

4Q & 11월 증시 전망 및 투자전략 | 2024. 10. 28

KOSPI 반전(反轉) =
실적/트럼프 불확실성 완화,
선반영, Deep Value... 그리고 계절성

Strategist 이경민

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

Quant Strategist 조재운

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



Contents

4Q & 11월 증시 전망 및 투자전략

Summary	3
주식시장 전망	6
10월 Review : 국채금리 상승과 모멘텀 부족. 삼성전자 레벨다운과 정체된 KOSPI	6
11월 KOSPI Band : 2,500 ~ 2,750p	11
중기 상승동력 강화 1 : 미국 보험성/선제적 금리인하	16
중기 상승동력 강화 2 : 중국 경기부양 드라이브. 경기회복 나비효과	26
중기 상승동력 강화 3 : 유럽 금리인하 가속화	37
25년 상반기까지 강력한 상승추세 전개 예상	44
24년 4Q KOSPI 상단 2,900p 유지	51
KOSPI 상대적 부진 이유 : 업황/실적 불안, 채권금리/달러 반등 & 트럼프 리스크	55
11월 KOSPI, 2,500선 지지력 바탕으로 추세 반전 예상	65
반전(反轉) 트리거 1. 채권금리, 달러화 고점 통과/하향안정	74
반전(反轉) 트리거 2. 미국 대선 결과 확인은 불확실성 해소/정상화의 전환점	85
반전(反轉) 트리거 3. 중국 전인대. 정책 드라이브는 지속될 것	93
반전(反轉) 트리거 4. KOSPI 업황/실적 불안 선반영. 저평가 매력	99
반전(反轉) 트리거 5. KOSPI만의 계절성. 10월 약세, 11월, 12월 강세	115
투자전략	122
투자 전략 : 낙폭과대 & 실적대비 저평가 업종/종목 매집 강화	122
퀀트전략	147
아직 방어가 유리한 상황	147
3Q24 실적 중간 점검	152
멀티 팩터 모델 11월 Update	158

Summary. 작용이 강했던 만큼 반작용 기대. 불안심리 진정 + 미국 금리인하 + 중국 정책 동력 + 한국 수급 개선의 하모니

- 11월 KOSPI Band 2,500 ~ 2,750p, 전약후강 패턴 예상
상단 2,750p : 선행 PBR 0.89배, 확정실적 기준 PBR 0.956배(24년 평균), 1차 관문은 12개월 선행 PER 8.94배(24년 평균의 -1표준편차) = 2,670선
하단 2,500p : 확정실적 기준 PBR 0.87배(24년 8월 5일 저점), 12개월 선행 PER 8.32배, 선행 PBR 0.83배(8월 5일 제외시 24년 저점),
- 미국의 견고한 경기모멘텀 확인. 보험성, 선제적 금리인하 신뢰도 강화. 여기에 Non-US 경기부양 가세. 경기 모멘텀 + 유동성 모멘텀 동시 강화 = 위험자산 상승 동력
중국 전방위적 경기부양 의지 피력. 부동산, 증시 부양 및 소비 개선에 집중. 중국 경기회복 = 유럽 경기 안정, 달러 약세, 한국 수출 개선으로 이어질 전망
유럽 또한 경기부양을 위한 금리인하 사이클 가속화. 기준금리 조기 2% 도달 가능성 확대. 시차를 두고 경기 회복 가시성 높아질 수 있음
- 매크로, 통화정책 호재에도 불구하고 10월 글로벌 증시 부진, KOSPI 8월 이후 약세 지속. 1) 미국 경제지표 호조, 금리인하 기대 후퇴에 채권금리, 달러화 반등.
2) 11월 5일 미국 대선에서 트럼프 당선 가능성 확대, 트럼프 리스크 유입. 3) 중국 경기부양정책 지속 가능성과 실물 경기회복에 대한 의구심.
4) KOSPI 반도체 업황/실적 불안심리가 시장/업종 전반으로 확산, 5) 외국인 투자자들의 대규모 반도체 매도에서 Non-반도체 매도로 확산
- 10월 약세 국가(한국, 중국 등), 업종(반도체, 자동차, 조선(수출주) & 인터넷, 2차전지(성장주) 주도로 반전 예상. KOSPI 2,550선 지지력 확인 & 2,700선 돌파 전망
1) 31일 PCE 물가 둔화, 8일 11월 FOMC 금리인하 단행 = 금리인하 사이클 재확인. 채권금리, 달러화 고점 통과 & 하향안정 재개
2) 미국 대선(11월 5일) 결과 확인은 불확실성 해소의 전환점. 대선 결과는 심리, 수급적 불안요인. 금융시장의 중기 추세 결정변수 아님.
트럼프 당선 시 증시, 금융시장 충격은 비중확대 기회. 불확실성 해소, 과민반응의 정상화 시작이 될 것. 해리스 당선시 빠르게 금융시장 안정/정상화 진행 예상
3) 중국 11월 4일 ~ 8일 전인대 개최. 경기부양정책, 재정확대 공식화, 구체화될 전망. 중국 경기 회복 기대 재차 강화될 수 있을 것
4) 3분기 주요 산업/업종들의 업황/실적 불안 선반영. 실적 시즌 정점 통과하며 실적 불안심리 진정, KOSPI 및 주요 업종 저평가 매력 부상 예상
5) KOSPI 10월 약세, 11월, 12월 강세 계절성. 10월 3분기 실적 불확실성으로 약세. 11월에는 미국/중국 소비시즌 돌입으로 수요 개선 기대 + 수출 모멘텀 강화
11월부터 12월 배당락까지 외국인 선물, 프로그램 매수 대규모 유입. 대형주 중심으로 업황/실적 개선 기대에 수급 모멘텀 가세, KOSPI 반전 주도전망

투자전략

10월말 ~ 11월초 단기 변동성 확대는 비중확대 기회

25년 이익 기여도 개선, 이익 모멘텀 견고 + 낙폭과대 & 실적대비 저평가 = 반도체, 조선, 2차전지, 인터넷, 제약/바이오, 자동차는 저평가

KOSPI 2,600선 이하에서 비중확대 전략 유효 & 지속

1) 미국 채권금리/달러화 안정과 2) 미중 소비시즌 돌입, 3) 업황/실적 불안심리 진정, 저평가 매력 부각, 4) 외국인 선물, 프로그램 매수 유입 = 낙폭과대 & 실적대비 저평가 업종 중 대형주 분위기 반전, 상승 동력

반도체, 자동차, 조선, 2차전지, 인터넷 주목. 시장 안정성이 높아지면서 실적대비 저평가 업종들 중 대형 수출/성장주의 반등시도 뚜렷해질 것
트럼프 리스크로 인한 단기 변동성은 적극 비중확대 기회로 판단

퀀트 전략

1. 경기/물가 모델이 증시에 우호적인 Goldilocks 국면으로 재진입했지만 7가지 팩터(건설, 주문, 노동, 소비자심리, 금리스프레드, 주가, 사업여건) 중 주가와 노동시간이 상향을 견인. 증시 하락시 Slow Growth 국면 전환 가능

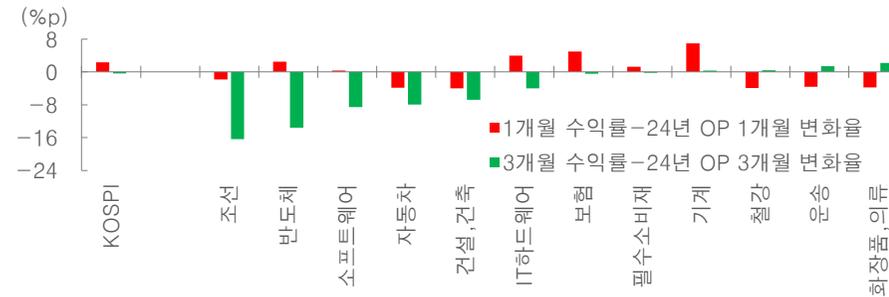
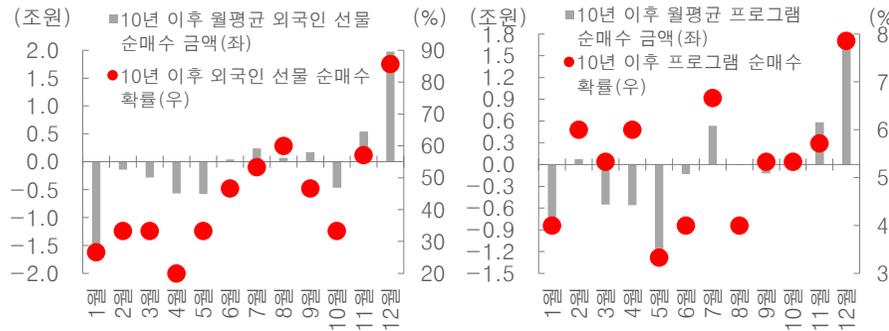
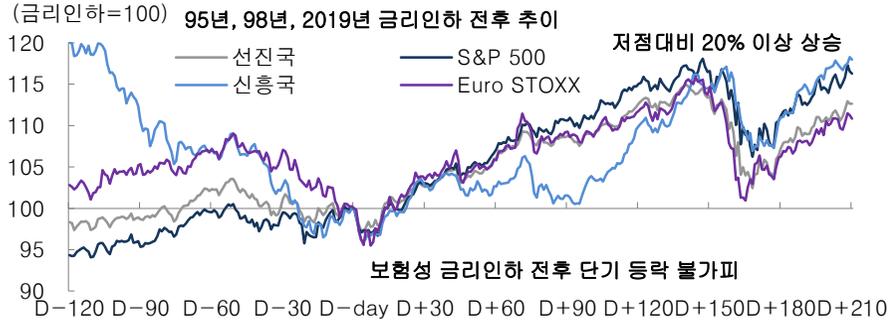
2. 실적 전망치는 8월 기점으로 하향 지속. 하향세 지속시 25년 실적 업사이드 10%~15%로 줄어들 가능성. 3Q24를 실적 고점으로 보고 있는 상황에서 2025년 실적 전망치 하향된다면 투자심리 악화 불가피

3. 금리인하 후 장기채 수익률이 상승하면서 증시에 부정적. 현재 10년물 수익률 수준은 기준금리 이하로 상방압력 지속 전망. 기준금리 정상화 과정에서 여전히 장기채 수익률의 상방 압력은 높을 것으로 예상. 10월 이후 견조한 미국 경제로 금리인하 속도 조절론이 나오고 있는 상황으로 미국 경제가 견조하다면 기준금리 인하 당위성 약화. 장기채 수익률 상방압력 강화

[KOSPI 11월 Band 2,500 ~ 2,750p] 실적/미국 대선 불확실성 해소. 외국인 선물/프로그램 매수 유입 예정

11월초 실적/경제지표와 미국 대선 결과에 따른 변동성 확대는 비중확대 기회. 반도체 필두로 대형 수출/성장주 주도의 상승 반전 예상

미국 선제적/보험성 금리인하 + 중국 경기부양정책 + 유럽 금리인하 가속화 = 글로벌 위험자산, 주식시장 상승추세 동력 상대적 약세를 기록 중인 KOSPI. 업황/실적 불확실성 선반영으로 3분기 실적 시즌 이후 저평가 매력 부각 예상. 수급 계절성 주목



자료: FnGuide, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[11월 투자전략] 낙폭과대 & 실적대비 저평가 업종/종목 매집 강화

KOSPI 2,500선대에서는 반도체, 자동차, 조선, 2차전지, 인터넷 비중확대. 순환매 대응은 낙폭과대주 중심으로...

투자환경

MACRO & 통화정책

미국 경기 개선 가시화 & 중국/유럽 경기, 한국 수출 개선 기대
미국 보험성/선제적 금리인하 긍정 해석
11월초 미국 고용지표 결과 = 채권금리, 환율 변화. 단기 변동성 확대 가능

실적 전망

3분기 실적 불확실성 선반영, 낙폭과대 업종/종목 변곡점
12개월 선행 EPS, 순이익 상승세 주춤
8월 이후 약세로 실적대비 저평가 지속
이익 개선 유효. 밸류에이션 매력 부각

수급

채권금리, 환율 등락에 따른 외국인 매매 불확실성 존재. 옵션만기 (10월 14일) 전후 변화 예상
글로벌 전반의 유동성 개선. 11월, 12월 KOSPI 수급 계절성 : 외국인 선물 & 프로그램 매수 유입. 외국인 현물 매수 전환

ISM지수, 고용지표, 미국 대선 결과에 따른 등락 불가피
한국 수출 모멘텀 강화 & 미국 경기 개선 기대 & KOSPI 저평가 매력 부각
비중확대 기회

변곡점

11월 1일 미국 고용, 5일 미국 대선, 8일 FOMC, 13일 CPI, 15일 미국, 중국 소매판매, 산업생산 등 실물지표

KOSPI 2,500선대에서는 낙폭과대 주도주 & 실적 대비 저평가주 매집

Stocks

단기 트레이딩 : 순환매 대응 + 이슈 Play

자동차 : 세방전지, 금호타이어, 한국타이어엔테크놀로지, 명신산업
통신 : SK텔레콤, KT, LG유플러스 / **필수소비재** : 롯데웰푸드, 오리온홀딩스
화장품/의류 : 영원무역홀딩스, 영원무역, 아모레G / **유틸리티** : 한국전력
운송 : 현대글로벌비스 / **에너지** : GS

3분기 변동성 활용한 비중확대, 추세반전에 대비한 업종/종목(Top 10 + α)

반도체 : 삼성전자, SK하이닉스 / **조선** : HD현대중공업 / **통신** : KT, SK텔레콤
인터넷 : NAVER, 크래프톤 / **2차전지** : 삼성SDI, 엘앤에프
금융 : KB금융, 한국금융지주 / **제약/바이오** : 셀트리온, 삼성바이오로직스
자동차 : 현대차, 에스엘, 만도 / **유틸리티** : 한국전력, LS, LS일렉트릭

KOSPI200 4팩터 스코어 상위 기업

강원랜드, LG이노텍, 종근당, CJ

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

10월 Review :

국채금리 상승과 모멘텀 부족. 삼성전자 레벨다운과 정체된 KOSPI

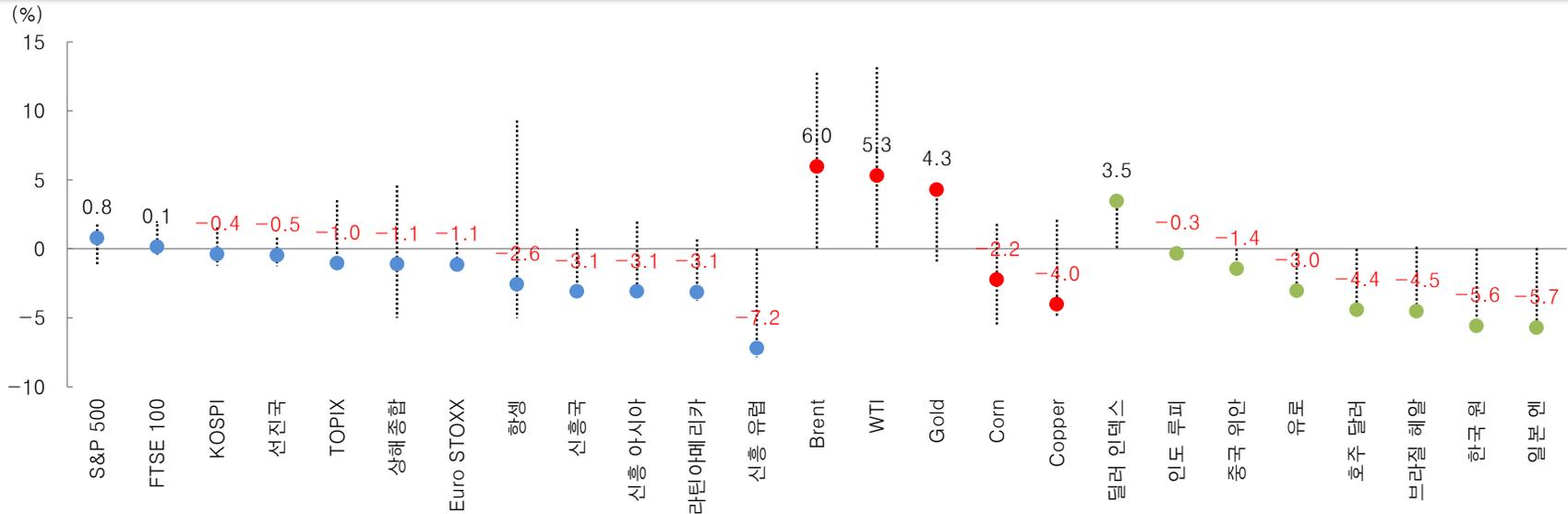
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

금리인하 기대 후퇴, 국채금리 상승이 달러강세 촉발. 위험자산시장 하방압력으로 작용

10월 글로벌 금융시장 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

주: 10월 25일 종가 기준

10월 글로벌 증시 혼조세. 중동 지정학적 리스크와 미국채 금리 상승이 하방 압력으로 작용. 미국채 금리는 9월 고용과 물가, 소비 등 전반적인 경기지표 호조로 금리인하 속도에 대한 컨센서스 조정되며 상승하기 시작. 트럼프 당선가능성과 정부부채 우려가 더해지며 본격적으로 글로벌 증시 악재로 변화되는 모습을 보임. 금리 민감한 신용국 증시 약세 뚜렷. 한편, 강력한 경기부양 패키지 공개로 급등세를 보였던 중화권 증시는 하락 반전. 단기 급등에 따른 과열해소와 매물소화 과정. 부양정책의 실질적 효과와 증시 영향에 대한 저울질에 돌입.

달러화는 금리 상승과 함께 강세, 꾸준히 우상향 하는 모습, 원화와 엔화 등 동아시아 통화 상대적 약세. 한편, 달러강세에도 불구하고 미국 정부 부채 우려로 인플레이션에 대한 불안심리 살아나며 금 선물도 10월 후반 강세전환. 한편 지난달 중국 경기부양 기대감에 강세를 보였던 구리와 농산물 가격은 중국 증시와 함께 약세 전환

국제유가는 중동 지정학적 불안 반영하며 월 초반 급등하였으나, 원유시설이 아닌 군사시설 타격 계획과 OPEC+의 석유수요 둔화 전망으로 상승폭을 축소

KOSPI 중요 변곡점인 2,600선 안착 난항, KOSDAQ 720p 지지력 테스트



자료: 대신증권 Research Center

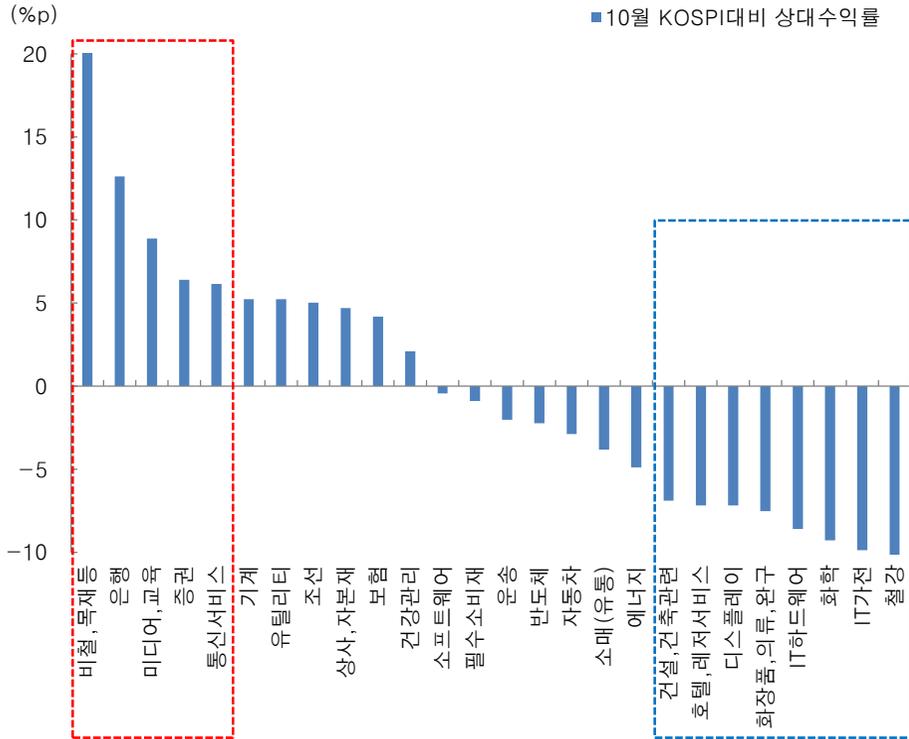


자료: 대신증권 Research Center

10월 KOSPI는 25일 기준 -0.39% 하락한 2,583.27p에 마감. 일본 엔화 변동성, 지정학적 불안과 함께 하락출발. 이후 프리어닝시즌에서 금융주와 건강관리, 자동차 업종 등 기대감 유입되며 회복을 시도. 그러나 10월 중순 이후 국채금리 상승이 글로벌 증시 약세 촉발. 특히 ASML발 쇼크와 시 수출규제 및 기술수출우려로 인해 반도체 업종을 중심으로 하락전환. 특히 대장주인 삼성전자의 위기론 확산에 투자심리 악화하며 외국인 이탈 지속된 것이 KOSPI 약세 요인. KOSPI 거래량 감소와 함께 고점 낮아지며 2,600선에 수렴하는 대칭 삼각수렴 패턴 출현. 단기적으로 상승하강 양 방향으로 추세선 이탈 가능성이 열려있는 상황. 하단 지지선 2,500p, 상단 목표구간 2,670~2,720p. KOSDAQ은 740~760 Gap 구간을 22일 하루만에 깨고 내려가며 하단 추세선 근접. 기술적 반등을 시도할 수 있는 자리에 도달. 그러나 지지선을 한번 더 깨고 내려간다면 전저점 부근인 690p 선까지 위협받을 수 있음

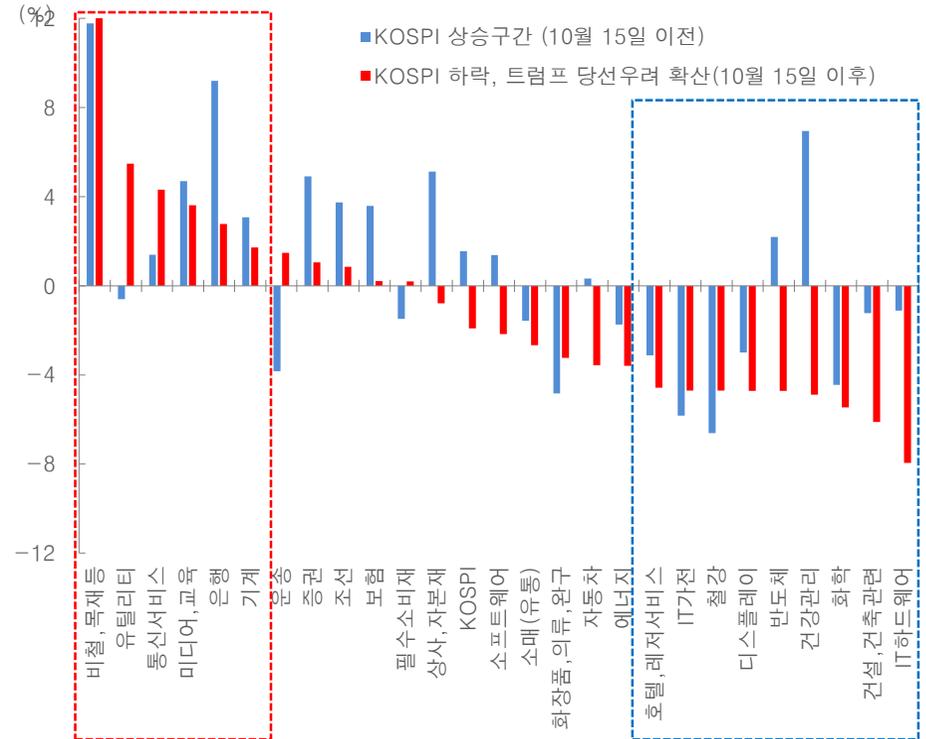
실적시즌 도래, 컨센서스 변화에 따른 업종 차별화. 은행, 증권, 통신서비스 등 실적 기대감

KOSPI Outperform: 비철/목재, 은행, 미디어, 증권, 통신



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: 10월 25일 종가 기준

금리인하 사이클 진입 이후 소외되었던 업종으로 온기 전달

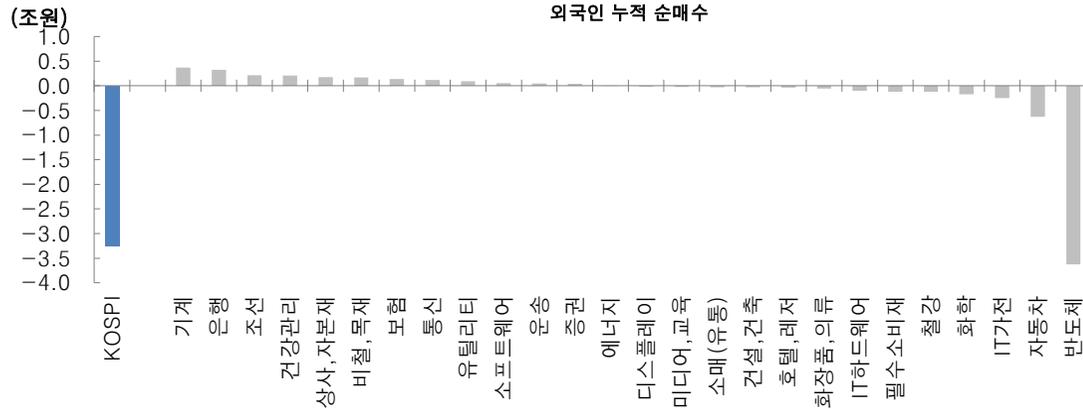


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: 10월 25일 종가 기준

10월 KOSPI를 Outperform한 업종은 비철/목재, 은행, 미디어/교육, 증권, 통신서비스 등 11개 업종. 실적시즌이 도래하며 호실적 기대되는 금융 업종이 강세를 보인 반면 이차전지, IT하드웨어, 화장품, 디스플레이 등은 실적 부담감이 반영된 모습. 한편, KOSPI 하락시기 유틸리티, 통신서비스 등, 은행 등 방어주, 배당주 성격의 업종 Outperform. 반면, 북미지역 등 수출 우려 반영된 이차전지 관련(IT가전, 화학, 철강) 업종과 IT하드웨어, 화장품, 디스플레이 업종 약세, 금리에 민감한 건강관리 업종은 15일 이후 약세전환 하는 모습 뚜렷

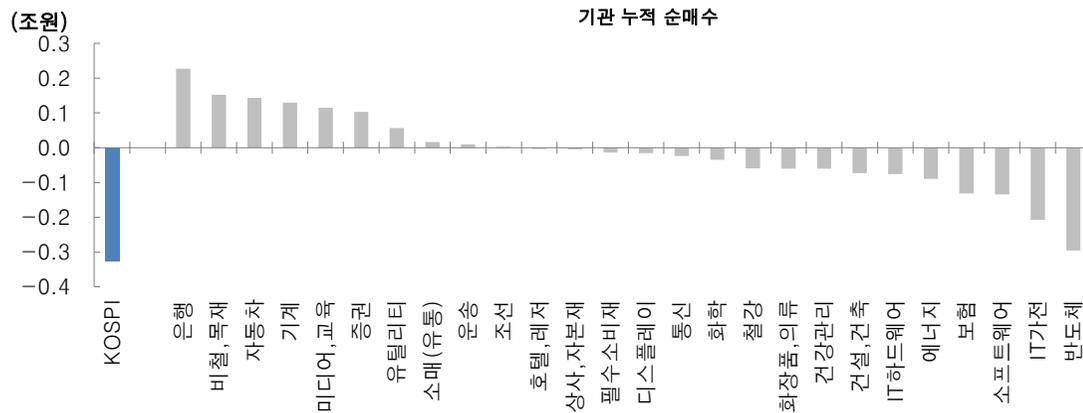
외국인 3개월 연속 반도체 순매도 집중

외국인투자자: 기계, 은행 순매수. 반도체, 자동차, 이차전지 순매도



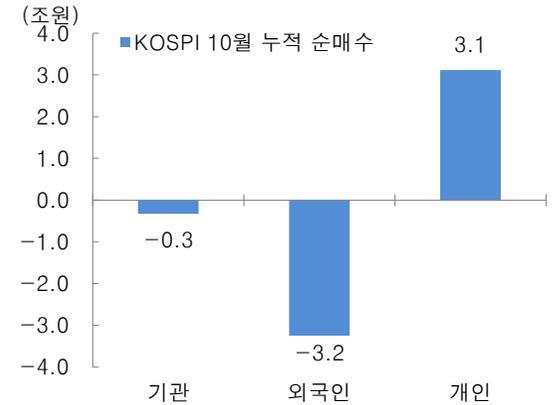
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

기관투자자: 은행, 비철/목재, 자동차, 기계 순매수. 반도체, 이차전지 순매도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 외국인 3개월 연속 순매도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 외국인, 기관은 은행, 기계 업종 동시 순매수. 반도체, IT가전 업종은 동시 순매도. 반면, 자동차 업종은 엇갈린 모습
- 외국인 3개월 연속 순매도 이어지고 있으나, 매도 강도는 9월(-8.2조) 대비 축소. 순매도 대부분은 반도체에 집중. 반면, 수주 기반 실적 기대되는 기계, 조선, 건강관리, 방산(상사/자본재) 업종 순매수
- 기관은 반도체 순매도 전환

11월 KOSPI Band : 2,500 ~ 2,750p

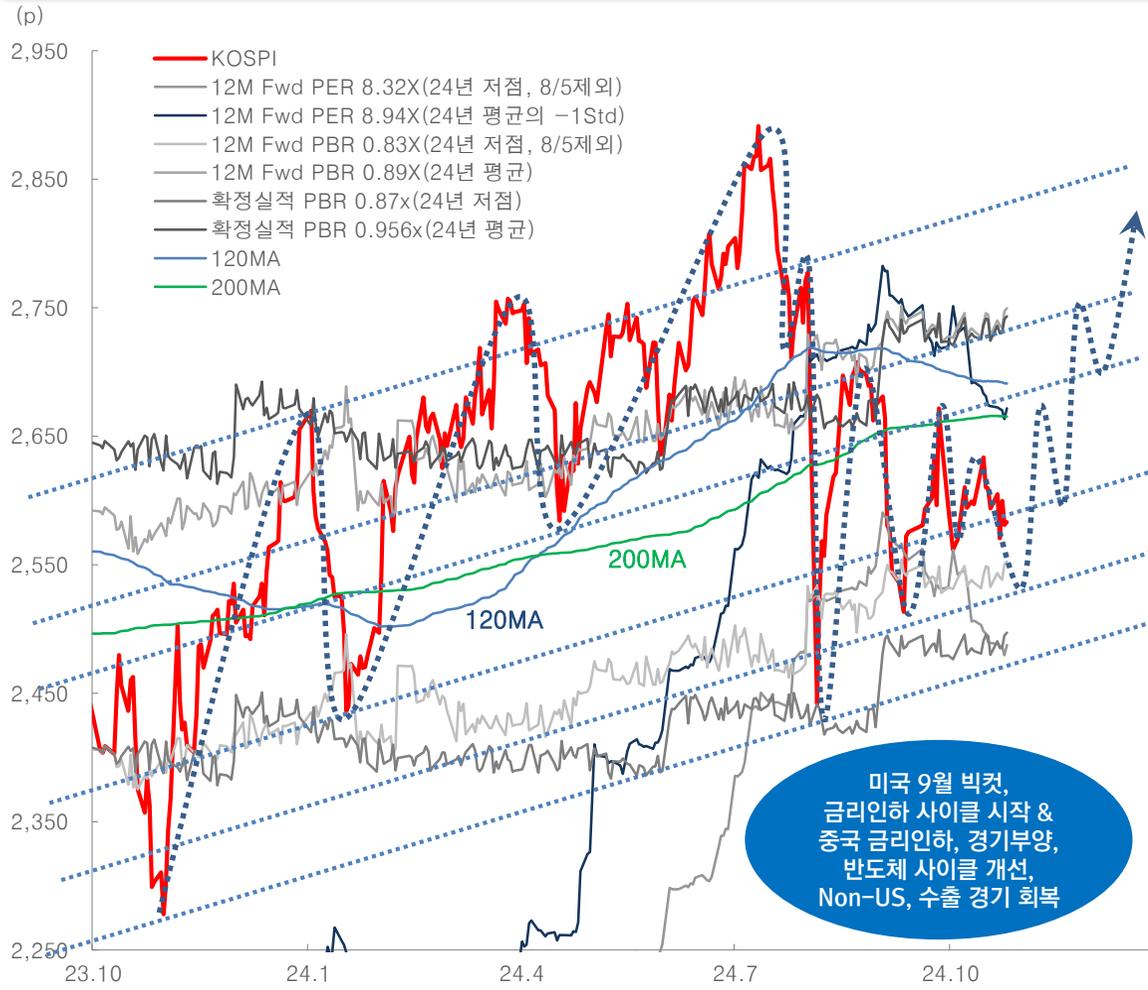
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

11월 KOSPI, 2,500선 지지력 바탕으로 분위기 반전 예상. 실적, 미 대선 불확실성 완화 & 11월 계절성 효과

글로벌 증시를 억눌러온 트럼프 리스크 완화, 채권금리/달러화 하향안정 예상
KOSPI 상대적 약세 요인들(업황/실적 및 수급 불안 등)도 완화/개선될 전망

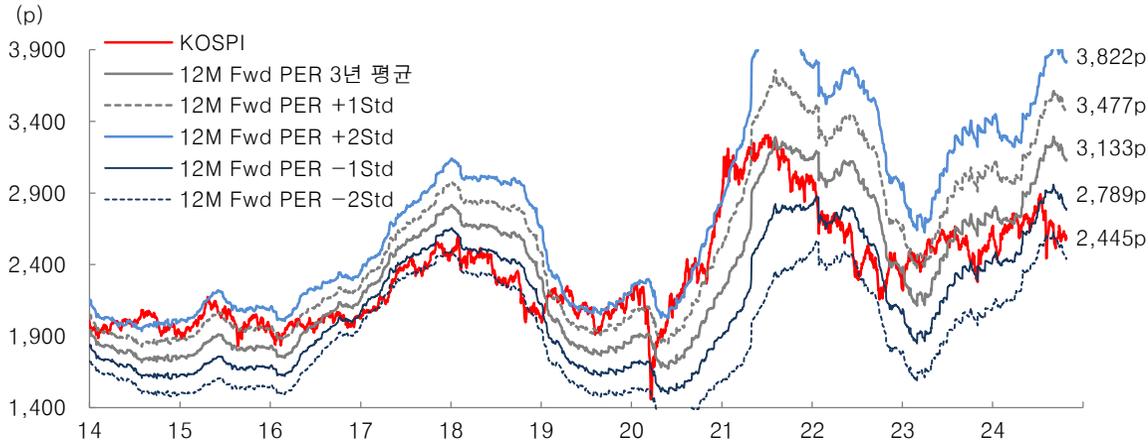


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 미국 경제지표 호조로 금리인하가 선제적, 보험성일 가능성 확대. 중국도 강력한 금융완화, 경기부양정책을 이어가고 있고, 유럽까지 경기부양을 위한 금리인하 가속화에 나서고 있음
- 중기 상승추세 동력이 강화되고 있음에도 불구하고 글로벌 증시는 10월 부진했고, KOSPI는 약세를 이어감
- 미국 금리인하 기대 후퇴와 트럼프 리스크 부상으로 채권금리, 달러화 반등 여파
- KOSPI의 경우 반도체 업황/실적 불안이 전 업종으로 확산되면서 반도체 외국인 대량 매도에 Non-반도체 매도가 가세하며 글로벌 증시대비 상대적 부진 지속
- 11월에는 글로벌 증시를 괴롭혔던 트럼프 리스크가 완화되고, 채권금리, 달러화가 하향안정세를 보이며 상승세 재개 예상. 특히, 중국 경기부양 기대가 재유입될 가능성 높음
- KOSPI는 주요 기업들의 업황/실적 불안 심리가 완화되는 가운데 외국인 선물, 프로그램 매수 유입으로 분위기 반전 예상. 4분기 KOSPI는 미운오리에서 백조로 변신 가능

