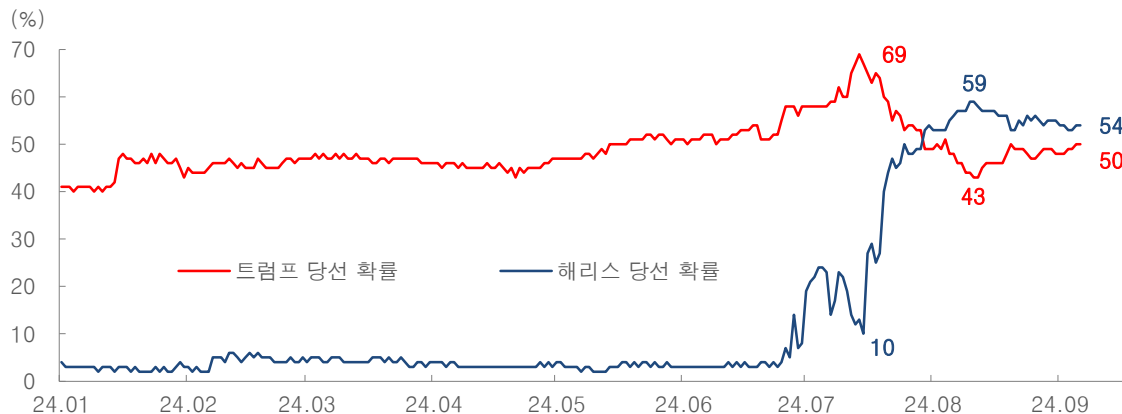
# [대선 지지율] 민주당 전당대회(19 ~ 22일) 진행되면서 해리스, 트럼프 지지율 격차 확대

## 해리스 지지율 역전 이후 지지율 격차 1.8%p까지 확대



자료: RealClear Politics, 대신증권 Research Center

## 해리스 당선확률 54%, 트럼프 당선확률 50%. 격차는 4%p로 축소



자료: RealClear Politics, 대신증권 Research Center

- 바이든 대통령이 재선 도전을 포기하고, 부통령인 해리스 지지를 선언하면서 상황 역전
- 해리스 지지율은 48.3%까지 상승, 반면, 트럼프 지지율은 46.5%까지 하락하며 해리스가 지지율을 1.8%p 앞섬
- 민주당 전당대회 19일 ~ 22일 진행 이후 해리스 대통령 후보에 이목이 집중되면서 지지율 상승
- 다만, 당선확률 격차는 축소, 59%까지 상승했던 해리스 당선 확률은 54%로 하락, 44%까지 하락했던 트럼프 당선확률은 50%까지 반등
- 아직 해리스 승리를 점치기 어려운 상황. 9월 10일 TV 토론이 최대 분수령이 될 전망이다

# [트럼프 Vs. 해리스] 현재 시점에서 대통령 선거를 한다면... 해리스가 8표차로 승리 가능

선거인단 확보에 있어서는 해리스가 8석 차이로 역전

Harris/Walz

273

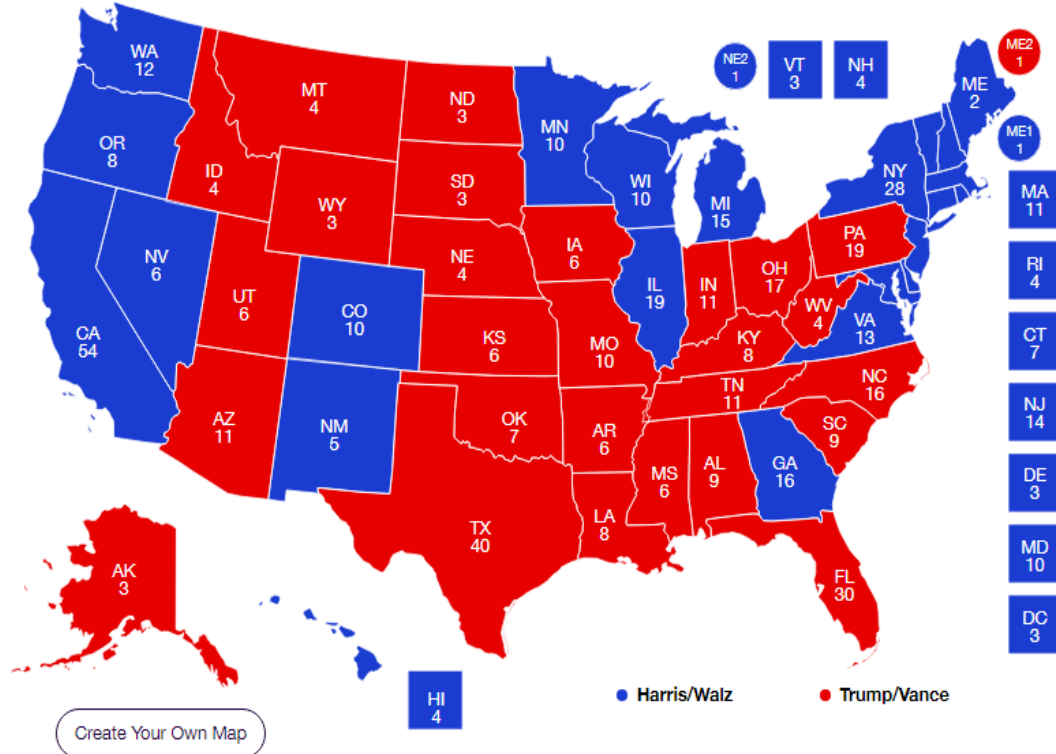
Trump/Vance

265

273 Harris

265 Trump

270 Electoral Votes Needed To Win ([Create Your Own Map](#))

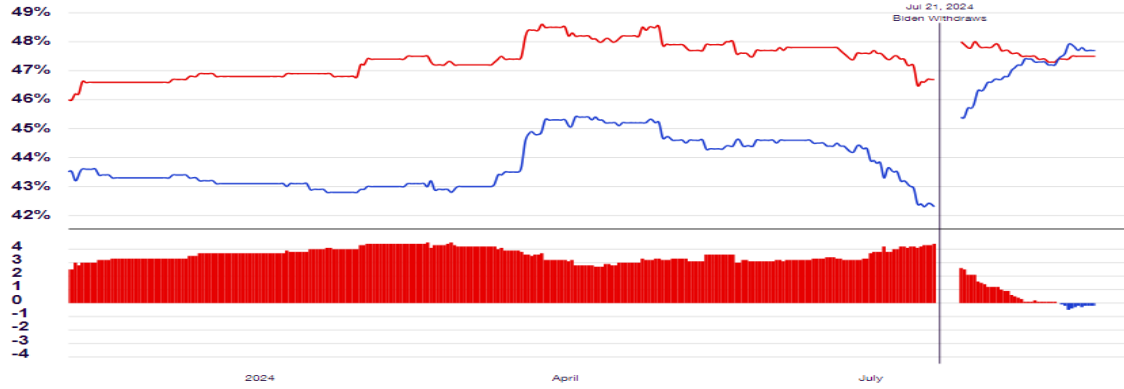


- 현재 지지율과 당선확률에서 해리스가 앞서는 것으로 나오고 있지만, 선거인단 수에 있어서는 다른 결과 나올 수 있음
- 현 시점에서 투표를 한다면 해리스 우세 (박빙 지역에서 앞서는 경우 선거인단 확보로 확정시)
- 선거인단 확보에서도 8석 해리스가 앞서는 것으로 추정

# [트럼프 Vs. 해리스] 접전지에서 지지율 해리스 우위로 역전. 펜실베니아 역전 & 네바다 동률

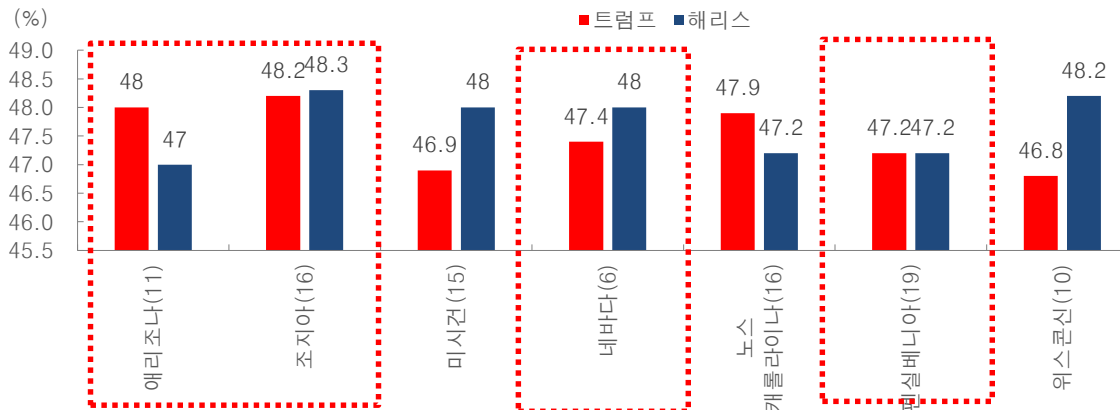
93개 선거인단이 걸린 Battle Ground에서 지지율 해리스가 0.2%p 차이로 역전

## Top Battlegrounds: Trump vs. Harris



자료: RealClear Politics, 대신증권 Research Center

## 네바다(6), 조지아(16)에서 해리스 역전. 펜실베니아(19)는 동률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 현재 93개 선거인단이 걸린 Battle Ground에서 해리스 지지율이 트럼프를 앞서기 시작. 격차 0.2%p
- 해리스 지지율이 빠르게 상승하면서 결국 역전에 성공한 것
- 특히, 애리조나(11), 조지아(16), 펜실베니아(19), 네바다(6)에서 해리스 지지율 급등한 영향
- 이 중에서도 네바다(6)와 조지아(16)주에서 역전에 성공했고, 펜실베니아(19)에서는 동률을 기록하며 2주전 36표차로 뒤지던 상황을 8표차로 우위를 보이게 된 것
- 네 지역의 선거인단은 52개에 달함에 따라 승패가 좌우될 것
- 따라서 9월 10일 TV토론 결과 이후 증시 등락 엇갈릴 수 있음
- 해리스 우세를 보일 경우 IT, 빅테크, 신재생에너지 강세 가능. 피크 아웃 가능성도 존재

# [해리스 모멘텀] 바이든 정부의 부통령. 바이든노믹스와 맥을 같이 할 것

## 바이든 정부의 부통령인 해리스. 바이든노믹스를 계승해 나갈 것으로 예상

ABB (Anything But Biden)	트럼프	VS	바이든
통상 및 경제 정책	IRA 폐지 IPEF 폐지 화석 에너지 생산 확대		바이든노믹스 IRA CHIPS ACT
대중국 견제 정책	디커플링		디리스팅
환경 정책	저비용·화석연료		친환경·신재생
군사 및 외교 정책	고립주의		개입주의
재정정책	감세·규제 완화		증세·규제 강화

정책이슈	민주당	공화당
무역·전략산업정책	전략산업의 리쇼어링	
대중국	전략적 경쟁자	
해외개입·중동	지속적 개입 지양	
기후	최우선 순위	강한 반대
에너지	신재생에너지 지지	화석연료·원자력 지지
동맹과 우방	자산	무임승차자
국제기구	개혁·유지	무시·훼손

- 트럼프 트레이드가 정점을 통과하는 가운데 민주당 후보가 해리스로 교체
- 그동안 전세계 사람들의 이목이 민주당, 새 후보, 해리스에 집중될 수 밖에 없었음. 즉, 여론의 주도권이 민주당, 해리스로 넘어갔던 것
- 특히, 민주당 대통령 후보 1순위인 해리스는 현재 바이든 정부의 부통령. 바이든노믹스를 연장해 나갈 것이라는 시장의 기대가 유입될 수 있음
- 그동안 금락세를 보였던 반도체, IT, 2차 전지, 신재생에너지 등의 바이든 행정부 수혜주들이 당분간 반등세를 이어갈 것으로 예상



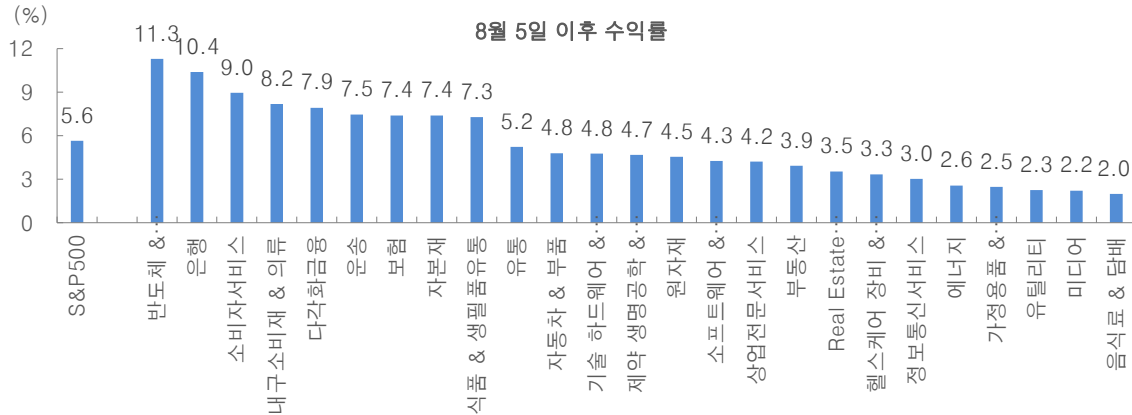
### 중산층을 위한 대규모 지원 계획 발표. 민주당 결집 목적

- ✓ **기회 경제:** 모든 미국인이 출발점에 상관없이 재산을 구축할 수 있도록 경제적 성공과 재산 축적의 기회를 가지도록 하는 것을 목표로 함
- ✓ **생활비 절감:** 식품, 의료비, 주거비용을 목표로 한 조치로 생활비 절감.
- ✓ **주거 이니셔티브:** 300만 채의 저렴한 주택을 건설하고, 첫 주택 구매자에게 \$25,000의 보조금을 제공.
- ✓ **세금 감면:** 근로소득세 공제와 자녀세액공제를 확대하여 신생아에게 \$6,000의 크레딧 제공.
- ✓ **가격 조작 금지:** 연방정부 차원에서 식료품과 필수품에서 기업의 가격 조작에 대한 금지법안 도입, 연방거래위원회(FTC)에 조사 및 처벌권한 부여, M&A 규제 등 식료품 시장 경쟁 촉진
- ✓ **의료 채무 탕감 및 가격인하:** 주 정부와 협력하여 수백만 명의 미국인들의 의료 채무를 탕감하는 프로그램 확대, 대형 제약사와 보험사 사이에서 작동하는 중간 거래업자들에게 투명성을 요구
- ✓ **노동자 지원:** 노동자 권리 보호 강화, 특히 노동조합의 권리를 보장.