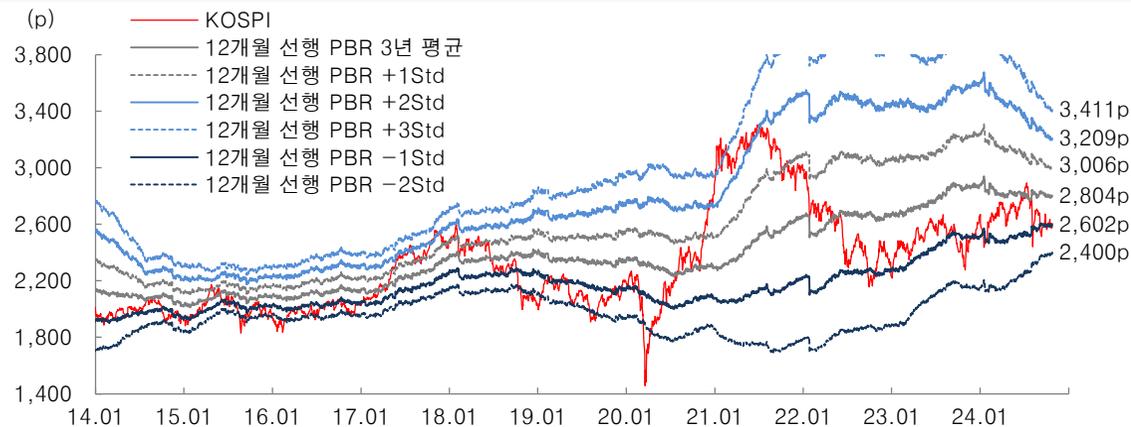
11월 KOSPI Band : 2,500 ~ 2,750p

12개월 선행 PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

12개월 선행 PBR Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 상단 2,750p : 선행 PBR 0.89배, 확정실적 기준 PBR 0.956배(24년 평균), 1차 관문은 12개월 선행 PER 8.94배(24년 평균의 -1표준편차) = 2,670선
- 하단 2,500p : 확정실적 기준 PBR 0.87배(24년 8월 5일 저점), 12개월 선행 PER 8.32배, 선행 PBR 0.83배(8월 5일 제외시 24년 저점)
- KOSPI 2,600선은 저평가, 2,500선은 Deep Value 구간, 2,400선은 경기침체 가능성을 선반영한 수준으로 판단
- 극심한 저평가 영역에서 불확실성 완화, 불안심리 진정으로 KOSPI 반등 전개
- 하지만, 3분기 실적 불안, 4분기/24년 연간 영업이익 전망 하향조정 여파로 저평가 영역(2,600선)을 벗어나지 못함
- KOSPI가 부진했지만, 이 과정은 밸류에이션 매력은 지속/강화되면서 상승 에너지 응축이었다고 판단
- 실적 불안심리 완화, 실적 전망 하향조정 진정 시 KOSPI 부위기 반전 예상

KOSPI 중요 지지권에서 분위기 반전 이후 -3% 수준에서 등락 반복. 2000년 이후 평균 수준은 2,700선

KOSPI 120일 이동평균선 이격도. 금융위기 이후 저점권에서 급반등 이후 정체



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 200일 이동평균선 이격도. 플러스 반전 시도 실패 이후 -3% 수준에서 등락



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI 120일, 200일 이동평균선과의 이격도 금융위기 이후 중요 지지권에서 급반등
- 경기선인 120일 이동평균선과 추세선인 200일 이동평균선이 상승하는 만큼 상승 추세는 견고하다고 판단
- 하지만, 이후 플러스 반전에 실패, -3% 수준에서 등락 반복
- KOSPI 120일, 200일 이격도의 2000년 이후 평균의 -1표준편차 수준은 2,490 ~ 2,520선. 밸류에이션뿐만 아니라 가격/기술적 분석 측면에서도 저평가 영역
- 10월말 11월초 동 지수대까지 KOSPI가 하락 할 경우 매수관점에서 대응력 강화 필요
- KOSPI 120일, 200일 이격도의 2000년 이후 평균 수준은 2,710 ~ 2,720선. 밸류에이션 정상화 뿐만 아니라 가격 저평가 영역에서 회복시 KOSPI 2,700선 돌파 가시화될 전망

11월 주요 경제지표 및 이슈/이벤트 일정 : 불확실성 해소, 금리인하 사이클 재확인

	11월 1일 ~ 10일	11월 11일 ~ 20일	11월 21일 ~ 31일
통화정책	<ul style="list-style-type: none"> 10월 31일 일본 BOJ 금리결정 8일 미국 FOMC 금리결정 		<ul style="list-style-type: none"> 28일 한국은행 금통위 금리결정
경제지표	<ul style="list-style-type: none"> 10월 30일 미국 10월 ADP 비농업 고용보고서 미국 3분기(속보) GDP 10월 31일 미국 9월 PCE 물가지수 1일 한국 10월 수출입 통계 미국 10월 비농업고용보고서 / 실업률 미국 10월 ISM / S&P글로벌 제조업 PMI 6일 미국 10월 ISM / S&P글로벌 서비스업 PMI 7일 중국 10월 수출입 YoY 9일 미국 11월(예비) 미시간대학교 소비자신뢰 중국 10월 PPI / CPI 	<ul style="list-style-type: none"> 13일 미국 10월 CPI 14일 미국 10월 PPI 15일 중국 10월 광공업생산 중국 10월 소매판매 미국 3분기(수정) GDP 미국 10월 소매판매 미국 10월 광공업생산 19일 유로존 10월 CPI 미국 10월 주택착공건수 20일 한국 10월 PPI 	<ul style="list-style-type: none"> 22일 미국 10월 경기선행지수 미국 10월 기준주택매매 미국 11월 (예비) S&P글로벌 제조업/서비스업 PMI 23일 미국 11월 미시간대학교 소비자신뢰 27일 미국 10월 신규주택매매 미국 11월 컨퍼런스보드 소비자지대지수 27일 미국 10월 PCE 물가지수 30일 중국 11월 제조업 / 비제조업 PMI
기타일정	<ul style="list-style-type: none"> 10월 31일 한국 삼성전자 실적발표 4~8일 중국 전국인민대표대회 상무위원회 5일 미국 대통령 선거 	<ul style="list-style-type: none"> 11일 중국 광군제 14일 미국 엔비디아 실적발표 	<ul style="list-style-type: none"> 29일 미국 블랙프라이데이

자료: Bloomberg, 주요언론, 대신증권 Research Center

미국 대선을 전후로 금융시장 변동성 유의. 결과가 나올 때 까지 알 수 없는 정치적 이벤트이기에 예상과 다른 결과가 나올 경우 나타날 수 있는 변동성 유의. 최근 연준의 추가 금리인하 속도에 대한 기대감 낮아지며 국채금리 상승. FOMC를 앞두고 발표될 9월 PCE 중요도 증가. FOMC 이후로도 10월 CPI와 PCE 등 물가지표 반등할 경우 연준 실기론에 따른 금리인하 기대감 후퇴, 시장 변동성 커질 수 있음. 연준이 예고했던 금리인하 경로가 11월 FOMC에서 유지되는지 확인. BOJ와 한국은행은 각 주장들이 11월 금리동결 시사. 12월 이후 금리경로에 대한 코멘트가 주요내용일 것으로 예상. 추가로 월말 쇼핑시즌 도래하면서 미국 소비력과 함께 주요 수출주들의 성과를 확인하는 것이 관전포인트

중기 상승동력 강화 1. 미국 보험성/선제적 금리인하

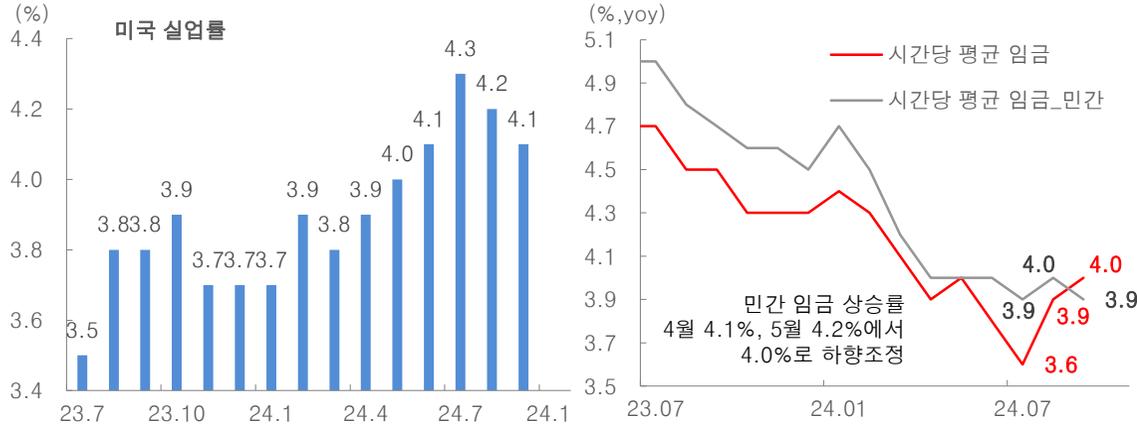
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

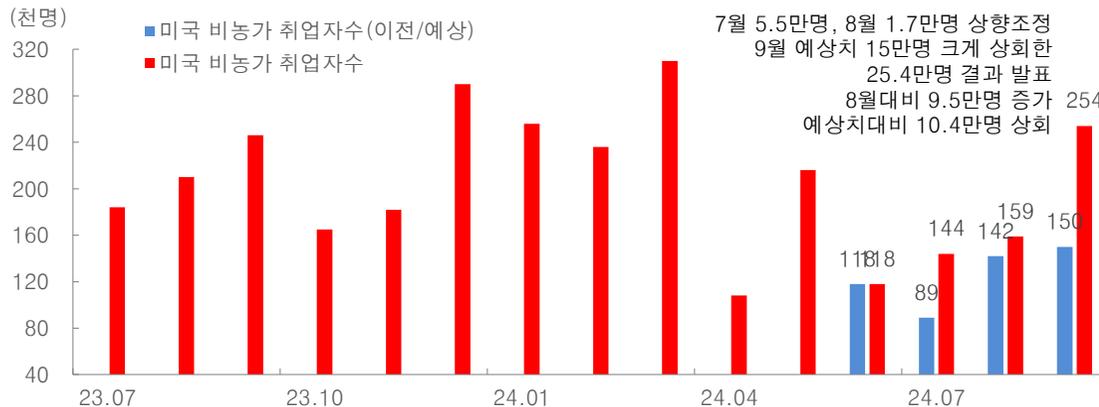
[9월 고용지표] 실업률, 비농가 취업자 서프라이즈, 노랜딩 가능성 제기. 변화된 시장의 심리에 적응할 때

실업률 4.1%로 예상(4.2%) 하회. 임금 상승률은 반등



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

비농가 취업자수 25.4만명으로 예상(15만명)대비 10.4만명 상회

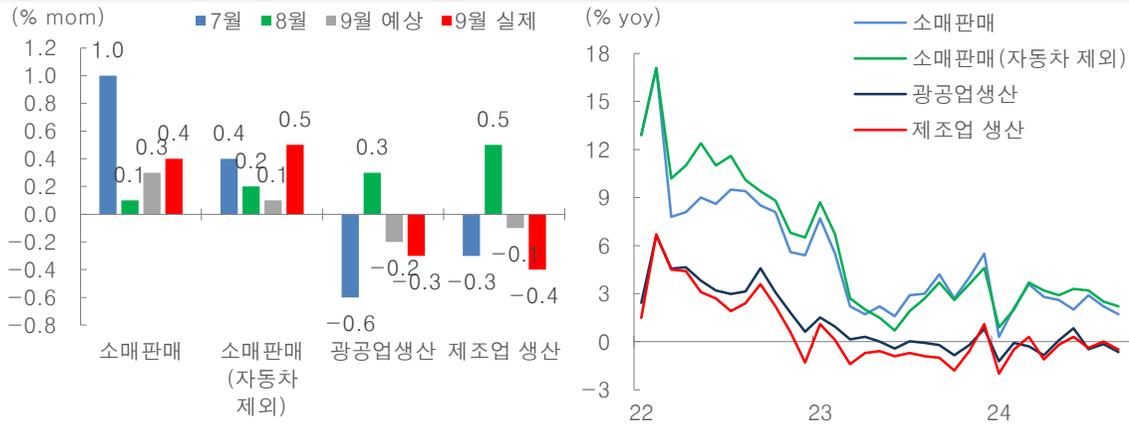


자료: 미국 노동부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 미국의 고용침체 우려는 기우였을 가능성 확대
- 미 노동부에 따르면 9월 미국의 비농업 일자리는 전월 대비 25.4만개 증가. 전망치 15만개를 크게 상회한 것은 물론, 지난 12개월 월평균 20만3000개도 크게 웃도는 수준
- 7월 비농업일자리 증가폭도 8.9만개에서 14.4만개로. 8월 역시 14.2만개에서 15.9만개로 수정. 2개월 간 7.2만명 상향
- 9월 실업률은 4.1%로, 8월보다 소폭 하락, 시장 전망(4.2%) 하회. 실업자수는 28.1만명 감소. 경제활동 참가율(일하거나 구직 중인 인구 비율)은 3개월 연속 62.7% 기록
- 시간당 평균 임금은 전월보다 0.4% 증가한 35.36달러로 4개월 만에 가장 큰 폭의 상승률. 전년동월 대비로는 4.0% 증가, 예상치(0.3%, 3.8%) 상회
- 허리케인과 보잉사 노동자 파업, 동부연안 물류 파업 등의 영향이 10월 고용 지표가 악화될 가능성이 크지만, 고용발 기침체 가능성은 현저히 낮아졌다고 판단

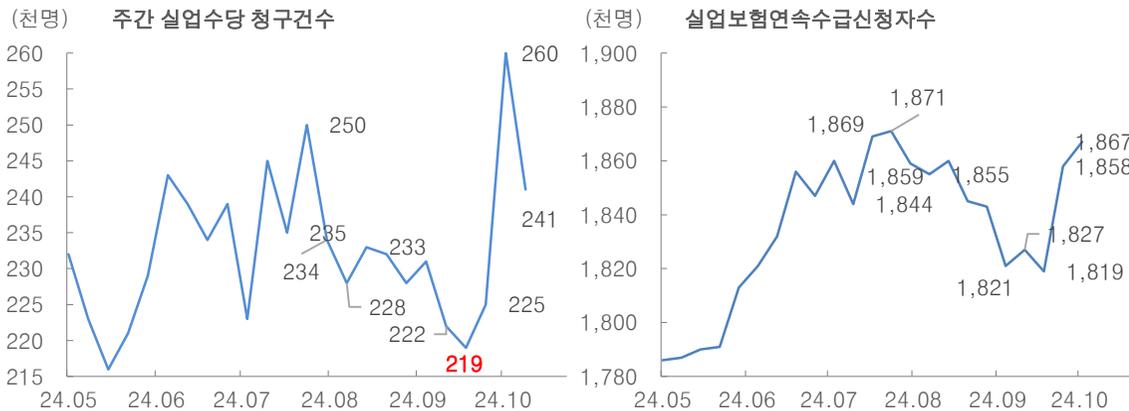
[미국 소매판매, 산업생산] 서프라이즈로 견조한 소비 모멘텀 재확인. 고용 안정세 지속

17일 미국 소매판매, 전월대비 성장세 지속. 산업생산은 등락 반복



자료: 미국 상무부, Bloomberg, 대신증권 Research Center

허리케인, 보잉사 파업 영향으로 급증한 실업수당 청구건수. 하락 반전 여부 체크

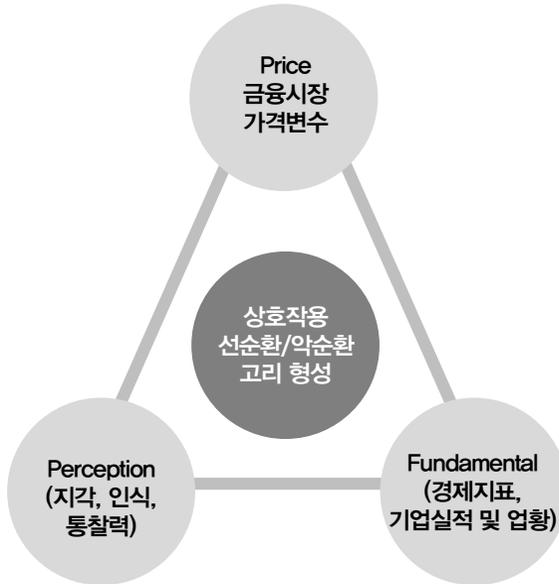


자료: 미국 노동부, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 미국 9월 소매판매 전월비 0.4% 증가. 예상치 0.3%를 상회한 결과, 8월 0.1% 상승률보다 높은 수치
- 소비가 늘어나는 할로윈 시즌에 돌입하면서 소매판매 수치는 개선될 가능성이 높고, 연말 블랙프라이데이와 크리스마스 시즌에는 활력이 더 증가할 전망
- 변동성이 큰 자동차 판매를 제외한 매출 증가율은 전월비 0.5% 상승을 기록. 이 또한 예상치(0.1%)를 크게 상회
- 9월 소매판매 가운데 잡화점에서의 지출이 4%증가. 의류 매장(1.5%)과 바, 레스토랑(1%)에서도 매출 증가. 반면, 주유소 매출은 -1.6%, 전자 및 가전 제품 매장(-3.3%)과 가구 및 가정용품 사업(-1.4%)도 매출이 다소 감소
- 노동부가 발표한 신규 실업수당 신청건수는 24만 1000건으로 전주보다 1만 9000건 감소, 예상치(26만건)를 크게 하회. 노동 수요가 여전히 견고함을 시사
- 미국 소비 모멘텀이 강하고, 고용 여건이 여전히 타이트함에 따라 미국 경기 연착륙, 노랜딩 가능성 확대

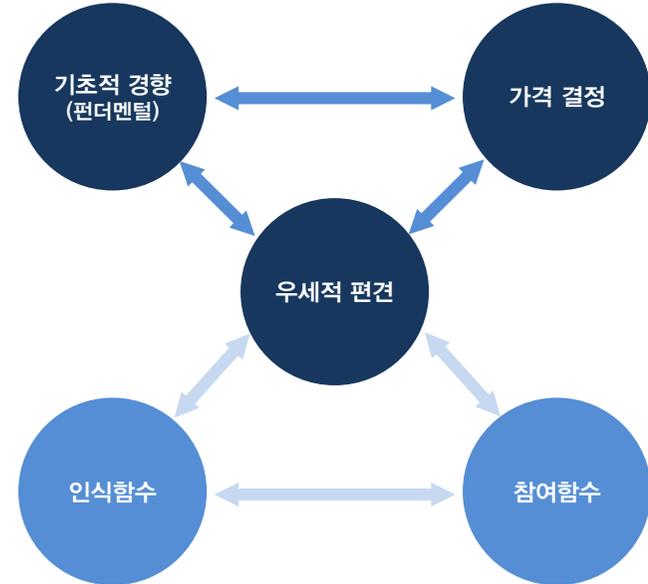
[재귀성 이론] 자기강화 현상 & 악순환의 고리, 9월 FOMC 이후 약화되기 시작. 경기 안정성 확보의 중요성

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 불안정하므로 시장 참가자들이 서로 영향을 주고, 그 영향이 다시 시장 가격에 미치는 과정을 반복함으로써 가격이 급등하거나 급락할 수 있다는 주장

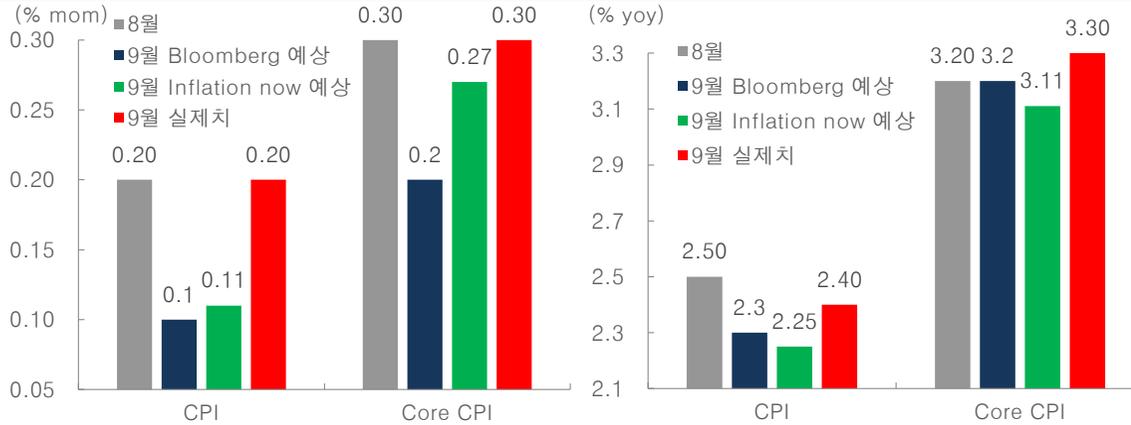
즉, 행위 주체, 투자자들 간 상호작용이 Positive, Negative 피드백을 만들어 내면서 평균수준을 벗어나는 과열과 침체를 만든다는 것

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 약화되고, 끊어진 이후에나 추세반전을 가능할 수 있음

그동안 미국 경기침체 공포심리는 자기강화 현상의 악순환 고리의 결과로 판단. 경제지표 결과가 경기침체 시그널로 해석되는 것이 아닌 경기침체라는 편견 하에 경기침체로 해석될 만한 근거들을 반영해 온 것. 하지만, 9월 FOMC 이후 경기침체 공포의 자기강화 현상, 악순환의 고리 약화 가시화

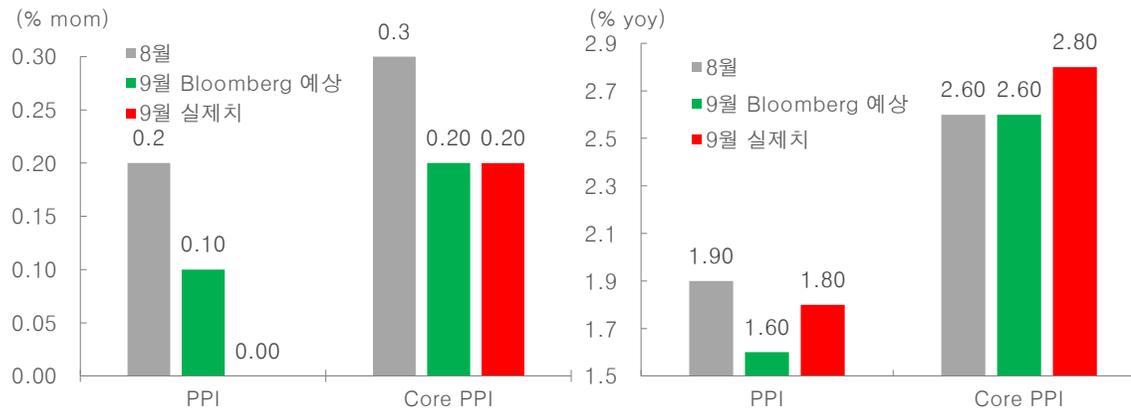
[9월 CPI & PPI] CPI 컨센서스 상회 Vs. PPI 컨센서스 하회 : 물가 반등에도 시장 반응은 우호적

9월 CPI 2.4%로 예상(2.3%) 상회, Core CPI는 3.3%로 예상 외로 반등



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

8월 PPI 상향 수정, 9월 PPI는 1.8%로 둔화되었지만, Core PPI 반등

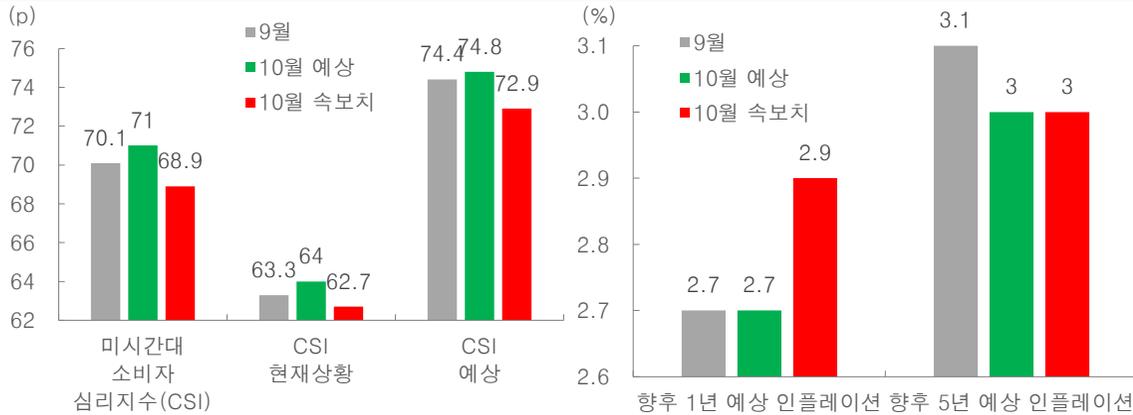


자료: 미국 상무부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 미국의 9월 소비자물가는 전년대비 2.4%(전월 2.5%, 예상 2.3%)로 둔화되었지만, 근원 물가상승률은 3.3%로 전월 및 예상치(3.2%) 상회, 반등
- 전월대비로는 헤드라인 0.2%(전월 0.2%, 예상 0.1%), 근원 0.3%(전월 0.3%, 예상 0.2%)으로 모두 예상치 상회
- 물가 제어에 대한 경계심리 확대
- 미국 노동부는 9월 생산자물가지수(PPI)가 계절 조정 기준으로 전달과 같았다고 발표. 이는 시장 예상치 0.1% 상승을 하회하는 수치. 9월 0.2%보다 상승폭 둔화
- 근원 PPI도 전월 대비 0.1% 상승해 전월치 0.2% 상승보다 둔화
- 전날 발표된 9월 미국 소비자물가지수(CPI)는 전반적으로 예상치를 웃돌면서 인플레이션 우려를 자극했으나 선행지수 성격의 도매 물가가 식고 있다는 소식에 투자자들은 위험 선호 심리를 되살아난 것

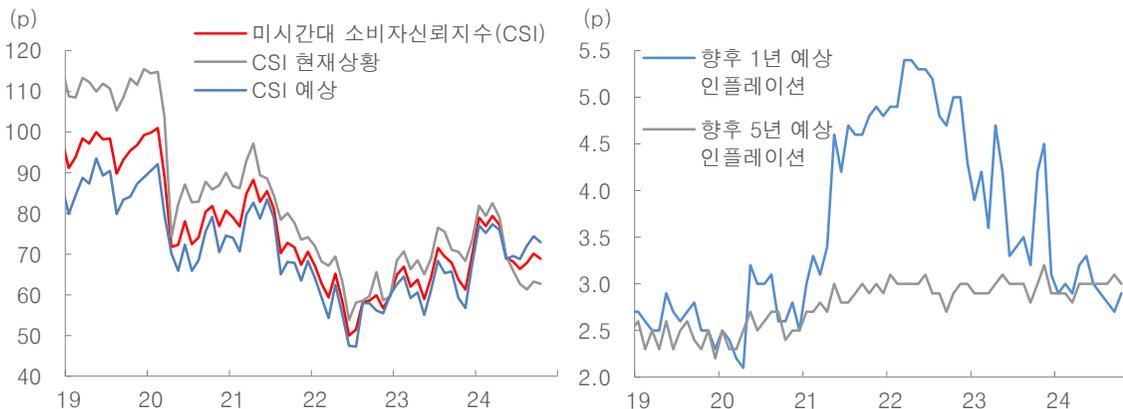
[10월 소비심리] 예상 하회, 전월대비 둔화 & 기대인플레이션 반등. 최악의 조합에도 시장은 경기회복에 집중

미시간대 소비자심리지수 예상 밖으로 하락 반전. 1년 기대인플레이션은 반등



자료: 미시간대, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

소비심리 후퇴, 기대인플레이션 반등이라는 최악의 조합

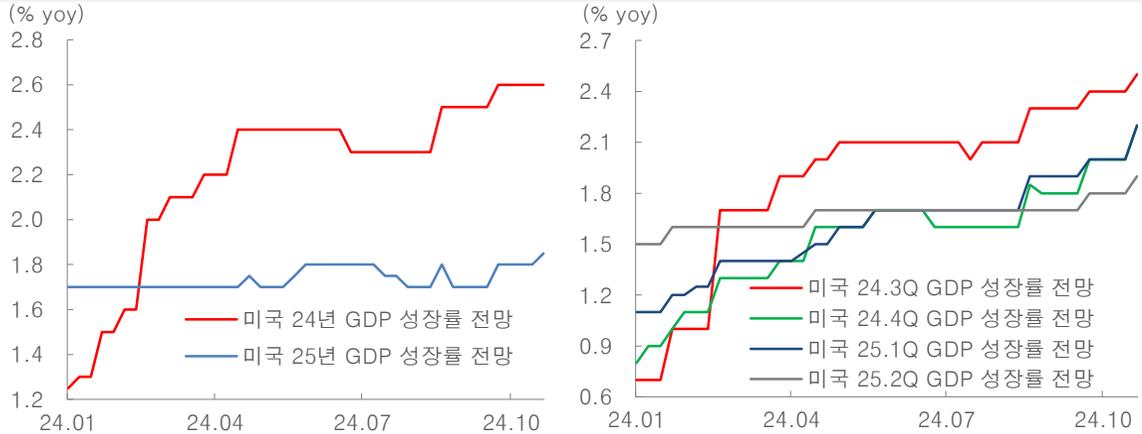


자료: 미시간대, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 미시간대 10월 소비자심리지수 예비치는 68.9로 집계. 9월 확정치 70.1에서 1.2포인트 하락한 것. 시장 예상치 71 하회
- 미시간대는 인플레이션 기대치가 완화했지만, 소비자들은 지속적으로 높은 물가에 좌절감을 표하고 있다고 분석
- 장기 기업 여건은 지난 6개월래 가장 높은 수준으로 올라선 반면 현재 및 기대 개인 재정은 모두 소폭 하락
- 1년 기대 인플레이션은 2.9%로 집계. 5개월 만에 전월 대비 상승반전
- 5년 장기 기대 인플레이션은 3.0%로 전월 대비 0.1%포인트 하락
- 소비심리는 후퇴했지만, 단기 기대인플레이션은 반등한 조합
- 시장 불안심리를 자극할 수 있었지만, 증시 반응은 우호적이었음

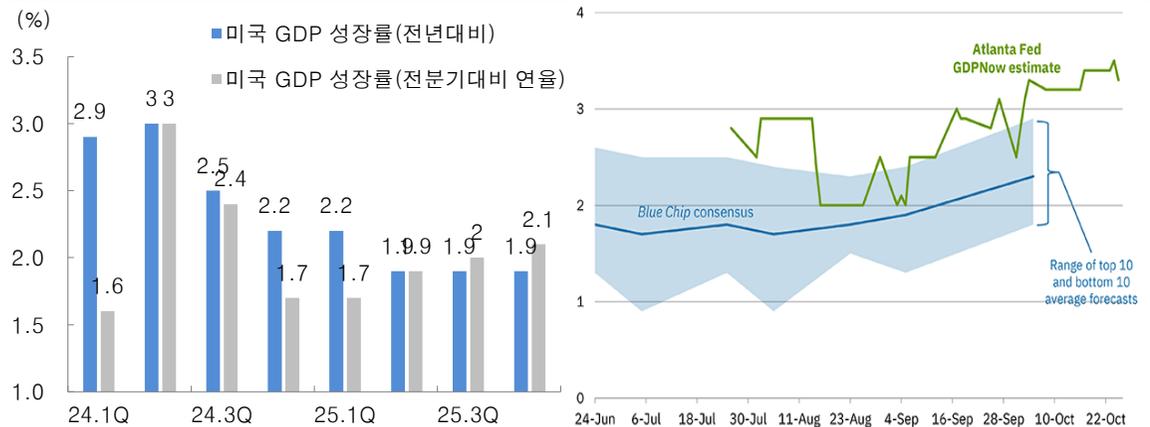
[미국 Macro] 미국 24년 / 25년 GDP 전망 상향조정, GDP Now 3Q 전망은 3.2%

미국 24년 GDP 성장률 2.6%, 25년 1.9%로 상향조정



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

GDP 저점 1% 후반, 2% 근접한 수준으로 레벨업, GDP Now 3Q 3.2%에 달해

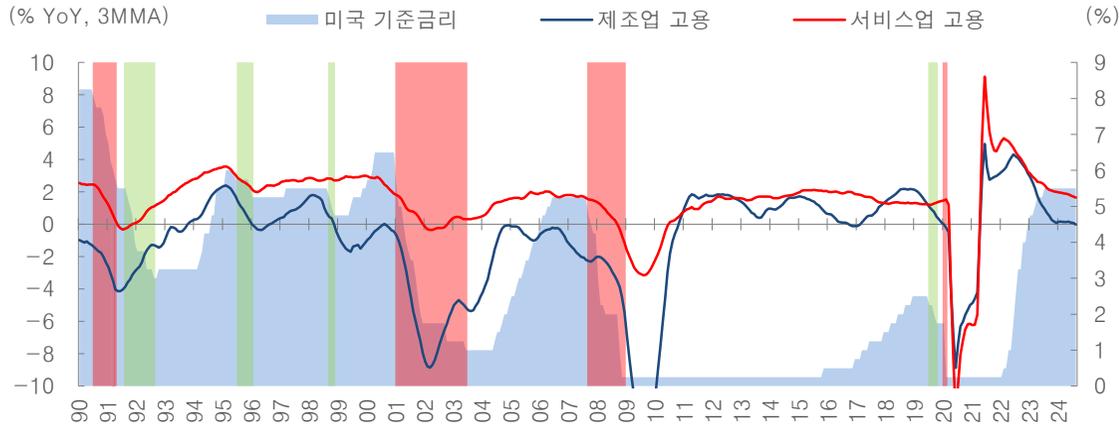


자료: 아틀란타 연은, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 미국 경제지표 호조가 지속되면서 경기 침체 우려는 소멸, 연착륙은 기정사실화 되고, 노랜딩 가능성도 높아지고 있음
- 3분기 미국 소득, 소비 등이 견고한 것으로 확인되면서 미국 24년 GDP 성장률 2.6%로 상향조정. 25년 전망도 1.9%로 상향조정. 24년 하반기, 25년 상반기 GDP 성장률 전망 상향조정 영향
- 현재 미국 GDP 성장률 컨센서스는 24년 4분기 저점(전분기대비 연율 1.4%에서 1.7%로 레벨업)으로 완만한 회복세 전망. 연착륙 가시성 확대
- 이 또한 후행적일 수 있는데, 실시간으로 GDP 성장률 전망 추이를 확인할 수 있는 아틀란타 연은의 GDP Now도 3분기 GDP 성장률을 3.2%로 예상 중
- 미국 경기 둔화는 불가피하지만, 완만한 경기 둔화 전망
- 어쩌면 경기 둔화 폭이나 강도도 매우 제한적일 가능성 확대

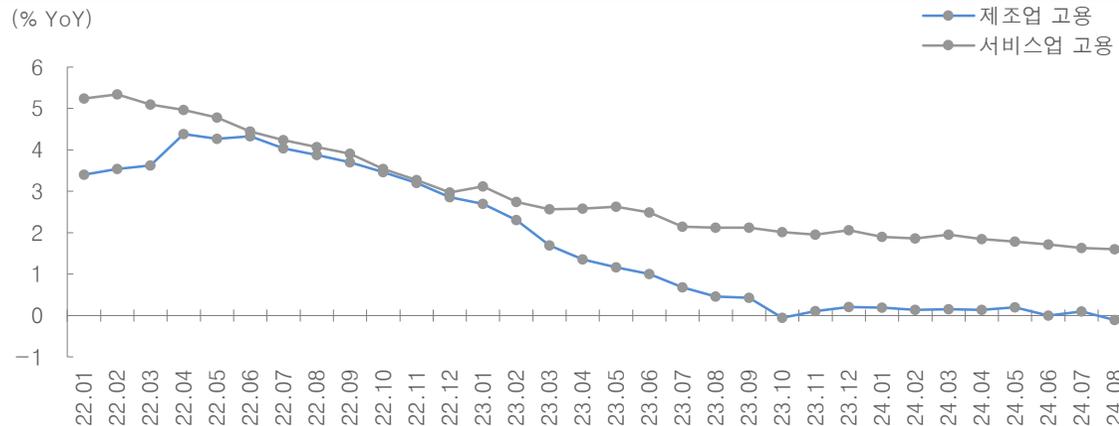
[금리인하 성격] 이번 금리인하는 보험성 인하일 가능성 ↑

침체가 따른 금리인하 시기는 제조업과 함께 서비스업 고용이 부진



자료: Fed, BLS, 대신증권 Research Center

현재 서비스업 고용은 견조한 상황



자료: Fed, BLS, 대신증권 Research Center

- 고용은 동행 지표로, 금리 인하가 이루어지는 시점에서 고용 변화를 선행 지표로 활용하기는 어려움
- 그러나 금리 인하 시기마다 경기 상황에 따라 고용은 차별적 반응
- 금리인하 이후 침체가 온 경우는 제조업과 서비스업 모두 고용이 둔화된 상황에서 금리인하를 한 경우
- 반면 서비스업 고용이 견조한 상황에서는 금리인하 이후에도 침체가 발생하지 않음
- 현재 제조업 고용은 부진한 상황이지만 서비스업 고용은 견조
- 과거에 비추어볼 때 금리인하 이후 침체 가능성이 낮을 것으로 해석

[금리인하 사이클에서 글로벌 금융시장] 4번의 통화정책 정상화 또는 보험성 금리 인하는 증시 강세로 이어져

1990년 이후 정상화 또는 보험적 금리인하 네 번



자료: Fed, Bloomberg, Refinitiv, 대신증권 Research Center

1990년 이후 정상화 또는 보험적 인하 자산군 변화

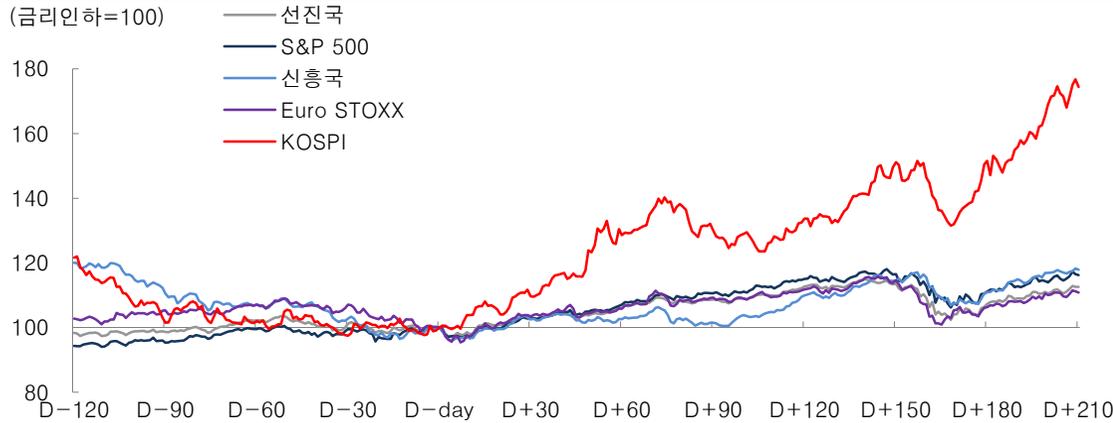
인하 사이클		기간(일)	기준금리 변화(%p)	변화율(%)					변화(%p)
시작	종료			KOSPI	S&P 500	NASDAQ	달러인덱스	WTI	
91.08.06	92.09.04	395	-2.5	-28.7	6.8	13.5	-14.2	1.9	-19.7
95.07.06	96.01.31	209	-0.5	-3.9	14.8	11.2	7.4	2.1	-7.5
98.09.29	98.11.17	49	-0.5	35.9	8.6	8.3	-0.9	-22.1	6.7
19.07.31	19.10.30	91	-0.5	2.8	2.2	1.6	-0.9	-6.0	-12.1

자료: Fed, Bloomberg, Refinitiv, 대신증권 Research Center

- 1992년: 80년대 말 인플레이션 압력을 낮추기 위해 높였던 금리. 경제 성장을 촉진하고 실업률을 낮추기 위해 인하
- 1995-1996년: 1994~1995년 글로벌 경기 호황. 동기간 인플레이션 선제적 대응으로 금리를 인상. 이후 인플레이션 압력 감소에 따라 경기 둔화에 선제적으로 대응한 금리 인하
- 1998년: 아시아 금융 위기와 금융 시장 혼란을 완화하기 위한 보험성 금리 인하
- 2019년: 글로벌 성장 둔화와 무역 갈등에 대응하여 경제 성장을 연장하기 위한 금리 인하
- 금리 인하는 일반적으로 주식시장에 긍정적이지만, 해당 국가나 지역의 경제 구조나 위기 상황에 따라 주식시장 반응이 다르게 나타남
- 채권 수익률은 금리 인하로 하락하는 경향. 단기적으로는 주식시장으로의 자금 이동에 따라 상승하는 경우도 존재
- 원유(WTI) 가격은 금리 인하만으로 움직이는 것이 아니라, 국제 수요와 공급, 지정학적 상황에 큰 영향
- 달러인덱스는 금리 인하의 영향을 받지 않음. 미국 경제의 상대적 강세나 글로벌 위험 회피 심리 등에 의해 영향

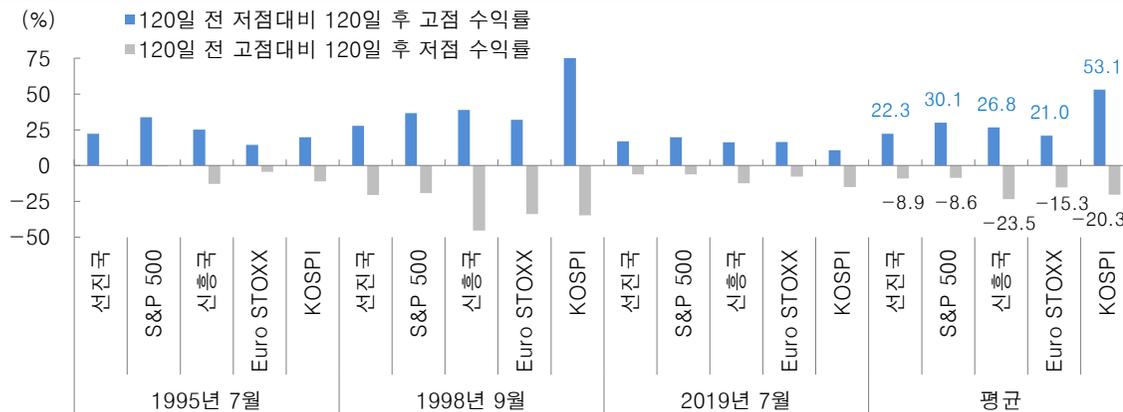
[금리인하 사이클에서 증시] 통화정책 정상화 & 선제적 대응시 글로벌 증시는 상승추세

경기침체가 아닌 상황에서 금리인하 이후 1년간 상승추세 전개



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

금리인하 전후 변동성 확대시 주식 확대 = 이후 20 ~ 30% 수익률 확보 가능



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 경기침체가 아닌 상황이라도 금리인하 전후 변동성 확대는 불가피
- 선제적인 금리인하, 통화정책 정상화 이유가 될 리스크 확대가 있었기 때문
- 하지만, 금리인하 이후 1년 간은 평균 20% 전후 상승추세 전개. 단기 변동성 확대는 비중확대 기회. *KOSPI는 97년 IMF 이후라는 특수성 반영
- 금리인하를 기점으로 120일 전 저점에서 주식비중을 늘린다면 금리인하 이후 고점까지 20 ~ 30% 수익률 확보 가능. 120일 전 고점에서 120일 후 저점까지 하락폭은 10% 전후로 제한적
- 선제적 또는 정상화 차원에서 금리인하는 글로벌 증시의 상승추세 동력

중기 상승동력 강화 2. 중국 경기부양 드라이브. 경기회복 나비효과

Strategist 이경민

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

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

9월 24일 중국 인민은행, 통화정책 완화, 부동산/주가 진작 등 종합부양책 발표

- (통화 정책완화) 지급 준비율 50bp 인하(대형은행 8.5%→8.0%, 중소형 6.5%→6.0%). 금융기관의 가중 평균 기준을 7%에서 6.6%로 낮아질 것 기대
- 단기 정책금리인 7일물 역레포 금리도 1.7%에서 1.5%로 인하
- (부동산 부양) △ 2주택 대출 계약금 비중 하향(25%→15%), △ 기존 모기지 금리 50bp 인하, △ 지방 국유 기업들의 주택 매입 대출지원 확대(주택가격의60%→100%)
- 인민은행 금번 모기지 금리인하로 약 1,500억위안의 이자 절감효과 기대
- (주가 부양) △ 보험, 증권회사 등에 주식매입을 위한 5천억위안 규모의 대출 프로그램 도입 △ 자사주매입 등을 위해 3천억위안 규모의 재대출 자금 제공
- 판공성 총재는 이외에도 국영 자산공사에 대한 지원 강화, 주식 안정화 기금설립, 금융상품 혁신 등 다양한 조치를 고려하고 있다고 언급

자료: 중국 정부, 인민은행, 대신증권 Research Center

9월 26일 중앙정치국회의의 부양책 내용

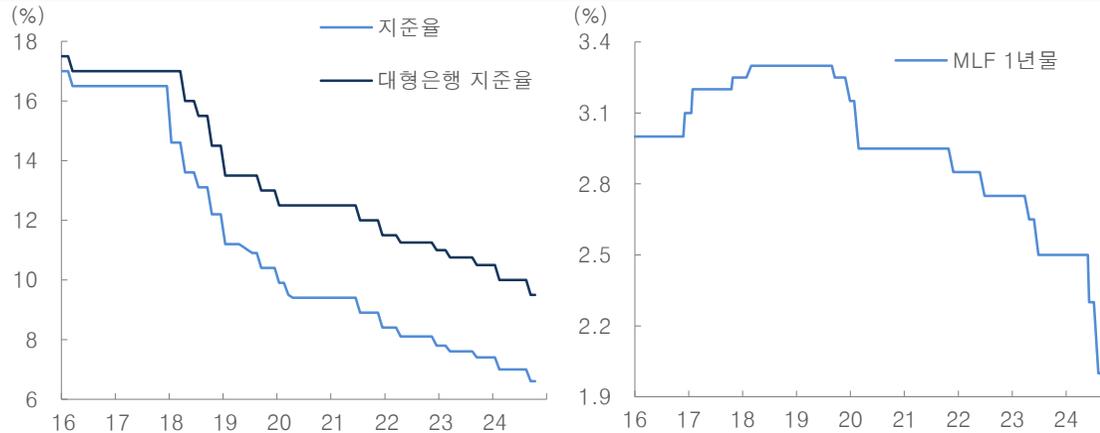
분야	세부내용
재정정책	재정지출 확대, 초장기특별국채와 지방정부 특별채권 활용한 정부투자 강화
통화정책	고강도 금리 인하, 지급준비율 인하. 재정정책과 조합해 역주기조절(경기부양) 강화
부동산	부동산 시장 하락 방지 및 회복 유도, 신축 공급 조절, '화이트리스트' 대상 대출 확대
자본시장	자본시장 활성화 조치 강화, 중장기 자금의 주식시장 유입 유도, 개인투자자 보호
기업 지원	민간경제 촉진법 도입, 비공유제 경제 발전 환경 조성, 기업관련 법 집행 및 감독 규범화
소비 촉진	중저소득 계층 소득 확대, 소비시장의 구조적 성장 추진, 양로 및 육아 산업 발전 지원
외자 유치	외국인직접투자 확대, 제조업 관련 해외자본 진입 규제 완화, 기업경영환경 최적화
민생 보장	청년, 농민공 등 주요 취약계층 고용 확대, 저소득층 지원 강화, 농업 생산 철저히 관리

자료: 중국 정부, 중앙정치국 회의록, 대신증권 Research Center

- 9월 24일 중국 인민은행은 통화정책 완화, 부동산 시장 · 주가 진작 등의 종합부양책 발표
- 금리인하를 직접적으로 언급하는 가운데 부동산, 주가 부양이라는 단어를 언급하며 정책을 발표. 부동산 시장 안정을 넘어서는 부양의지를 피력한 것
- 곧이어 9월 26일에는 시진핑 주석이 직접 주재하는 중앙정치국회의에서도 고강도 부양책 발표
- 유례없는 부양책 속도전을 보여주며 주식시장은 급반등 전개
- 경제 현안을 다루는 정치국회의는 통상 4월말, 7월말, 10월말, 12월 초에 개최되지만, 이번에는 이례적으로 9월말에 경기부양정책 발표
- 관례를 벗어난 정책 대응은 최고지도부가 경기 부양에 적극적인 의지를 보였다고 생각

[중국 Macro] 기준을 인하, 지원금, 소비 쿠폰 지급 등 발빠른 시행으로 정책 신뢰도 높아져

9월 27일 기준을 인하 단행



자료: 중국 정부, 인민은행, 대신증권 Research Center

지원금, 소비쿠폰 지급 계획도 발표

- 중국 정부는 국경절을 맞아 '도움이 필요한 사람들'에게 일회성 지원금과 보조금을 지급할 계획이라고 발표
- 상하이시 정부는 호텔·레스토랑 등 이용과 영화·스포츠 경기 관람을 늘리기 위한 5억위안(약 947억원) 규모 쿠폰 발행 계획 발표
- 판 행장이 24일 회견에서 "올해 안에 시장 유동성 상황을 보고 시기를 택해 기준율을 0.25~0.5%p 추가 인하할 수 있다"고 공언

자료: 중국 정부, 인민은행, 주요 언론, 대신증권 Research Center

- 27일에는 중국인민은행이 시중은행의 지급준비율(RRR·기준율)과 정책금리인 7일물 역환매조건부채권(역레포) 금리인하를 곧바로 단행
- 이번 기준율 인하로 중국 시중은행의 가중 평균 기준율은 7%에서 약 6.6%로 하락. 이미 5% 기준율을 시행 중인 금융기관은 이번 조정 대상에서 제외
- 인민은행은 또 이날 밤에는 시중 은행에 단기 자금을 빌려주는 단기유동성지원창구(SLF) 대출 금리도 0.2%p 인하. 이에 따라 SLF 1일물 금리는 2.35%, 7일물은 2.50%, 1개월물은 2.85%로 각각 인하. 7일물 역레포 금리도 1.7%에서 1.5%로 조정
- 이어 정부는 물론, 지방정부 차원에서도 보조금, 지원금, 소비쿠폰 발행 계획 발표
- 중국 최대 휴가 기간인 국경절 연휴(10월 1~7일)를 목전에 두고 경기부양정책, 기준율 인하 등 발표. 중국 당국이 침체에 빠진 내수를 살리려는 의지를 표명한 것
- 연속적이고 강하고 빠른 부양 패키지 발표와 시행은 중국 정부의 정책 신뢰도를 높이고 있음
- 블룸버그에서는 이번 성장률 촉진 효과를 0.2%p로 전망

10월 8일 중국 국가발전개혁위원회(발개위) 재정부양책 발표

- 내년 정책 예산 중 2,000억위안(약 38조원) 금년 말까지 조기 집행, 제조 및 건설 등 투자 확대 방침
- 금년 할당된 정부채권 발행 한도에 맞춰 지방정부들이 채권 발행을 서두르고 재정 지출을 가속화해야 한다고 장려. 또한 내년에도 초장기 특별국채 발행을 지속하겠다고 언급
- 내수 확대 위해 민간기업의 투자 장려, 외국인 투자 유치 확대, 사회복지 등 강화
- 청년 취업을 촉진하기 위해 학자금 대출 규제를 완화하고 대출금리도 낮출 것
- 경제 성장 목표치 5% 달성을 확신한다고 강조

자료: 중국 정부, 주요 언론, 대신증권 Research Center

10월 12일 중국 재정장관 발언

- 중국 재정 장관, 10월 12일 중국 정부의 재정 적자 확대 발표
- 규모는 '꽤 크다'고 강조, 관련 논의는 곧 발표될 것이라고 언급
- 더불어 지방정부의 부채 한도를 대폭 확대할 계획 언급
- 은행의 자본 확충 위해 특별 국고채 발행 계획도 발표
- 부동산 : 미판매 주택 재고 해소를 위해 조성된 특별 채권 사용을 허용
연초부터 부동산 시장 개선을 위한 조치였지만, 지방 정부들이 부채한도 부족 등으로 성과가 저조. 하지만, 이번 발표된 조치로 지방 정부의 적극적인 대응 기대
- 기업에 대한 과도한 세금 부과를 피할 것. 소비 진작 위해 학생 지원금 확대

자료: 중국 정부, 주요 언론, 대신증권 Research Center

- 10월에도 중국 국가발전개혁위원회에서 재정부양책을 발표하고, 중국 재정장관이 경기부양에 대한 언급을 이어가는 등 경기부양 드라이브 지속
- 물론, 구체적인 수치가 발표되지 않거나 시장의 기대에 예산 규모가 부족한 경우도 있지만, 중국 정부의 공격적인 재정정책을 강조함으로써 10월 말에 있을 정치국 회의에서 구체화된 수치가 발표될 가능성 높음
- 특히 과거와 다른점은 중국 중앙정부가 과감하게 조치를 취하고 시장이 반응을 하지 않으면 더 많은 정책을 내놓는 상황
- 즉, 그동안 정책 발표 이후 흐지부지되었던 시행에서 이번에는 공격적으로 다양한 조치를 진행하고 있다는 점에서 경기부양 효과를 기대할 수 있을 것

[중국 Macro] 21일 대출 프라임 금리 20bp 인하 예상

지속되는 부동산 부양, 금융완화/유동성 공급 대책 발표/시행

10월 17일

주택도시농촌건설부장, 중국 부동산 화이트리스트 프로젝트 대출 규모 4조위안까지 증액할 것. 도시내 낙후지역 주택개조 100만호 증설 계획

10월 18일

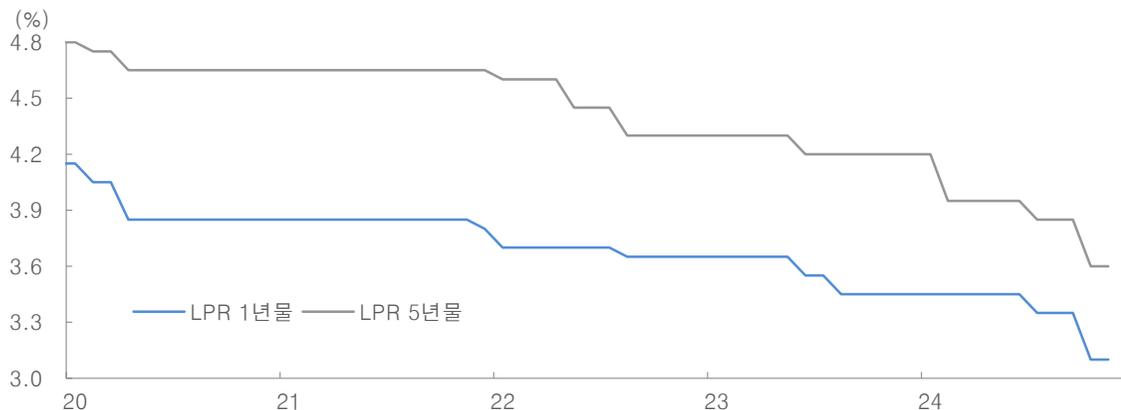
인민은행장, 21일 공표될 LPR금리 0.2~0.25% 인하될 것으로 예상

인민은행, 10일 발표되었던 SFISF(증권, 펀드, 보험회사 스와프기구) 18일 출범

시중은행, 기업 자사주 매입용 '특별 재대출 프로그램' 시작

자료: 중국 정부, 인민은행, 주요 언론, 대신증권 Research Center

10월 21일 프라임 대출금리 5년물, 1년물 25bp 씩 금리인하 예상

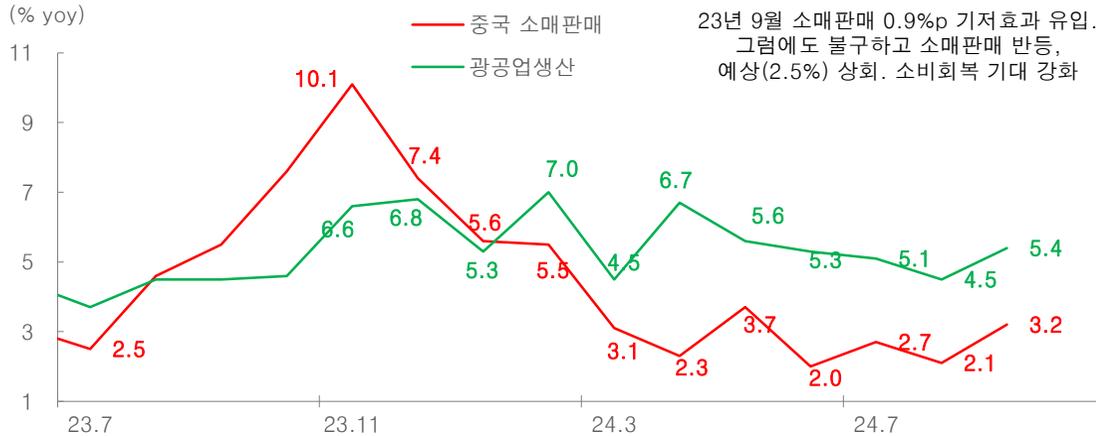


자료: 중국 인민은행, CEIC, 대신증권 Research Center

- 10월에도 중국 정부의 연이은 경기부양 정책이 쏟아지고 있음
- 부동산 부양에 초점을 맞추는 가운데 통화정책 완화, 유동성 공급 정책들이 시행되는 양상
- 특히, 18일에는 인민은행장이 금리인하예상을 언급하면서 21일 LPR 금리인하가 기정사실화
- 실제로 시장 컨센서스였던 20bp보다 소폭 확대된 25bp 금리인하 단행
- 중국 정부와 금융기관은 정책 발표에서 그치는 것이 아니라 전방위적인 정책 시행이 진행 중
- 중국 경기 회복에 힘이 실리고, 금융시장으로 유동성 공급이 가시화될 전망

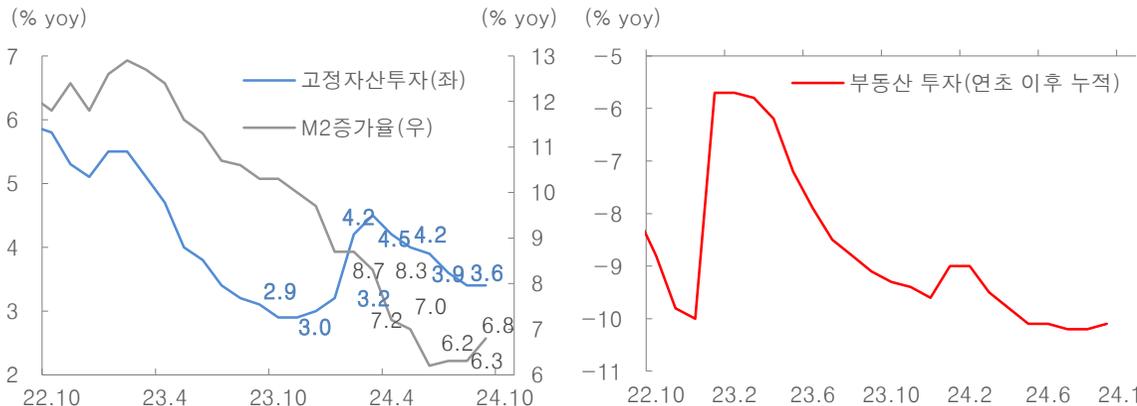
[중국 실물경기] 소매판매, 산업생산 서프라이즈. 중국 정책 신뢰도 강화 & 경기회복 기대 유입

9월 소매판매 3.2%(예상 2.5%). 광공업생산 5.4%(예상 4.6%)로 서프라이즈



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

고정자산 투자 둔화 제어. M2 증가율 반등, 부동산 투자 역성장 속도 둔화

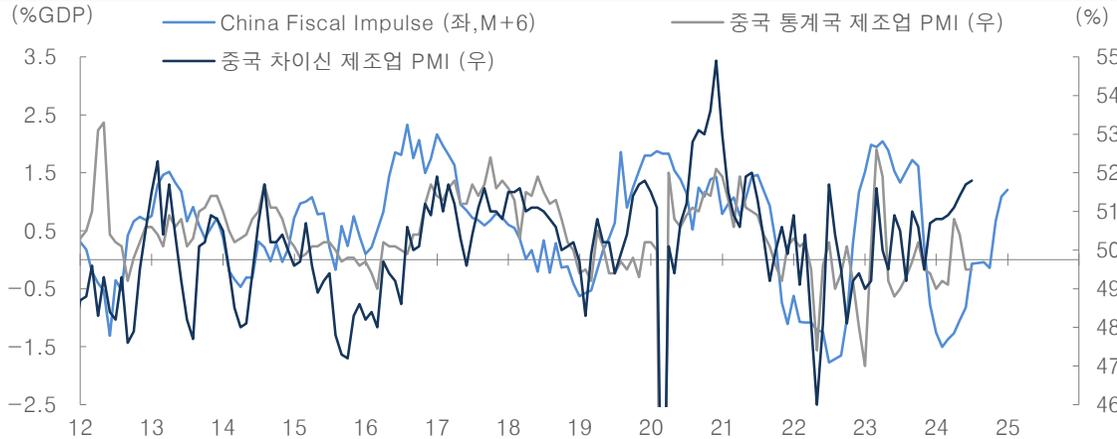


자료: 중국 국가통계국, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 9월 중국의 소매판매는 전년 대비 3.2% 증가. 전월 대비 1.1%p 상승, 예상치 2.5%를 큰 폭 상회
- 자동차를 제외한 소매판매액은 전년 대비 3.6% 증가
- 9월 도시 소매판매액은 전년 대비 3.1% 증가했고, 향촌 소매판매액은 3.9% 증가
- 9월 중국 산업생산은 전년 대비 5.4% 증가. 이는 전월 대비 증가폭이 0.9%p 확대된 것으로 예상치 4.6% 상회
- 업종별로는 9월 채광업이 3.7% 증가, 제조업이 5.2% 증가했고, 전력과 열에너지, 가스 및 수도 생산과 공급이 10.1% 증가
- 또한 국유 홀딩스 기업이 3.9% 증가, 주식제 기업이 6.2% 증가, 외국계 및 홍콩·마카오·대만 투자기업이 2.4% 증가, 민간기업이 5.6% 증가
- 고정자산 투자 둔화세도 제어되고, 부동산 투자 역성장 폭도 둔화
- 중국 실물 경기가 예상보다 강한 반등세를 보임에 따라 중국 정책 기대를 넘어서는 경기회복 기대 유입

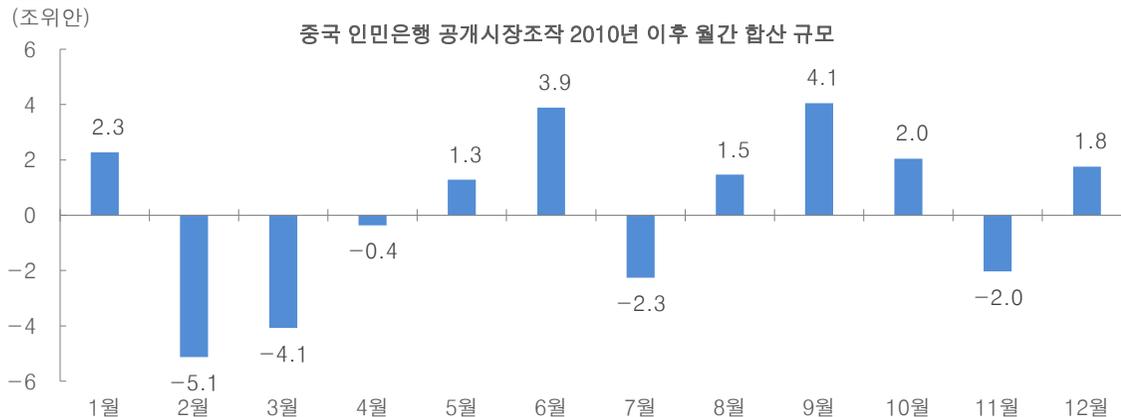
[중국 Macro] 그동안의 경기부양정책, 재정/통화정책도 중국 경기회복에 힘을 더할 전망

경기부양 기대가 되살아나고 정책 효과가 반영될 수 있을까?



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

매년 9월에 중국 유동성 공급 물량 확대

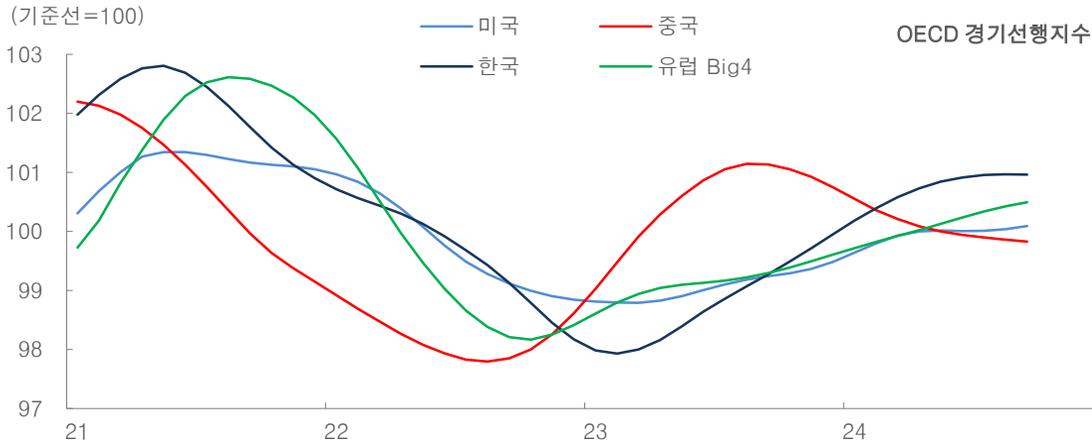


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 중국은 23년 7월말 정치국 회의에서 경기부양드라이브를 시작으로 11월 재정확대(적자 비율 3.8%), 24년 2월 기준율인하, 3월, 6월 기준금리 인하 등 지속적인 경기 부양 정책 시행 중
- 시차를 감안할 때 24년 3분기 후반 늦어도 4분기 중에는 중국 경기회복이 가시화될 전망
- 특히, 매년 9월, 10월에는 중국 정부의 유동성 공급 물량 증폭. 10월 국경절을 앞두고 다양한 경기부양정책이 집중되는 상황
- 즉, 그동안의 경기부양정책, 재정/통화정책들이 중국 경제에 긍정적인 변화를 야기할 시점에서 또다른 경기부양정책 드라이브가 유입됨에 따라 정책 신뢰도를 높일 수 있을 것

[중국 Macro] 사이클 상 저점통과 중. 점차 회복세를 보일 전망

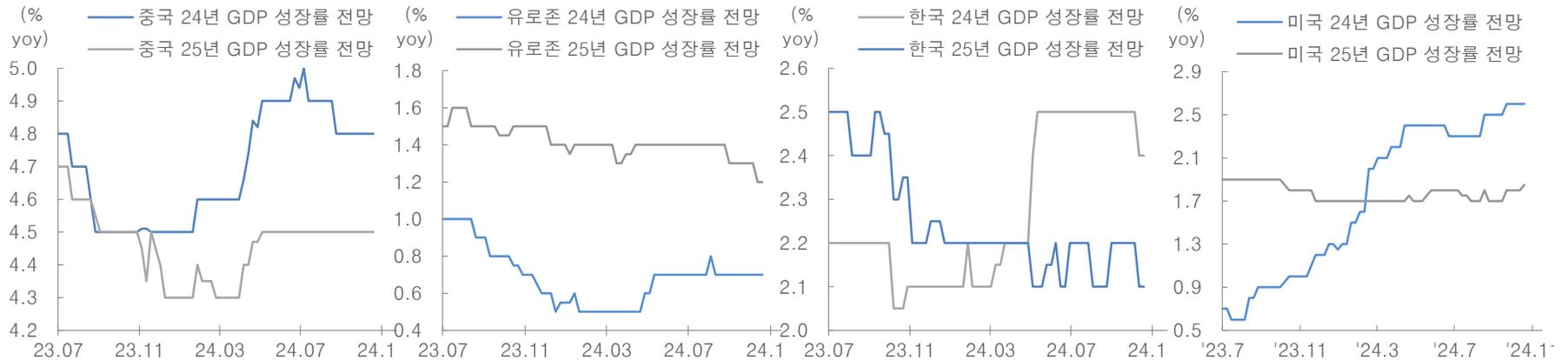
중국 경기선행지수 저점권 근접. 유럽, 한국 100을 상회, 상승세 지속



- 중국 OECD 경기선행지수는 확장국면에서 사이클 상 저점권에 근접
- 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. 여기에 경기부양패키지까지 가세하며 소비심리 개선 가능성
- 중국 경기회복 가시화될 전망

자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

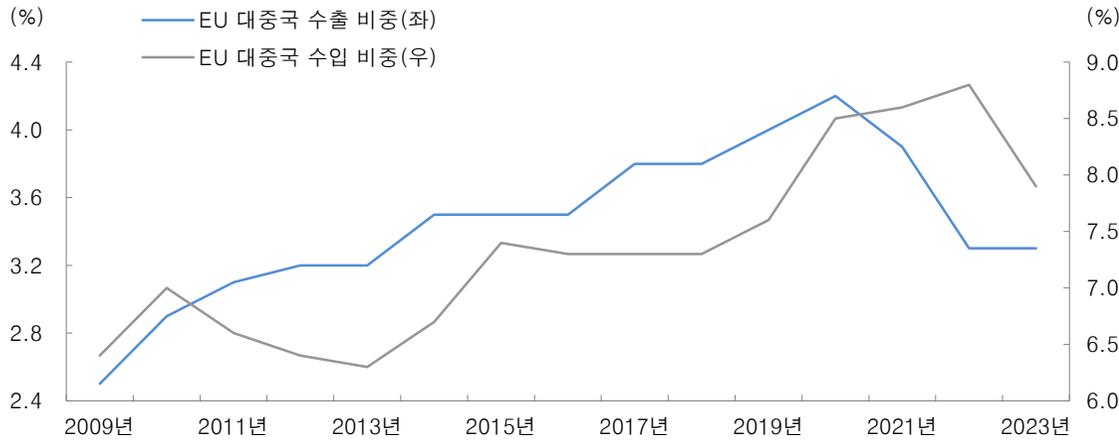
중국 24년 GDP 성장률 전망 5%에서 소폭 하향조정. 유로존, 한국 24년 GDP 전망 겨조한 흐름. 미국은 상향조정 재개



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

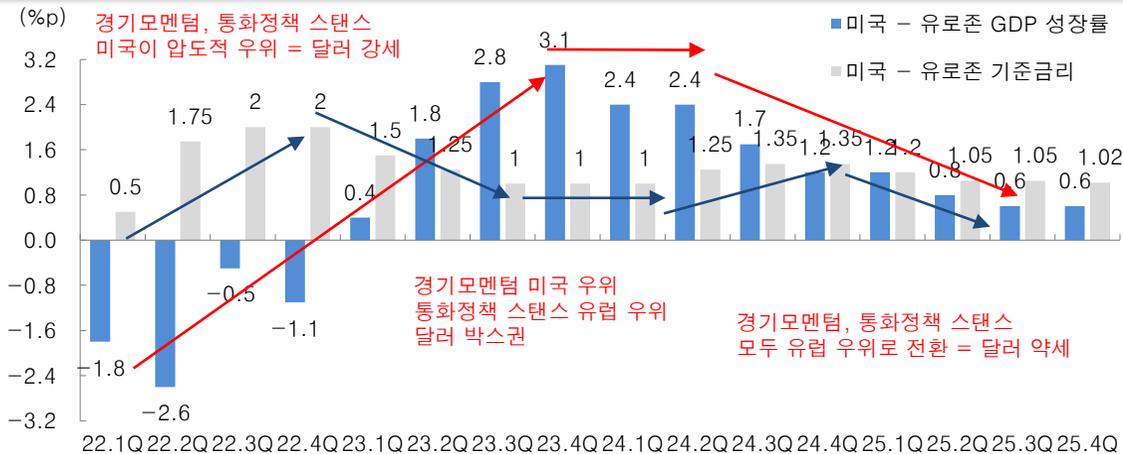
[달러화] 중국 경기회복의 나비효과... 달러 약세 압력 확대

EU 대중국 수출입 비중 확대. 중국 경기 회복 = 유럽 경기에 긍정적 변화 기대



자료: Euro Stat, Bloomberg, 대신증권 Research Center

순환적 유럽 경기/통화정책 모멘텀 우위 = 예정된 달러 약세. 유럽이 더 강해지면?