- 해리스 부통령은 16일(현지시간) 노스캐롤라이나주를 방문해 취임 100일 경제 구상을 공개
- 해리스 부통령이 내놓은 첫 번째 정책 공약으로 "대통령이 된다면 나는 중산층의 경제적 안정을 진전시키는 데에 집중할 것"이라며 이를 '기회의 경제'라고 명명한 뒤 "이를 위해서 무엇보다 많은 미국 가계의 생계 물가를 낮춰야 한다"고 강조
- 해리스 부통령의 경제 정책 다수는 바이든 행정부에서 추진했던 정책의 연장선에 있지만 일부 정책은 더 대중 영합적인 색채를 띠고 있다고 평가
- 뉴욕타임스(NYT)는 정책들을 총체적으로 보면 해리스 부통령의 계획은 완전히 새로운 시작이라기보다는 바이든 대통령 경제 정책의 재시동이라고 평가

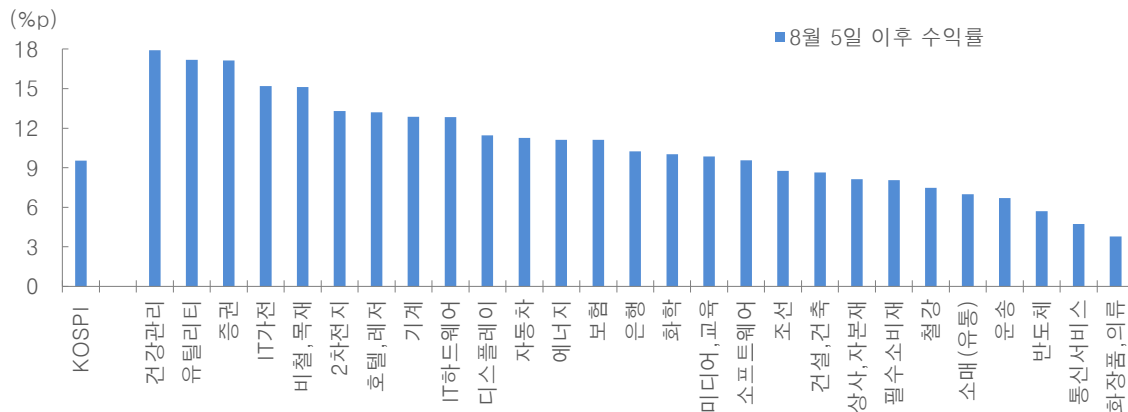
# [트럼프 Vs. 해리스(바이든)] 해리스가 지지율 역전한 8월 5일 이후 반도체, 자동차 + 소비주 강세

## 해리스가 지지율 우위를 보인 이후 반도체, 소비주, 자동차 강세 뚜렷



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 해리스가 지지율 우위를 보인 이후 KOSPI에 영향력은 제한적. 성장주, 내수주 강세



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 지지율 측면에서 해리스가 트럼프를 이기기 시작한 시점은 8월 5일
- 이후 미국 증시는 반도체와 소비주, 자동차 중심의 강세 뚜렷
- 트럼프 트레이드의 피해 업종이자 바이든노믹스 기대감에 반도체, 소비주가 강했고, 해리스 정책이 중산층 살리기에 초점이 맞춰짐에 따라 소비 관련주들이 강했던 것으로 판단
- 하지만, 해리스 우위 영향은 미국에 국한
- KOSPI 업종별 수익률을 보면 건강관리, 2차전지 강세 속에 전반적으로 내수주가 강세를 보였음
- 해리스 트레이드가 글로벌 증시 전반에 영향을 주기 위해서는 지지율 우위를 넘어 선거인단 확보에 있어서도 우위를 보여야 할 것

# Inflection Point 3.

## 중국 CPI와 수출입

---

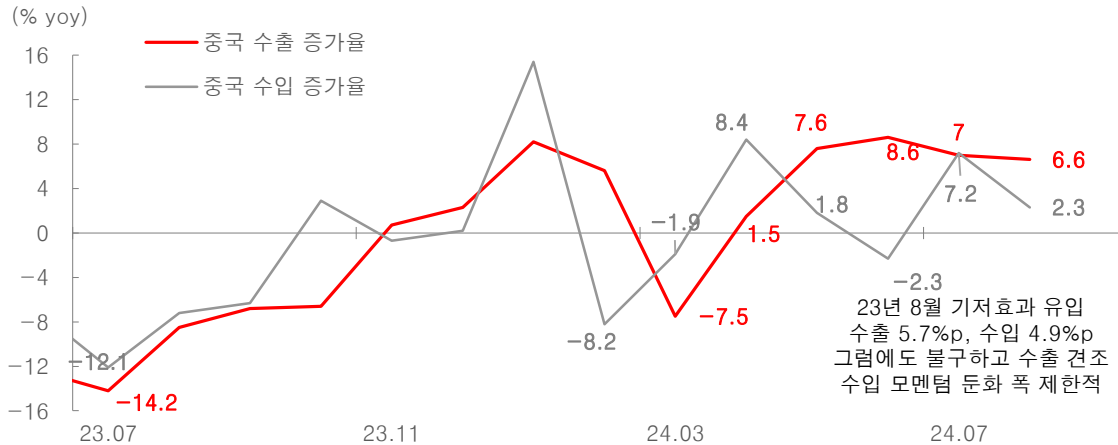
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

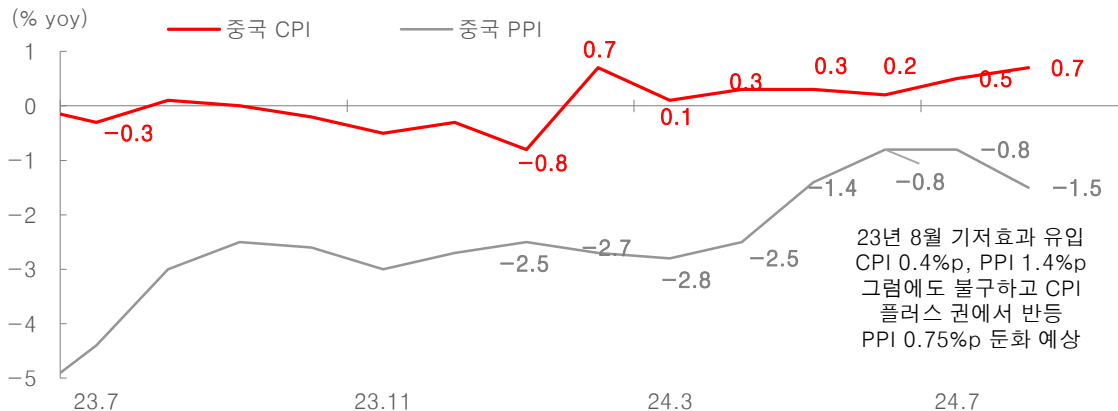
## [중국 경기] 수입 증가율과 PPI 둔화. 기저효과보다 양호하다면...

### 중국 8월 수출 6.6%, 수입 2.3% 예상. 수입 모멘텀 둔화에 대한 해석이 중요



자료: 중국 해관총서, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

### 중국 8월 CPI 7개월 연속 플러스. 상승폭 확대. PPI 기저효과로 마이너스폭 확대



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

- 중국 8월 수출입(10일)과 8월 물가 지표(9일) 발표
- 8월 수출은 전년 대비 6.6% 증가하면서 7월(7%)대비 소폭 둔화에 그칠 것으로 예상
- 한편, 8월 수입은 전년 대비 2.3% 증가에 그치며 7월 7.2%대비 큰 폭 둔화 예상
- 수출은 기저효과(5.7%)에도 불구하고 견조한 흐름을 기대하는 한편, 수입은 기저효과(4.9%p)보다 둔화 폭이 제한적이기는 하지만, 여전히 내수 모멘텀이 강하지 못함을 시사
- 8월 소비자물가는 전년 대비 0.7%를 예상. 기저효과(0.4%p)에도 불구하고 2개월 연속 상승폭 확대
- 8월 생산자물가는 전년 대비 -1.5%로 1.4%p의 기저효과 유입 영향이 큰 상황
- 기저효과 소멸에도 안정세를 보인다는 측면에서 디플레이션 우려 완화는 지속될 것

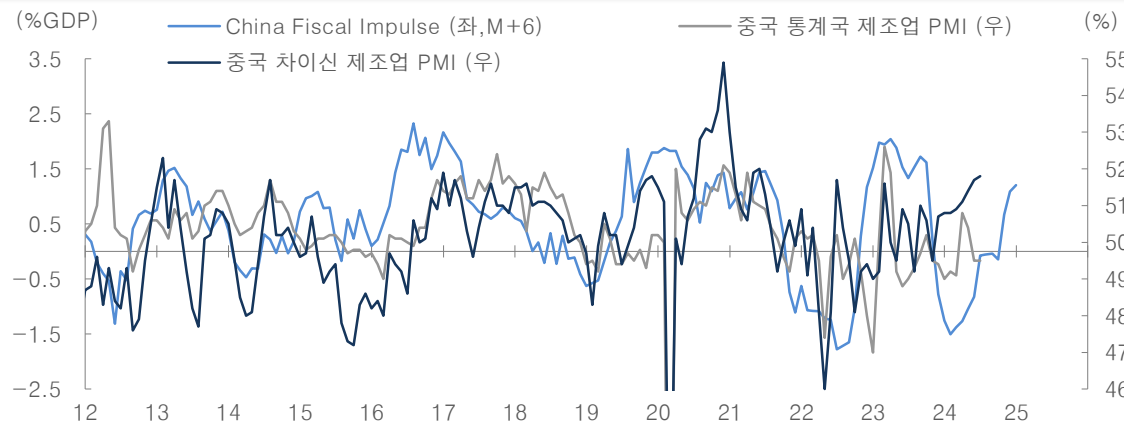
# [중앙 정치국 회의] 추가적인 경기부양정책 가시화 = 경기부양/회복 기대 자극

## 23일 사회과학원에서 제시한 추가 부양정책

- 1) 지방의 재정/세제 권한을 중앙정부가 가져오되 예산을 추가 지원(이외, 정채된 지방정부 특수채 발행 재개) = 중앙정부의 초장기 특별채권 추가 발행을 통해 주택 매입 및 건설 프로젝트를 확대할 것을 제안했다. 하반기 하드 랜딩을 방어하겠다는 의지로 볼 수 있다
- 2) MLF 금리(LPR 벤치마크 금리)가 아닌 7일물 역RP 금리를 통해 유동성의 적시성을 제고시킬 것
- 3) 부동산 정책의 단계적 완화가 아닌 전면적 규제 해제 주문 = 1선 도시 중심으로 주택 매입/주담대 대출 규제를 전면 해제. 한시성을 부여함으로써 수요를 조기 유도하겠다는 의미