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 경기 격차는 축소, 25년 상반기에는 유럽과 미국 GDP 성장률 격차가 0에 수렴할 것으로 전망
- 여기에 추가적인 경기 모멘텀 회복세가 가세할 경우 유럽과 미국 GDP 성장률 격차는 커지고, 달러 약세 압력도 확대 될 것

[달러] 중장기 달러 약세 추세 강화. 25년 상반기 95p대 진입 가능 = 신흥국, 신흥 아시아 증시 상대적 강세

달러화 주간 차트. 하락추세 진행 중. 단기 반등은 가능하다 95p를 향하는 흐름



자료: 대신증권 Research Center

달러 약세는 신흥국, 신흥 아시아 증시 강세로 이어져

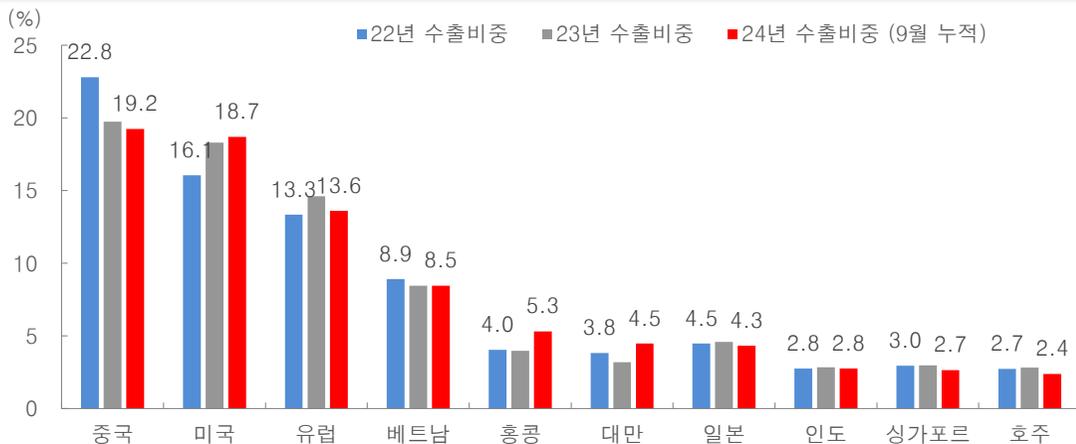


자료: MSCI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 달러화는 24년 하반기 하락세 재개. 9월 100p 지지력으로 반등시도 중
- 미국 경기둔화, 유럽, 중국 경기회복 국면에서 달러 약세는 지속될 전망
- 25년 상반기 중 95p까지 하락 가능
- 향후 달러 약세 압력 확대는 최근까지 상대적으로 부진했던 신흥국, 신흥 아시아 증시에 우호적인 변화
- 달러 약세 압력이 커질수록 미국 이외의 지역으로 글로벌 유동성이 이동할 것

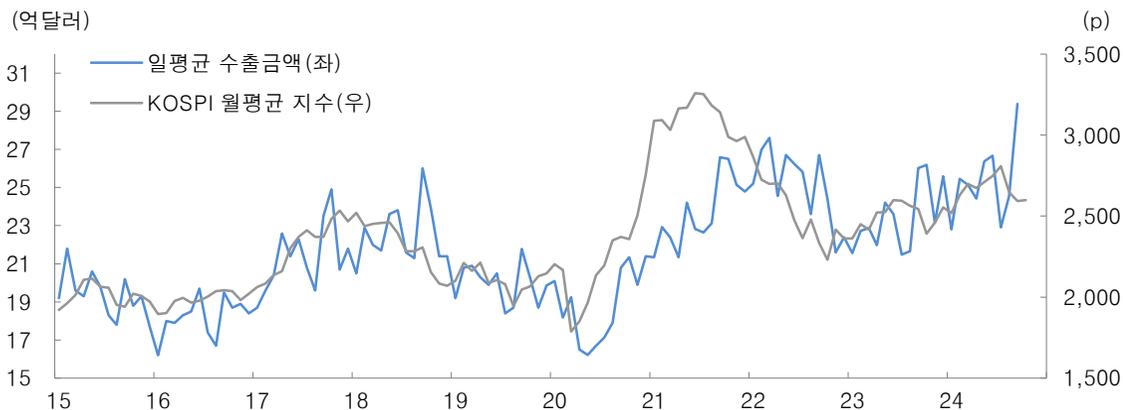
[한국 수출] 중국, 유럽 수출 의존도 32.8%. 미국 경기도 여전히 견조한 흐름. 한국 수출 개선 가능

미국 수출비중 18.7%, 중국, 유럽 비중 32.8%에 달해. 아세안 비중 50% 상회



자료: 관세청, 산업통상자원부, CEIC, 대신증권 Research Center

KOSPI는 수출대비 극심한 저평가 해소 전망



자료: 관세청, 산업통상자원부, CEIC, 대신증권 Research Center

- 미국 경기둔화 국면에서 한국 수출 개선에 대해 회의적인 의견이 많은 상황.
- 물론, 수출 개선 강도가 제한적일 수 있지만, 미국이 급격한 경기침체만 아니라면 한국 수출 개선 가능성 높다고 판단. 최근 컨센서스는 미국 GDP 성장률 1% 중반을 저점으로 회복 예상. 연착륙 가능성 확대
- 최근 한국 수출은 중국 의존도가 낮아지는 한편, 미국, 유럽 등 선진국 의존도 높아짐. 이로써 한국은 자연스럽게 수출 다변화 진행 중
- 그 결과 미국 수출비중이 18.7%까지 높아졌지만, 중국, 유럽 비중은 32.8%에 달하고, 아세안 비중은 50% 상회
- 중국 경기회복의 중요성이 커진 2024년 하반기. 중국 경기회복이 아세안, 유럽에 훈풍을 불러일으킬 경우 한국 수출에도 호재가 될 전망
- 현재 한국 일평균 수출 금액은 사상최고치 경신. 하지만, KOSPI 지수는 2,600선에서 등락 반복
- 극심한 저평가 영역에 위치. KOSPI 상승 여력 충분

중기 상승동력 강화 3. 유럽 금리인하 가속화

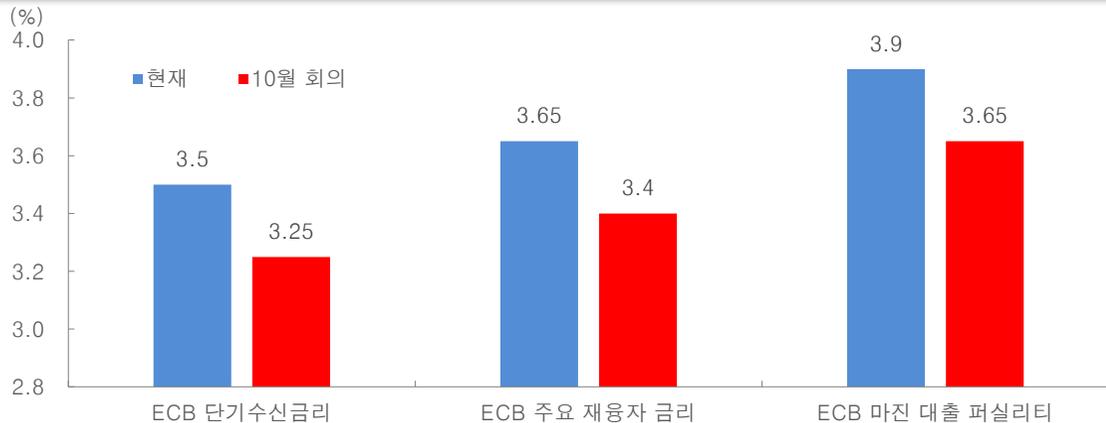
Strategist 이경민

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

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

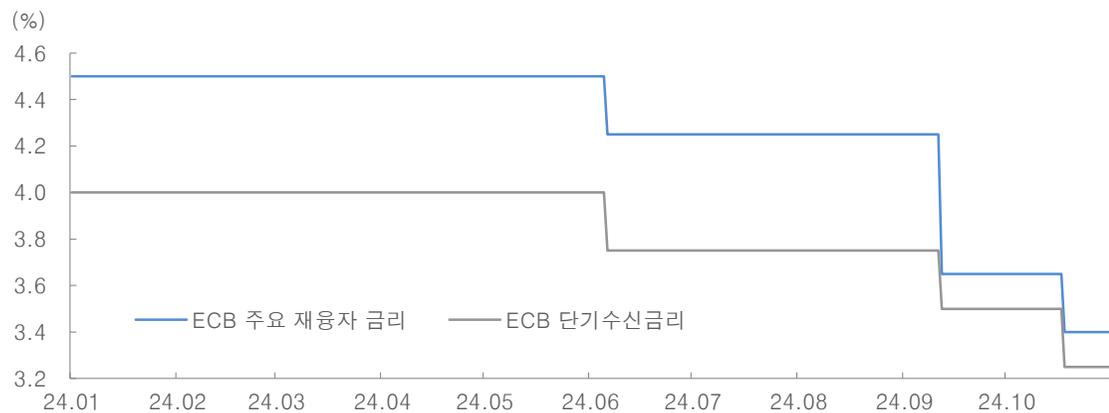
[ECB 금리인하] 9월에 이어 10월에도 추가 금리인하 단행

10월 ECB 통화정책 회의에서 25bp 금리인하 단행



자료: ECB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

ECB 6월 이후 세번째 금리인하. 9월에 이은 10월 연속 금리인하

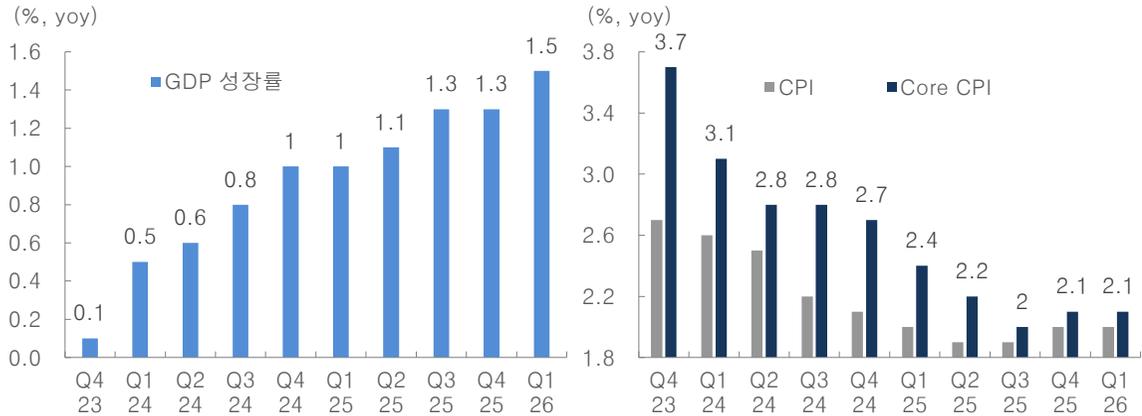


자료: 미국 노동부, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 17일 ECB 통화정책 회의에서 25bp 금리인하 만장일치로 결정
- 물가 안정이 가시화된 상황에서 경기 불확실성이 커졌기 때문
- 독일은 올해 사실상 리세션을 자인하며 개혁 의지를 표명
- 유럽 집행 위원회는 드라기 전 이탈리아 총리 주도로 구조개혁의 필요성에 대한 “유럽 경쟁력의 미래” 라는 모고서 발간
- ECB 또한 9월의 완만한 금리인하 입장에서 선화, 빠르게 금리를 내린 것
- 경기 불확실성이 커지면서 ECB의 금리인하 속도도 빨라지는 양상

[유로존 Macro] 25년 1%대 성장으로 전환. 물가 안정 지속. 문제는 경제지표 부진이 지속되고 있다는 점

유럽 GDP 성장률 26년 1분기까지 개선 기대. 물가 안정으로 금리인하 지속 가능



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

문제는 부진한 경기 상황. 다행히 최근 경제지표 서프라이즈 인덱스는 급반등



자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 유럽 GDP 성장률은 꾸준히 개선될 것으로 예상되고 있음
- 하지만, 이는 기저효과에 기인한 것으로 자체 경기회복이라는 시그널 부재에 시달리고 있는 상황
- 이로 인해 물가 안정 또한 경기 활력 둔화/약화의 증거로 인식되면서 악순환의 고리 형성 조짐
- 최근 유럽에서 발표되는 경제지표들은 예상보다 부진한 흐름을 이어가고 있음. 경제지표 서프라이즈 인덱스는 저점권에서 등락 반복
- 최근 낮아진 경기 기대, 눈높이 영향으로 서프라이즈 인덱스 강한 반등 전개
- 독일, 프랑스, 이탈리아 등 주요 3개국의 제조업/서비스업 모멘텀은 악화 지속
- ECB가 6월부터 금리인하를 시작했지만, 여전히 고금리 구간
- 경기부양효과를 보기 위해서는 빠르게 금리 레벨을 낮춰야 할 것

경기 하방 리스크를 경계하는 ECB. 금융여건 완화에 주력할 것

정책위원회는 디스인플레이션 진전 및 경제활동 지표 둔화로의 파급을 확인하고 만장일치로 수신 금리(3.25%), 리파이낸싱 금리 (3.40%), 한계대출 금리 (3.65%)를 25bp 씩 인하

- 경제성장은 하방 위험이 증대. 제조업 부진 속 서비스업 약화, 더딘 소비 및 투자 회복, 노동시장 완화 조짐 등이 지정학, 무역 긴장 고조로 인한 신뢰도 저하 및 대외수요 약화, 통화정책 파급 등과 맞물려 경기 회복이 지연되는 양상

- 물가 상승률은 '21.4월 이후 최저 수준으로, 내년 중 물가목표 도달 전망. 다만, 기업 이윤이 노동비용의 물가 압력을 완충하고는 있음에도 역내 물가 압력 이 지속되고 있으며, 에너지가격의 기저효과 영향 등으로 단기내 반등 소지

- 금융 여건은 여전히 제약적인 수준이나 신규대출금리는 소폭 하락했으며, 은행들의 기업대출태도에는 변화가 없었지만, 주택담보대출 태도는 소폭 완화

정책위원회는 '24년말 PEPP 재투자 종료 계획 및 유로시스템이 PEPP에 따라 매입한 만기 원금 전액에 대해 매월 € 750억씩 감축하겠다는 종전 방침 유지

- ECB가 2회 연속 정책금리를 인하한 것은 13년 만
- 이번 금리 인하는 유로존(유로화 사용 20 개국)의 성장 동력이 꺼질 수 있다는 우려로 ECB가 금리인하 사이클을 가속화 시킨 것
- ECB가 물가 안정에서 경제 성장세 유지에 통화 정책 방점을 두기 시작한 것
- 유로존의 9월 소비자물가지수(CPI) 상승률은 지난해 같은 기간보다 1.7% 증가. 약 3년 5개월 만에 처음으로 ECB 중기 목표치인 2% 하회
- 반면, 9월 유로존 제조업 구매관리자지수 (PMI)는 44.8로 전월(45.8)보다 하락하면서 시장 예상치 하회. 수축국면 지속
- ECB 통화정책위원인 프랑수아 빌르루아 드갈로 프랑스 중앙은행 총재는 최근 인터뷰에서 “너무 오랜 기간 긴축 통화정책을 유지하면서 나타나는 성장률 둔화와 같은 반대 위험에도 주의를 기울여야 한다” 고 강조

기자회견

25bp의 금리인하는 만장일치 결정. 디스인플레이션 궤도를 확신하는 한편, 기저효과 영향 등이 잠재해 아직 인플레이와의 사투에서 완전한 승리는 아니라는 평가

- 최근 지표들은 생각보다 좋지 않은 경제상황을 시사. 경제에 하방 위험이 증대된 가운데, 물가 하향세로 디스인플레이션이 궤도에 있음을 확신
- 유로존의 대외무역 개방성을 감안해 중동 긴장 및 중국 부양책으로 인한 석유시장 변화와 유가 영향, 미국 대선의 관세 영향 등 역내 경제적 영향에 주의 깊게 주목할 것
- 최근 디스인플레이션이 가속화되고 PMI 등 서베이 지표가 예상보다 부진했으나, 역내 경제침체 조짐은 없으며, 연락처 시나리오는 유효
- 성장 관련 서베이 지표들이 부진한 것은 사실이나 이로써 통화정책 파급을 확인- 독일의 경제 부진을 우려하지만 모든 유로존 경제가 같은 방향에 있지 않으며, 확보한 데이터로는 역내 경기침체 가능성이 제한적이라고 평가
- 정책의 포커스가 물가에서 성장으로 옮겨갔냐는 질문에는 성장이 물가에 영향을 미치는 영향을 고려하는 차원에서 성장, 물가 두 가지 모두 중시한다고 답변

향후 금리인하 가속화 가능성, 12월 경제전망 수정 가능성, 중립금리 도달 시점 등에 대해서는 회의 별 데이터 기반 의사결정 강조

- 금일 25bp 인하에도 금융 여건은 여전히 제약적일 것이며, 중립금리 도달 시점, 12월 경제전망 수정 가능성 등은 모두 전반적인 경제, 금융 데이터를 통해 결정될 것이라고 강조
- 향후 어떤 금리 경로도 사전에 결정되지 않으며, 매 회의 별 데이터에 기반해 결정될 예정
- 금일 회의가 특정 시점이 아닌 전반적 데이터에 기반한 의사결정의 사례라고 언급

- ECB는 인플레이션 억제에 자신감을 강화하고 있지만 주요국의 경기 부진이 금리 인하를 가속화
- 라가르드 총재는 통화정책 반응함수인플레이션 기초, 인플레이션 전망, 통화정책 파급강도 중 인플레이션 전망에 영향을 미치는 경제 지표가 악화된 점을 금번 금리 결정의 배경으로 설명
- 금번 회의의 초점은 금리 인하보다 향후 금리 경로 시사 여부. ECB는 금리 경로를 확약하지 않는다는 입장이지만 경기, 물가 위험 인식은 하방으로 기울어지는 모습
- 라가르드 총재는 금리인하가 만장일치로 결정되었으며 경제 지표가 악화 경향에 있음을 반복 강조
- 12월 회의에서는 경기, 물가 전망이 하향 조정될 것으로 예상
- 이와 발맞춰 ECB 회의때마다 금리인하를 단행, 빠르게 2%대 기준금리 도달한 이후 경기부양 가능성을 타진할 가능성 확대

[금리인하 가속화] 25년 상반기 기준금리 2% 도달 컨센서스 우세

ECB 주요 정책위원들의 발언. 물가 안정, 경기불안 = 금리인하 가속화 시사

정책위원	일자	주요 발언 내용
Lagarde	9.30	10월 통화정책회의에서 (성장세 약화를) 고려할 것
Rehn	10.1	이제 10월에 금리인하를 정당화할 이유가 더 많아졌음
Kazaks	10.1	10월에 금리인하 결정이 내려질 것이라는 시장 반응에 매우 동의
Schnabel	10.2	성장 역풍을 무시할 수 없음. 구조적인 역풍이 다른 나라보다 일부 국가의 성장을 더 많이 저해
de Guindos	10.4	최근 인플레이션 데이터는 양호
Nagel	10.8	인플레이션 추세적 흐름은 좋은 소식 중 하나. 물가목표 2%에 분명히 도달하고 있음
Elderson	10.8	분명한 것은 향후 방향. 우리는 조정 속도와 관련해 유연성을 유지하며, 이는 데이터에 따라 결정
Stournaras	10.9	지금 한 차례 25bp 인하하고 12월에 또 한 차례 인하해도 정책금리는 3%. 여전히 매우 제약적
Villeroy	10.9	인플레이션과의 사투가 어떻게 진전되는지에 따라 통화정책의 흐름이 달라질 것
Wunsch	10.9	점진적인 금리인하에 대한 판단을 바꾸기에는 분명하지 않은 상황

자료: ECB, Bloomberg, Reuters, Goldman Sachs, 국제금융센터 재인용, 대신증권 Research Center

25년 상반기 중 ECB 기준금리 2% 도달 전망이 우세

분야	24.4Q	25.1Q	25.2Q	25.3Q	25.4Q
Citi	3.00	2.50	2.00	1.5	1.5
BofA	3.00	2.50	2.00	1.75	1.5
Barclays	3.00	2.50	2.00	2.00	2.00
GS	3.00	2.50	2.00	2.00	2.00
HSBC	3.00	2.50	2.25	2.25	2.25
JPM	3.00	2.50	2.00	2.00	2.00
Nomura	3.00	2.50	2.00	1.75	1.75
Deutsche	3.00	2.50	2.25	2.25	2.25
UBS	3.00	2.50	2.00	2.00	2.00
중간값	3.00	2.50	2.00	2.00	2.00

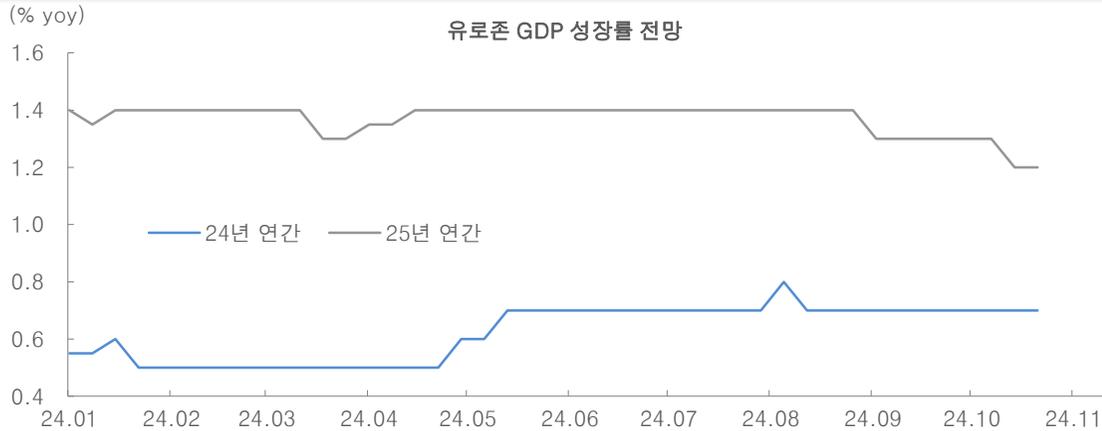
주: 음영은 최종금리 전망이며, 회의 직전일(10/17일) 기준

자료: 각 IB, 국제금융센터 자료 재인용, 대신증권 Research Center

- ECB 정책위원들도 대부분 물가 안정에 대한 자신감을 피력하는 한편, 경기 불확실성에 대한 경계심리 표명
- 마디스 뮐러 에스토니아 중앙은행 총재는 “지난 9월 ECB의 코멘트 이후 전망이 눈에 띄게 바뀌고 있다” 며 “경제성장률도 한두달 전 예상보다 더 완만해지면서 인플레이션 압력도 줄일 수 있을 것” 이라고 기대
- ECB 통화정책위원인 프랑수아 빌르루아 드갈로 프랑스 중앙은행 총재는 최근 인터뷰에서 “너무 오랜 기간 긴축 통화정책을 유지하면서 나타나는 성장을 둔화와 같은 반대 위험에도 주의를 기울여야 한다” 고 강조
- 시장 컨센서스는 분기별 인하 및 2025년 말 수신금리 2.25%(중간값) 도달 전망에서 회의별 인하 및 2025.2분기 중 2.0% 도달 전망으로 변화
- 물가상승률의 큰 폭 둔화는 ECB의 금리 인하에도 금융환경이 계속 제약적일 수 있음을 시사
- 따라서 ECB는 2% 기준금리에 빠르게 도달하려할 것

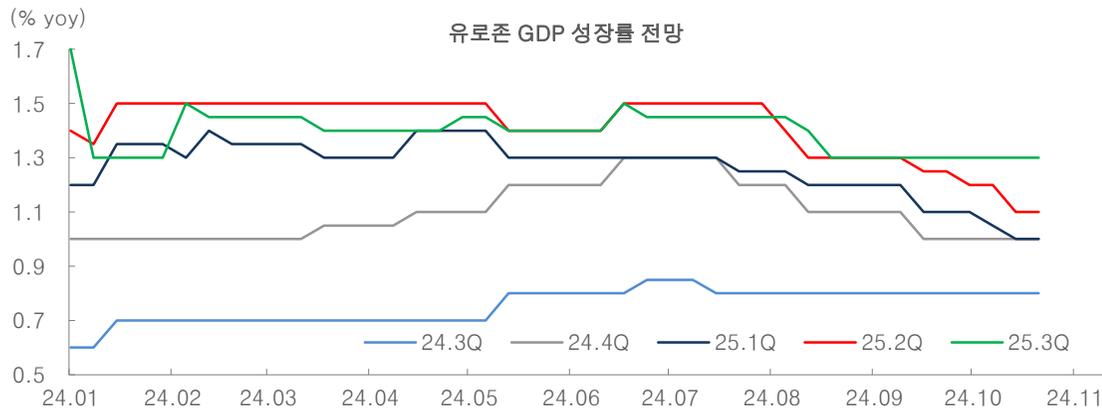
[유로존 Macro] 일단, 경기에 대한 자신감 회복 여부가 관건

유로존 24년 GDP 성장률 전망 0.7%에서 정체. 25년은 1.2%로 추가 하향조정



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

25년 상반기 경제성장률 전망, 하향조정 지속. 발빠른 경기 불안심리 제어가 필요



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 유로존 GDP 성장률 전망 하향조정 지속. 특히, 분기별 GDP 전망을 보면 고금리 구간이 지속되는 24년 4분기부터 25년 상반기까지 경기에 대한 불안심리가 큰 상황
- 최근에도 GDP 성장률 전망 하향조정 지속
- 구조적 경기 개선을 차치하더라도 순환적 요인 만을 고려할 경우 유럽 경기 회복은 유효. ECB 금리인하는 지속될 것이기 때문
- 유로존 실질임금 상승에도 불구하고 소비 부진의 이유에는 1) 고금리에 따른 저축 유인 확대, 또는 2) 가계 원리금 상환 부담이 있음. 금리 하락과 함께 소비 개선은 가능할 것
- 제조업 부진도 마찬가지. ECB 통화정책 충격이 3~4개 분기 시차를 두고 제조업에 영향을 미쳐 왔음을 고려할 때 25년 1분기 제조업 경기 회복은 가시화 가능
- 이보다는 먼저 경기에 대한 자신감을 회복하는 것이 중요

24년 상반기까지 강력한 상승추세 전개 예상

Strategist 이경민

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

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

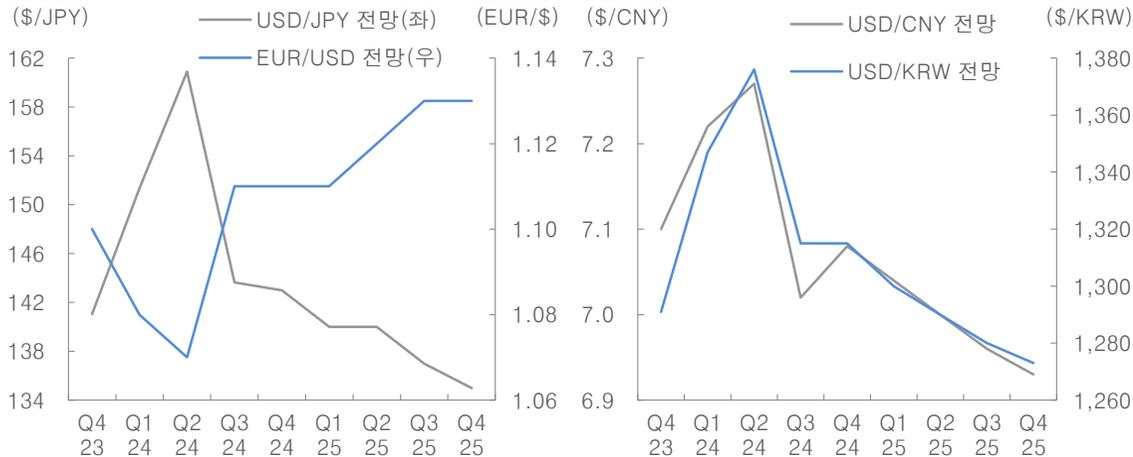
[경기 + 통화정책] 24년 4분기 이후 예상되는 경기/통화정책 조합은 증시에 강력한 상승동력

경기, 통화정책, 유동성 모멘텀 동반 회복/개선국면. 경기 호황 시 통화정책 부재해도 증시에는 우호적

경기와 통화정책 동반 모멘텀 회복. 최상의 조합			
	현재 컨센서스 대신증권 전망	경기 침체시	경기 호황시
경기 모멘텀	+	-	++
통화정책 모멘텀	+	++	-
증시 영향력	++	+	+

자료: 대신증권 Research Center

경기, 통화정책 모멘텀에 달러 약세 가세할 전망. 엔, 유로, 원, 위안 동반 강세 예상



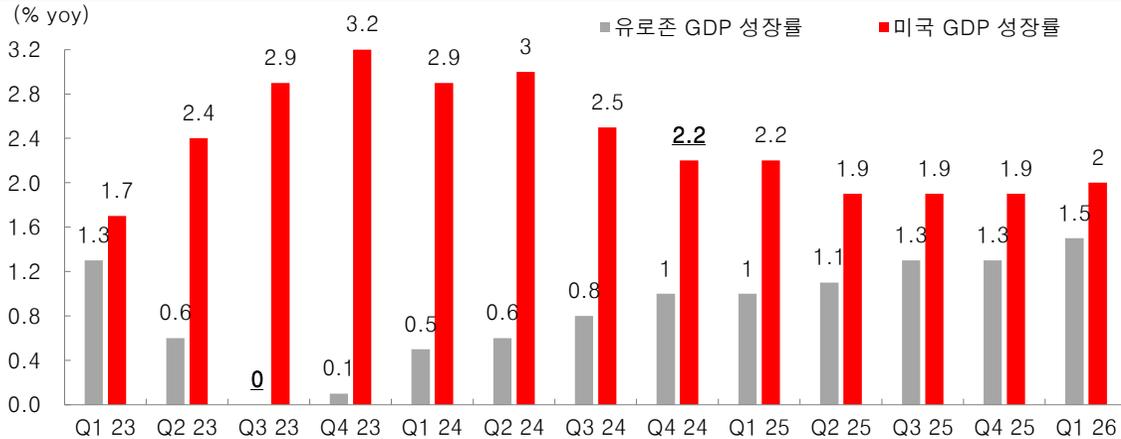
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 최근 미국 고용, 경제지표 호조로 기존 연착륙 시나리오 재부상
- 특히, 24년 4분기 경기모멘텀과 통화정책 모멘텀 조합이 가시화되고, 구체화되고 있음
- 현재 컨센서스는 미국 경기 둔화 + Non-US 경기회복 + 100bp 금리인하. 경기모멘텀, 통화정책 모멘텀 모두 강화국면
- 게다가 달러 약세까지 맞물리면서 신흥국, 신흥 아시아 증시, KOSPI 상대적 강세 전개 전망
- 연착륙 시나리오 재가동 여부는 11월 FOMC 이후로 집계되는 지표들을 추가로 확인해야 할 것
- 9월 미국 금리인하 사이클 진입 이후 미국 경기 안정성 확보 + Non-US 경기회복을 확인한다면 당초 예상했던 글로벌 경기 회복 + 유동성(통화정책) 모멘텀 개선 + 달러 약세라는 우호적인 투자환경 재개 전망

[경기] 미국은 연착륙 + 유럽 1%대 성장 예상. 관건은 중국 경기회복 강도

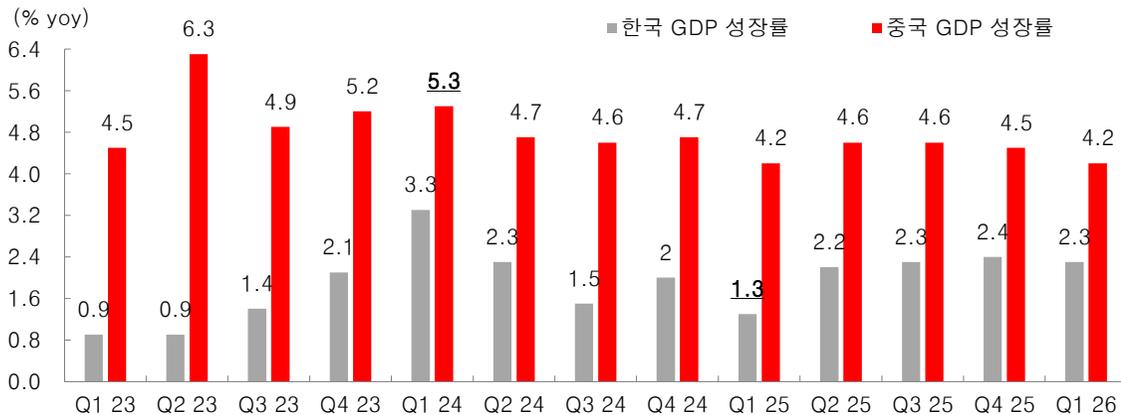
미국은 경기침체, 경착륙이 아닌 연착륙 전망. 유럽은 더디지만, 1% 성장국면 진입. 관건은 중국 경기, 25년 1분기 저점?

미국은 25년 2Q 1% 후반에서 경기 저점 예상. 유럽은 1%대 진입



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

문제는 중국. 중국 4%대 후반 성장 기대 약화. 25년 1분기까지 경기 둔화?



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 3분기 미국 경기침체 공포심리가 확대/재생산된 이유는 미국 이외의 지역에 대한 경기불확실성이 여전하기 때문
- 기대했던 중국과 유럽 경기회복 지연. 특히, 중국은 경기둔화 우려 가중
- 현재 컨센서스 기준으로는 미국은 25년 2분기 1%대 후반, 2%에 근접하는 수준에서 경기저점 형성 예상. 연착륙 가능성 높다고 판단
- 유로존도 더디기는 하지만, 24년 4분기 1%대 성장 진입 기대
- 문제는 중국. 중국은 24년 1분기 경기 모멘텀 정점 이후 25년 1분기까지 둔화 지속 예상
- 중국 경기 향배가 24년 4분기 이후 25년 상반기까지 글로벌 금융시장 향배 결정
- 다행히 9월말 경기부양 패키지 공개, 적극적인 시행. 경기부양정책 신뢰도 회복 중

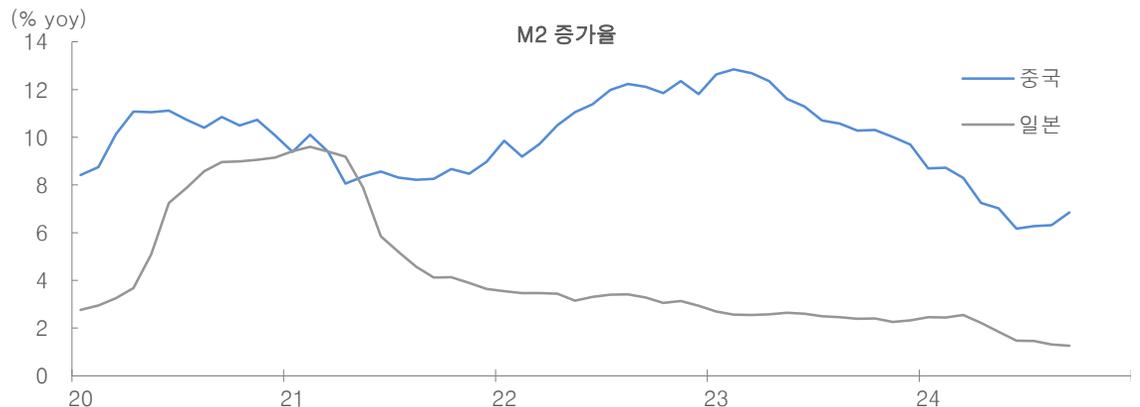
[글로벌 유동성] 미국, 유로존, 영국 등을 중심으로 글로벌 유동성 모멘텀 개선. 중국까지 가세한다면?

미국, 유로존, 영국 등을 중심으로 글로벌 M2 증가율 빠르게 개선 중



자료: 각국 중앙은행, Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국 M2 증가율 9월 서프라이즈 기록. 유동성 효과 기대

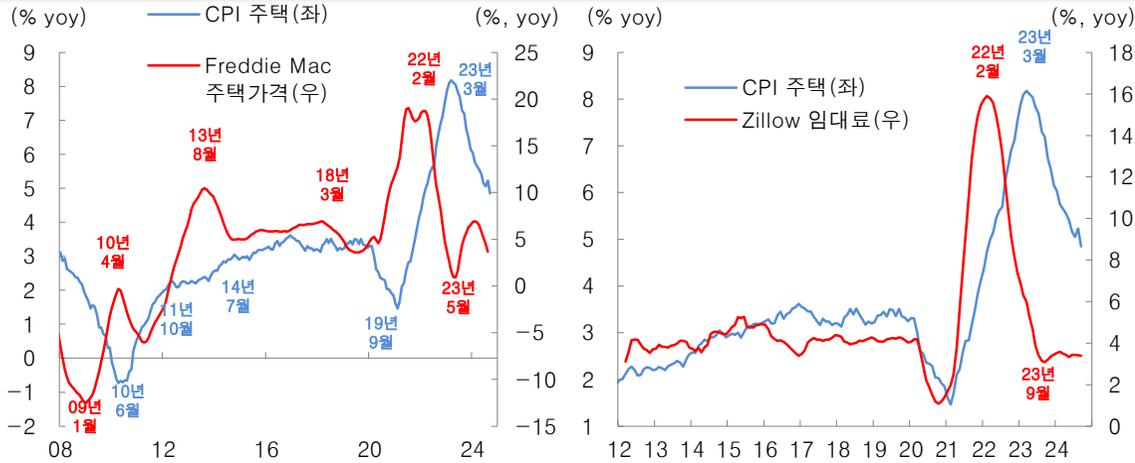


자료: 각국 중앙은행, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 글로벌 동반 금리인하 사이클 진입, 전개는 글로벌 유동성 모멘텀 개선으로 이어지고 있음
- 미국, 유로존 M2 증가율 개선에 이어 영국, 중국도 개선세 가시화
- 추가적인 금리인하 사이클이 예상되는 상황에서 유동성 모멘텀 강화 기대
- 25년에는 글로벌 경기 회복과 유동성 모멘텀 강화가 맞물릴 수 있을 전망

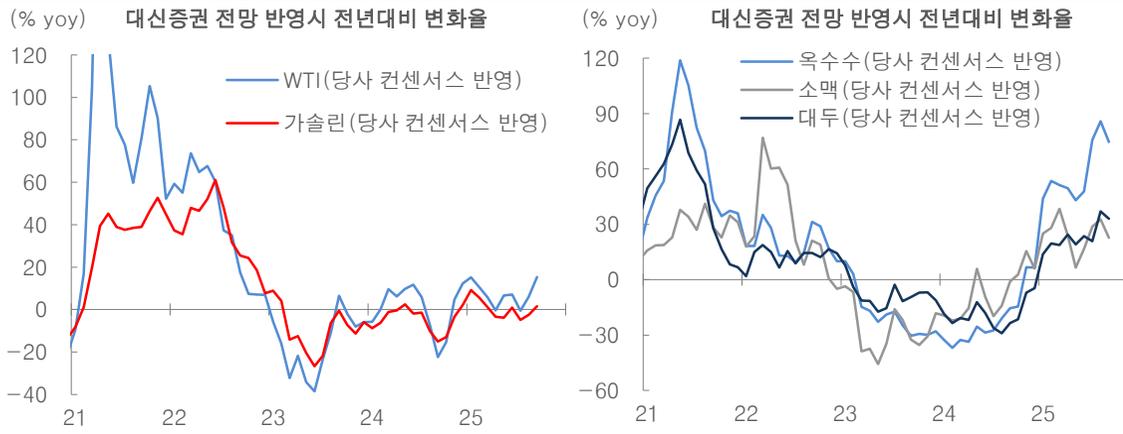
[물가 안정] 25년 상반기까지 주거비 물가 둔화 & 하향안정 지속. 유가, 곡물가 상승 영향은 제한적

Zillow 임대료, 주택가격 지수와 임대료 CPI 상승률 추이



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

가솔린 가격, 곡물가 상승시 25년 상반기까지 물가 상승압력 제한적

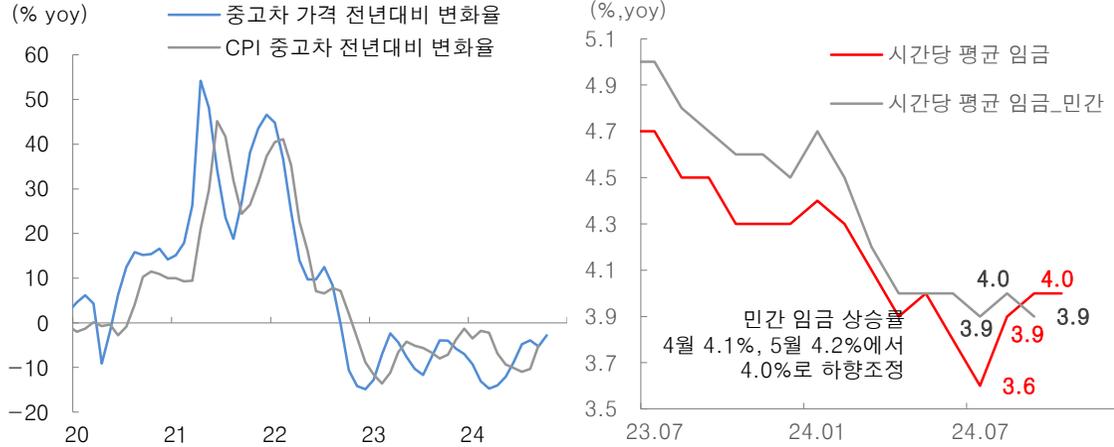


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 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 둔화세가 이어지고, 이후에도 하향안정 지속 전망
- 한편, 최근 유가가 70달러에 머물고, 곡물가 안정으로 물가 우려 완화
- 당사 전망 기준 유가 상승압력은 25년 상반기까지 제한적. 오히려 70달러 이하에서는 마이너스 기록 예상(WTI 기준 4분기 평균 81달러, 25년 1분기 85달러, 2분기 84달러 전망)
- 24년 4분기, 25년 초 기저효과에 의한 에너지 가격 변화율 반등 또한 일시적. 물가 부담 제한적
- 곡물가격 변화율도 24년 3분기까지 마이너스 국면 지속. 하반기 상승반전, 상승폭 확대. 물가에 반영되는 시차를 감안할 경우 25년 상반기까지 곡물가격 상승이 음식료 가격 상승으로 이어지지는 않을 것으로 전망

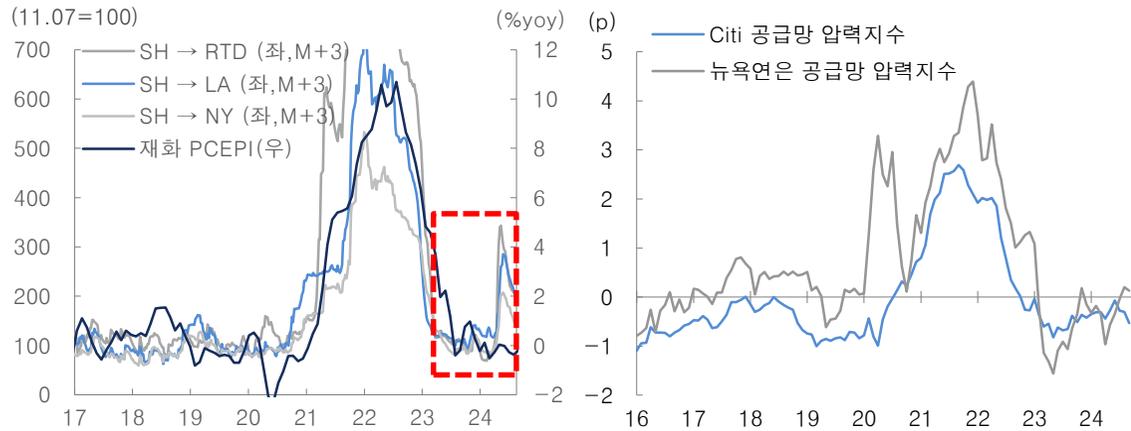
[물가 안정] 중고차 가격 하락폭 확대 & 임금 안정. 운송비 상승 영향력 체크

중고차 가격 전년대비 마이너스 지속, 임금상승률은 하향안정, 기준금리 하회



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

운임료 급반등. 공급망 불안으로 확산될 가능성은 낮아...

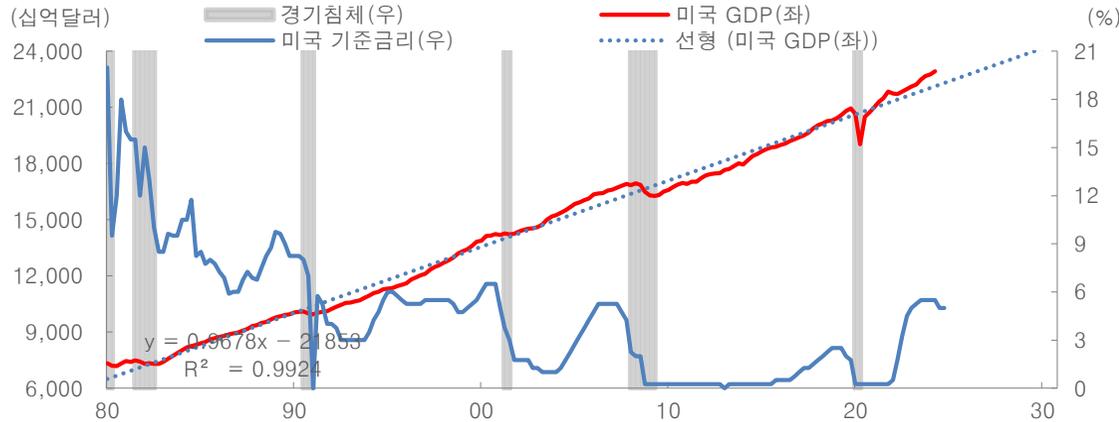


자료: 뉴욕 연은, Citi, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 미국 경기둔화와 맞물려 중고차 가격 하락세 뚜렷. 최근들어 전년대비 마이너스를 이어가고 있음
- 시차를 두고 신차 가격 하락으로 이어져 또다른 물가 안정 변수가 될 수 있을 것
- 임금상승률 또한 둔화 지속. 9월 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
- 당장 물가 레벨을 자극할 정도는 아니겠지만, 글로벌 공급망 압력지수가 플러스 반전 함에 따라 지속적인 경계변수

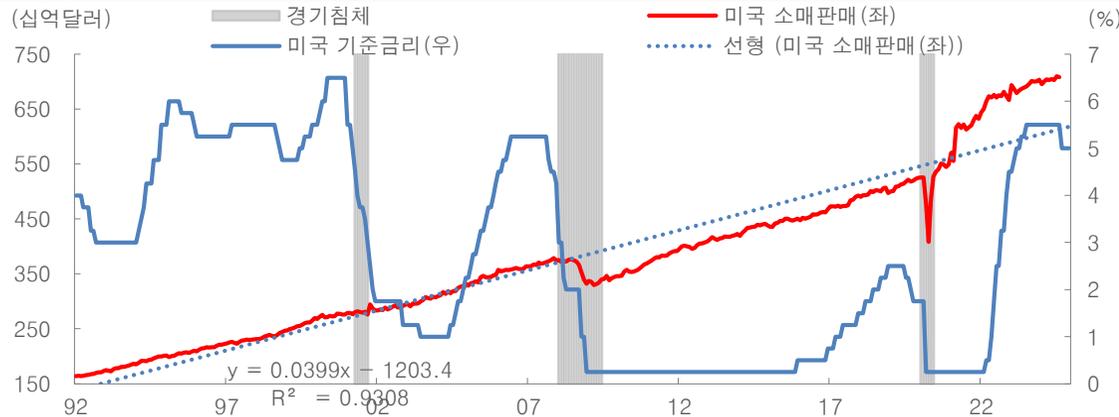
[FED Bubble?] 이례적으로 경기 확장, 초과 수요국면에서 금리인하 사이클. Bubble 가능성도 염두에 둘 때

현재 미국 GDP, 1980년 이후 추세를 크게 상회. 경기 확장 / 수요 팽창 국면



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 소매판매, 레벨업된 이후 고공행진 중



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 이번 미국의 금리인하 사이클이 글로벌 위험자산, 주식시장에 강한 상승동력이 될 수 있다고 생각하는 이유는 미국 경제, 소비가 확장국면에 위치해있기 때문
- 현재 미국 GDP는 23조 달러. 1980년 이후 추세를 3.47% 상회하고 있음. 미국 소매판매 또한 코로나 19 이후 레벨업된 수준에서 증가세를 이어가고 있음
- 즉, 경기 확장, 수요 팽창국면에 위치해있는 상황
- 과거 금리인하 국면에서는 경기 정점 통과 이후, 또는 경기 악화 확인 이후가 대부분
- 과거 미국 경제, 소비가 18인치 바퀴를 단 세단이었다면 현재는 32인치 바퀴를 단 오프로드 카에 비유할 수 있음
- 이러한 경기상황에서 금리인하는 경기에 긍정적인 영향을 주는 것은 물론, 주식시장을 비롯한 글로벌 위험자산에 강한 상승동력이 될 전망
- 주식시장의 Bubble 가능성도 열어놓을 수 있는 상황

24년 4Q KOSPI Target 2,900p 유지

Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

[KOSPI 전망] 4분기 상승추세 재개로 2,900p 돌파시도. 이후 25년 상반기 3,200선을 향하는 흐름

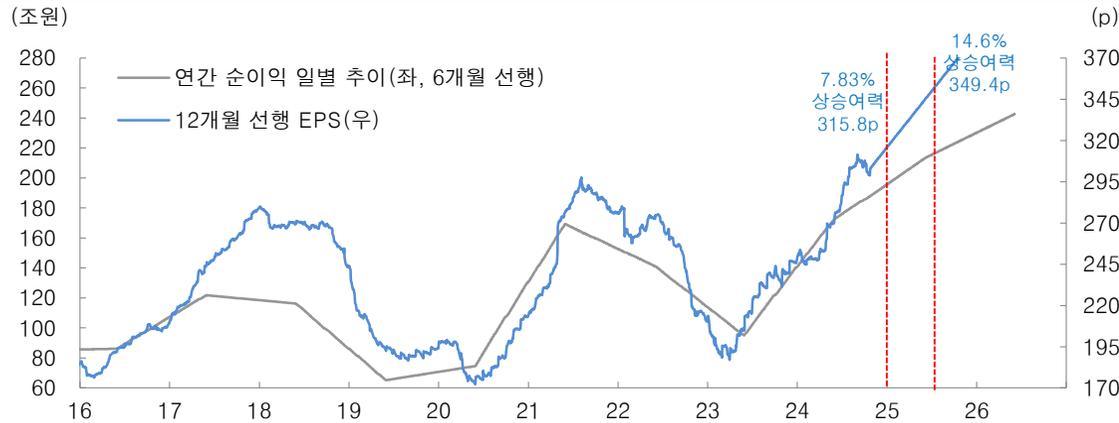
25년까지 KOSPI 예상 경로. 9월 FOMC 변곡점 통과, 추세 반전 모색 중



- 24년 4분기 KOSPI는 상승추세 전개 예상. 3분기까지 변동성을 수반한 급등락, 레벨업된 박스권 등락을 뒤로 하고 금리인하 + 경기모멘텀 회복 국면 진입
- 글로벌 통화정책, 유동성, 경기 모멘텀이 동반 회복/개선되는 가운데 한국은 반도체 업황/실적 개선이 가세하면서 본격적인 실적장세 진입
- 대신증권은 24년 9월 금리인하(50bp)를 시작으로 24년 추가적인 50bp 금리인하, 25년 100bp 금리인하 기대
- 4분기에는 실질적인 금리인하 사이클 시작과 미국 경기 저점 통과, 중국 경기회복세 강화(경기부양정책 효과) 등에 힘입어 강한 상승추세 전개
- 한국은 최근 발목을 잡고 있는 반도체 업황/실적 불안심리가 진정되고, 채권금리가 하향안정될 경우 반도체를 필두로 한 수출주와 성장주 주도로 탄력적인 상승을 이어갈 전망

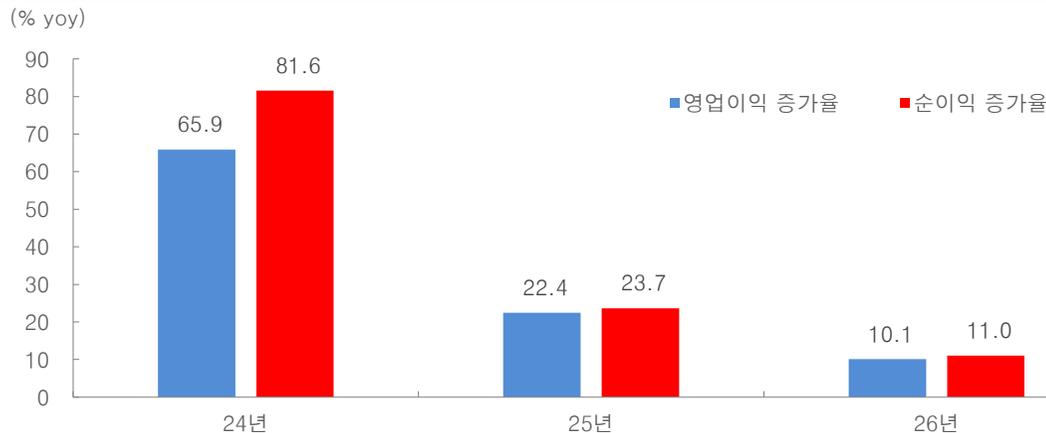
[KOSPI 전망] 24년, 25년 순이익 레벨을 감안한 실적 추정

26년까지 연간 순이익 레벨업. 선행 EPS 24년 연말 315.8p, 25년 상반기 349.4p



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

26년까지 KOSPI 순이익, 영업이익 증가세 뚜렷. 선행 EPS 상승세 지속



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 2분기 실적 시즌을 지나며 반도체 업황/ 실적 개선 속도 가속화. 실적 전망 변화 보다는 현재 시점에서 컨센서스에 따른 선행 EPS 궤적 추적
- 순이익 기준 24년 172조원(4월말 165조원), 25년 213.6조원(4월말 204조원), 26년 237.4조원(4월말 214조원)으로 컨센서스 형성
- 물론, 3분기 프리어닝 시즌 이후 순이익 전망 하향조정. 9월말 대비 24년 순이익 전망은 181.9조원에서 172조원으로 레벨다운되었고, 25년, 26년도 226.6조원에서 213.6조원, 248.5조원에서 237.4조원으로 하향조정
- 그러나 현재 순이익, 영업이익은 26년까지 증액 예상. 12개월 선행 EPS 상승추세는 유효하다는 의미. 3분기 실적시즌 이후 상승세 재개 전망
- 현재 순이익 컨센서스가 부합한다면 보수적인 가정으로도 연내 선행 EPS는 315.8p까지, 25년 상반기 중 349.4p까지 상승 가능. 순이익 레벨만 높고 본다면 21년 고점 상회 기정사실화

[KOSPI 전망] 24년 4Q Target 2,900p. 25년 상반기 중 3,200p 이상 상승 가능

12개월 선행 EPS X 12개월 선행 PER에 따른 적정 KOSPI 지수 Matrix

EPS 조정 수 준 (%)	12개월 선행 EPS	12개월 선행 PER						
		18년 최저점 일시적 역성장	22년 최저점 경기침체 컨센서스 형성	22년 하반기 저점권 경기침체 가시화	23년 이후 평균의 -2Std	01년 이후 평균 23년 저점	2010년 이후 평균	21년 6월 이후 평균
		7.62X	8.5X	8.8X	9.15X	9.5X	10X	10.7X
20	367	2,798	3,121	3,231	3,360	3,488	3,672	3,929
14.6	351 (25.1H)	2,672	2,981	3,086	3,209	3,331	3,507	3,752
10	337	2,565	2,861	2,962	3,080	3,198	3,366	3,602
5	321	2,448	2,731	2,827	2,940	3,052	3,213	3,438
3.4	316 (24년말)	2,411	2,690	2,785	2,896	3,006	3,165	3,386
현재	306	2,332	2,601	2,693	2,800	2,907	3,060	3,274
-5	291	2,215	2,471	2,558	2,660	2,762	2,907	3,110
-10	275	2,099	2,341	2,424	2,520	2,616	2,754	2,947
-15	260	1,982	2,211	2,289	2,380	2,471	2,601	2,783

- 상단 2,900p : 12개월 선행 EPS 316 X KOSPI PER 9.15배 반영
- 하단 2,450p: 12개월 선행 EPS 현재대비 5% 하향조정(291p) X 24년 최저점 PER 8.5배 적용
- 현 시점부터 연말까지 저점권은 2,500선 전후로 추정
- 2024년 9월 금리인하 단해. 3분기와 10월까지의 시장의 기대와 연준의 스탠스 간의 괴리조정으로 인한 단기 변동성 확대 가능 = 비중확대 기회
- 9월 FOMC 이후 금리인하 사이클 진입 + 하반기 미국 경기저점 통과 + Non-US 경기회복 + 반도체 상승 사이클 = 상승추세 강화 전망
- 밸류에이션 확장은 제한적일 수 밖에 없지만, 반도체 실적개선이 가속화되면서 이익 전망 상향조정 뚜렷해지고, 12개월 선행 EPS 빠르게 상승 중. 실적 레벨업에 근거한 KOSPI 상승추세 전개
- 25년 상반기 최소 Target : 3,200p = 12개월 선행 EPS 351 X KOSPI PER 9.15배 반영
- KOSPI 3,300p 이상도 가능

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 상대적 부진 이유. 업황/실적 불안, 채권금리/달러 반등 & 트럼프 리스크

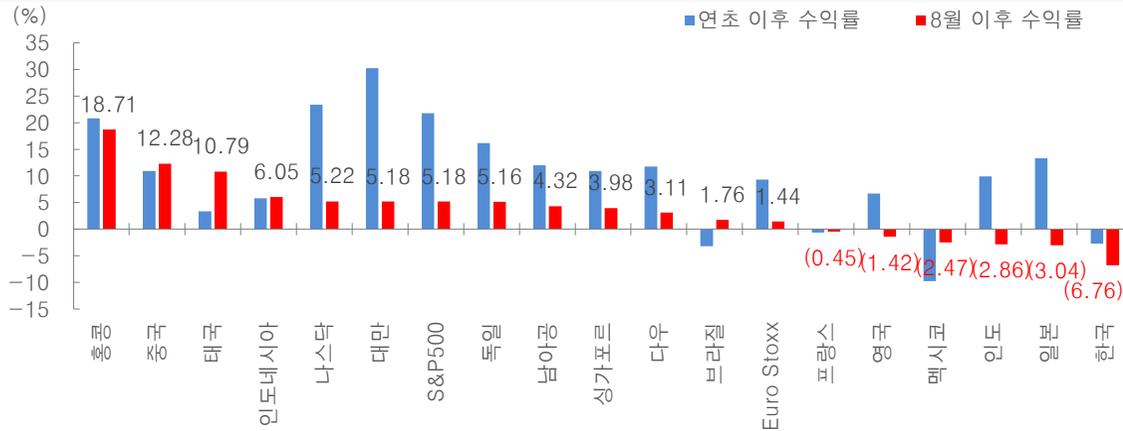
Strategist 이경민

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

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

[KOSPI 상대적 약세] 8월 이후 수익률 글로벌 주요국 중 최하위. 10월 수익률은 중하위권, 선진국 증시 부진

글로벌 주요국 중 KOSPI 수익률, 8월 이후 -6.38%로 최하위



- 미국, 중국 G2 경기 불안심리 완화, 유로존의 금리인하 가속화, TSMC 호재에도 불구하고 KOSPI는 2,600선 회복도 힘겨운 상황 지속

- 8월 이후 KOSPI 수익률은 -6.76%로 글로벌 주요국 증시 중 압도적인 최하위, 연초 이후 수익률도 남미를 제외할 경우 유일한 마이너스 수익률 국가

- 10월 수익률은 -0.39%로 중하위권으로 처지고 있는 상황

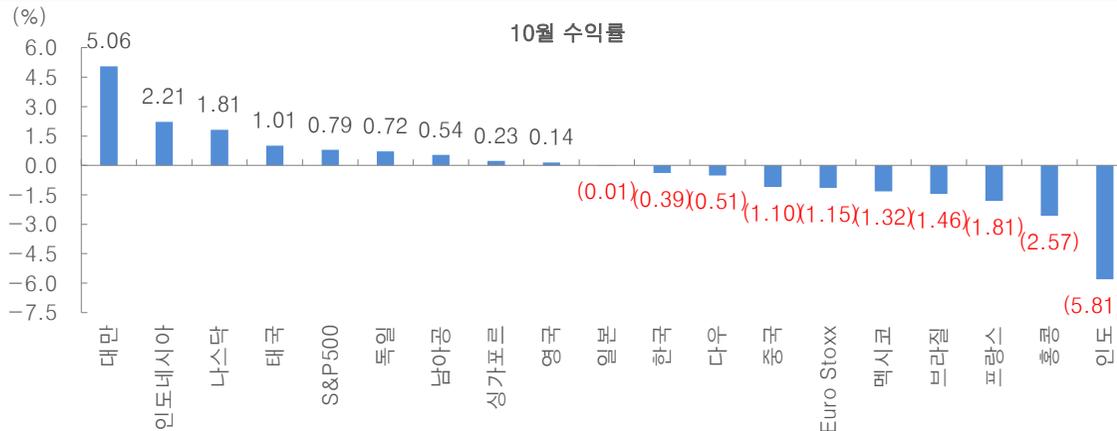
- 삼성전자 실적 쇼크, 중국 증시 하락 반전에도 불구하고 선전하고 있다고 볼 수 있는 부분

- KOSPI 2,600선 회복시에도 힘겨운 상황이지만, 10월에는 그동안 일방적인 약세에서 벗어나 잘 버텨내고 있다고 평가할 수도 있음

- 한편으로는 10월 중순 이후 글로벌 증시, 특히 선진국 증시 부진. 미국은 나스닥을 제외할 경우 1% 하회, 유럽 증시는 마이너스 반전

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

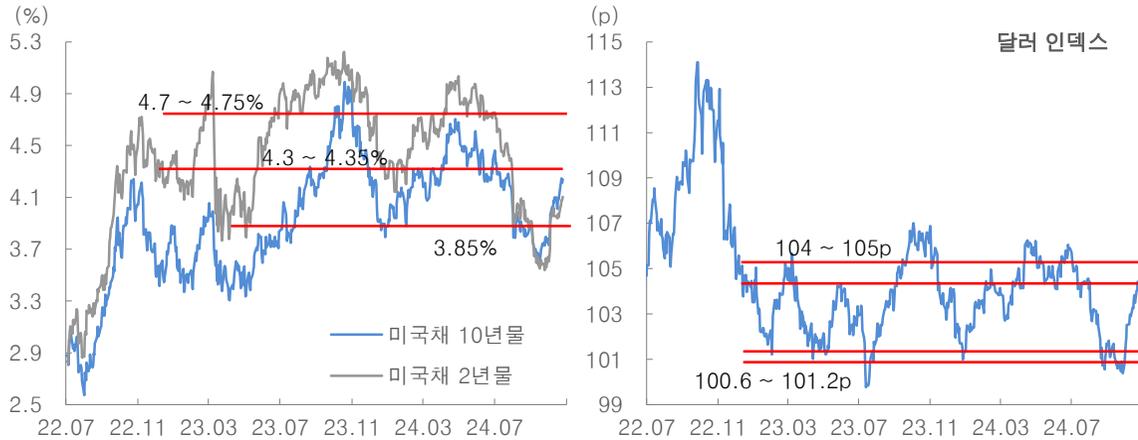
글로벌 주요국 중 KOSPI 10월 수익률 -0.39%로 중하위권. 선진국 증시 부진



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[글로벌 증시 부진] 트럼프 발 채권금리 반등, 달러 강세 여파. 밸류에이션 부담에 실적 영향력 제어

미국채 10년물 4.2%, 달러 인덱스 104p 상향 돌파



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 12개월 선행 PER 22배, 다시 고점권 근접



자료: Thomson Reuter, 대신증권 Research Center

- 미국 주도의 선진국 증시는 10월 중순부터 그동안의 상승세를 반납, 부진한 흐름을 보이기 시작
- 채권금리와 달러화가 중요 저항대를 넘어 레벨업되었기 때문
- 10월 초중반까지는 미국 경제지표 호조, 금리인하 기대 정상화 과정에서 채권금리, 달러화가 반등하며 증시에 우호적인 분위기 형성
- 그동안 글로벌 증시를 괴롭혀왔던 미국 경기침체 우려가 빠르게 후퇴했기 때문
- 하지만, 10월 중순 이후 매크로, 통화정책 변수보다 트럼프 리스크가 강하게 반영되면서 증시 변동성 확대
- 게다가 미국 12개월 선행 PER이 다시 22배 수준, 20년, 21년 고점권에 근접하면서 실적 시즌 영향력도 반감
- 실적 서프라이즈에 개별 주가 상승에 영향을 주었을 뿐, 확산되지 못함
- 오히려 실적 부진 산업/기업은 금락세 전개

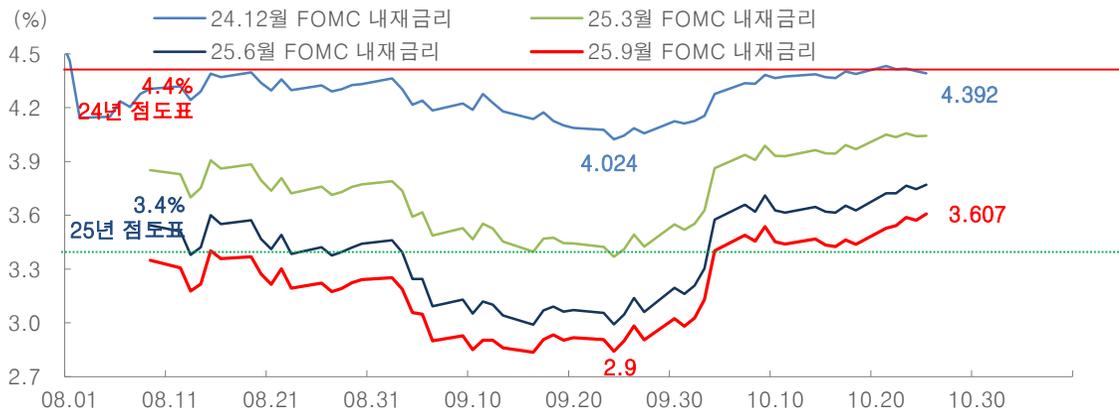
[글로벌 증시 부진] 경제지표 호조 지속. 미국 금리인하 기대 약화는 물론, 25년 통화정책 불확실성 확대

미국 경제지표 서프라이즈 인덱스, 4월 이후 최고치 경신 중



자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

올해 점도표는 4.4% 수준에서 안정을 찾았지만... 25년 금리인하 기대는 크게 후퇴



자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

- 통화정책 기대가 후퇴함에도 불구하고 증시 상승세가 지속되었던 이유는 1) 금리인하 사이클이 시작되었고, 2) 미국 경제지표 호조가 지속되는 가운데 3) 연내 추가적인 50bp 금리인하 가능성은 여전히 유효하기 때문
- 현재 경제지표 서프라이즈 인덱스는 20%까지 상승. 연이은 경제지표 호조로 경기침체 공포심리 후퇴는 물론, 노랜딩 가능성도 제기되는 상황
- 반면, 과도했던 통화정책 기대는 빠르게 정상화. 4%대까지 레벨다운되었던 24년 12월 FOMC 내재금리는 연준 점도표인 4.4%에 근접
- 문제는 25년 금리인하 기대. 2.9%까지 내려앉았던 25년 9월 내재금리는 25년 연준 점도표인 3.4%를 20bp 이상 상회
- 과도했던 금리인하 기대가 경제지표 호조에 정상화 국면을 넘어 타이트한 통화정책 사이클 우려로 전환된 것

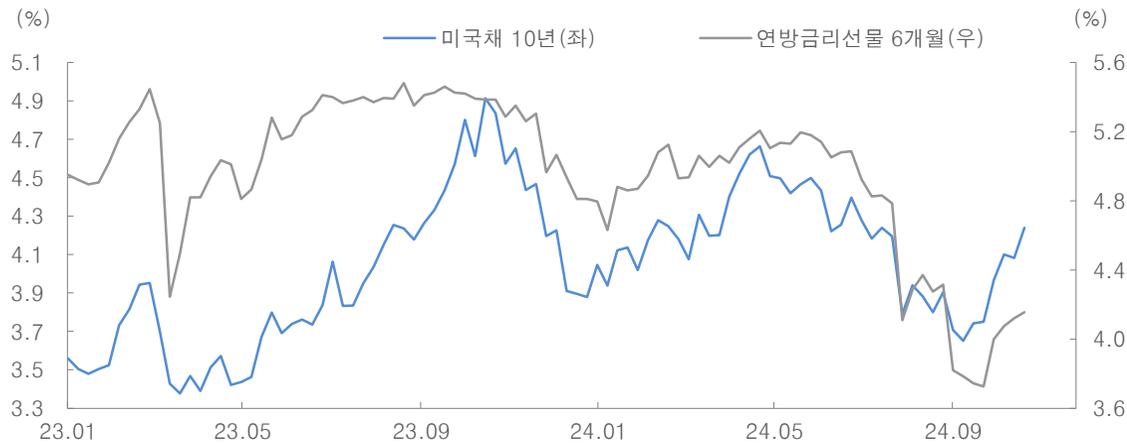
[글로벌 증시 부진] 트럼프 리스크도 일정부분 영향을 미쳐... 통화정책 정상화보다 채권금리 반등폭 커

트럼프 지지율 상승 = 증시 변동성 확대. 10일 트럼프 우위로 역전, 격차 확대



자료: RealClear Politics, Bloomberg., 대신증권 Research Center

연방금리선물 6개월은 33bp 반등. 미국채 10년물은 59bp 반등

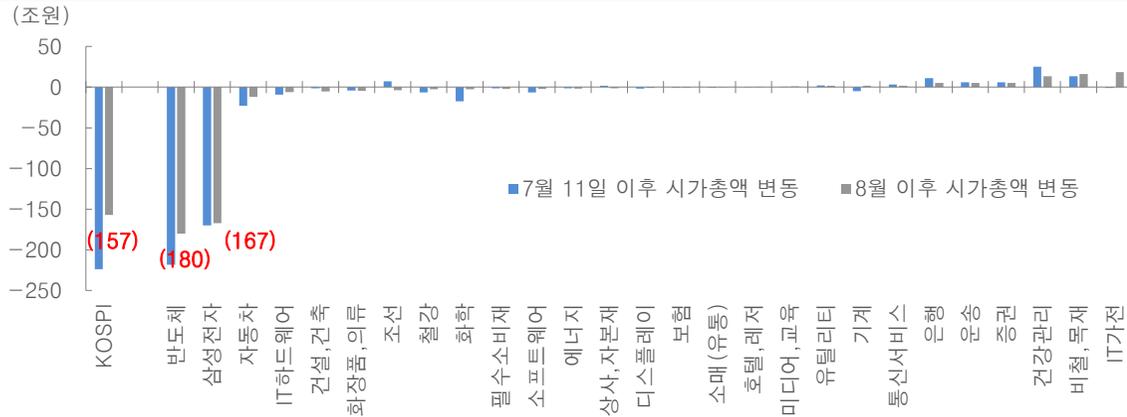


자료: Thomson Reuter, 대신증권 Research Center

- 또다른 문제는 트럼프
- 미국 대선이 임박하면서 트럼프 대통령 후보는 당선 확률 측면에서 해리스를 앞서기 시작
- 10월 10일 트럼프가 당선확률에서 앞서고, 이후 트럼프와 해리스 간의 격차가 확대되면서 증시 변동성 확대
- 트럼프 당선 가능성에 재정적자와 인플레이션 우려 확산. 국채금리 상승, 위험자산 회피 심리가 나타났던 것
- 실제로 연방금리 선물 6개월물이 33bp 반등한데 반해, 미국채 10년물은 59bp 반등
- 통화정책 기대 정상화보다 미국채 10년물 상승폭이 컸다는 의미
- 경기, 통화정책 변수 외에도 트럼프 리스크 부상이 글로벌 증시는 물론, 금융시장 전반에 변동성을 자극

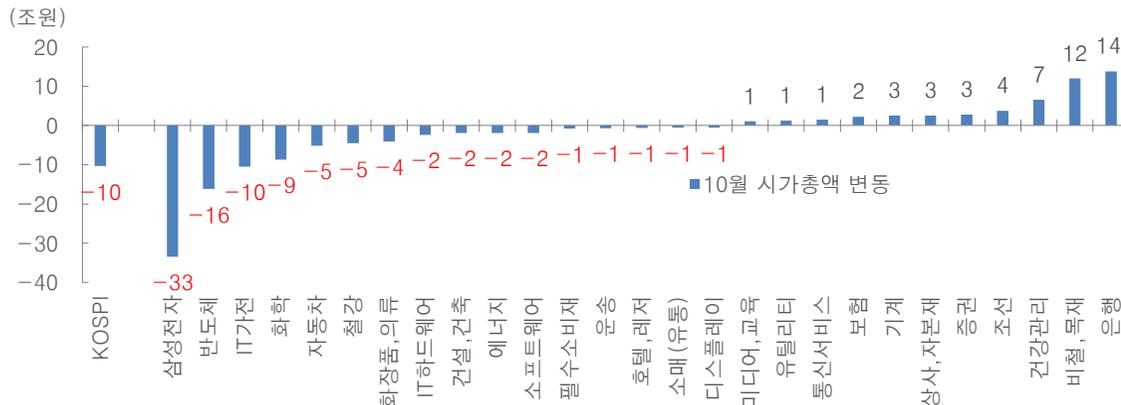
[KOSPI 약세 지속] 반도체(특히, 삼성전자) 주가 레벨다운. 10월에는 수출, 성장주 동반 하락