자료: 주요 언론, 대신증권 Research Center

## 경기부양 기대가 되살아나고 정책 효과가 반영될 수 있을까?

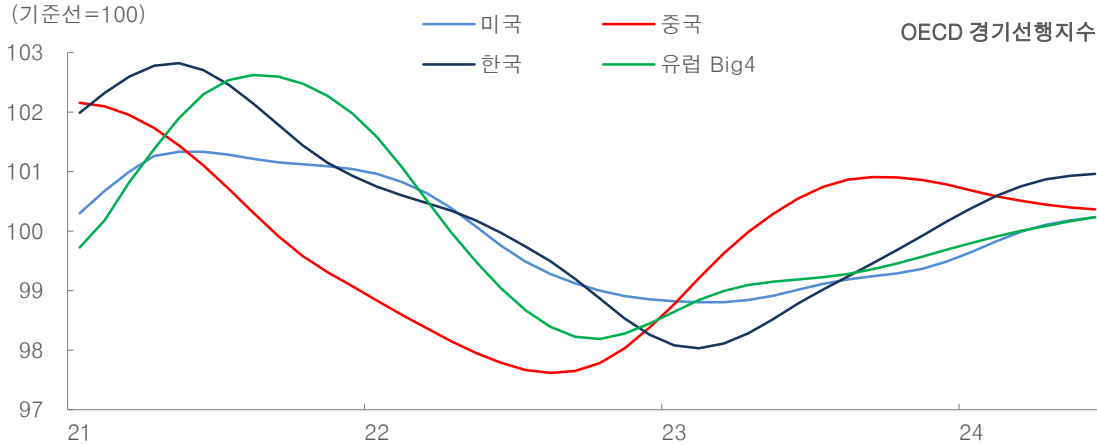


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 7월말 공산당 중앙정치국 회의를 통해 경기부양의지 피력. 경기 부진을 인정한 만큼 하반기 추가 부양 가능성 확대
- 지난 23일 중국의 브레인 집단인 사회과학원(국무원 산하 싱크탱크)은 경기 반등의 연속성을 위해 추가 부양책 제안. 이에 부합하는 정책 시행 가능성
- 물론 장기적 관점에서 이것이 중국의 구조적 문제(서방 주도 공급망 재편, 기술 제재와 자본 이탈 등)를 해결하기는 어려울 것
- 하지만, 단기 사이클 측면에서 지금의 하방 우려가 톤-다운 될 수 있다는 것은 분명
- 무엇보다도 23년 7월말 정치국 회의에서 경기부양드라이브를 시작으로 11월 재정 확대(적자 비율 3.8%), 24년 2월 기준율 인하, 3월, 6월 기준금리 인하 등 지속적인 경기 부양 정책 시행 중
- 시차를 감안할 때 24년 하반기, 특히 4분기부터 중국 경기회복이 가시화될 전망

# [중국 경기] 사이클 상 저점 통과 중이지만, 거친 등락 감안. GDP 성장을 전망 상향조정 유효

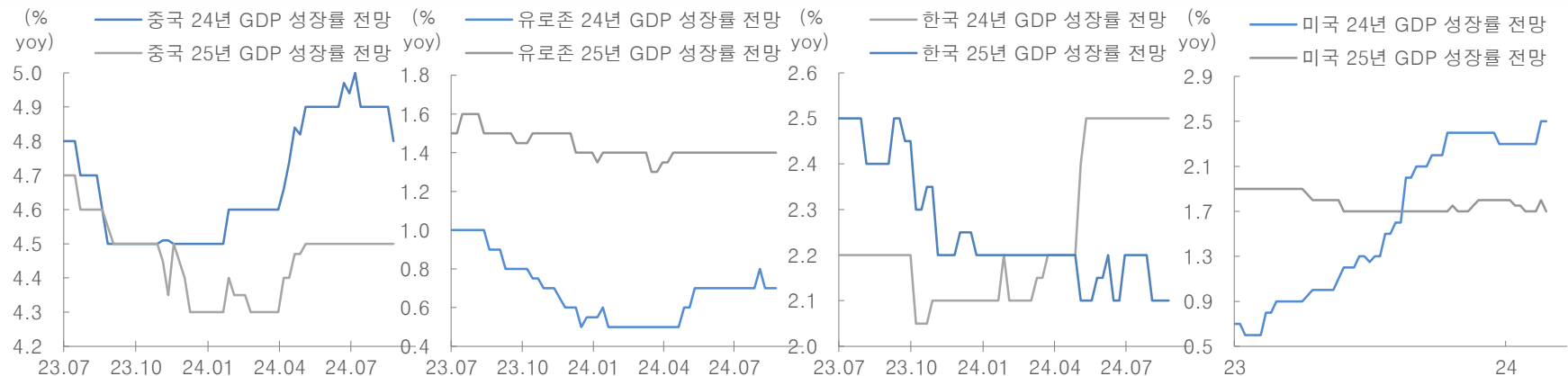
## 중국 경기선행지수 저점권 근접. 유럽, 한국 100을 상회, 상승세 지속



- 중국 OECD 경기선행지수는 확장국면에서 사이클 상 저점권에 근접. 중국 24년, 25년 GDP 성장률 전망도 동시 상향조정
- 23년 7월 강력한 경기부양정책, 11월 재정드라이브, 24년 2월 기준율 인하, 3월 기준금리 인하를 비롯한 다양한 경기부양정책 제시
- 시차를 고려할 때 경기부양 정책 효과는 24년 하반기부터 유입될 수 있다고 판단. 현재 중국 경기부진은 경기사이클 저점 통과 과정으로 생각. 다만, 그 과정에 거칠고 험난할 수 있는 국면

자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

## 중국 24년 GDP 성장률 전망 5%에서 소폭 하향조정. 유로존, 한국 24년 GDP 전망 겨조한 흐름. 미국은 상향조정 재개

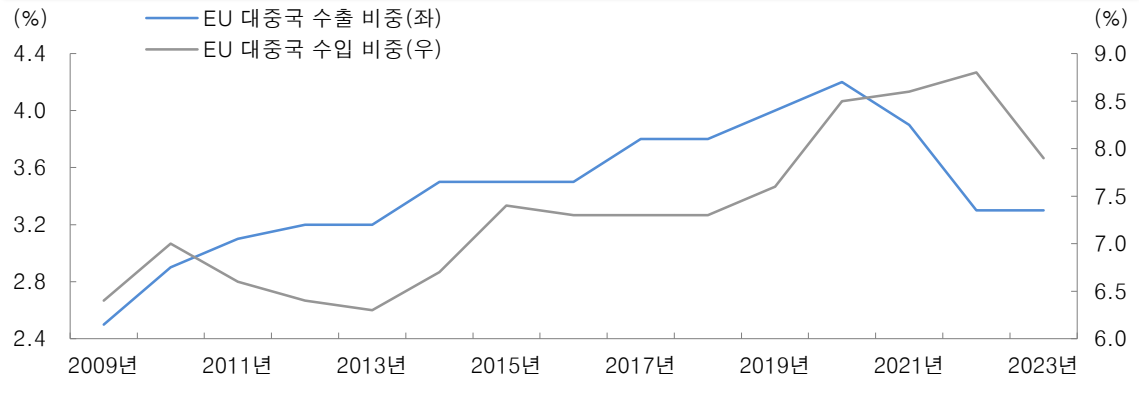


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

# [달러화] 중국 경기회복의 나비효과... 달러 약세 압력 확대

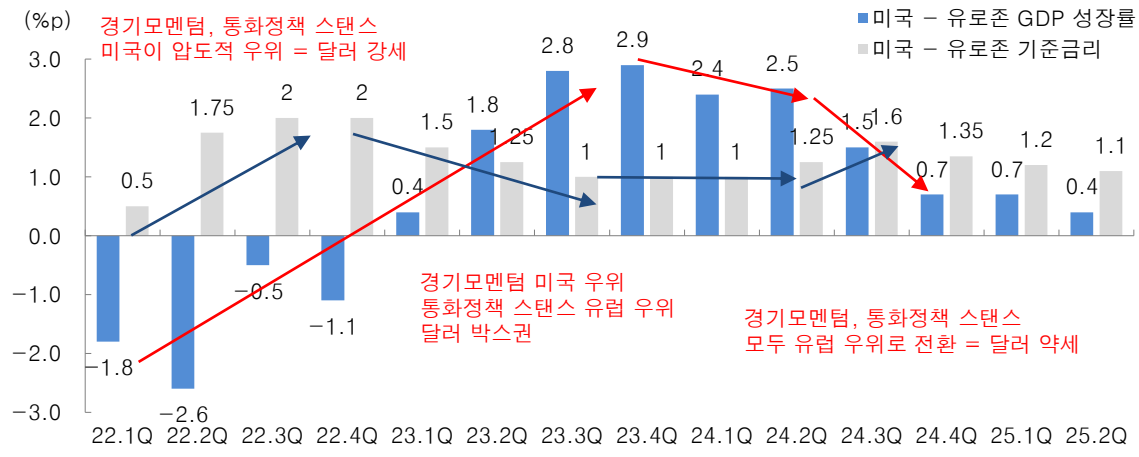
중국 의존도가 높아진 EU, 중국발 훈풍 기대. EU 경기모멘텀 강화시 달러 약세압력은 커질 것

## 금융위기 이후 중국 의존도가 높아진 EU. 중국 경기회복시 긍정적인 변화 기대



자료: Euro Stat, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 순환적인 유럽 경기/통화정책 모멘텀 우위 = 예정된 달러 약세. 유럽 모멘텀이 더 강해진다면?

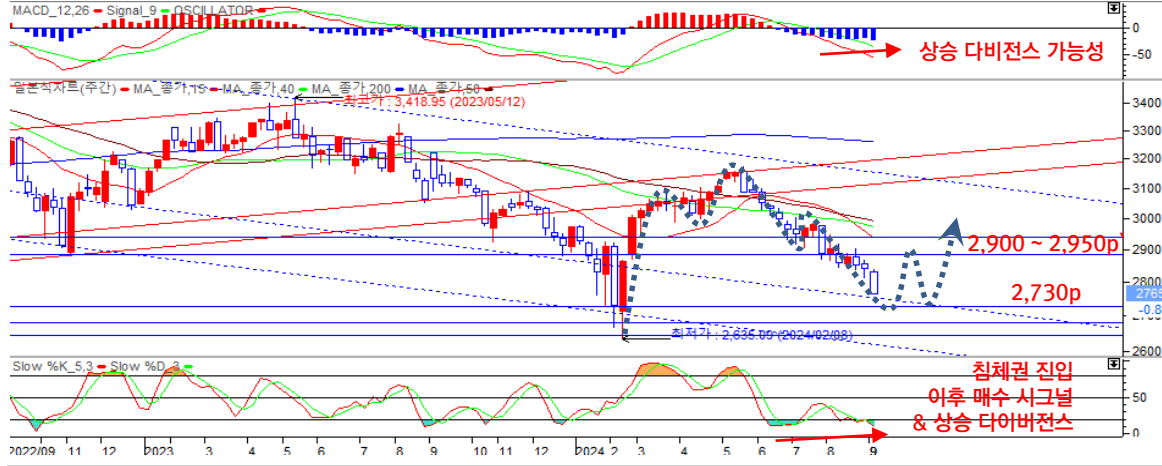


자료: Euro Stat, Fed, ECB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 중국 경기회복은 중화권, 신흥아시아 권역에 긍정적인 영향을 미치는 것은 물론, EU 경기에도 훈풍을 불러올 수 있다고 생각
- 실제로 금융위기 이후 EU는 교역 측면에서 중국 의존도가 높아졌음. 대중국 수출은 5 ~ 7위권으로 올라왔고, 대중국 수입은 독일에 이어 2위권으로 레벨업
- 23년 EU 경기부진 심화에 중국 경기악화가 있었던 만큼 중국 경기회복시 EU 경기회복에도 플러스 동력이 될 전망
- 이 경우 달러 약세 압력 확대 예상
- 현재 순환적인 구도만으로도 24년 2분기 정점으로 미국, 유로존 경기격차는 축소, 25년 상반기에는 유럽과 미국 GDP 성장률 격차가 0에 수렴할 것으로 전망
- 여기에 추가적인 경기모멘텀 회복세가 가세할 경우 유럽과 미국 GDP 성장률 격차는 커지고, 달러 약세 압력도 확대될 것

# [중국 증시] 가격메리트 부각될 수 있는 지수대 진입. 기술적 반등은 가능할 것

## 중국 상해종합지수 주간 차트. 2,730선 지지력 테스트 이후 반등시도 전망



자료: 대신증권 Research Center

## 홍콩지수 주간 차트. 7,000선 돌파시도 가능



자료: 대신증권 Research Center

- 중국 6월 소매판매, 고정자산 투자 부진으로 위안화 약세, 증시 하락 압력 확대
- 반면, S&P500대비 중국 상해종합지수 상대강도는 연중 저점권 이탈 이후 반등 시도 중. 가격 메리트 부각
- 특히, 지난주 공매도 금지에 준하는 증시 부양조치가 단행되면서 분위기 반전 모색. 기술적 반등시도 가능
- 3분기 중 단기 등락은 감안해야겠지만, 추세 반전 예상. 4분기 중 지수 레벨업 전망
- 특히, 중국 상해종합지수의 주간 차트 상 Stochastics 상승 다이버전스 진행 중. 추세 반전 시그널
- 중국 상해종합지수 연내 목표치는 3,000선 제시