반도체, 삼성전자 시총 감소금액(180조, 167조원)이 KOSPI(157조원)보다 커



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

10월, 삼성전자와 함께 IT가전, 화학, 자동차, 철강, 화장품/의류 등 시가총액 감소

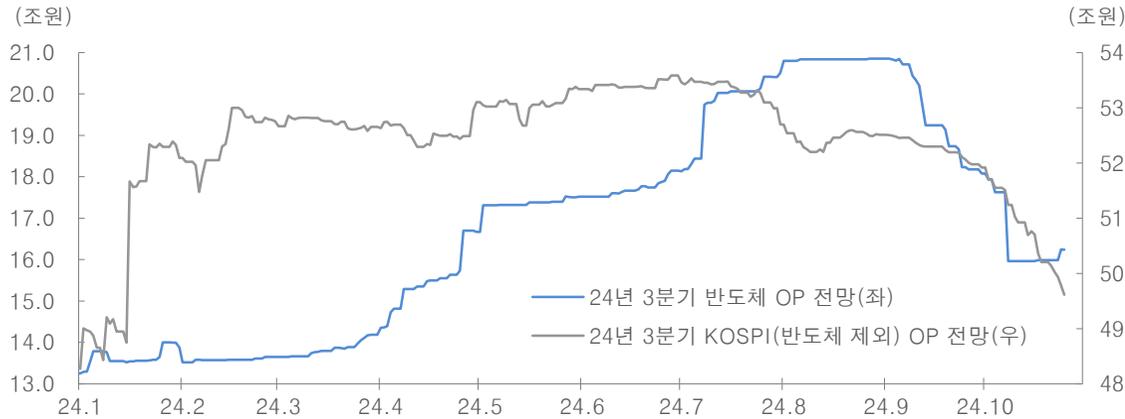


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI 상대적 약세, 부진의 중심에는 반도체, 특히 삼성전자가 자리. 업황/실적 불안과 이로 인한 외국인 대규모 매도 지속
- 8월 이후 반도체 시가총액 감소금액(180조원)이 KOSPI 전체 시가총액 감소(157조원)를 상회. 전체 시가총액 감소의 114.5%가 반도체 영향. 그 중에서도 삼성전자 영향력이 압도적. 삼성전자 시가총액은 167조원 감소, KOSPI 전체 시가총액 감소의 106%를 혼자 차지
- 10월에도 이러한 구도는 크게 변하지 않고 있음. 여전히 삼성전자, 반도체 시가총액 감소가 주요 업종 중 가장 큰 상황
- 하지만, 10월들어 반도체 업종의 일방적인 약세에는 제동이 걸리는 상황인데 반해 IT가전, 화학, 자동차, 철강 등 수출주와 화장품/의류, 소프트웨어, 필수소비재 등도 시가총액 감소
- 이 과정에서 은행, 비철/목재, 건강관리, 조선, 증권 등이 반등하면서 KOSPI 안정성을 높여주었지만, 다수 업종의 약세 분위기가 KOSPI의 발목을 잡은 것

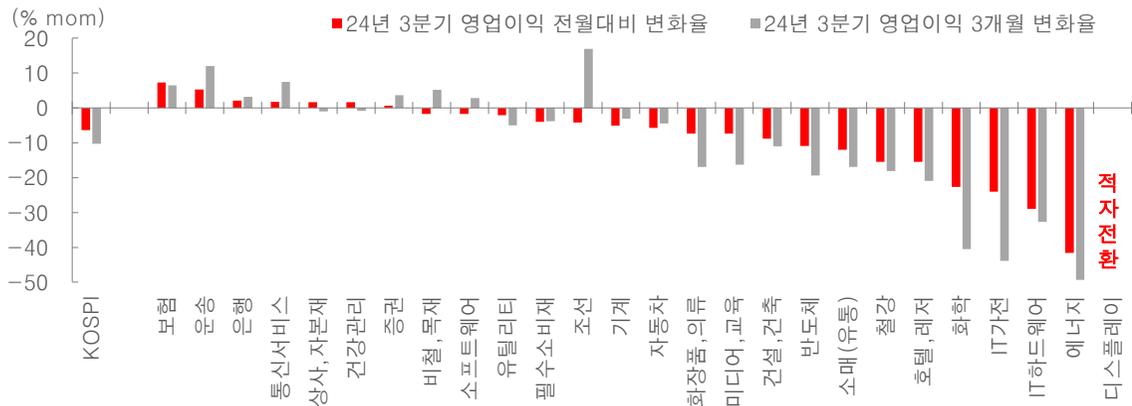
[KOSPI 약세 지속] 반도체에서 시작된 실적 레벨다운. 수출주/성장주/중국 소비주로 확산

9월초부터 반도체 실적 전망 레벨다운. 9월 중순 이후 Non-반도체 실적 전망 급락



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

에너지, IT하드웨어, IT가전, 화학, 호텔/레저, 철강 등 큰 폭 실적전망 레벨다운



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 이처럼 반도체에서 시작된 약세 분위기가 시장 전반으로 확산된 데에는 3분기 실적 시즌이 상당한 영향을 미쳤다고 생각
- 9월초 반도체 실적이 큰 폭으로 레벨다운되기 시작. 10월초 삼성전자 실적 가이드스 공개 전까지 큰 폭으로 반도체 실적 하향조정 전개
- 9월 중순부터는 반도체 이외 업종들의 실적 전망이 큰 폭으로 하향조정되기 시작
- 3분기 실적시즌이 진행 중인 현재까지 실적 전망 레벨다운 진행 중
- 반도체 실적 전망 하향조정보다 더 큰 비율로 실적 전망이 레벨다운된 업종에는 에너지, IT하드웨어, IT가전, 화학, 호텔/레저, 철강, 소매(유통) 등이 있음
- 이 외에도 건설, 미디어/교육, 화장품/의류, 자동차, 기계, 조선 등도 실적 전망 하향조정
- 보험, 운송, 은행, 통신, 상사/자본재, 건강관리 등 일부 업종만이 실적 전망이 상향조정되었고, 차별적인 상승세를 보인 업종이기도 함

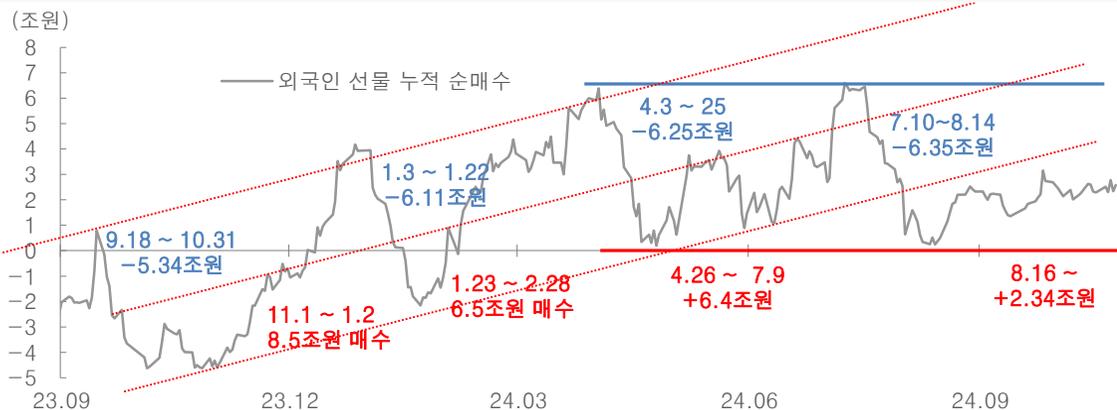
[외국인 매매] 7월 12일 이후 현물 16조원 순매도. 하지만, 8월 중순 이후 외국인 선물 2.34조원 순매수

외국인 현선물 누적 순매수 추이. 외국인 현물 대규모 매도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 선물 매매는 박스권 하단에서 매수 전환. 8월 16일 이후 2.1조원 순매수



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 외국인 투자자들은 7월 12일 이후 16조원 순매도 기록 중. 8월에는 2.8조원 매도에 그쳤는데, 9월에만 7.9조원대의 대규모 매물 출회
- 10월에는 3.2조원 순매도로 9월 매주 2조원 전후 매물이 출회되었던 것보다 매도 강도 완화
- 반면, 외국인 선물은 매수 우위 흐름
- 외국인은 선물시장에서 7월 10일 ~ 14일까지 6.35조원의 순매도를 기록, KOSPI 지수 급락을 야기했지만, 8월 16일 이후 2.34조원 순매수 우위
- 외국인 투자자들의 시장에 대한 생각 읽을 수 있음
- 시장을 부정적으로 보는 것이 아닌 특정 업종, 반도체에 대한 부정적 시각과 매도가 반영되는 중이라고 판단

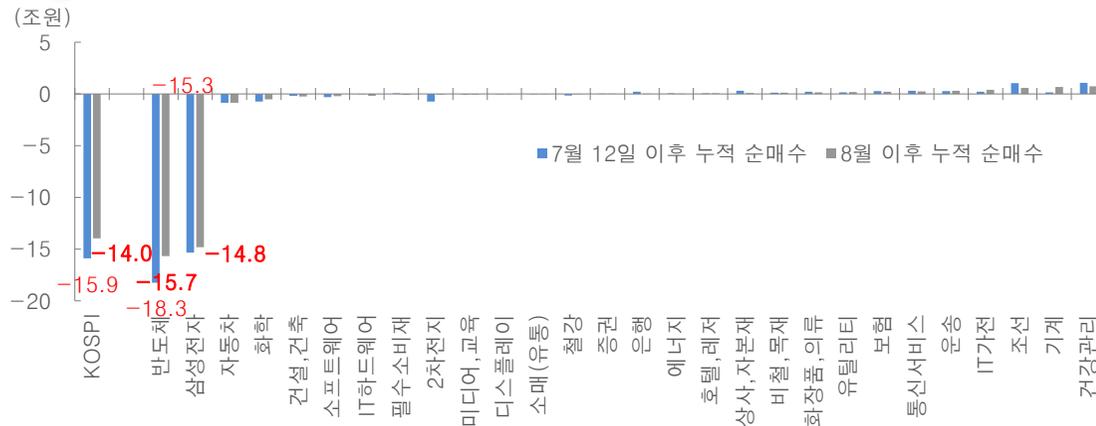
[외국인 매매] KOSPI 매도가 아닌 반도체 매도. 더 나올 수 있을까?

연초 이후 반도체 누적 순매수 3.78조원으로 레벨다운



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

기간별 외국인 누적 순매수. KOSPI보다 반도체 매도 규모가 더 커(대부분 삼성전자)



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 외국인 투자자들은 7월 12일 이후 15.9조원, 8월 이후 14조원 KOSPI 순매도 중
- 반도체 업종에서 7월 12일 이후 18.3조원, 8월 이후 15.7조원의 외국인 대규모 순매도 출회
- 삼성전자로 외국인 매도는 7월 12일 이후 15.3조원, 8월 이후 14.8조원
- 외국인 KOSPI 매도가 아니라 반도체, 특히 삼성전자 매도인 것
- 23년 11월 이후 7월까지 외국인 순매수가 반도체에 집중되었던 것과 정반대의 상황
- 이로써 연초 이후 외국인 반도체 누적 순매수 규모는 22조원에서 3.78조원으로 레벨다운. 삼성전자는 4.05조원 순매도 전환
- 반도체 업황/실적에 대한 불안심리가 정점을 통과할 경우 외국인 반도체 매도도 진정될 수 있을 것

[결자해지(結者解之)] 상대적으로 약했던 만큼 되돌아갈 수 있을 것. 반작용의 법칙

반도체 제외시 KOSPI 연중 고점 근접. 6월, 7월 반도체 덕분에 2,900선 근접



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

7월 고점 이후 상대적 약세를 기록 중인 반도체. 반전의 시작도 반도체일 것



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 반도체 부진이 KOSPI의 발목을 잡고 있는 것은 사실이지만, 반도체 반전시 KOSPI의 상대적 강세 가능성도 열어두어야 할 것
- 실제로 상반기 중에는 반도체에 힘입어 강한 상승세를 보였던 바 있음
- 결국 KOSPI의 반작용 국면 진입을 위해서는 반도체 업황/실적 불안심리가 완화/해소되어야 할 것
- 9월 수출 호조로 공포심리는 진정되었다고 생각
- 10월 8일 삼성전자 3Q 실적 가이드런스 공개가 극적인 반전을 만들어주지는 못했지만, 실적 불안심리 정점 통과의 계기라고 판단
- 24일 SK하이닉스, 31일 삼성전자 3Q 실적 발표 및 컨퍼런스 결과가 분위기 반전 여부를 결정할 것

11월 KOSPI, 2,500선 지지력 바탕으로 추세반전 예상

Strategist 이경민

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

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

[투자심리] 개인투자 심리 과열 진정, Fear & Greed Index도 Greed 영역으로 전환

AII 강세-약세전망 20 ~ 30%p 수준에서 7.8%p로 레벨다운



- AII 강세-약세 전망 Spread 역사적 고점 수준에서 하락 반전. 단기 과열권 진정 국면 진입
- CNN Money에서 제공하는 Fear & Greed Index는 Greed 영역으로 전환
- 단기 과열 진정 국면 진입, 진행 중. 단기 조정 압력 확대 가능성을 시사

자료: AII, Bloomberg, 대신증권 Research Center

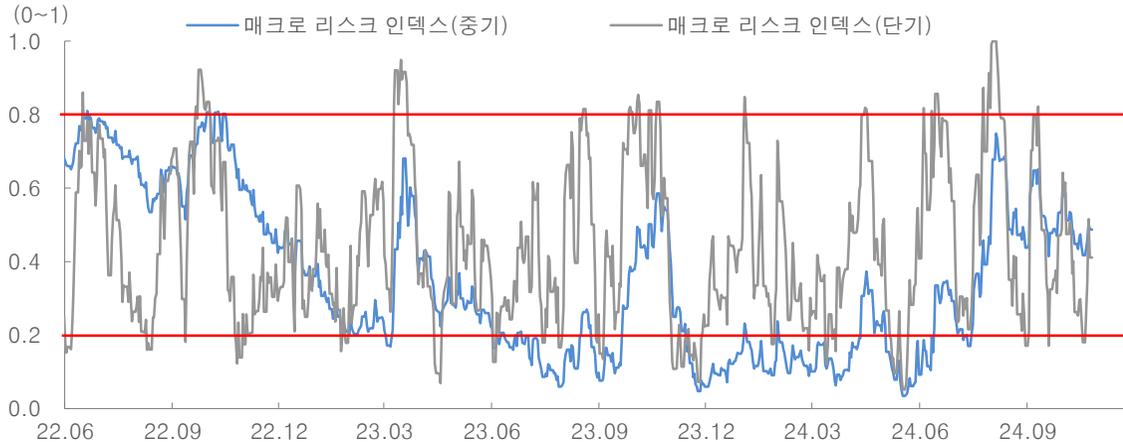
Fear & Greed Index는 Greed 영역으로 전환. 24년 3월 이후 최고치 경신 이후 Cooling 국면 진행 중



자료: CNN Money, 대신증권 Research Center

[리스크/변동성 지표] 단기 Risk On 정점 통과, Risk Off 진행 중. VIX 다시 20%대 진입

Macro Risk Index 단기 Risk On 시그널 정점 통과, Risk Off 진행 중



자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

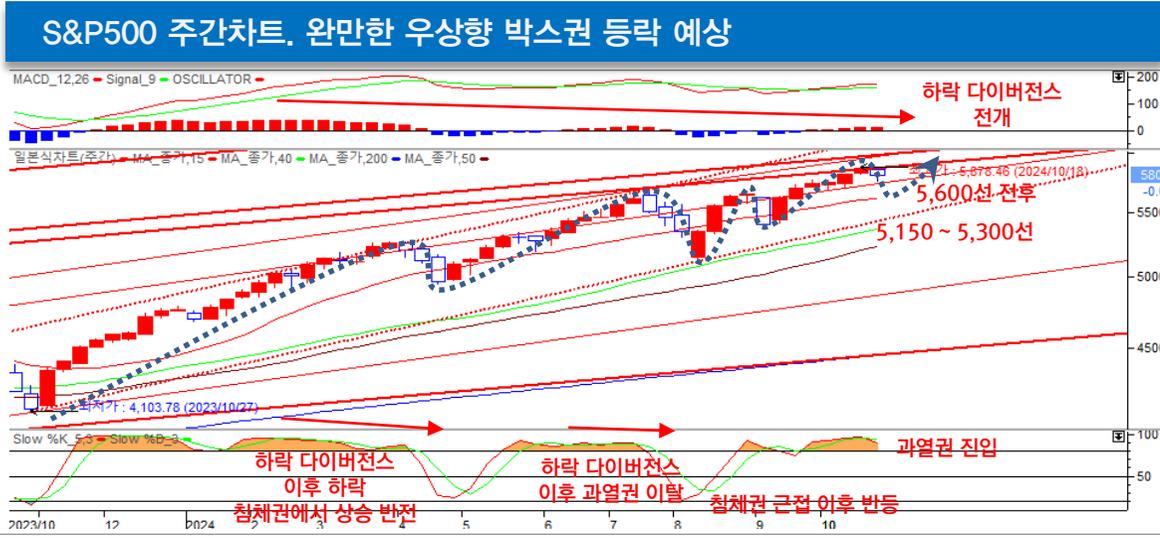
VIX 20% 재진입. 추가 상승? 정점 통과?



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 글로벌 증시 등락은 매크로 리스크 인덱스(MRI)에 좌지우지
- 단기 매크로 리스크 인덱스가 10월 19일 0.18을 기록한 이후 강한 반등 전개. Risk On 시그널 정점 통과 이후 Risk Off 시그널 진행 중
- 중기 매크로 리스크 인덱스는 0.4를 저점으로 수렴 중. 반등 가능성 점증
- 증시 변동성을 보여주는 VIX는 세 번의 급등세를 보인 이후 다시 하락했지만, 네 번째 20%대 재진입
- 변동성 확대 가능성. 직전 고점 수준인 22 ~ 23% 돌파시 변동성 급등 가능성
- 단기 과열 완화/물량 소화과정이 불가피한 상황

[미국 증시] S&P500, 사상 최고치 경신 Vs. 주간/일간 차트 상 하락 다이버전스 & 상승추세대 상단 도달



자료: 대신증권 Research Center

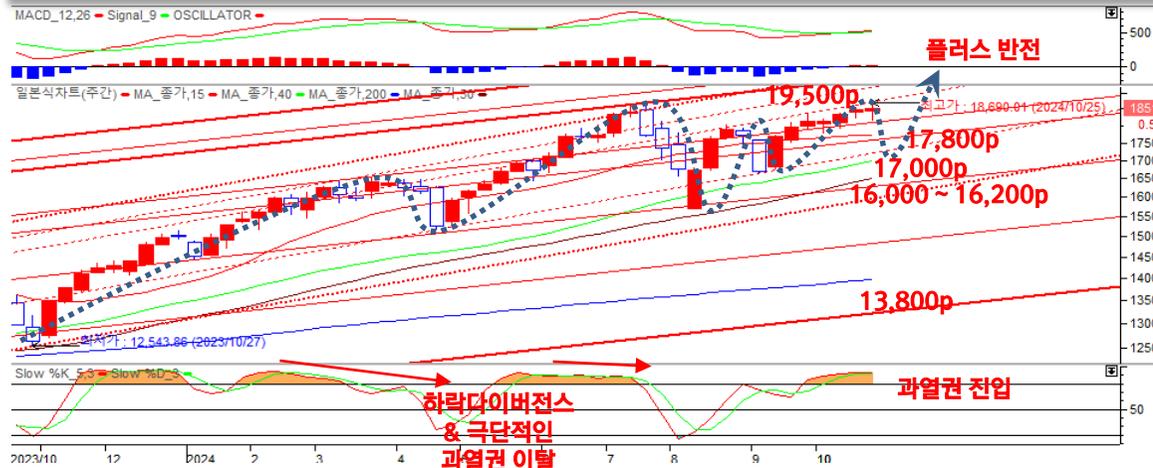


자료: 대신증권 Research Center

- 미국 증시의 중장기 상승추세는 견조하다고 판단. 이동평균선 간의 정배열이 진행 중이고, 중장기 이동평균선 모두 상승추세 진행 중
- 단기 변동성 확대 또는 단기 등락(과열해소) 이후 레벨업되는 과정 반복할 가능성 높음. 완만한 우상향 흐름을 보이는 박스권 등락 예상
- 8월 변동성 장세에도 불구하고 S&P500이 5,500선을 빠르게 회복/안착에 성공하면서 사상최고치 경신
- 이 과정에서 주간, 일간 차트상 MACD OSC와 Stochastics의 동반 하락 다이버전스 발생
- 중장기 상승추세는 유효하지만, 역사적 고점 경신이 단기 정점 통과 시그널이 될 수 있음
- S&P500 5,700선 이상에서는 단기 리스크 관리 필수. 추격매수는 자제
- 상승추세 정점에서 확인할 수 있는 삼각수렴패턴 진행 가능성도 높은 상황

[미국 증시] 나스닥도 역사적 고점에 도달하지 못 했지만, 상승추세대 저항권 근접. 단기 하방 압력 확대 중

나스닥 주간차트. 다시 상승추세대 상단에 근접 중



자료: 대신증권 Research Center

나스닥 일간차트. 18,000선 이상에서는 단기 과열해소/매물소화 국면 경계

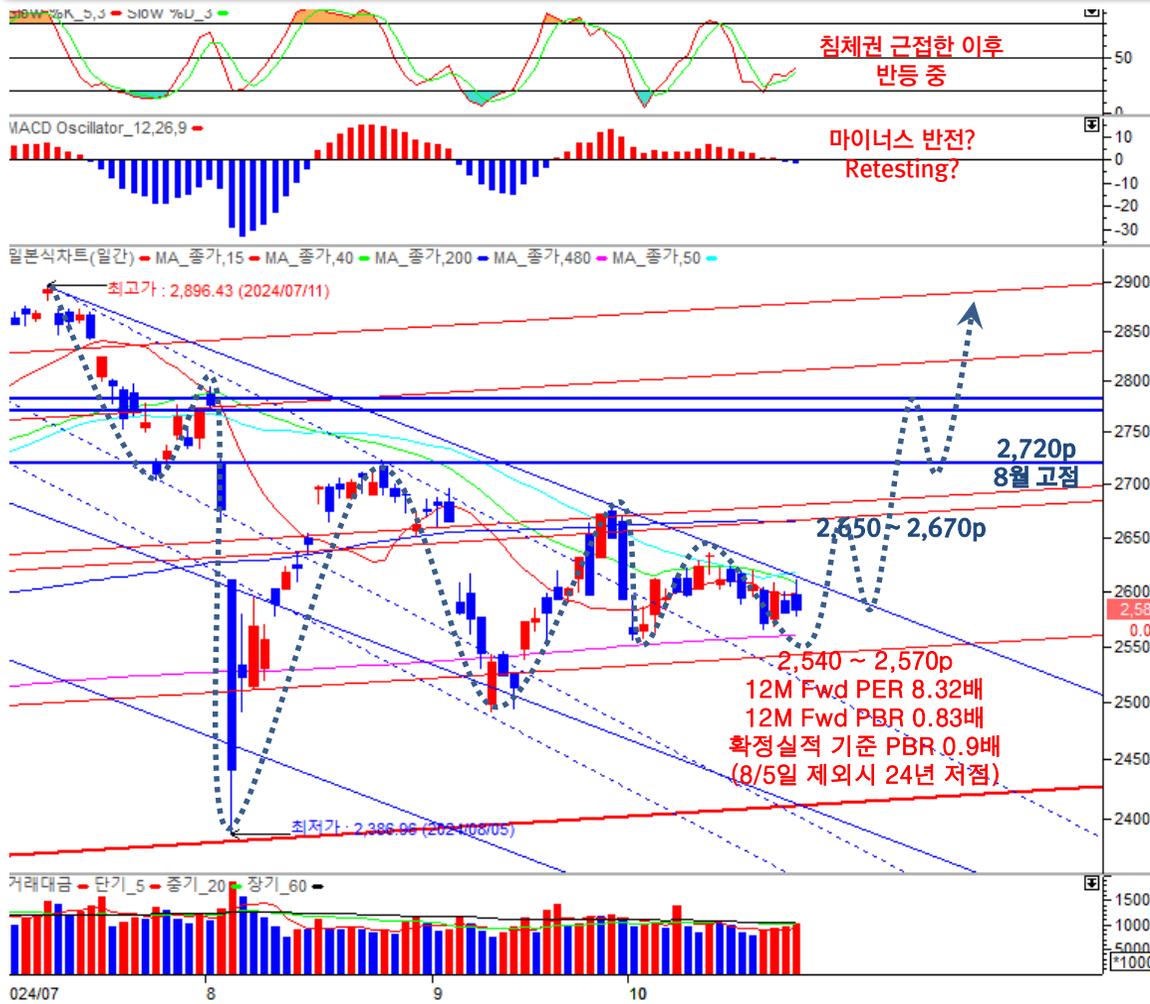


자료: 대신증권 Research Center

- 나스닥 지수 또한 상승추세는 견조. 이동 평균선 간의 정배열이 진행 중이고, 중장기 이동평균선 모두 상승추세 진행 중
- 다만, 중장기 과열과 매물부담을 해소하는 시간이 필요. 당분간 박스권 등락 불가피
- 8월 중순 이후 9월초 단기 급락에 따른 기술적 반등 과정에서 빠르게 17,500선을 회복에 성공. 18,000선마저 상회
- 이 과정에서 주간, 일간 차트상 MACD OSC와 Stochastics의 동반 하락 다이버전스 발생
- 중장기 상승추세는 유효하지만, 역사적 고점 경신이 단기 정점 통과 시그널이 될 수 있음
- 나스닥 18,000선 이상에서는 추격매수보다는 조정시 매수전략 유효
- 조정 폭은 제한적이겠지만, 추가적인 상승여력은 제한적. 조정시 비중확대 전략 유효

[KOSPI 11월 전망] Case 1. 2,550선을 지켜낼 경우 2,700선 돌파시도 가능

KOSPI 기술적 반등 과정에서 2,550선 지지력 확보. 2,700선 돌파시도에 나설 것
미국/중국 경제지표, 미국 대선 결과와 통화정책 컨센서스 변화에 따른 등락은 감안

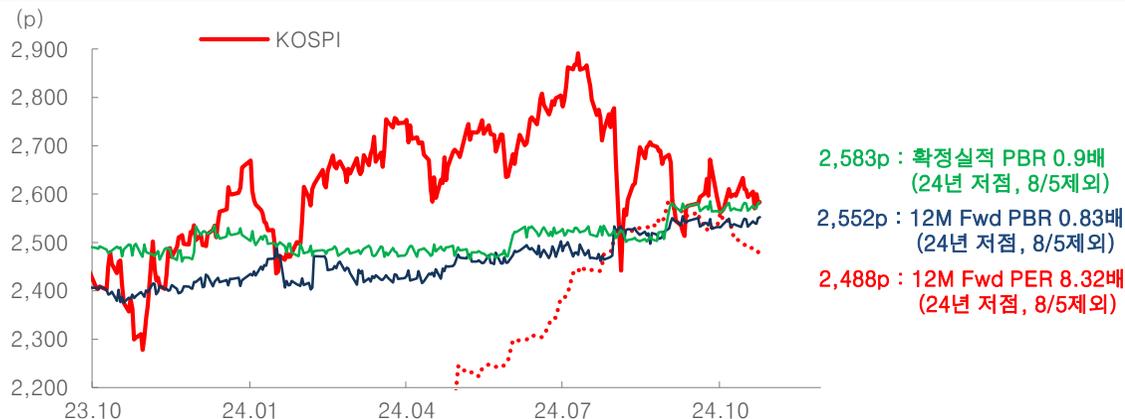


자료: 대신증권 Research Center

- KOSPI 단기 기술적 반등 진행 중
- KOSPI 2,650 ~ 2,660선 저항에 하락 반전했지만, 중요 지지선인 2,550선 지지력 확보 중
- 10월말 ~ 11월초 KOSPI가 조정시 2,550선을 지켜낸다면 2,720선(8월 고점) 돌파시도 가시화될 전망
- 최근 KOSPI 상대적 부진은 삼성전자 부진, 3분기 실적 불안심리 여파로 외국인 매도가 지속되고 있기 때문
- 3분기 실적 불확실성을 선반영해 온 만큼 3분기 실적시즌은 분위기 반전의 계기가 될 전망
- 9월 KOSPI 2,650선 이상에서 확보한 현금을 활용해 비중확대 전략으로 전환. 리스크 관리 모드에서 상승에 베팅하는 전략 유효
- 미중 경제지표와 미국 대선 결과, 통화정책 컨센서스 변화에 따른 등락이 있다면 매수 기회로 판단

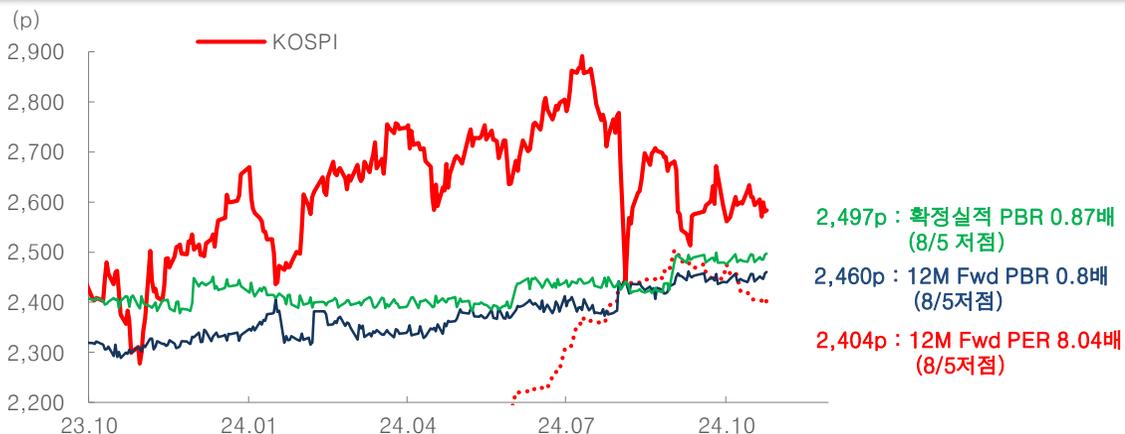
[KOSPI 지지선] 1차 지지선 2,540~ 2,580선. 2차 지지선 2,440 ~ 2,480선

밸류에이션 측면에서 1차 지지선(2,540 ~ 2,580p)은 다시 회복 동 지수대를 지키는지 여부가 2,650선, 2,700선 돌파/안착의 교두보



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

밸류에이션 측면에서 2차 지지선은 2,440 ~ 2,480p

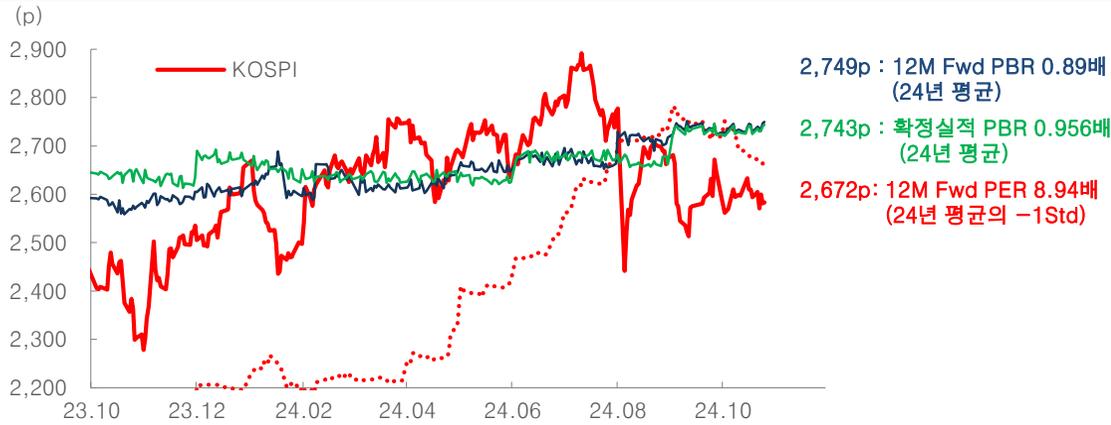


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI는 1차 지지선이었던 2,550선 전후를 하향 이탈한 이후 2차 지지선 상단인 2,490선에서 반등시도에 나섬
- KOSPI는 2,650선까지 반등 이후 다시 하락 반전
- 일단, 다시 회복한 1차 지지선(2,530 ~ 2,580p)을 지키는지 여부가 2,650선, 2,700선 돌파/안착의 교두보
- 만약 이탈시 다시 2,450선 전후에서 지지력 테스트 불가피
- 주식 비중이 많은 투자자들은 기술적 반등 시 2,650선 이상 부터 일부 현금비중을 늘려 놓았다면 2,600선 이하에서는 다시 주식 비중을 늘려갈 필요가 있음
- 최근 선행 EPS 하락으로 PER 지지선 하락 중. 이는 일시적인 현상으로 3분기 실적 시즌 이후 상승 재개 전망

[KOSPI 상승 목표] 밸류에이션 정상화 차원에서 2,740 ~ 2,750선까지 반등 가능

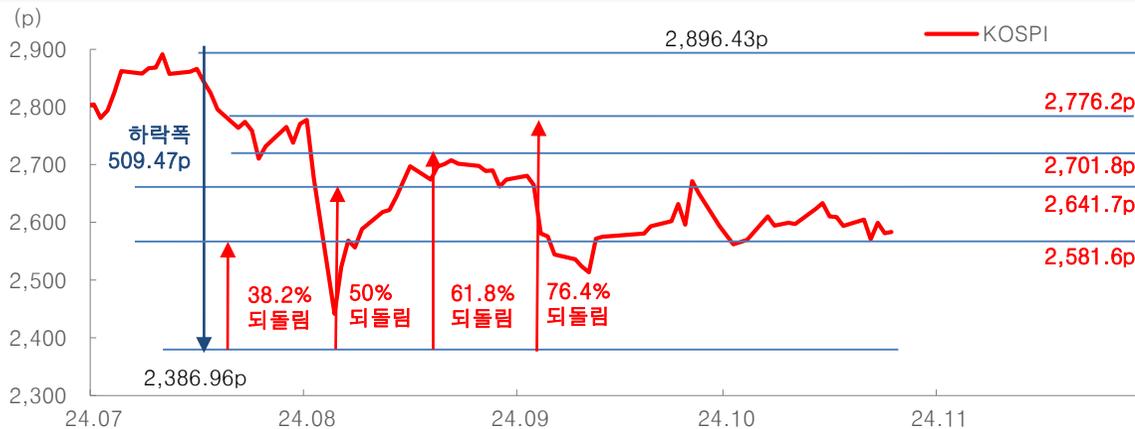
밸류에이션 측면에서 2,740 ~ 2,750p까지 상승여력 충분
 밸류에이션 정상화 차원에서 반등 가능. 1차 관문은 2,670선



- KOSPI는 밸류에이션 정상화만으로도 2,740 ~ 2,750선 회복 가능
- 동 지수대는 12개월 선행 PBR 0.9배, 확정실적 기준 PBR 0.96배로 24년 평균 수준
- 선행 PER도 9배로 Round Number이자, 24년 평균의 -1표준편차 수준. 최근 2,700선을 하회하기는 했지만, 일시적인 현상으로 판단
- 기술적 분석 측면에서 되돌림 비율을 감안할 때 2,770선까지도 상승 가능성 열려있음
- 동 지수대는 7월 고점대비 하락폭의 76.4% 되돌림 수준

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

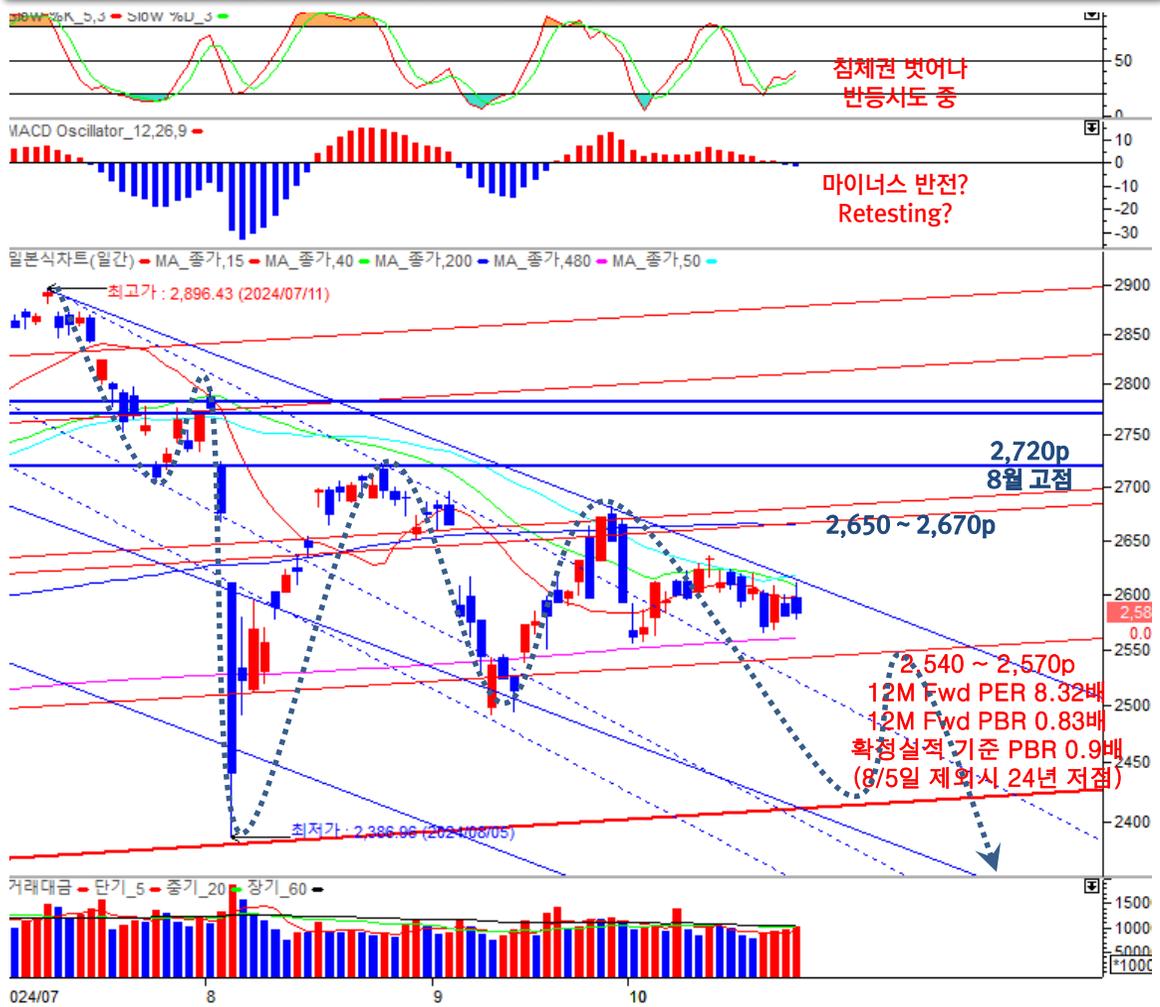
기술적 되돌림 비율 상으로는 2,770선까지 상승 가능성 열려있어



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[KOSPI 10월 전망] Case 2. 2,550선을 지켜내지 못하면... 추가적인 레벨다운 불가피(가능성 크게 낮아져)

KOSPI 2,650 ~ 2,660선에서 하락 반전에 이어 2,550선 이탈시 하락파동 진행
10월 중 저점 형성 이후 상승추세 반전 전망



자료: 대신증권 Research Center

- 만약, KOSPI 기술적 반등 국면에서 2,650 ~ 2,660선 돌파에 나섰지만, 실패하며 KOSPI 2,600선 이탈
- 만약 KOSPI 2,550선 지지력 확보 실패, 하향 이탈시 이번 조정이 단기 조정이 아닌 7월 고점 이후 시작된 중기 조정이 전개될 가능성 높아질 것
- 이 경우 8월 저점이었던 2,380선 하향이 탈 가능성도 배제할 수 없음
- 11월 미국 금리인하 사이클 성격 검증과정에서 경제지표 부진이 다시 경기침체 공포를 자극하고, 중국 실물지표가 부진할 경우 증시 변동성 확대 불가피
- 특히, G2 경기불안은 한국 수출, 증시 뿐만 아니라 반도체 업황/실적 불안을 자극하며 외국인 매도 압력이 다시 확대될 수 있음
- 이 경우 엔캐리 청산 매물까지 가세하면서 단기 충격이 클 가능성 경계
- 다만, Case 2 가능성은 크게 약해졌다고 판단

반전(反轉) 트리거 1. 채권금리, 달러화 고점 통과/하향안정

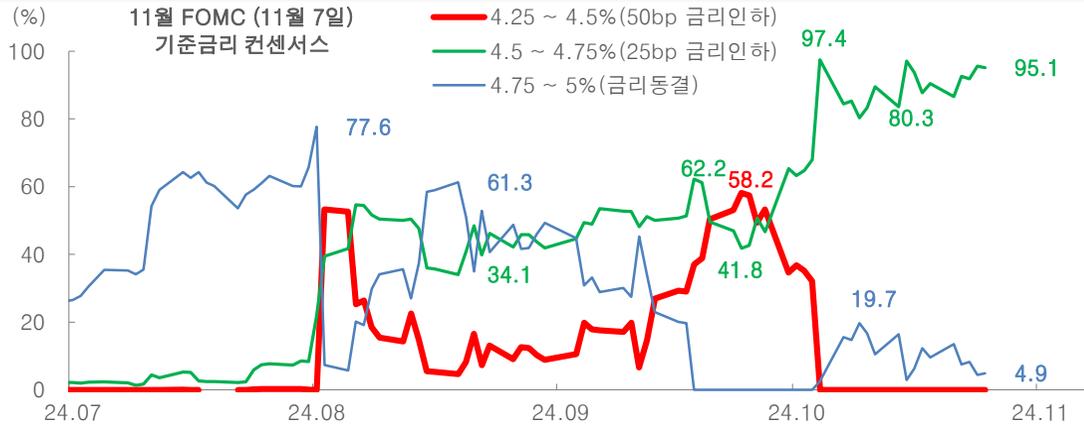
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

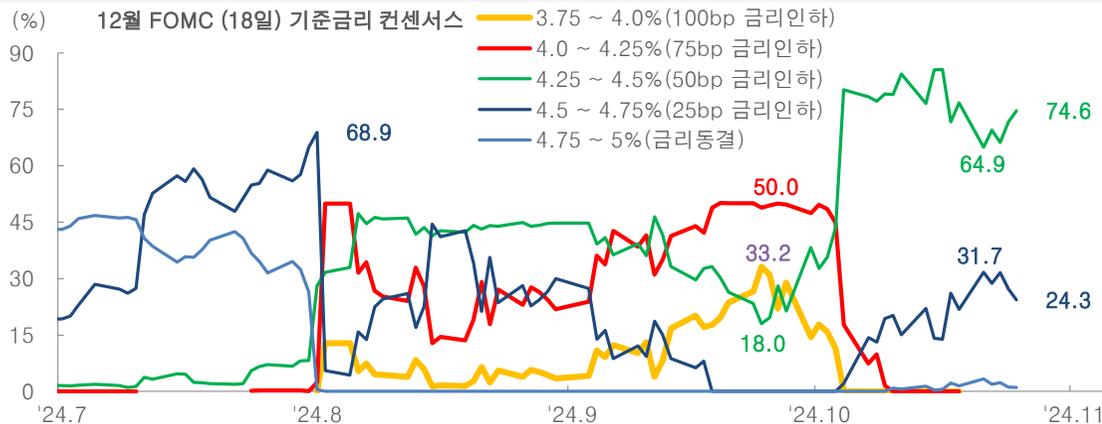
[미국 경기 Vs. 통화정책] 금리인하 기대심리 후퇴 불가피. 증시 상승 탄력을 제어할 수는 있지만...

11월 FOMC에서 빅컷 확률 소멸. 25bp 금리인하 95% 확률로 레벨업



자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

11월, 12월 연속 25bp 금리인하 확률은 여전히 압도적 우세

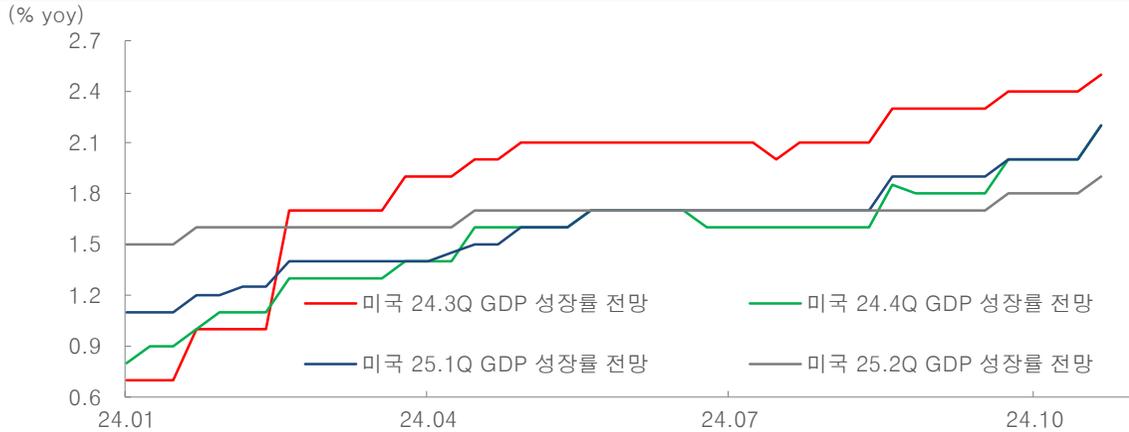


자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

- 연이은 미국 경제지표 호조에 금리인하 기대가 빠르게 후퇴
- 11월 FOMC에서 58%를 상회했던 빅컷 (50bp 금리인하) 확률은 0%로 소멸. 금리 동결 우려가 커지고 있음
- 현재 금리동결 확률은 4.9%로 여전히 25bp 금리인하 확률이 90%를 상회하고 있어
- 12월에도 추가적인 25bp 금리인하 확률 74.6%에 달하는 상황
- 과도했던 금리인하 기대가 정상화되는 과정으로 판단
- 금리인하 기대가 정상화되는 과정에서 증시 변동성을 자극하거나 상승 탄력을 제어할 수 있지만, 경기모멘텀이 견조하고, 금리인하 사이클이 명확한 만큼 추세에는 영향을 미치지 못할 전망

[미국 경기 Vs. 통화정책] 경기 확장국면에서 금리인하 사이클은 유효. 다만, 금리인상 조기 종료 우려 확대 중

미국 분기별 GDP 성장률 9월 FOMC 이후 상향조정 재개



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

11월, 12월 금리인하 기정사실화. 25년 50bp 금리인하 이후 인하 사이클 종료?

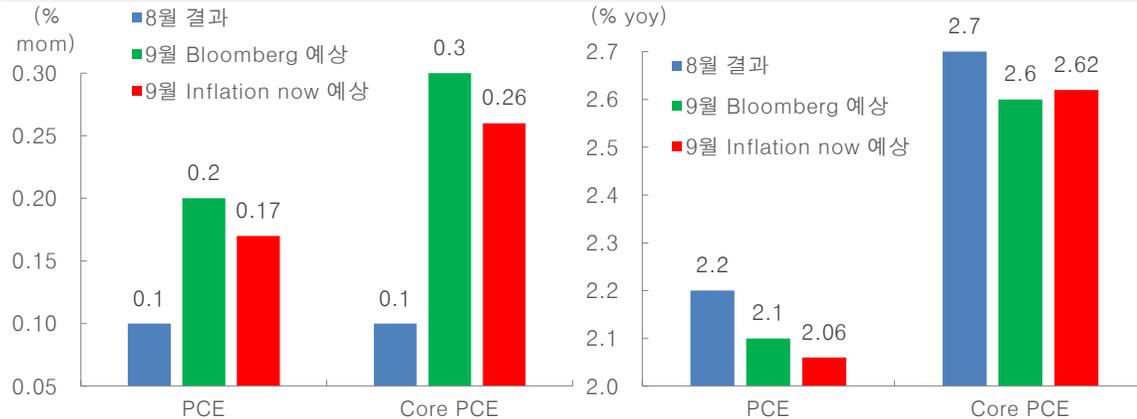
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2024-11-07					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	95.1%	4.9%
2024-12-18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	74.6%	24.3%	1.1%
2025-01-29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	51.1%	40.2%	8.4%	0.3%
2025-03-19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	38.8%	42.8%	16.0%	2.3%	0.1%
2025-05-07	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.0%	41.0%	28.3%	8.6%	1.1%	0.0%
2025-06-18	0.0%	0.0%	0.0%	11.5%	32.0%	34.0%	17.5%	4.5%	0.5%	0.0%
2025-07-30	0.0%	0.0%	3.6%	17.9%	32.6%	28.9%	13.5%	3.2%	0.4%	0.0%
2025-09-17	0.0%	1.2%	8.5%	23.0%	31.3%	23.6%	9.9%	2.2%	0.2%	0.0%
2025-10-29	0.3%	2.8%	11.6%	24.8%	29.7%	20.6%	8.3%	1.8%	0.2%	0.0%
2025-12-10	0.7%	4.4%	13.9%	25.6%	28.1%	18.4%	7.1%	1.5%	0.2%	0.0%

자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

- 견조한 미국 경기 흐름 지속, 오히려 경기 확장, 초과수요 국면에서 금리인하 단행으로 인한 경기 회복 기대 강화
- 미국 분기별 GDP 성장률 전망은 9월 FOMC 이후 상향조정 재개, 경기 저점은 1.9%(전년대비)까지 레벨업된 상황
- 이처럼 강력한 경기모멘텀이 지속될 것이라는 기대감이 커지면서 미국 금리인하 사이클 조기 종료 우려 확대
- 9월 FOMC에서 점도표를 공개한 만큼 11월, 12월 25bp 금리인하는 기정사실화하고 있지만, 25년 금리인하는 3월, 6월 25bp씩 금리인하 이후 동결 확률 높은 상황
- 이로 인해 채권금리 상승 압력이 확대된 것
- 10월말 ~ 11월초 경제지표와 11월 FOMC를 통해 금리인하 사이클에 대한 신뢰도를 회복해야 할 것

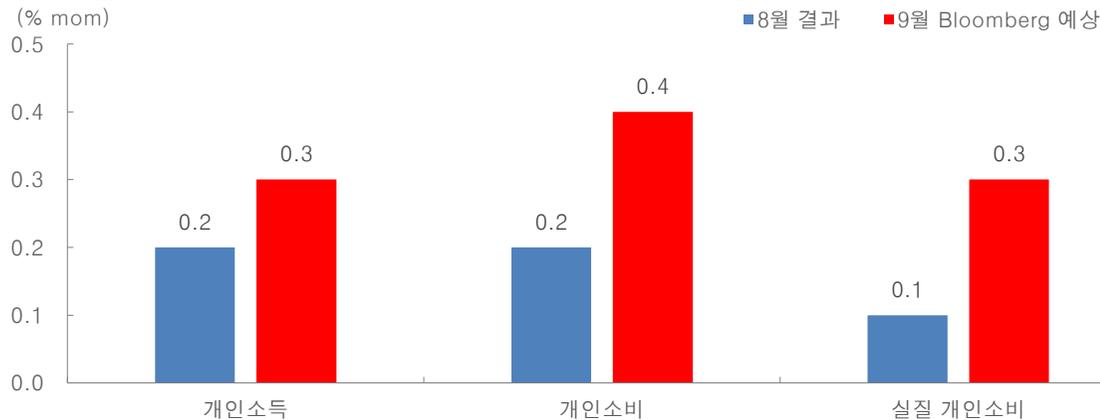
[9월 PCE와 소득/소비] 물가 안정 + 견고한 소비 모멘텀을 재확인

9월 PCE와 Core PCE 둔화 예상



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

9월 소득/소비 모멘텀은 여전히 견고함을 보여줄 것

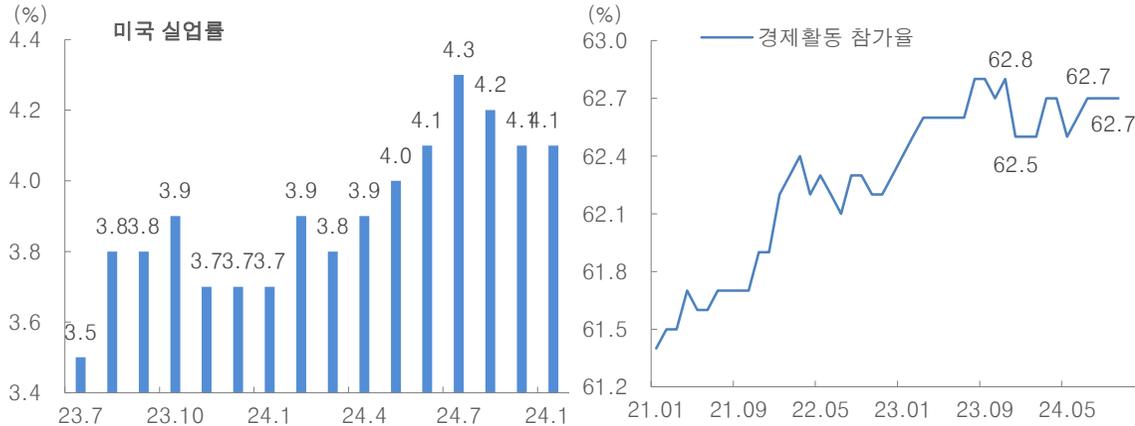


자료: FED, 미국 상무부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 10월 31일 공개되는 PCE는 2.06%로 레벨다운, 연준의 물가 목표치 도달 가능
- Core PCE도 3개월만에 둔화될 것으로 예상(전년대비 2.6%)
- 9월 소득, 소비모멘텀 또한 전월대비 개선폭을 확대해 가면서 미국 경기모멘텀이 견고함을 재확인 할 수 있을 것
- 물가 안정 + 소득/소비모멘텀 개선은 주식시장에 최상의 조합
- 만약 소득/소비 모멘텀이 예상보다 부진할 경우 25년 조기 금리인하 사이클 종료 우려가 완화되면서 증시에 긍정적인일 수 있음

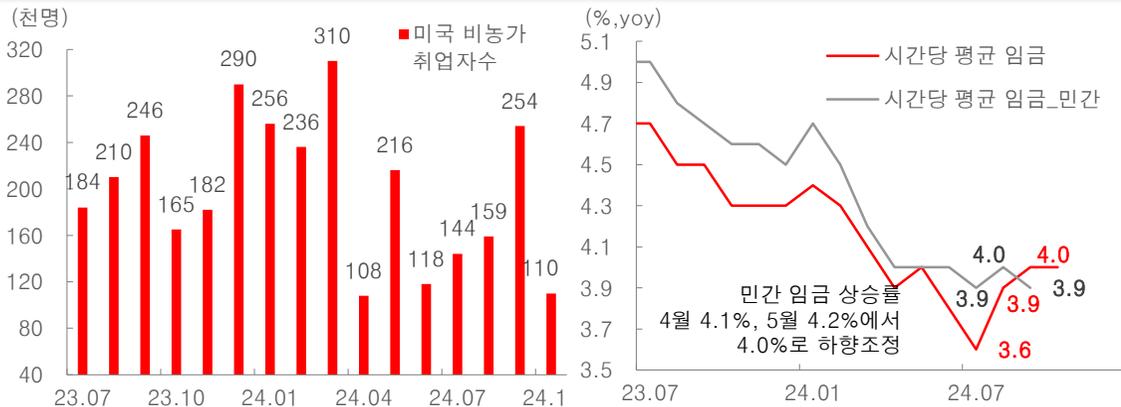
[10월 고용지표] 실업을 정체 속에 비농가 취업자수 11만명대로 레벨다운. 증시 반응은?

실업률 4.1%에서 정체



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

비농가 취업자수는 11만명대로 큰 폭 레벨다운. 임금상승률 안정 여부 중요

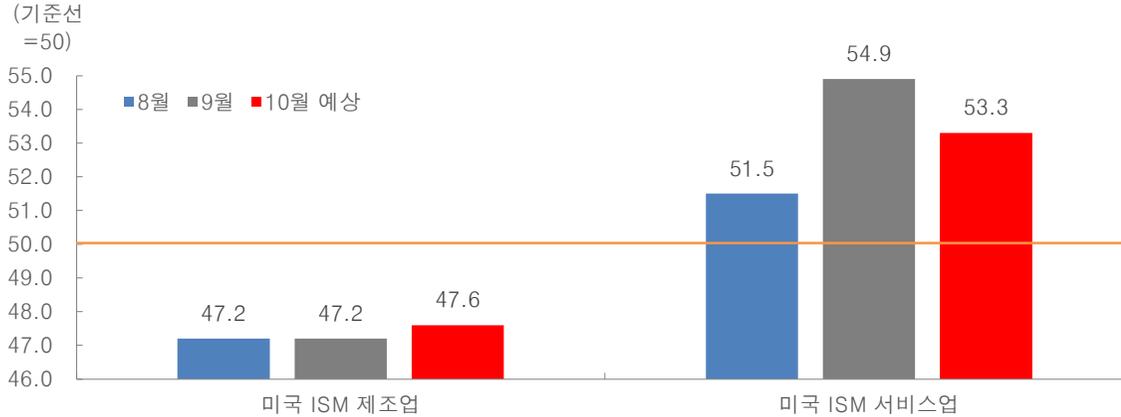


자료: 미국 노동부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 11월 1일 공개되는 10월 고용지표는 실업률은 4.1%, 경제활동 참가율도 62.7%에서 정체가 예상되지만
- 비농업 취업자수 11만명대로 레벨다운 예상
- 고용상황이 여전히 불안함을 재확인시켜 줄 수 있을 것
- 하지만, 최근 채권금리 레벨업이 증시에 부담요인이 되었던 만큼 단기적으로는 통화정책 기대가 재유입되는 계기가 될 수 있을 서
- 특히, 10월 31일에 미국 소득, 소비가 견고함을 확인한 이후 취업자수 증가폭 둔화는 경기불안보다 통화정책 기대를 자극할 수 있을 전망

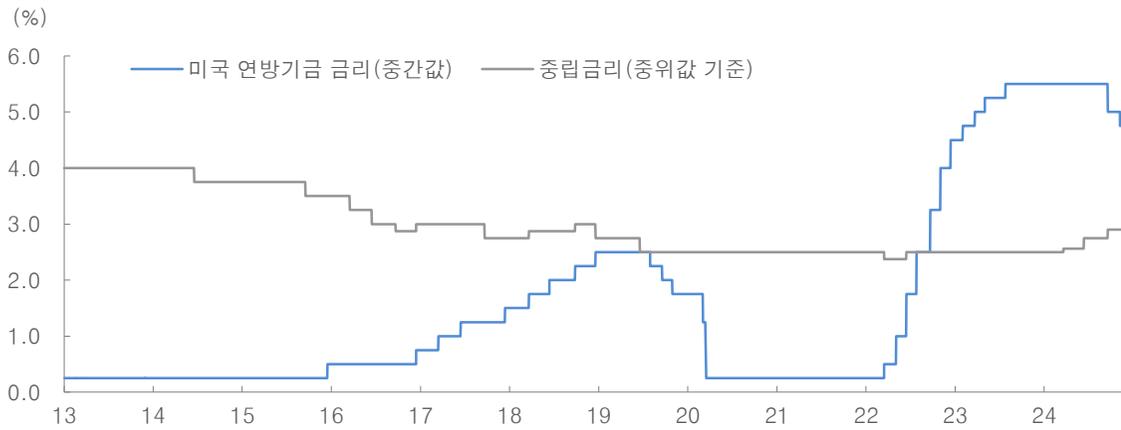
[ISM 지수와 FOMC] 엇갈린 지표 확인 이후 11월 FOMC(11/8)에서 25bp 금리인하 예상

ISM 제조업 지수는 반등, 서비스업 지수는 둔화



자료: ISM, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

11월 FOMC(11/8)에서 25bp 금리인하 예상



자료: FED, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 11월 1일에는 ISM 제조업 지수, 6일에는 서비스업 지수 확인
- ISM 제조업 지수는 수축국면에서 소폭 반등이 예상되고, 서비스업 지수는 확장국면에서 소폭 둔화 예상
- 국면 전환이 기대되지 않는 상황에서 등락이 금융시장에 미치는 영향력은 제한적
- 컨센서스와 괴리가 얼마나 큰지, 세부지표 등락에 따라 투자심리가 변할 수 있음
- PCE물가, 소비/소득, 고용, ISM지수 등을 확인한 이후 11월 FOMC가 11월 8일 예정
- 25bp금리인하가 기정사실화된 상황에서 파월 연준의장의 스탠스 중요
- 성명서와 기자회견을 통해 경기불안보다 물가 안정, 선제적 대응, 금리인하 사이클 지속 가능성을 강조한다면 글로벌 금융시장, 증시에 긍정적인 변화로 이어질 전망

[11월 FOMC] 연준 위원들의 발언, 전반적으로 비둘기파적인 스탠스 피력

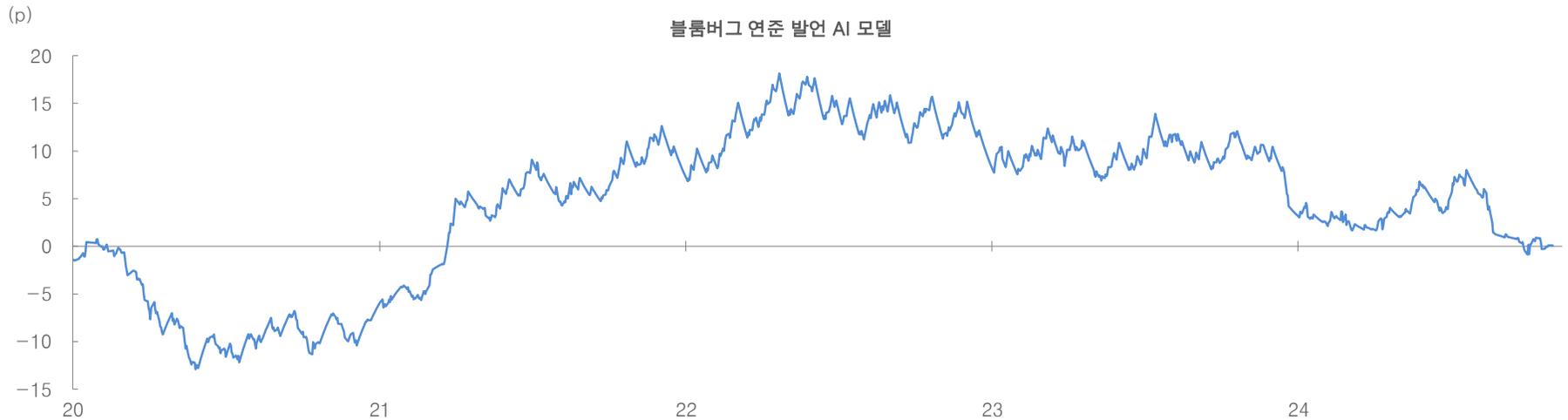
10월 중순 전까지 중도, 비둘기파적인 연준 위원들의 발언이 다수

연준 위위	성향	지역	일자	코멘트 요약
제롬 파월	중도	의장	9월 30일	미국 경제가 가격 압박을 더욱 완화할 수 있는 조건을 마련. 앞으로 경제가 예상대로 광범위하게 진화한다면 정책은 시간이 지남에 따라 중립적이게 될 것
오스틴 굴스비	비둘기	시카고	4일	9월 일자리 보고서 환영하지만, 한 달치 데이터를 너무 신뢰하는 것은 위험. 기대를 살펴보면 인플레이션이 2% 목표를 하회할 수 있다는 징후 있어
알베르토 무살렘	중도	세인트 루이스	7일	향후 금리 인하는 점진적으로 이뤄져야. 현재 경제 상황은 너무 빨리 너무 많이 완화하는 비용이 너무 늦게 너무 적게 완화하는 비용보다 더 커
아드리아나 쿠글러	비둘기	이사	8일	50bp 금리 인하 결정 강력 지지. 허리케인과 중동의 지정학적 사건으로 인한 경제적 영향을 면밀히 모니터링. 고용에 대한 하방 위험 확대도 주목.
존 윌리엄스	중도	뉴욕	8일	현재 정책은 경제와 노동 시장에서 우리가 가진 강점을 계속 유지할 수 있을 뿐만 아니라 인플레이션이 2%로 회복되는 걸 볼 수 있는 매우 좋은 위치
수잔 콜린스	중도	보스턴	8일	9월 고용보고서는 미국 노동 시장이 전반적으로 좋은 상태에 있음을 보여줘. 유리한 경제 상황을 유지하려면 통화 정책 조정을 통해 수요 지속해야
필립 제퍼슨	중도	부의장	9일	두가지 임무에 대한 위험의 균형이 바뀜. 인플레이션 위험이 감소하고 고용 위험이 증가함에 따라 위험은 균형을 이룸. 향후 회의마다 결정 내릴 것.
크리스토퍼 윌러	매파	이사	14일	데이터 전체를 볼 때 통화 정책이 9월 회의에서 필요했던 것보다 금리 인하 속도에 대해 더 신중하게 진행되어야 함
라파엘 보스틱	중도	애틀란타	18일	중립 금리(3.0-3.5%) 수준으로 가기 위해서 서두르지 않을 것. 내년 말까지 인플레이션이 우리가 원하는 수준으로 떨어질 것. 미국 경제 침체에 빠졌다고 생각하지 않아.
메리 델리	비둘기	샌프란 시스코	21일	이자율을 계속 낮추지 않을 것이라는 것을 시사하는 데이터 보지 못해. 2% 인플레이션으로 가는 길에 있는 경제에 매우 엄격한 이자율, 노동시장 악화는 조심할 필요.

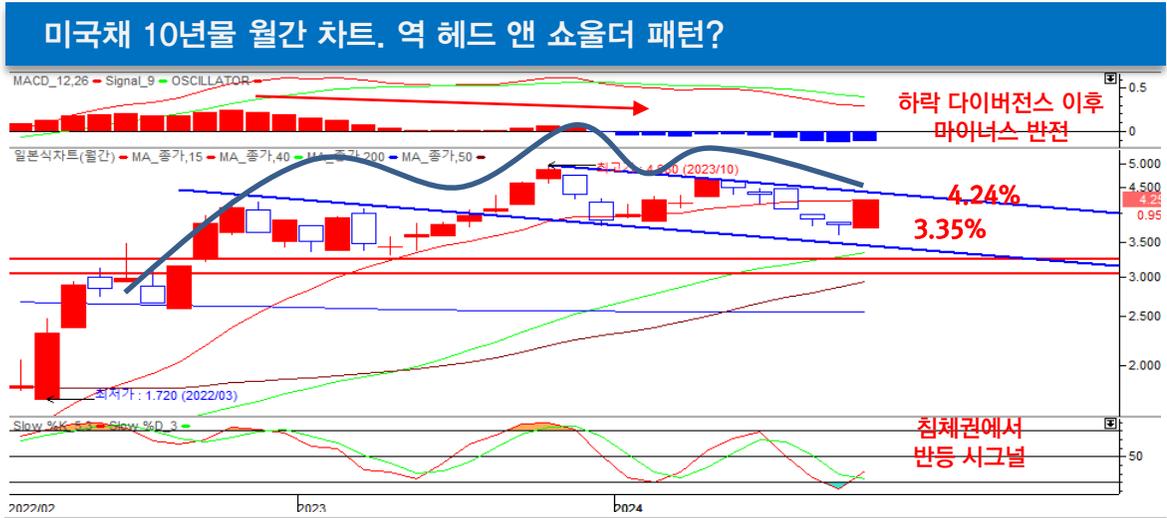
[11월 FOMC] 경제지표 호조 지속에 비둘기파적 스탠스 자제. 10월 20일 이후 매파적 연준위원 발언 대부분

20일 이후 코멘트 한 연준위원 모두가 매파 위원들... 금리인하는 지지하지만, 서두르지 말자. 전반적인 스탠스는 비둘기파적...