Trading 전략 :  
저평가주(반도체, 자동차, 기계)  
/ 소외주(2차전지, 인터넷)  
변동성을 활용한 비중확대

---

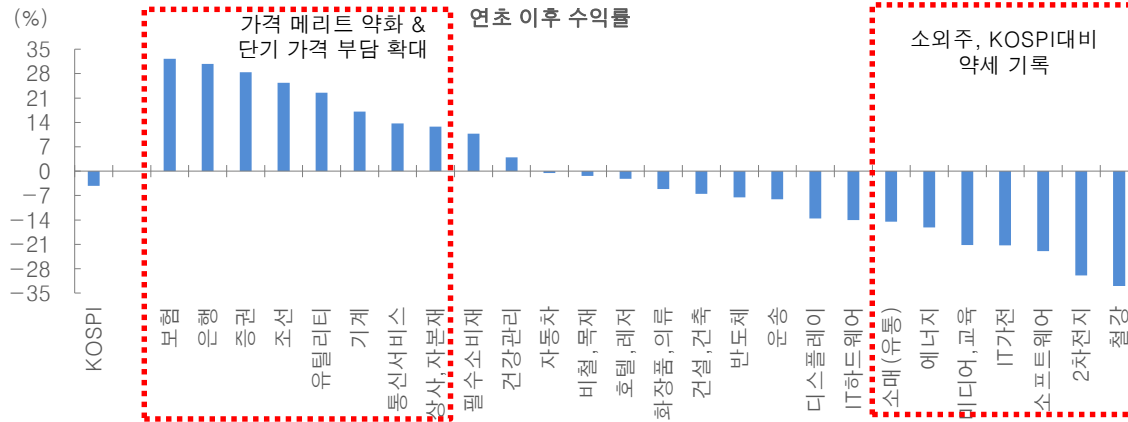
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

# [순환매] 조선, 기계, 자동차, 반도체 약세. 금융 최상위권 전환. 8월, 9월 내수주 강세 / 수출, 성장주 약세

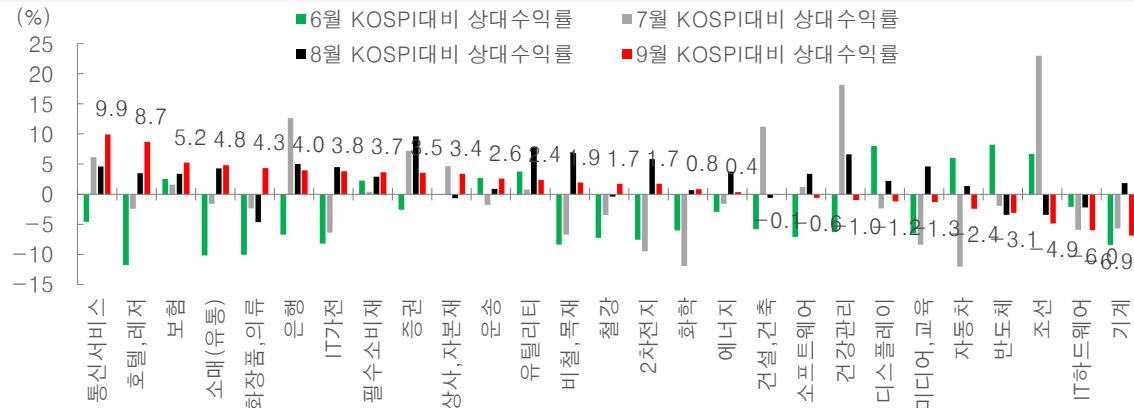
연초 이후 KOSPI대비 상대 수익률 상위, 기계, 조선 후퇴, 금융, 내수주 약진, 상위권 진입. 반도체 연초 이후 수익률 (-)반전, 여전히 약한 2차전지, 인터넷



- KOSPI 급등락 과정에서 순환매 양상 뚜렷. 단기 가격메리트에 따른 순환매 전개, 장기 소외 업종이었던 중국 소비주가 강했고, 밸류업 프로그램 1차 세미나 이후 조정을 겪었던 금융, 자동차 등이 재차 반등
- 8월에는 연초 이후 상반기까지 강세를 보이면서 수익률 1, 2위권에 위치했던 기계, 조선 업종 약세 지속, 연초 이후 수익률 최상위권에서 이탈
- 자동차, 반도체 약세 지속으로 자동차는 연초 이후 수익률 포함권으로 후퇴, 반도체는 연초 이후 약세 반전
- 반면, 8월 대외 불확실성 여파로 증시 변동성 확대가 전개되면서 통신, 호텔/레저, 보험, 소매(유통), 은행, 필수소비재, 증권 등 내수주와 금융주 강세 뚜렷
- 9월 첫째주 KOSPI 약세과정에서도 내수주 강세, 수출/성장주 약세 구도 지속
- 8월 반등세를 보였던 2차전지 상승폭 축소, 7월, 8월 급등했던 제약/바이오도 상대적 약세 반전

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

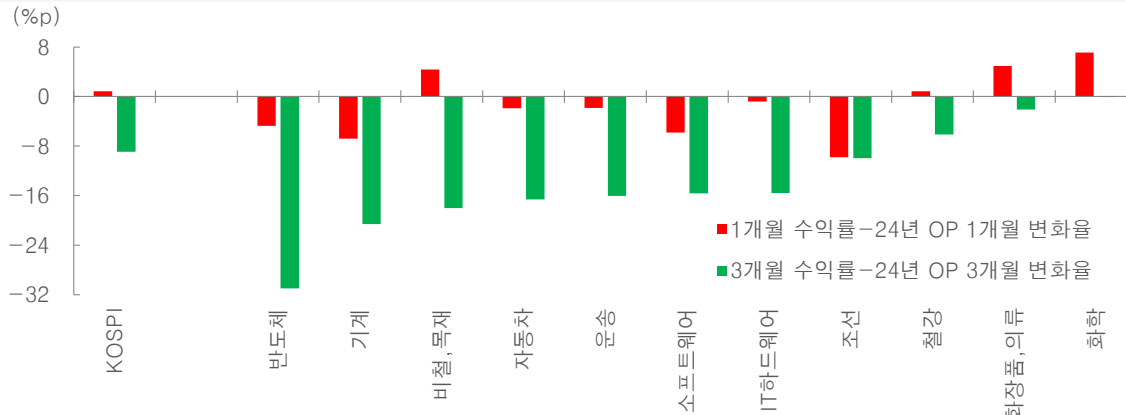
보험, 은행, 증권 등 금융주 연속 강세 진행 중. 통신, 호텔/레저, 소매(유통) 상대적 강세 지속. 부진했던 화장품/의류 9월 상승반전



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

# [저평가 & 낙폭과대] 반도체, 자동차, 조선, 기계, IT하드웨어, 철강, 소프트웨어, 운송, 비철/목재

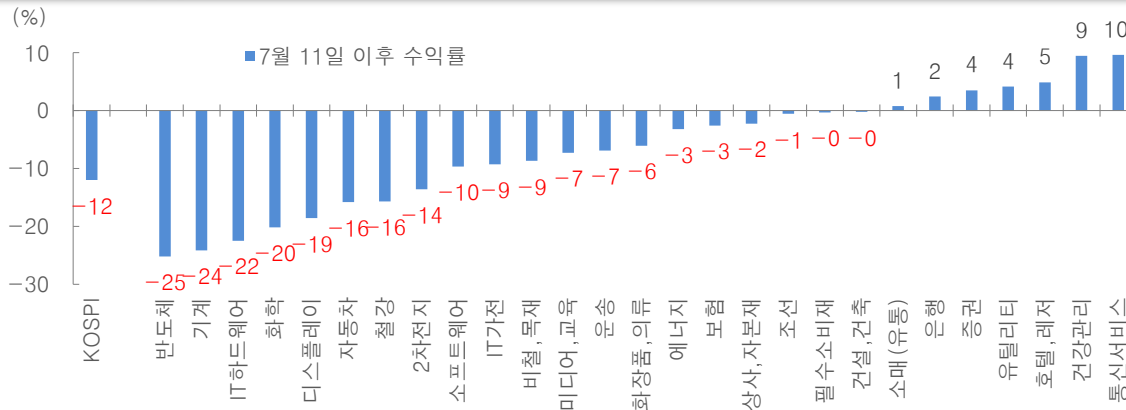
## 24년 연간 영업이익 전망 변화율 대비 저평가 : 반도체, 기계, 비철/목재, 자동차, 운송, 소프트웨어, IT하드웨어, 조선, 철강, 화장품/의류, 화학 등



- 2분기 실적시즌 종료, 8월초에 이은 9월 초 증시 급락, 레벨다운 영향으로 실적대비 저평가 업종들이 많아졌고, 저평가 정도 심화
- 시장 안정성이 높아질 경우 실적대비 저평가 업종들의 반등시도 뚜렷해질 것
- 24년 연간 영업이익 전망 변화율 대비 저평가 업종에는 반도체, 기계, 비철/목재, 자동차, 운송, 소프트웨어, IT하드웨어, 조선, 철강, 화장품/의류, 화학 등이 있음
- 이들 업종 다수가 KOSPI 고점대비 낙폭과대 업종이기도 함

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 7월 11일 이후 낙폭과대 업종 : 반도체, 기계, IT하드웨어, 화학, 디스플레이, 자동차, 철강, 2차전지, 소프트웨어, IT가전, 비철/목재, 미디어/교육, 운송 등

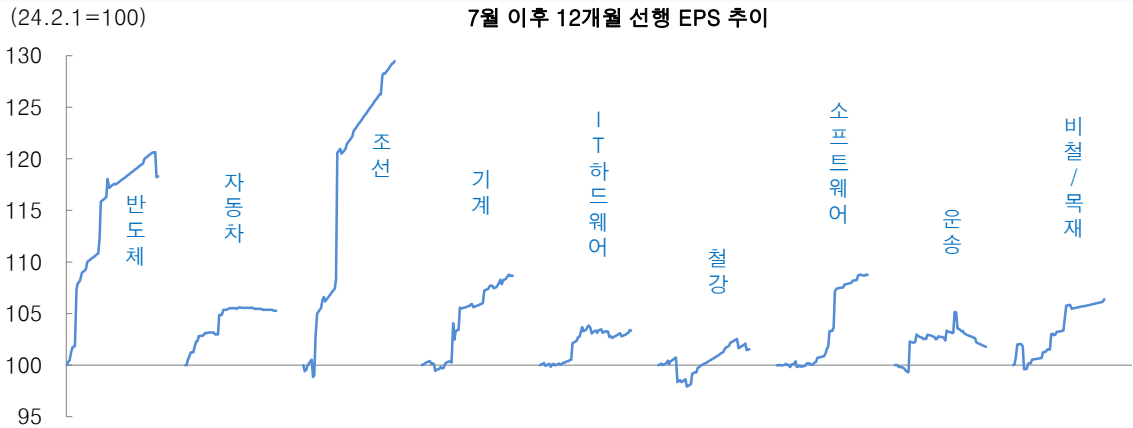


- 반도체, 자동차, 조선, 기계, IT하드웨어, 철강, 소프트웨어, 운송, 비철/목재 업종이 실적대비로도, 추가 측면에서도 낙폭과대 업종
- IT가전, 에너지, 소매(유통), 건설/건축, 미디어/교육, 화장품/ 의류 업종은 실적대비 또는 추가 측면에서 낙폭과대 업종
- 보험, 은행, 증권, 건강관리, 디스플레이, 상사/자본재, 필수소비재, 유틸리티, 호텔/레저, 통신서비스 업종은 실적대비, 추가 측면에서도 고평가 영역에 위치

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

# [저평가 & 낙폭과대] 2차전지, 자동차 실적 안정 + 외국인 순매수. 반도체, 기계, 소프트웨어 외국인 매매 체크

**실적 전망 상향 : 조선, 기계, IT하드웨어, 소프트웨어, 비철/목재**  
**정체/하향조정 : 반도체, 자동차, 철강, 운송**



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

**반도체, 자동차, 소프트웨어 외국인 집중 매도**  
**조선, 기계, 운송 외국인 순매수 강화. IT하드웨어, 철강 순매도 전환**



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 실적대비 저평가 업종이자 낙폭과대 업종 중 12개월 선행 EPS가 상승 중인 조선, 기계, IT하드웨어, 소프트웨어, 비철/목재가 있음
- 이들 업종 중 조선, 기계 업종만이 외국인 순매수 집중
- 반면, 실적 기대가 약해진 반도체, 자동차 업종으로 외국인 매도 집중
- 대외 불확실성 확대로 대형주, 수출주에 외국인 순매도 강화
- 향후 실적 개선 업종 중 외국인 수급 변화 체크
- 소프트웨어는 실적 레벨업에도 불구하고 외국인 순매도가 지속되는 상황
- IT하드웨어, 철강은 2차전지로 대표되는 업종으로 실적 불확실성이 다소 완화되었지만, 외국인 순매도 전환

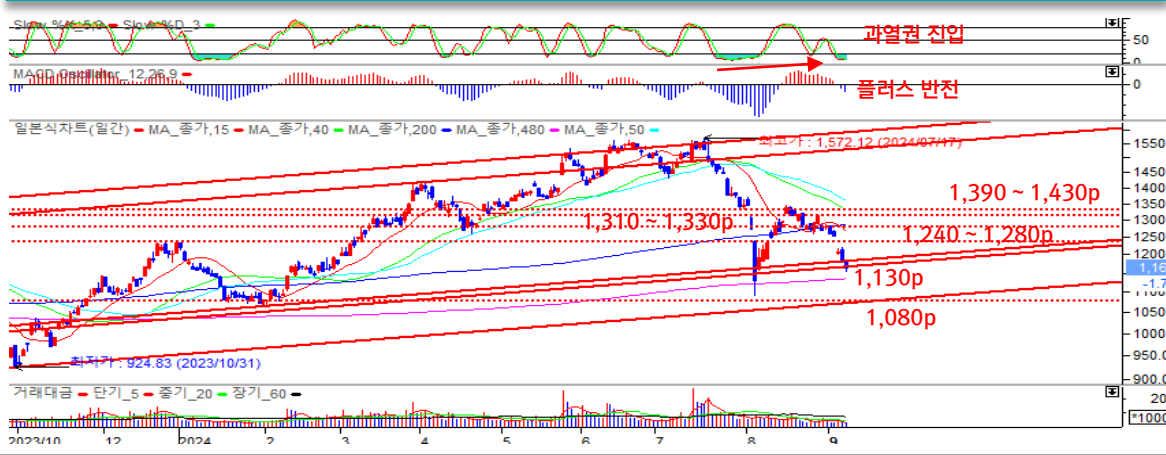
# [조선/기계] 중요 지지권 진입. 이탈시 조선은 11,000선대, 기계는 1,100선대 하회 가능성 열어놔야...

## FN조선해운지수 일간차트. 전저점이자 중요 지지권 진입. 11,000선 이탈 가능성도 존재하지만, 현재 지수대부터는 변동성을 활용한 비중확대 전략 유효



자료: 대신증권 Research Center

## 기계 업종 일간 차트. 1,100선 이탈시 비중확대 전략 유효

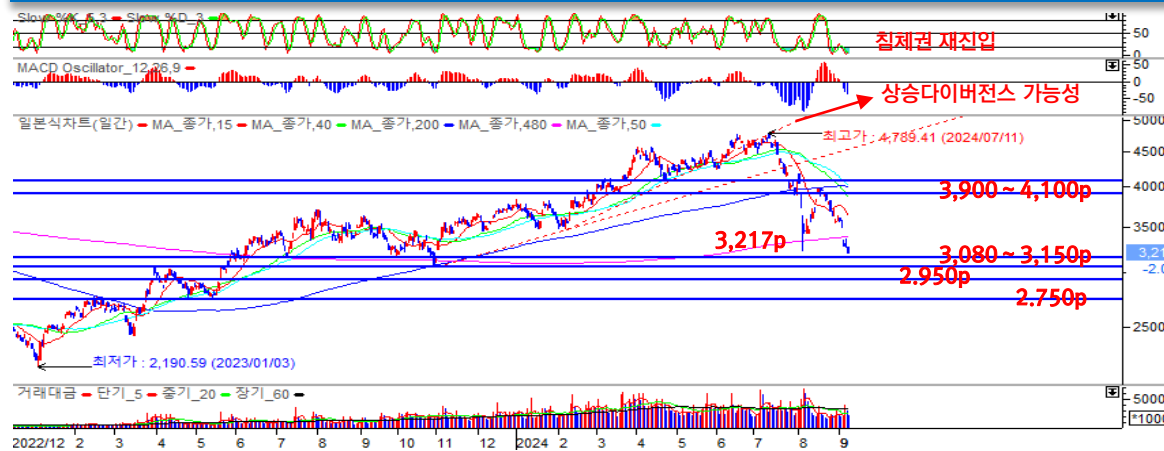


자료: 대신증권 Research Center

- 조선해운 업종은 24년 3월 이후 강력한 상승추세 진행 중
- 최근 급등으로 강력한 중장기 상승추세 대 상단을 넘어서는 오버슈팅 국면 진입. 상승추세를 견고히 해나가는 과정은 유효하지만, 단기 과열로 인한 되돌림 전개
- 24년 상승추세대 하단(13,000선 전후) 이탈로 지지력 확인 국면 지속. 1차적으로는 12,000선. 이탈시 11,000선 전후에서 지지력 확보 여부 확인 필요
- 12,000선 이하에서는 변동성을 활용한 분할매수 가능
- 기계 업종은 장기 저항대이자 중요 분기점인 1,500선에서 하락 반전, 과격한 조정국면 진행 중
- 1차 지지선은 1,130선, 2차 지지선은 1,080선
- 상승추세가 유효한 만큼 추가적인 변동성 확대는 비중확대로 대응해도 무리가 없다는 판단

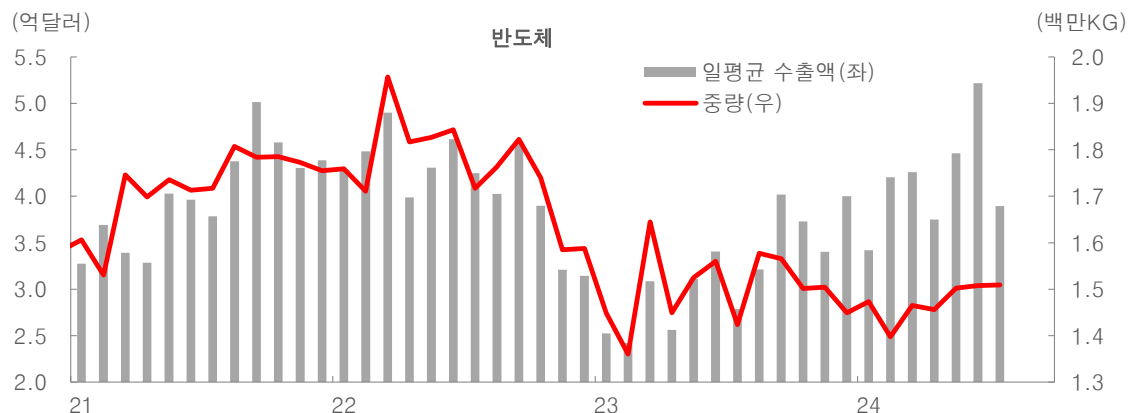
## [반도체] 중요 지지권 진입으로 추가 하락은 비중확대 기회

### KRX 반도체 일간차트. 중요 지지권 진입, 3,000선대 이하에서는 비중확대 유호



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

### 한국 반도체는 메모리 반도체 수요 회복 가세



자료: 산업통상자원부, 통계청, CEIC, 대신증권 Research Center

- AI산업, 반도체 모멘텀에 대한 우려, 경계 심리 지속. 한국 반도체도 유사한 흐름을 보였음
- 다만, 향후 한국 반도체는 글로벌 AI 모멘텀 우려에도 불구하고 상대적으로 견고한 상승추세를 형성해 나갈 전망
- 메모리 반도체 업황 및 실적 개선 속도가 빨라질 가능성이 확대되었기 때문
- 3월 ~ 7월 수출에서 반도체 수출 중량 반등세 확인. 그동안 반도체 가격 상승에만 의존했던 수출금액 개선세에서 벗어나 실질적인 반도체 수요회복 가시화. 7월에도 수출 물량 추가적으로 회복
- 이 경우 반도체 가격 상승과 수출 중량 증가(수요회복)가 맞물리면서 상당기간 수출 모멘텀 강화 가능
- 이미 시발 실적 방향성이 명확한 상황에서 메모리 반도체 수출 모멘텀까지 가세할 수 있는 상황

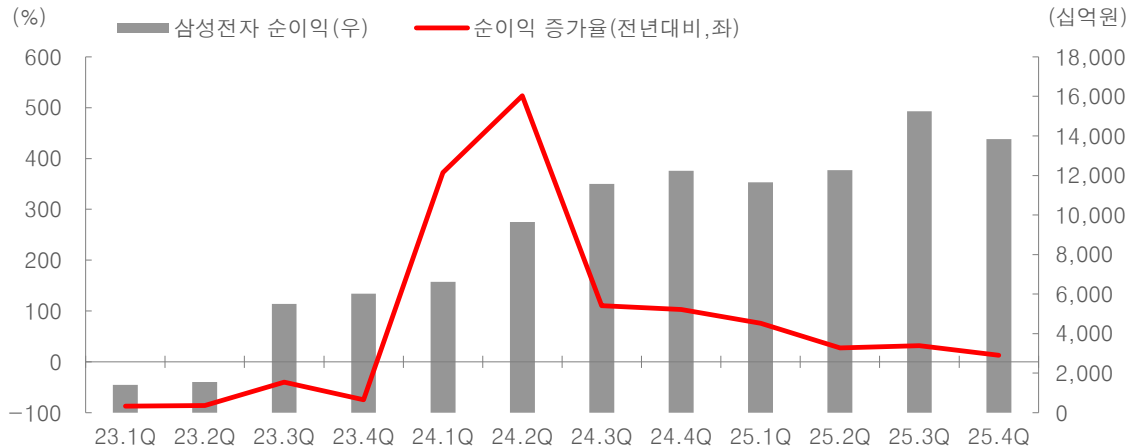
## [삼성전자] 단기 등락 불가피. 중기 매수권역(6.5만원선) 근접

### 삼성전자 일간차트, 7만원 이하에서는 트레이딩 매수, 7.5만원 이상 비중조정



자료: 대신증권 Research Center

### 삼성전자 실적 25.3분기 정점 예상. 실적 전망 상향조정 진행 중

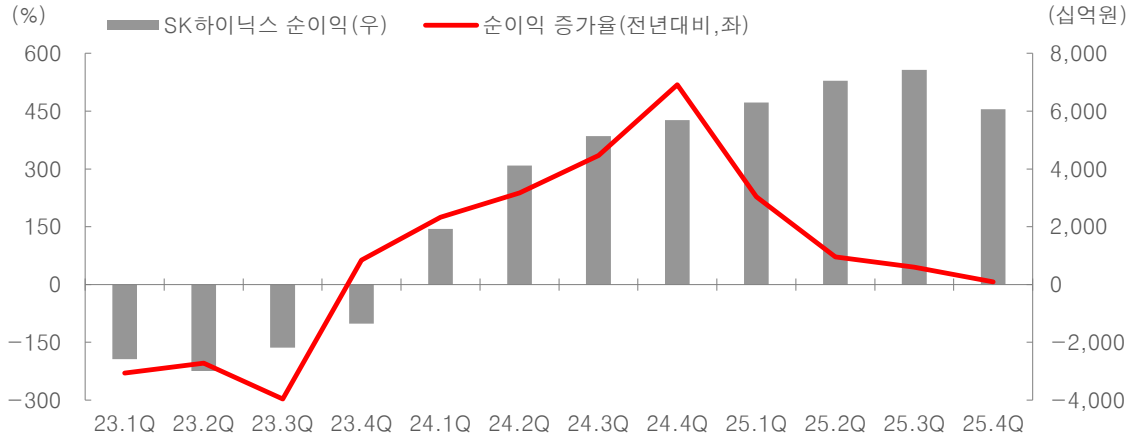


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 삼성전자는 미국 나스닥 흐름과 맞물려 7월 11일 하락반전했는데, 7만원 초반에서 강한 반등을 보였지만, 9월들어 7만원 하회
- 미국 경기침체 우려에 시산업, 반도체 업황/실적 경계심리가 유입된 결과
- 중요 지지선을 이탈한 만큼 추세 반전까지 시간 필요. 다만, 단기 급락에 따른 되돌림은 가능할 것
- 중요 지지권이라고 할 수 있는 6.5만원선 전후에서 지지력 확보시 7만원 돌파시도 가능
- 이후 등락과정을 거치며 저점 확보, 추세 반전을 모색해 나갈 전망. MACD OSC, Stochastics 모두 상승 다이버전스 가능성 높아
- 삼성전자 실적 모멘텀 둔화 예상. 하지만, 실적 방향성은 25년 3분기까지 개선으로 명확하고, 실적 전망 상향조정 지속. 단기 급락 이후 저평가 매력이 부각될 전망
- 미국 경기침체 우려 완화는 물론, 중국, 유럽 경기 회복이 가시화될 경우 삼성전자 8만원 회복, 10만원 돌파시도가 가능해질 것

# [SK하이닉스] 15만원 이하의 매수권역. 단기적으로는 트레이딩, 조정시 중장기 비중확대 기회로 활용

## SK하이닉스 순이익 25.3분기 정점, 모멘텀 유효



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## SK하이닉스 일간차트, 15만원 이하의 중장기 비중확대 기회로 활용



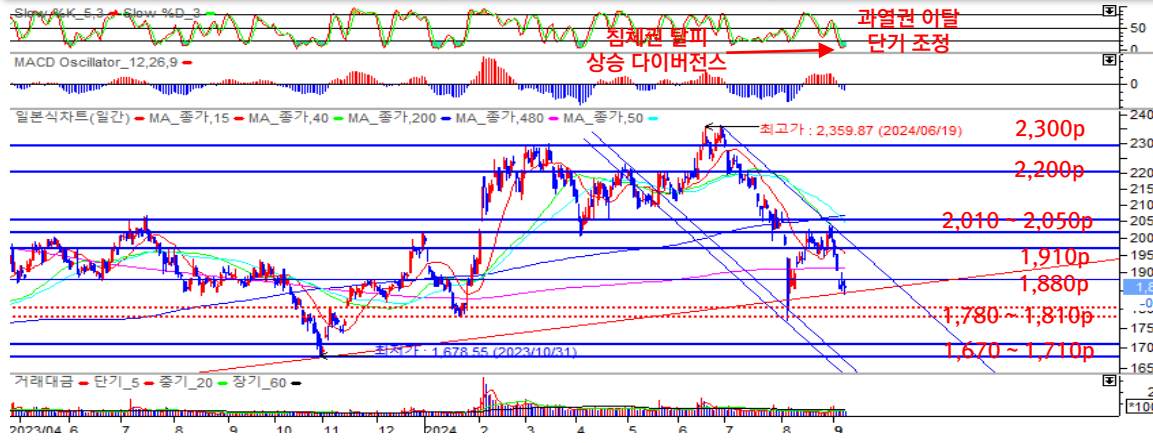
자료: 대신증권 Research Center

- SK하이닉스 경우 엔캐리 청산 쇼크로 15만원 초반까지 레벨다운되었지만, 빠르게 20만원선에 근접
- 1차 목표치인 19만원선을 상회했지만, 이내 하락 반전. 다시 8월 저점권에 위치
- 8월 저점 이탈시 15만원 이하에서는 비중확대 가능
- 단기 트레이딩 측면에서는 17만원 돌파 시도, 중장기 흐름에 있어서는 25년 상반기 중 24만원 돌파 가능성 높다고 생각
- SK하이닉스 또한 실적 방향성 명확. 메모리 반도체와 AI 반도체 실적 반영때문
- 순이익 모멘텀 정점도 24년 4분기
- 하락추세 전환은 시기상조. 오히려 MACD OSC와 Stochastics 상승다이버전스로 상승추세 전환 시점이 가까워질 것으로 예상



# [자동차] 중요 지지권 진입. 추가 변동성 확대는 단기 트레이딩 & 중장기 비중확대 기회

KRX자동차 일간 차트. 1,800선 지지력 테스트 가능성. 단기 1,800 ~ 1,900p 등락 예상. 1,700선대부터는 중장기 투자 측면에서 비중확대 기회로 판단



자료: 대신증권 Research Center

## 자동차 12개월 선행 PER 다시 4배로 레벨다운

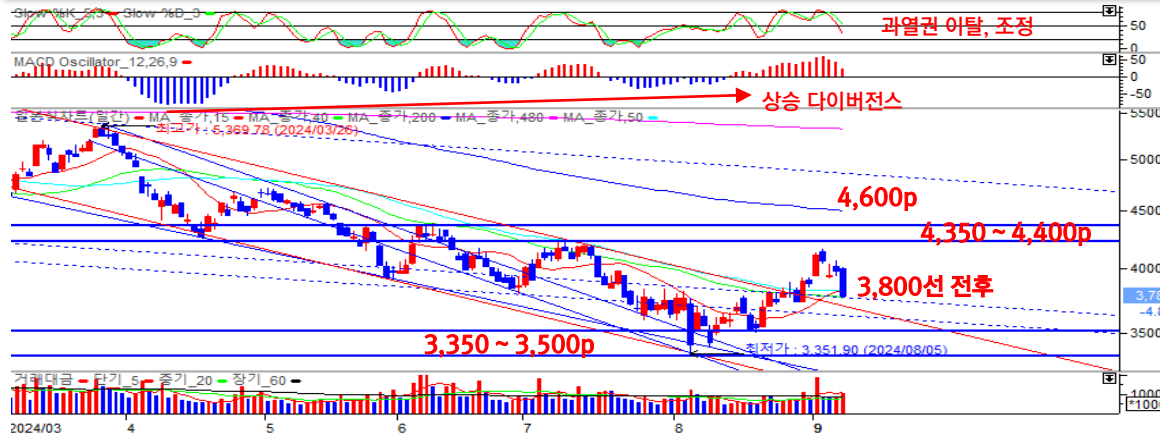


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 자동차는 미국 경기침체 쇼크에 1,800선 까지 레벨다운. 단기 Undershooting
- 중장기 상승추세는 여전히 유효하지만, 당분간 전 저점 수준에서 지지력 확보 여부 체크
- 1,800선 전후에서 지지력을 확보하면서 분위기 반전을 모색해 나갈 가능성 높다고 생각. 당분간 1,800 ~ 1,900p 박스권 등락 예상
- 만약 1,780선을 하회해 1,700선 초반으로 하락 할 경우 적극 비중확대 기회로 활용
- 특히, 자동차 12개월 선행 PER 4배까지 하락. 2000년 이후 저점권
- 밸류업 프로그램 시행 및 밸류업 지수 편입 가능성이 높은 상황에서 저평가 매력 부각 예상

## [2차전지/인터넷] 2차전지는 중기 하락추세대 돌파 이후 등락 과정. 인터넷은 중요 지지권 진입

### KRX 2차전지 Top10 지수 일간차트. 추세 반전 시도 중 3,500선대 진입은 비중확대 기회로 판단



자료: 대신증권 Research Center

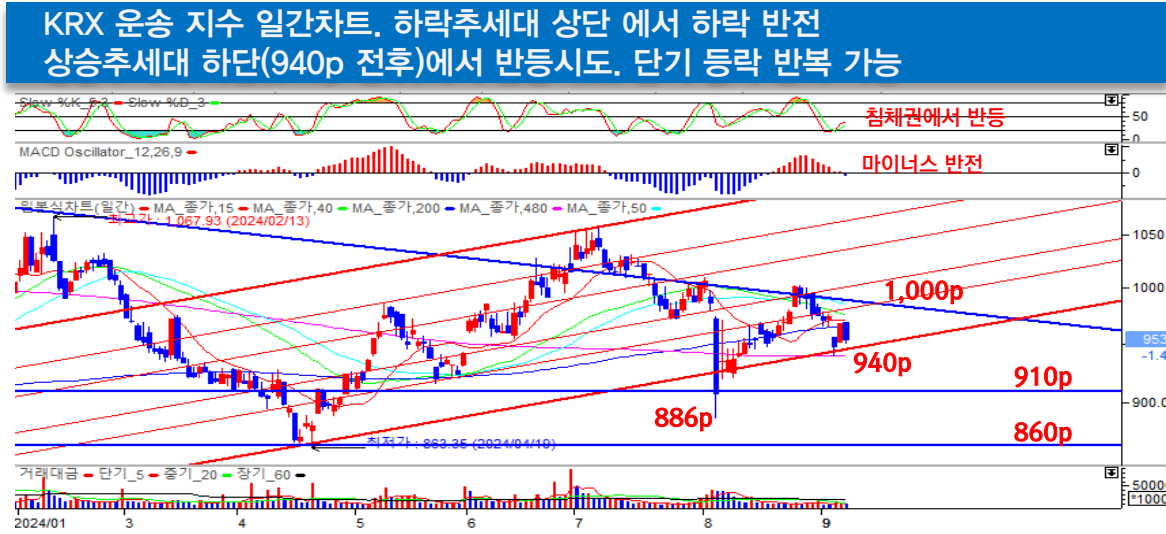
### KRX 인터넷 Top10 지수 일간차트. 하락갭 850 ~ 865p 이탈로 새로운 지지권 확보까지 시간 필요. 770선 이하에서는 비중확대 전략 유효



자료: 대신증권 Research Center

- 2차전지는 중요 지지선인 4,150선마저 하향이탈한 이후 Rock Bottom 확인
- 전 저점권인 3,300 ~ 3,500선에서 지지력 확보 이후 4,100선 돌파. 이후 단기 과열/매물소화 과정 진행 중
- 3,500선 전후에서 지지력 확보시 4,300선 돌파시도 예상
- 인터넷 업종은 200주 이동평균선 저항으로 하락 반전, 8월초 KOSPI 대폭락 국면에서 인터넷도 전저점 이탈, 770선을 일시적으로 하회
- 8월 900선 돌파에 나섰지만, 안착에 실패, 다시 800선 이탈. 770p, 750p 지지력 확보 가능성 높다고 판단
- 단기 등락이 좀 더 이어진다면 비중확대 기회로 활용

# [운송/비철목재] 수렴패턴 진행 중인 운송, 지지력 확인 후 대응. 하락추세대 상단에서 하락반전한 비철목재



자료: 대신증권 Research Center

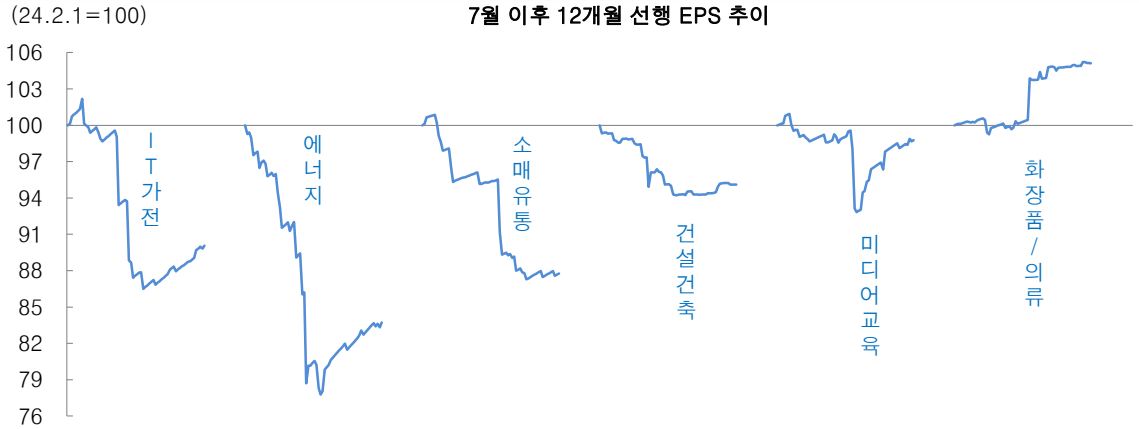


자료: 대신증권 Research Center

- 운송은 장기 하락추세를 벗어나 추세 반전 모색에 실패. 이동평균선들의 정배열 이후 수렴과정으로 시간이 좀 더 필요한 상황
- 운송의 경우 하락추세대 상단, 상승추세대 중요 분기점이 1,000p. 동 지수대에서 하락반전하며 상승추세대 하단에서 지지력 테스트 중
- 940선 지지력 확보 가능성이 높지만, 이탈시에도 910선, 890선 지지력 기대
- 조정시 비중확대 기회로 활용
- 비철목재는 8월초 급락세를 보였지만, 단숨에 4,000선을 회복. 4,200 ~ 4,250p 까지 추가 상승
- 하지만, 곧바로 조정국면으로 진입, 중요 지지선인 4,050선마저 이탈
- 하락추세 진행 하단인 3,700 ~ 3,800선 지지력 확보 가능
- 변동성을 활용한 분할매수, 단기 매매는 가능할 것

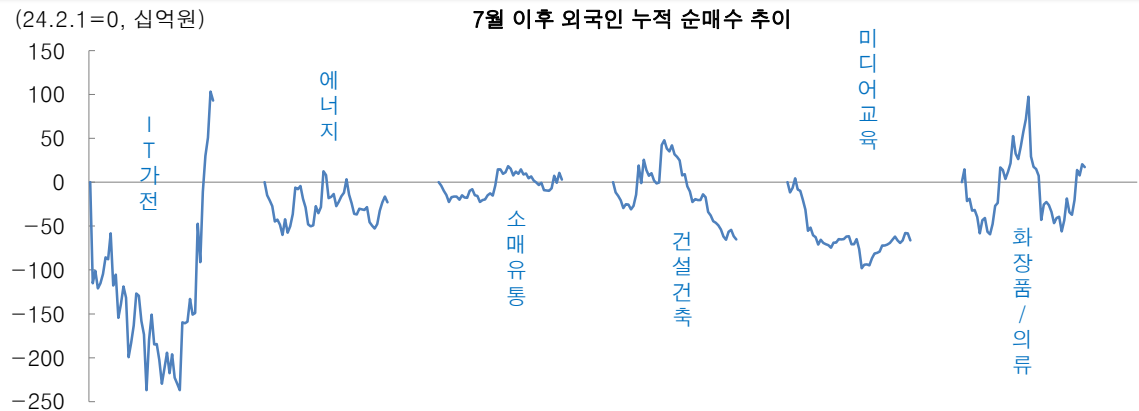
# [저평가 or 낙폭과대] IT가전, 에너지, 화장품/의류 실적 개선 + 외국인 순매수 전환

**실적 전망 상향 : IT가전, 에너지, 미디어/교육, 화장품/의류**  
**정체/하향조정 : 소매(유통), 건설**



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

**IT가전, 에너지, 화장품/의류 외국인 강한 순매수 전환. 건설 매도 지속**  
**소매(유통), 미디어/교육은 외국인 매수 전환 이후 정체 구간**



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 실적대비 저평가 업종이거나 낙폭과대 업종은 IT가전, 에너지, 소매(유통), 건설/건축, 미디어/교육, 화장품/의류
- 이들 중 12개월 선행 EPS가 상승 중인 업종에는 IT가전, 에너지, 미디어/교육, 화장품/의류가 있음
- 소매(유통), 건설은 정체
- 이들 업종 중 조선, 에너지, 화장품/의류로 외국인 순매수 전환이 강하게 유입. 장기 소외주로 가격메리트 부각
- 반면, 건설은 매도가 지속되는 가운데 소매(유통), 미디어/교육은 외국인 순매수 전환 이후 뚜렷한 방향성 부재
- 건설에는 외국인 매도 지속
- 매력도가 약한 상황에서 실적, 주가 레벨에 따라 업종별 엇갈린 흐름 전개

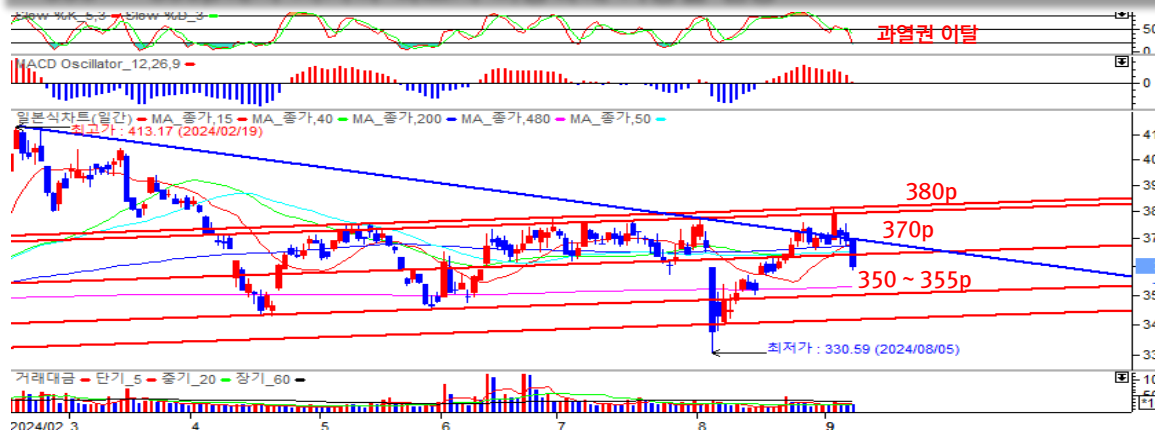
# [에너지화학/유통] 강한 하락추세 진행 중인 에너지화학. 하락추세대 상단에서 하락반전한 유통

에너지화학 일간 차트. 8월초 하락갭 구간에서 하락 반전. 8월 저점(2,150p) 지지력 확보 여부 체크. 이탈시 하락추세대 하단 지지력 테스트 불가피



자료: 대신증권 Research Center

유통업 일간 차트. 380선에서 다시 하락 반전. 350 ~ 355p에서 지지력 확보시 비중확대 가능할 전망



자료: 대신증권 Research Center

- 에너지, 화학 업종은 주가 하락추세에도 불구하고 실적 전망의 급격한 하향조정, 하락세 영향으로 실적대비 고평가 업종으로 분류
- 갭하락 구간인 2,470선 회복에 실패, 레벨다운. 1차 지지권에 진입했지만, 2,150선 전후까지 추가 하락 가능
- 2,100선 진입시 단기 트레이딩 측면에서 접근 유효
- 유통업종은 주가 부진에도 불구하고 실적 전망 레벨다운의 영향으로 실적대비 고평가 업종
- 급격한 하락추세에서 벗어나는 양상이지만, 추세 반전까지 시간 필요. 당분간 단기 트레이딩이 유효
- 단기적으로는 350 ~ 355p 지지력 확보 시 단기 반등을 노린 트레이딩이 가능할 전망

# [미디어&엔터/건설] 미디어/엔터는 중장기 저점권 근접. 건설, 박스권 하단에서 트레이딩 매매 가능

**KRX미디어&엔터** 일간 차트. 하락추세 진행 중. 1,600선 이탈로 8월 저점(1,490선) 지지력 확보 여부 체크. 이탈시 2020년, 2018년 저점까지 추가 하락 가능



자료: 대신증권 Research Center

**KRX 건설** 지수 일간 차트. 박스권 등락 속에 변동성 확대 추세반전까지 시간 필요. 박스권 하단(615 ~ 620p) 지지력 확보 여부 체크

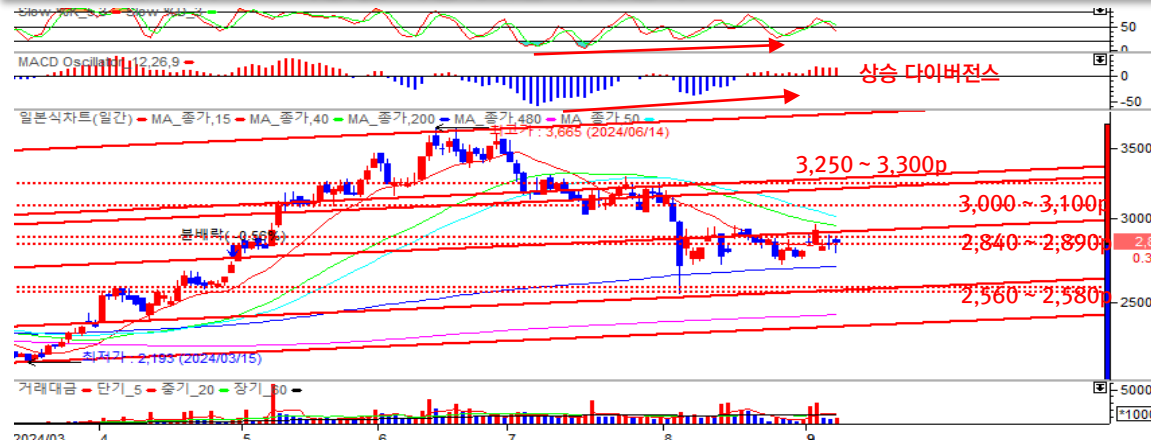


자료: 대신증권 Research Center

- 미디어/엔터는 중기 하락추세 진행 중. 매번 하락추세대 상단 돌파시도에 나서지만 번번히 실패 중
- 8월 저점과 20년 저점 수준인 1,450 ~ 1,460선이 1차 지지권. 이탈시 18년 저점인 1,380 ~ 1,390선 지지력 확인 필요
- 중단기 하락추세가 견고한 만큼 당분간 단기 트레이딩에 집중. 단기 매매 이상의 비중확대는 부담
- 건설은 장기 하락추세 이후 추세 반전을 위한 박스권 등락이 1년 가까이 진행 중.
- 단기間に 추세반전을 기대하기는 어렵지만, 이동평균선들의 추세 반전이 점진적으로 진행 중이라는 점은 긍정적인 변화
- 현재 건설은 박스권 하단에 근접. 615 ~ 620선에서 지지력 확인 과정은 단기 트레이딩 기회
- 1차적으로 650선, 2차적으로 690선 돌파 시도 가능

# [화장품/섬유의복] 화장품은 200MA 지지력 바탕으로 반등시도 중. 섬유/의복은 중장기 하락추세 견고

**Tiger 화장품 ETF 일간 차트. 200일 이동평균선 지지력 확보 이후 반등 3,000선 돌파시도 가능성. 욕심내기는 아직 일러**



자료: 대신증권 Research Center

**섬유/의복 일간 차트. 21년 고점 이후 강한 하락추세 진행 중 반등시 220 ~ 225p 돌파/안착에 실패할 경우 200선 전후에서 지지력 확보 예상**

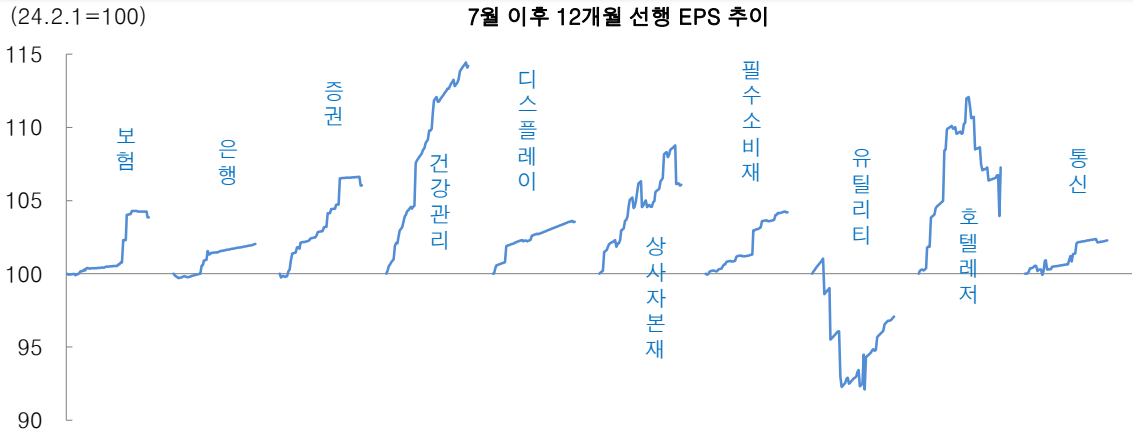


자료: 대신증권 Research Center

- 필자는 6월 이후 중국 소비주, 화장품주 추격매수 자제, 비중 축소 의견을 제시해 왔음
- 상승추세 형성 중이지만, 단기 급등에 따른 과열부담과 MACD OSC 하락다이버전스, 상승추세상단 상당 저항 때문
- 이후 조정양상을 보여오던 화장품 업종이 최근 급락과정에서 의미있는 지지권(200MA, 추세 분기점)에서 지지력 확보
- 단기 등락은 불가피하지만, MACD OSC 상승다이버전스가 진행 중인 만큼 200일 이동평균선에서 지지력 확인시 2,900선 회복 시도는 무난할 전망
- 섬유/의복은 견고한 중장기 하락추세 진행 중. 단기 하락추세상단이자 40, 50일 이동평균선 돌파에 실패, 다시 하락반전
- 8월 저점 수준인 200p 전후에서 지지력 확인 이후 단기 트레이딩을 노려볼 수 있을 것

# [가격 메리트 약화] 건강관리, 호텔/레저 실적, 수급 모두 양호. 금융주 외국인 차익매물 출회

**실적 전망 상향 : 은행, 건강관리, 디스플레이, 유틸리티, 통신**  
**정체/하향조정 : 보험, 증권, 상사/자본재, 필수소비재, 호텔/레저**



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

**건강관리 외국인 순매수 강화. 유틸리티, 호텔/레저, 통신 외국인 순매수 전환**  
**금융 업종 전반에 외국인 차익 매물 출회**



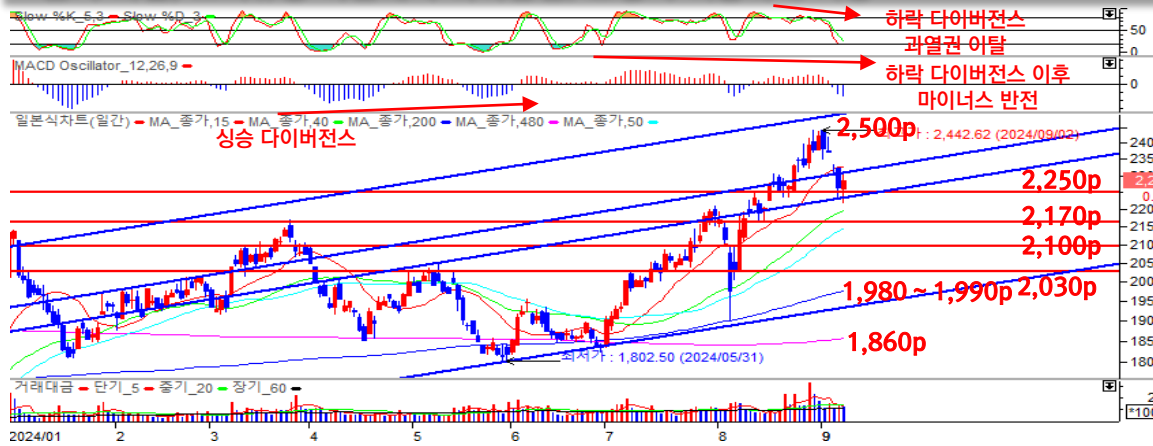
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 실적대비 건조한 주가 흐름을 보여왔고, 7월 11일 고점 이후 KOSPI대비 건조한 흐름을 보여온 업종에는 보험, 은행, 증권, 건강관리, 디스플레이, 상사/자본재, 필수소비재, 유틸리티, 호텔/레저, 통신서비스가 있음
- KOSPI 약세에도 불구하고 상대적으로 건조한 주가 흐름을 보여왔거나, 선행 EPS 급락에 따른 매력도 약화 업종
- 은행을 제외한 보험, 증권 업종은 선행 EPS 하락 반전. 외국인 차익 매물 출회
- 건강관리는 실적 개선 기대감에 외국인 순매수 지속. 호텔/레저는 실적 반등 기대가 유입되면서 외국인 순매수 전환
- 통신과 유틸리티는 대외 불확실성 영향 속에 실적 안정성이 부각되며 외국인 순매수 유입
- 상사/자본재, 필수소비재에는 외국인 차익 매물 출회 중



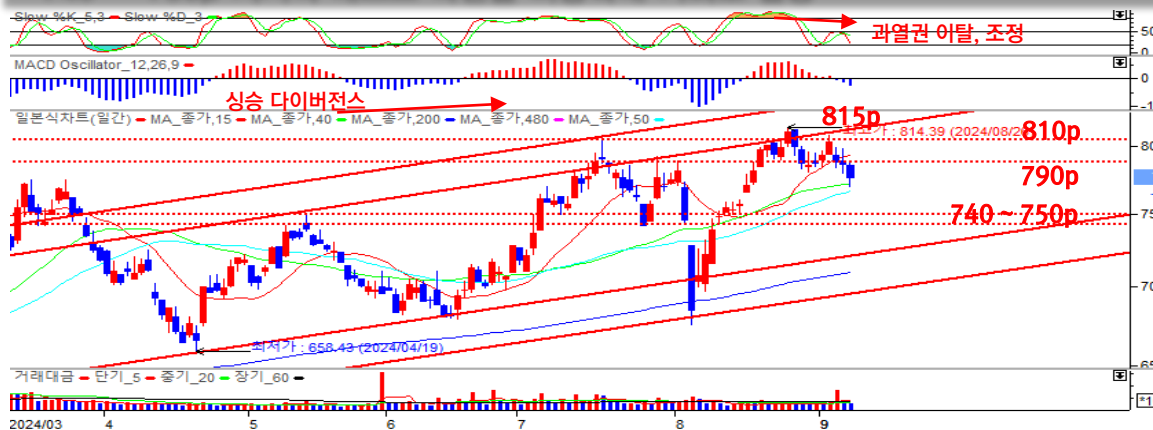
# [바이오/증권] 오버슈팅, 상승추세대 상단에서 하락 반전. 추가 조정시 변동성을 활용한 분할매수 가능

## KRX 바이오 Top10 지수 일간차트. 중장기 상승추세 강화. 단기 과열, 오버슈팅 국면에서 하락반전. 조정시 비중확대 가능



자료: 대신증권 Research Center

## KRX 증권 일간차트. 상승추세대 상단에서 하락 반전. 740 ~ 750p 지지력 테스트 국면을 비중확대 기회로 활용

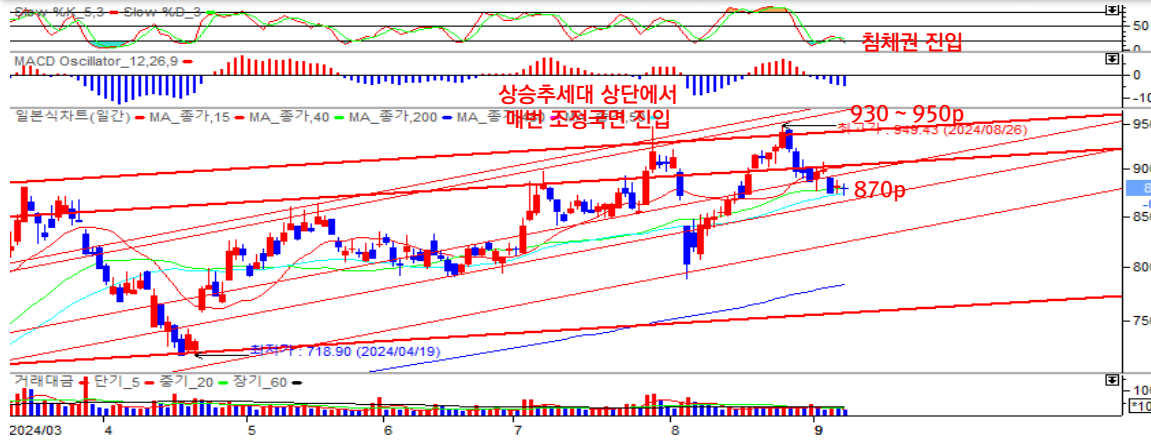


자료: 대신증권 Research Center

- 바이오 업종은 7월들어 급반등 전개. 실적 전망 상향조정 200일 이동평균선 지지력, 중단기 이동평균선 상승반전에 힘입어 추세 반전에 나섬
- 상승추세가 견고해짐에 따라 8월초 증시 충격도 빠르게 극복, 1,900선(200MA)에서 지지력을 확보하고 단숨에 전고점을 넘어섬
- 그러나 단기 급등세로 상승추세대 상단을 상회하는 오버슈팅 국면 진입. 이내 하락 반전
- 2,250선에서 반등시도 중. 2,200선 이하에 의미있는 지지선들 다수. 변동성을 활용한 분할매수 가능
- 증권 또한 상승추세를 견고히 해 나가는 중. 다만, 상승추세대 상단 저항과 단기 과열 부담 가중
- 890선 이탈로 740 ~ 750p 지지력 테스트 가능성 확대. 동 지수대에서 지지력 확보시 790선, 810선 돌파시에도 나설 수 있음
- 당분간 740 ~ 810p 박스권 등락 예상

# [은행/보험] 견고한 상승추세 진행 중. 은행, 보험 모두 단기 트레이딩 가능하나 상승추세 재개까지 시간 필요

## KRX은행 일간 차트. 강하고 견고한 상승추세대 상단에서 하락 반전 870선 지지력 확보시 단기 트레이딩 매매 가능. 상승추세 재개까지 시간 필요



자료: 대신증권 Research Center

## KRX 보험 지수 일간차트. 중장기 추세반전 진행 중이지만, 단기과열, 오버슈팅 국면에서 하락 반전. 2,000선 지지력 확보 여부가 관건

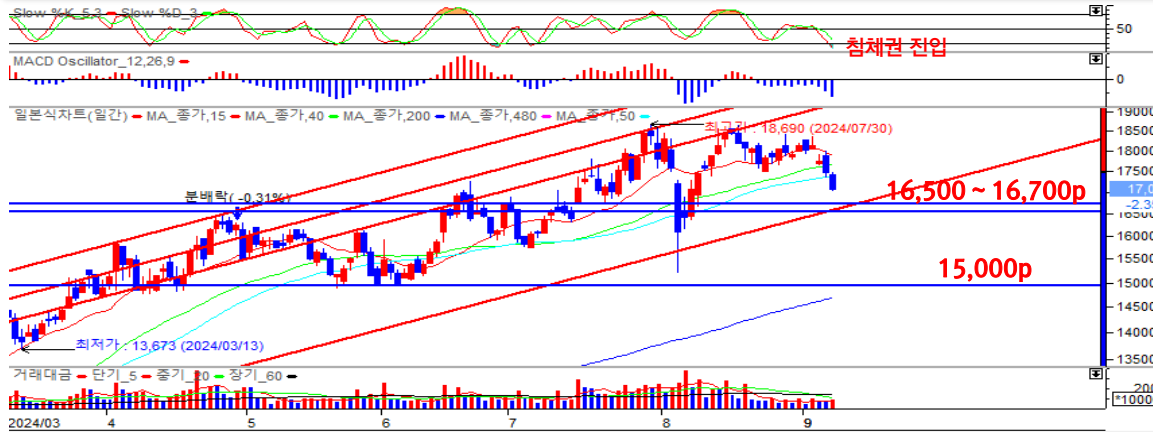


자료: 대신증권 Research Center

- 은행, 보험 업종의 흐름은 유사한 패턴
- 은행, 보험 모두 강력한 상승추세 진행 중. 이동평균선 상승추세 뚜렷. 8월초 단기 급락과정에서도 200일 이동평균선 전후에서 지지력 확보, 분위기 반전
- 강한 반등세로 빠른 주가 복원력을 보여 줌. 단숨에 직전 고점을 넘어 연중 고점까지 상회
- 이 과정에서 단기 과열, 오버슈팅 국면 진입. 연중 고점을 넘나들고 있지만, 상승추세대 상단부에 도달
- 40일, 50일 이동평균선이 위치한 지수대까지 조정 진행 시 단기 트레이딩 유효. 은행은 870p, 보험은 2,000 ~ 2,030p 전후
- 9월말 ~ 10월초 더 낮은 레벨에서 비중 확대 기회가 올 것

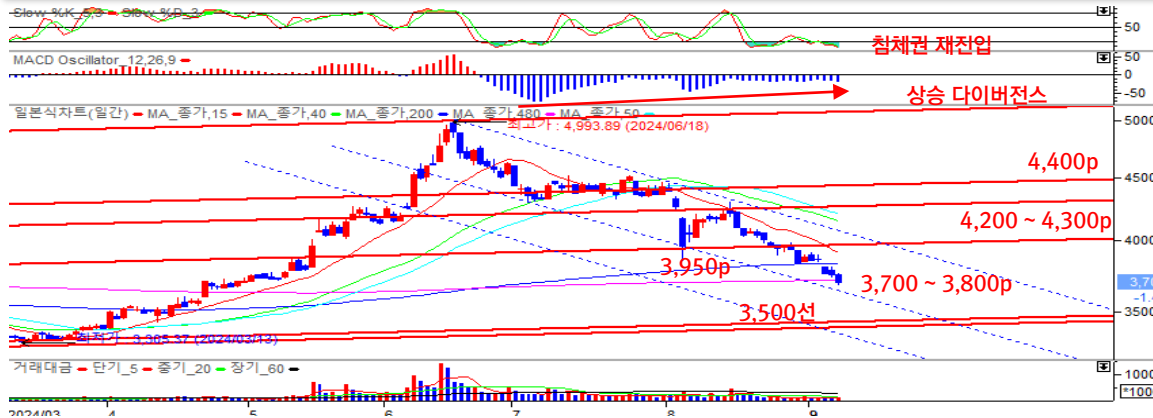
# [방산/음식료] 중장기 상승추세대 견고한 방산, 조정시 매수. 음식료는 변동성을 활용한 매집 가능

하나로 K방산 일간차트. 상승추세대 상단에서 하락 반전. 16,500 ~ 16,700p 지지력 확보 여부 체크. 이탈시 15,000선 초바까지 레벨다운 가능



자료: 대신증권 Research Center

음식료품 일간 차트. 중요 지지권 이탈 속에 상승 다이버전스 진행 중 3,500 ~ 3,700선대는 비중확대 기회



자료: 대신증권 Research Center

- 방산 업종은 강한 상승추세가 진행되는 가운데 단기 오버슈팅, 전고점 부담에 하락 반전
- 1차적으로 16,500 ~ 16,700선 지지력 확보 여부 확인 필요. 지지력 확인시 전고점인 18,600선 돌파시도 가능
- 음식료 업종은 24년 3월 ~ 6월초까지 급등세 전개. 내수주 매력과 더불어 수출이라는 새로운 상승 동력 확보 영향
- 하지만, 이후 2개월 이상 조정국면 진행 중. 급등에 따른 되돌림 과정으로 판단
- 중장기 상승추세 유효함에 따라 조정시 비중확대 전략 제안
- 추세적인 측면에서는 3,700 ~ 3,800p 선에서 지지력 확보 예상. 이탈시 상승추세대 하단부인 3,500선까지 추가 하락 가능
- 3,700선 이하부터는 변동성을 활용한 분할매수 가능

# [여행레저/통신] 여행레저는 지지력 확인 이후 대응. 통신은 상승추세대 상단 저항으로 단기 조정 불가피

**Tiger 여행레저 일간 차트. 중기 하락추세 속에 단기 하락추세 돌파 시도 중 3,000선 지지력 확보시 3,300선까지 추가 반등 가능**



자료: 대신증권 Research Center

**통신업 지수 일간차트. 중기 상승추세 진행 중이지만, 고점권에서 과열해소, 매물소화 국면 경계. 추격매수 자제하고 400 ~ 405p 지지력 확보 여부 중요**



자료: 대신증권 Research Center

- 여행레저는 견고한 중단기 하락추세 진행 중
- 중기 하락추세대 하단에서 급반등 전개. 중요 이동평균선 돌파/안착 시도 중. 단기 하락추세대 상단 저항도 만만치 않은 상황
- 급반등이 나온 만큼 추격매수 자제
- 3,600선 지지력 확보 여부가 중요. 이탈 시 2,700선대에서 지지력 테스트 가능
- 통신은 상승추세를 견고히해 나가는 중
- 다만, 고점권에서 과열부담 가중. MACD OSC 하락 다이버전스도 당분간 매물소화 과정이 전개될 수 있음을 시사
- 단기적으로 410 ~ 420p 지지력 확보 여부 체크
- 410p 이탈시 400p 전후, 390p 전후 지지력 테스트 불가피
- 현 시점에서 추격매수는 자제하고 조정 시 분할매수가 유리할 전망

## 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.