연준 위위	성향	지역	일자	코멘트 요약
로리 K. 로건	매파	델러스	21일	경제가 예상하는 대로 진화한다면, 정책 금리를 점진적으로 더 정상적이거나 중립적인 수준으로 낮추는 전략 이 위험을 관리하고 목표를 달성하는 데 도움
제프리 슈미트	매파	캔자스 시티	21일	정책의 제한성을 낮추는 것을 지지하지만, 특히 정책의 최종 목적지에 대한 불확실성과 금융 시장 변동성 확대 방지 하고자 하는 마음을 감안할 때 과도한 인하는 조심
닐 카시카리	매파	미니애폴리스	21일	지금 당장은 다음 몇 분기 동안 중립 수준에 도달하기 위해 좀 더 적은 인하가 있을 것으로 예상 하지만, 이는 데이터에 따라 달라질 수 있음.
토마스 바킨	매파	리치몬드	23일	지난해 전체 노동 시장 상황이 완화되었음에도 불구하고 숙련 기술 분야의 고용주들은 여전히 이용 가능한 근로자가 부족하다고 보고하고 있음.
베스 해맥	매파	클리블랜드	24일	우리는 좋은 진전을 이뤘지만, 인플레이션은 여전히 FOMC의 2% 목표보다 높음 . 지정학적 긴장감, 주택 서비스 인플레이션은 물가 상방 위험 높이는 요인이라 생각



[미국 채권금리] 반등시 비중확대 전략 유효. 하락 추세 진행 중



자료: 대신증권 Research Center



자료: 대신증권 Research Center

- 9월 FOMC 전후 3.6%대까지 레벨다운되었던 미국채 10년물 4.25%까지 반등
- 과도했던 경기침체 우려가 정상화되는 과정에서 미국 경제지표 호조가 가세한 결과
- 미국채 10년물 4.3% 수준까지 추가 반등 여력이 열려있지만, 현 수준부터는 반등시 비중확대 전략 유효
- 과도했던 경기침체 우려 완화와 함께 금리인하 기대도 상당부분 정상화됨에 따라 채권금리 상승추세 전개 가능성 낮다고 판단
- 미국 경기 둔화 속에 물가 안정이 가시화되면서 미국채 10년물은 향후 하향안정세를 이어갈 것으로 예상

[미국 달러] 반등시 비중확대 전략 유효. 하락 추세 진행 중



자료: 대신증권 Research Center

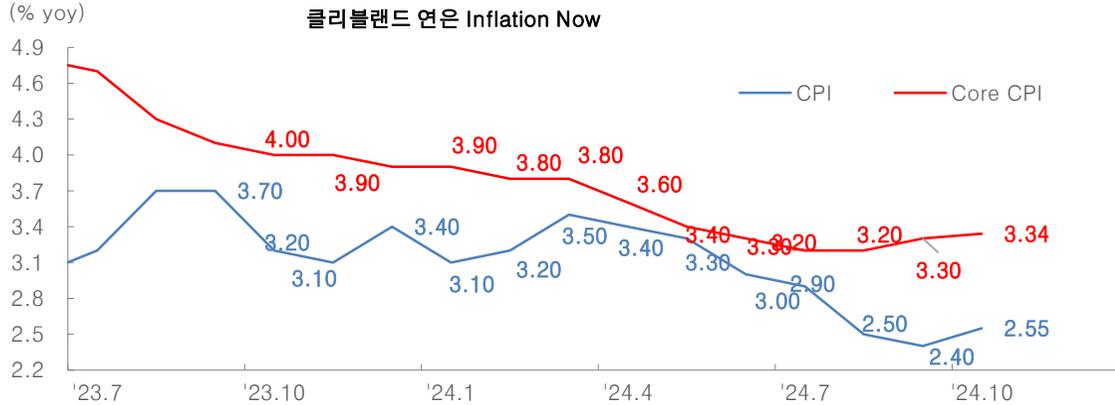


자료: 대신증권 Research Center

- 9월 FOMC 전후 100p를 하회했던 달러화도 단숨에 100p를 상회, 주 중 104p 돌파
- 이 또한 채권금리 반등과 마찬가지로 과도했던 경기침체 우려가 정상화되는 과정에서 미국 경제지표 호조가 가세한 결과
- 여기에 유럽의 추가 금리인하, 금리인하 사이클 가속화 기대 반영
- 달러화 104.5수준은 하락추세대 고점. 추가 반등 시 오버슈팅 가능성 높음
- 현 수준부터는 반등시 비중축소 전략 유효
- 과도했던 경기침체 우려 완화와 함께 금리인하 기대도 상당부분 정상화됨에 따라 달러화 상승추세 전개 가능성 낮다고 판단
- 미국 경기 둔화 속에 물가 안정이 가시화되면서 달러화는 향후 하향안정세를 이어가며 4분기 중 100p 하회 할 것으로 예상

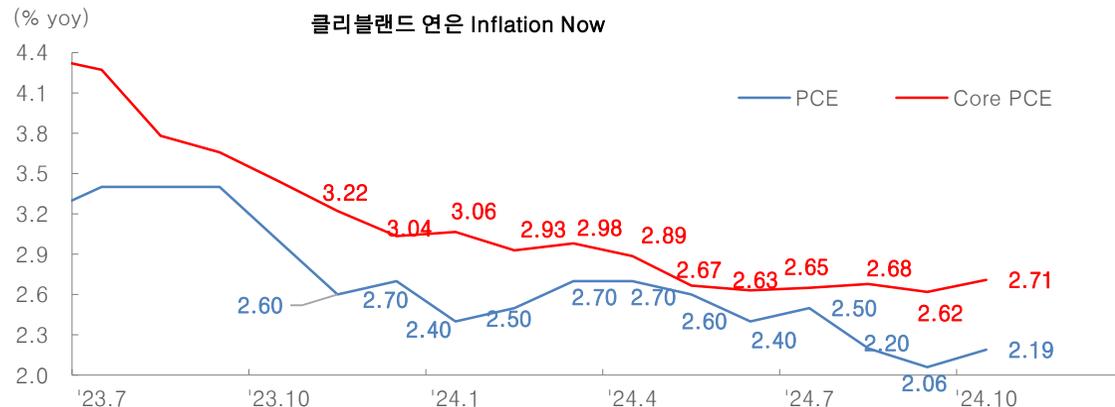
[CPI & PCE] 10월 물가 반등 시 단기 등락은 감안해야 할 것

10월 CPI 반등, Core CPI 정체 예상



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

10월 PCE와 Core PCE도 반등 예상



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

- 11월 13일 공개되는 10월 CPI는 7개월 만에 반등 예상
- 클리블랜드 연은의 Inflation Now 기준 10월 CPI는 2.55% 전망. Core CPI도 3.34%로 정체 가능성 높음
- 유가 기저효과 영향이 반영된 결과로 볼 수 있음
- 11월 28일 10월 PCE도 반등 예상
- 통화정책 컨센서스 변화에 따른 등락 가능성은 염두에 두어야 할 것

반전(反轉) 트리거 2. 미국 대선 결과 확인은 불확실성 해소/정상화의 전환점

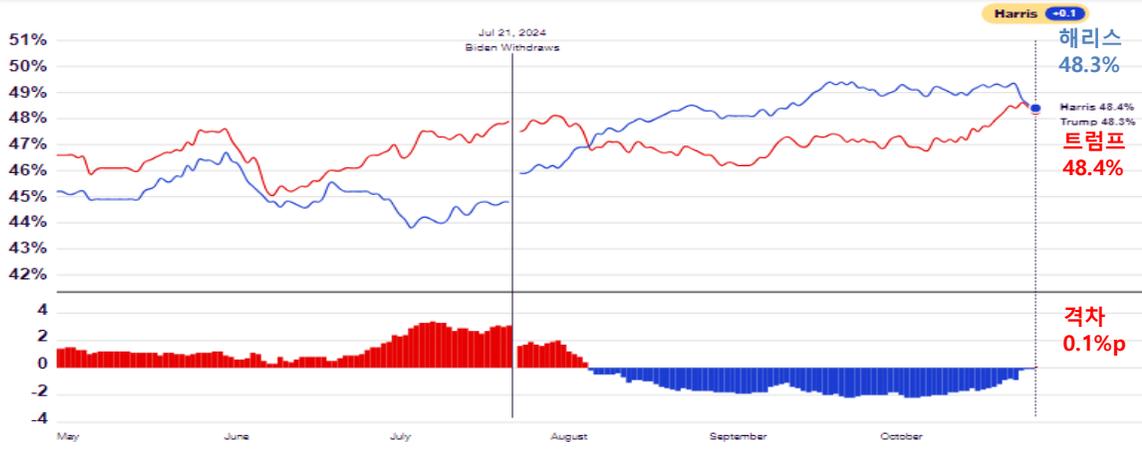
Strategist 이경민

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

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

[대선 지지율] 당선 확률은 트럼프 우위로 격차 확대. 지지율까지 트럼프가 역전

지지율도 트럼프가 0.1%p차이로 역전



자료: RealClear Politics, 대신증권 Research Center

당선확률 트럼프 역전 이후 격차 확대. 트럼프 60%, 해리스 44%

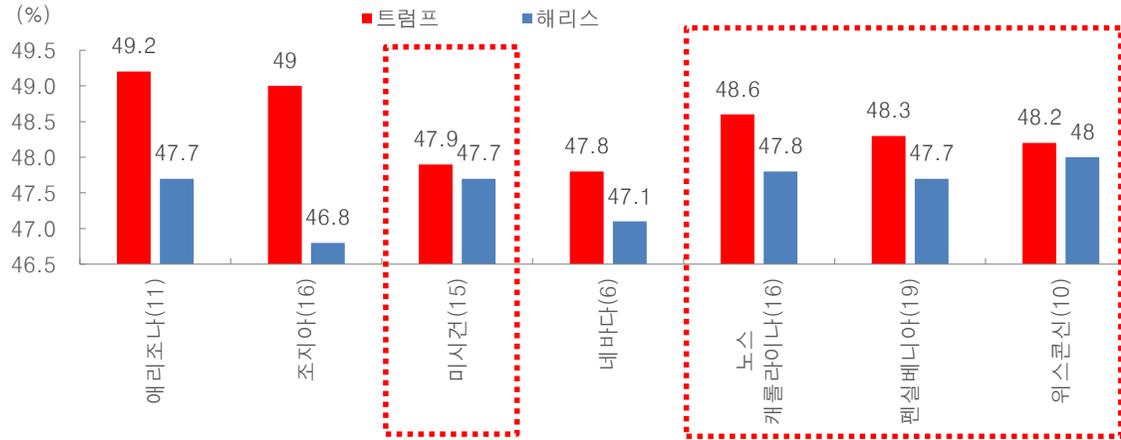


자료: RealClear Politics, 대신증권 Research Center

- 미국 대선이 열흘도 안남은 상황
- 판세는 안개 속이지만, 트럼프 당선 가능성이 커지고 있음
- 당선 확률은 트럼프가 역전한 이후 격차 확대
- 해리스가 44%까지 하락한데 반해, 트럼프는 60%로 상승. TV토론 직후 13%p까지 확대되었던 당선확률 격차가 트럼프 16%p 우위로 반전
- 지지율마저 트럼프가 0.1%p 역전에 성공
- 마지막 지지자들의 이탈 또는 결집 정도에 따라 결과를 예측하기 어려운 상황

[해리스 Vs. 트럼프] 해리스 우세지역, 위스콘신까지 넘어가... 미시간, 위스콘신, 펜실베니아 결과 주목

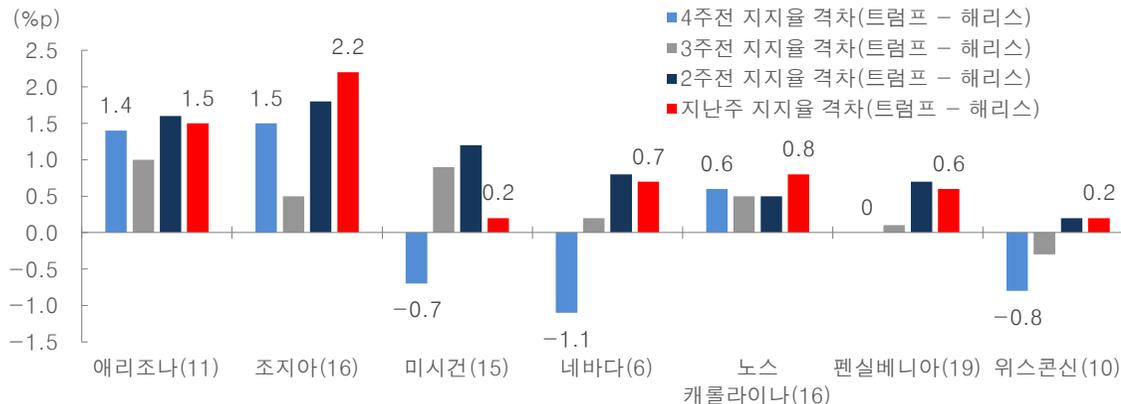
이번주 격전지 여론조사에서 위스콘신까지 트럼프에게 넘어가



- 현재 93개 선거인단이 걸린 Battle Ground에서 트럼프 지지율이 0.9%p 앞서는 상황. 지지율 격차 확대
- 미국 선거는 선거인단 확보 수에 승패가 결정되기 때문에 격전지에서 승패가 중요
- 문제는 해리스가 1%p 전후 앞서왔던 미시간(15), 네바다(6)에서 트럼프가 앞서기 시작했다는 점
- 2주전까지 해리스가 앞섰던 위스콘신까지 트럼프가 0.2%p차이로 역전
- 하지만, 선거가 가까워지면서 지역별 격차가 축소되는 상황. 지지층 결집이 강화되면서 나타난 현상으로 판단
- 대선 항배에 더 짙은 안개가 끼고 있는 상황. 여전히 104개 선거인단이 박빙임에 따라 끝까지 가봐야 알 수 있을 것
- 미시간(15), 네바다(6), 위스콘신(10)과 함께 펜실베니아(19) 결과 주목
- 트럼프 우세로 인해 트럼프 수혜주가 주목받고 있지만, 단기 현상으로 판단

자료: RealClear Politics, 대신증권 Research Center

트럼프 우위 지역 격차 확대. 해리스, 미시간, 네바다, 위스콘신 역전 허용



자료: RealClear Politics, 대신증권 Research Center

[해리스 Vs. 트럼프] 정반대의 정책 스탠스 확인. 승패에 따라 이해득실 크게 엇갈릴 전망

정반대의 정책 대결. 인프라, 제약/바이오에 일부 공통분모 존재

해리스

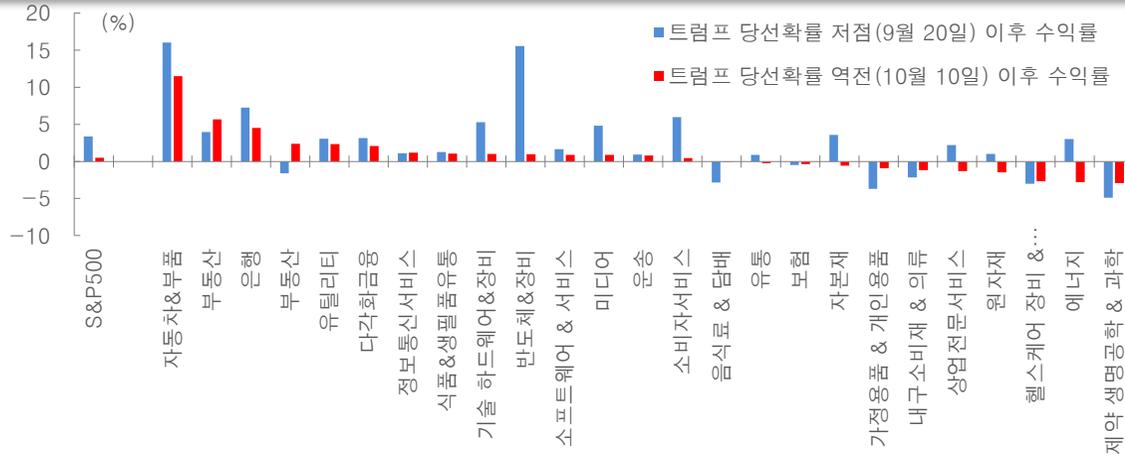
FY2025년 예산안, 부자/대기업 증세 중산층을 위한 세금 감면, 기회경제
동맹국 간 우호적 통상정책 중국을 전략적 경쟁 관계로 상정
친환경 정책 기조 승계, 신재생 에너지
초당적 인프라법 (Bipartisan Infrastructure Act) 계승 10년간 1.2조\$ 투자, 5년간('22~'26년) 5,500억달러
반도체 과학법(CHIPS and Science Act) 연장 IRA 후속 조치 진행 처방약 비용 및 의료비 부채 경감
가상자산 산업, 성장과 안전성 동시 고려할 필요
공교육 개선, 대학등록금 지원 확대 주택 임대 및 구입 비용 경감, 식료품 비용절감 청정에너지 산업 및 중소기업지원을 통한 일자리 창출
신재생 에너지, 첨단 제조업, 친환경 인프라 , 공공 의료 산업 , 대마초 관련업, 공공 교육 산업

Trump

부유층, 대기업에 대한 감세 노동자를 위한 세금 감면
강화된 보호무역주의 대중국 무역 강경책 고수
美 최우선 에너지 정책 시행, 전통 에너지 산업
생활수준 혁신 위한 쿼텀 도약
반도체 공급망 재편, 대중 견제 IRA 전면 폐지, 축소 공언, 화석/원자력 에너지 생산 장려 오바마 케어 폐지, 국내 판가 인하
親 가상자산 산업, 금융규제 완화
보수주의 입각한 학교 교육 개혁 주택 구입 비용 경감, 규제 완화 자국 공급망 재편, 규제 완화를 통한 일자리 창출
빅테크(업종 간 차별 有), 전통 에너지, 제조업 건설업 및 산업재, 방산, 원자력, 금융, 민간 헬스케어

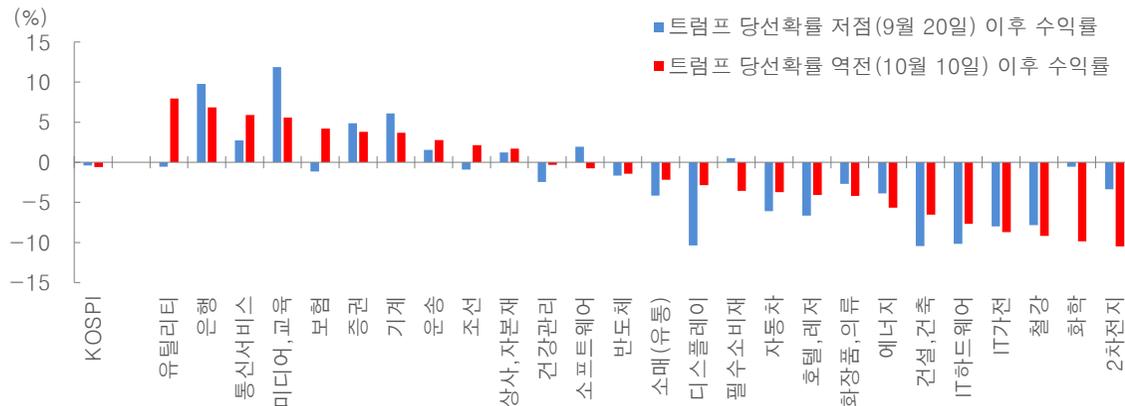
[해리스 Vs. 트럼프] 트럼프 트레이드 강화? 오히려 트럼프 피해주, 해리스 수혜주에 주목할 때

트럼프가 승기를 잡으면서 자동차, 부동산, 은행 강세, 제약, 헬스케어, 소비주 부진



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

KOSPI도 유틸리티, 은행, 통신 등 방어주 강세. 2차전자, 중국 소비주 반도체 약세

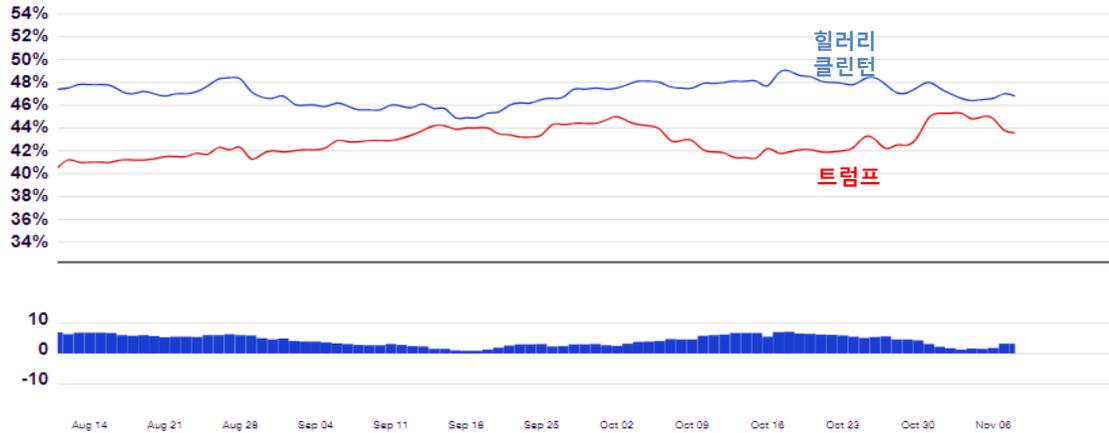


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 트럼프 당선 가능성이 높아짐에 따라 트럼프 트레이드에 집중해야 할까?
- 오히려 역발상 투자가 필요하다고 판단. 지지율 등락에 따른 투자심리, 수급 쏠림 현상은 단기 트레이딩 기회
- 누가 당선되어도 대선 결과는 불확실성 해소의 전환점이 될 가능성이 높기 때문
- 즉, 투표, 선거 결과가 금융시장 추세에 미치는 영향은 극히 제한적이라고 판단. 투자심리, 수급 변수는 될 수 있더라도 단기 흐름에 그쳐왔음
- 다음 대통령이 결정된 이후 금융시장 추세에 영향을 미치는 시점은 취임 이후 내각을 구성하고, 정책을 내놓으면서 부터 일 것
- 트럼프 1기 당시에도 글로벌 금융시장, 증시에 영향을 미친 것은 2017년 하반기 부터였음
- 현재로서는 오히려 트럼프 피해주, 해리스 수혜주 주목
- 트럼프 당선시 기대심리 정점통과가 예상되고, 해리스 당선시 빠른 정상화 국면 전개 가능

[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

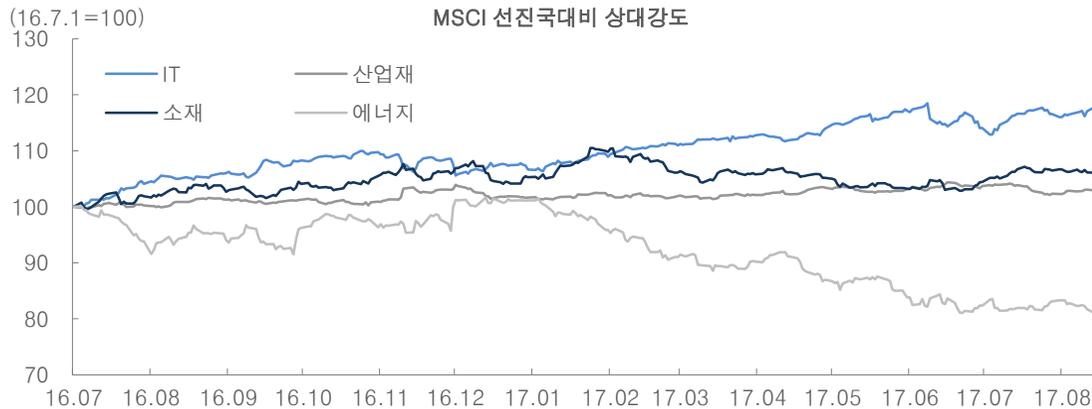
[미국 대선 리스크] 2017년 트럼프 취임 이후 달러 강세, Old Economy 부활을 예상했지만...

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
- 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

반전(反轉) 트리거 3. 중국 전인대. 정책 드라이브는 지속될 것

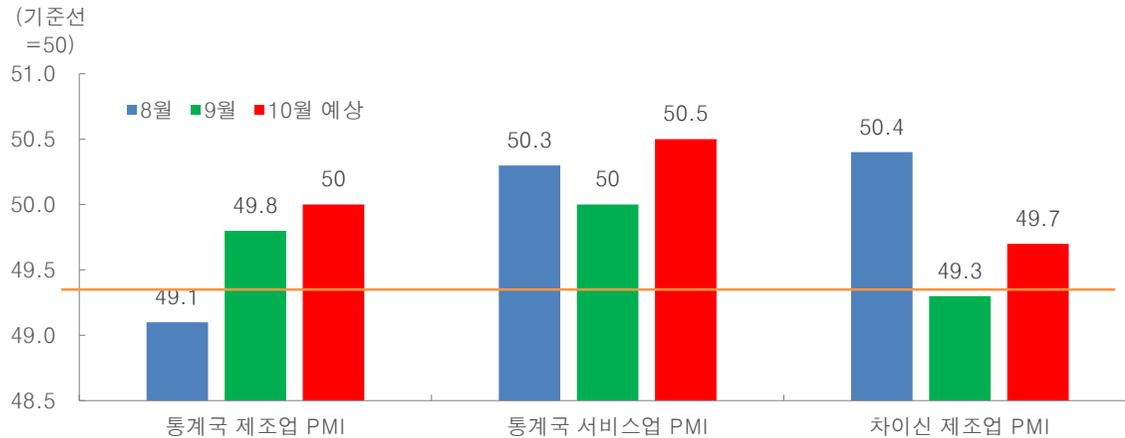
Strategist 이경민

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

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

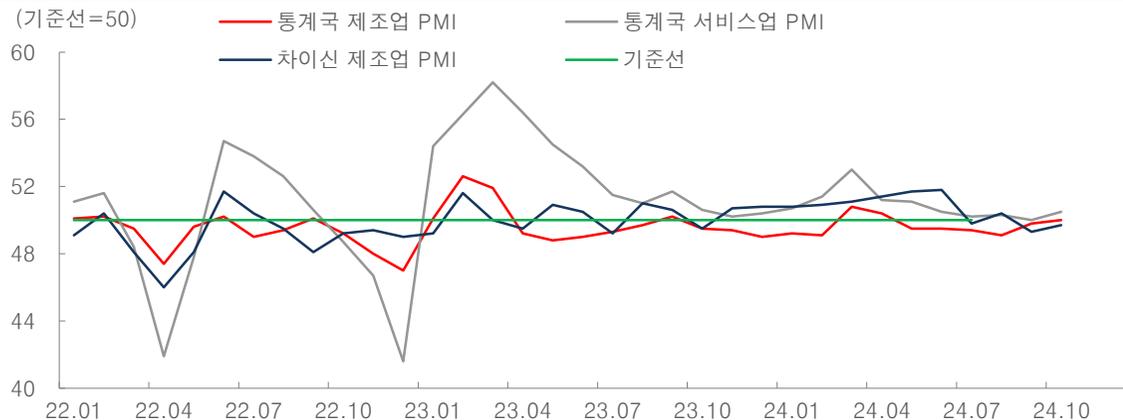
[중국 Macro] 제조업, 서비스업 PMI 반등 예상. 동반 확장국면 진입 가능?

10월 제조, 서비스업 PMI, 9월 대비 반등 기대



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

중국 PMI가 동반 50선을 상회하며 확장국면임을 시사할 가능성



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

- 10월 31일에는 10월 중국 통계국 PMI, 11월 1일에는 10월 중국 차이신 PMI 공개 예정
- 현재 컨센서스 기준 모두 9월대비 반등을 예상하는 가운데 통계국 제조업 PMI는 6개월만에 확장국면 재진입 예상
- 통계국 서비스업 PMI도 확장국면을 이어갈 것으로 기대하고 있음
- 차이신 제조업 PMI는 9월대비 반등하지만, 49.7로 수축국면 위치
- 만약 차이신 제조업 PMI까지 확장국면으로 전환시 중국 경기회복 기대는 증폭될 수 있을 것

11월 4일 ~ 8일 중국 전국인민대표대회 상무위원회 주요안건

(재정 관련 보고서)

- 금융 업무 국무원 보고서 : 지역 정부의 비공식 부채 문제와 은행에 자본을 주입하기 위한 6조원 규모의 정부채권 발행 등의 계획이 포함될 것으로 예상
- 2023년 국유자산 관리 종합 보고서, 2023년 행정사업성 국유자산 관리 보고서

(입법 심의 주요 법안)

- 광산 자원법 개정안: 자원 관리 효율성 개선과 중국의 자원 안전 보장을 목표
- 에너지법 초안: 지속 가능한 에너지 관리 및 자원 보호를 위한 법안 초안으로, 중국의 에너지 산업 전반을 규제
- 반자금세탁법 개정안: 금융 시스템의 안전성을 강화, 자금세탁 방지
- 중재법 개정안, 해상법 개정안, 과학기술 보급법 개정안 심의

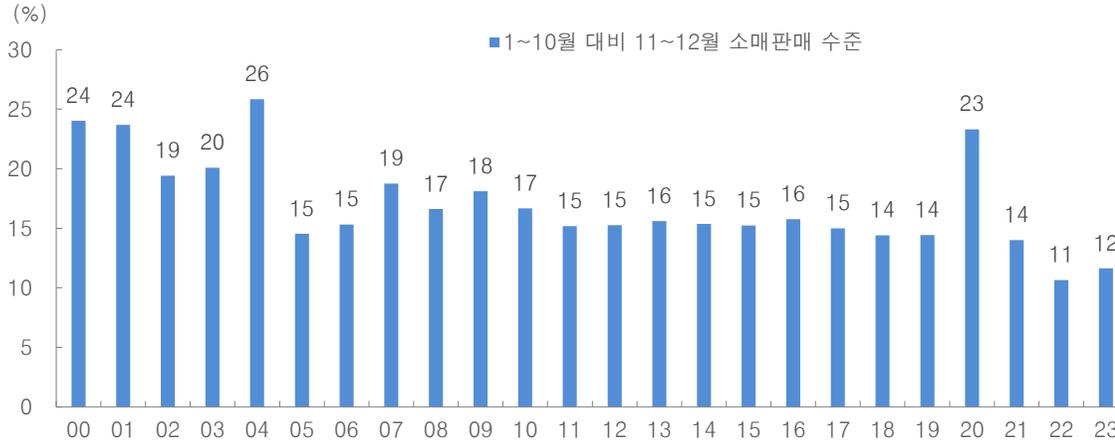
(주요 외신 평가)

- Bloomberg: 3분기 GDP 성장률이 4.6%로 감소한 가운데, 2023년 예산 적자 확대 결정이 경기 부양을 위한 추가 재정 지원으로 이어질 가능성에 대해 기대
- The Economic Times: 11월 5일 미국 대선 결과에 따라 새로운 무역 정책에 대한 준비가 필요한 시점, 정부의 지지가 실질적 조치로 옮겨지길 기대

- 전인대 상무위원회는 실질적으로 중국의 의회의 기능을 수행하는 기관. 통상 2개월에 한 번씩 개최되어 **주요 법률 심의와 중앙정부 정책 승인** 등 역할 수행
- 통상적으로 짝수달 하순에 개최되나 미국 대선 일정을 고려하여 구체적 부양정책 승인 발표 시점을 잡았을 것이라는 관측
- 현재까지 발표된 정책들의 승인 이후 집행가능한 정책들이 11월 이후 본격적으로 시행될 것으로 기대

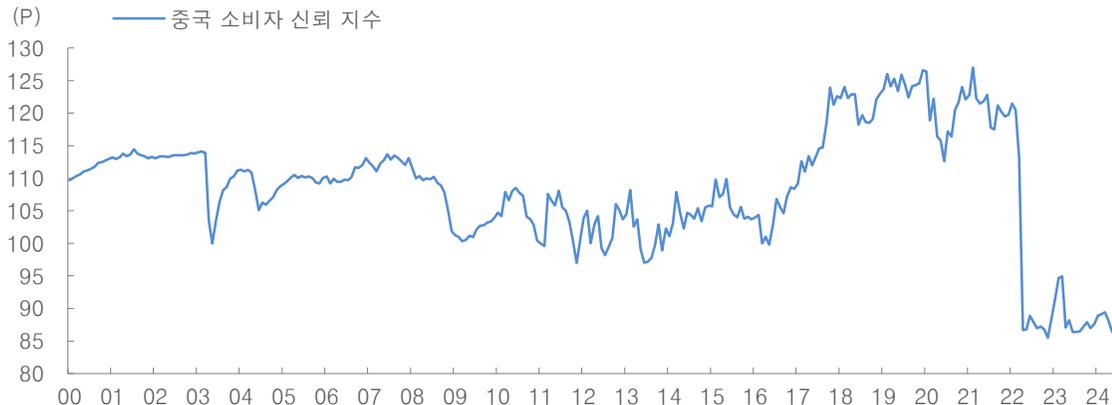
[중국 소매판매] 광군제(11월 11일) 이후 소비 드라이브 강화

매년 뚜렷한 11월, 12월 소비 증가세를 보여온 중국



자료: 중국 국가 통계국, CEIC, 대신증권 Research Center

극도로 침체된 소비심리 회복 여부가 관건



자료: 중국 국가 통계국, CEIC, 대신증권 Research Center

- 광군제는 2009년 시작 이후 꾸준히 성장하여 미국의 '블랙프라이데이'와 같은 주요 쇼핑기간으로 자리잡음
- 물론, 2022년부터 10% 초반대로 줄어들며 연말 소비 효과 감소. 2005년 전까지는 평년 대비 20%, 2005~2021년까지 15% 수준의 효과가 있었음
- 2022년 부터 경제회복탄력에 대한 의구심 확대. 이번 2024년 광군제도 뉴스 상 광고가 과거 대비 크게 줄었으며 소비자 신뢰도 낮은 수준으로 소비 증가 기대는 미미할 것이라는 회의감이 큰 상황
- 하지만, 올해는 중국정부의 이구환신 보 조금 포함된 가격으로 구매 가능하며, 내수진작 정책 반영될 가능성도 존재
- 낮아진 기대치를 충족시키거나 그 이상의 결과를 보여준다면 연말 소비 모멘텀 기대감 강화 가능

[중국/홍콩증시] 드라마틱한 반전 이후 급등락. 경기부양 기대 이후 경기회복 가시화로 추가 상승 예상

9월 24일 이후 중국, 홍콩 증시. 레벨업된 이후 견조한 흐름 이어가



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

글로벌, 미국 대비 중국 상대강도. 여전히 저점권에 위치



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 단기 급등세를 보이던 중국, 홍콩 증시가 레벨업된 수준에서 등락 반복
- 예상치 못한 시점에, 시장의 기대보다 강한 경기부양정책들이 빠르게 진행됨에 따라 중국, 중화권 증시의 드라마틱한 반전 전개되었지만, 경기회복 기대로 이어지지 못함에 따라 단기 과열/해소국면 진행
- 27%, 24% 급반등했던 중국 상해종합지수와 홍콩H지수는 각각 -9.2%, -11.7% 고점대비 수익률 기록
- 반등폭 대비 50% 되돌린 수준으로 단기 급등에 따른 과열, 가격 부담 속에 14일 교역지표, 18일 실물지표 발표에 대한 경제심리가 유입된 결과
- 하지만, 18일 소매판매, 산업생산 서프라이즈 소식에 중국 상해종합지수는 당일 2.9% 급반등했고, 홍콩H지수는 3.6% 급등
- 경기부양 기대를 넘어선 경기회복 모멘텀이 유입되면서 드라마틱한 반전 전개
- 전인대에서 정책 드라이브 재점화와 연말 소비모멘텀 기대가 유입될 경우 추가적인 레벨업 가능

[중국/홍콩증시] 저평가 영역에서 급반등, 단기 과열해소/매물소화 이후 추가적인 레벨업 전개 예상

중국 상해종합지수 주간 차트, 1차 지지선 3,200선, 이보전진을 위한 일보후퇴



자료: 대신증권 Research Center

홍콩H지수 주간 차트, 7,000선 지지력 테스트 이후 추가 레벨업 기대



자료: 대신증권 Research Center

- 중국 상해종합지수는 대규모 경기 부양 정책의 연속적인 공개로 중요 지지권에서 급반등. 안정화를 넘어서는 부양 의지를 피력했고, 곧바로 정책이 시행되면서 증시 분위기 반전에 힘이 실린 것
- 하지만, 정책 기대 효용성과 실물지표 회복에 대한 회의적인 시각에 급반등 이후 급락
- 하락추세 재개가 아닌 단기 급등 이후 과열해소, 매물소화과정이라고 판단
- 2주 동안 20% 이상 급반등했지만, 여전히 저평가 영역
- 3,200선 전후에서 지지력 확보시 중국 상해종합지수는 4,000선을 향하는 흐름을 이어갈 전망
- 홍콩 H지수도 단숨에 8,000선 회복. 단기 등락은 감안해야겠지만, 9,400 ~ 9,500선 돌파 시도는 가능할 전망. 단기적으로 7,000선 전후에서 지지력 확보 여부가 관건
- 단기 변동성 확대는 이보전진을 위한 일보후퇴. 비중확대 전략 유효
- 정책 드라이브가 강하게 유입된 만큼 경기 회복 가시성은 점차 높아질 전망

반전(反轉) 트리거 4. KOSPI 업황/실적 불안 선반영. 저평가 매력

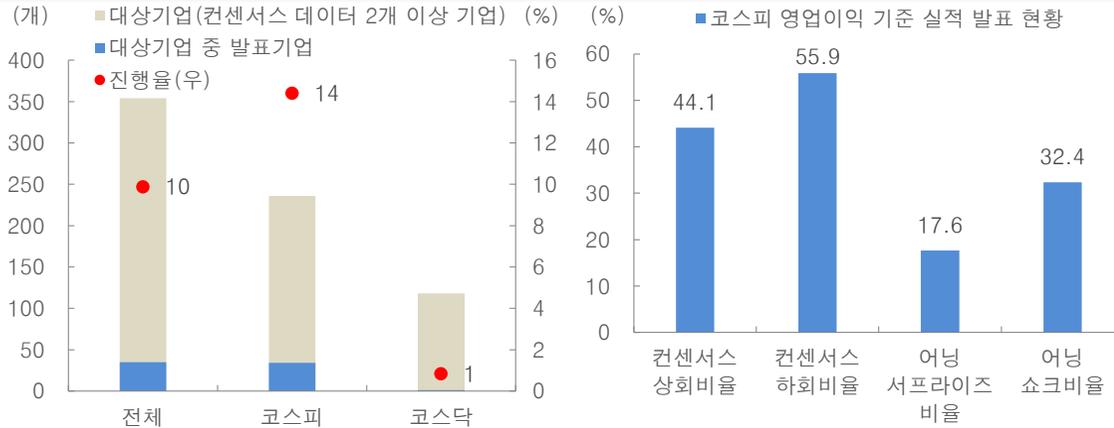
Strategist 이경민

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

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

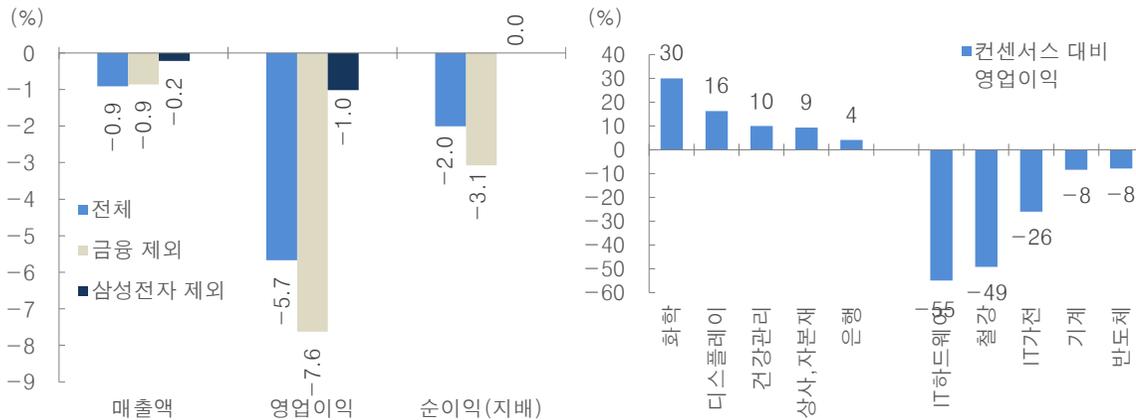
[3Q 실적시즌] 예상보다 부진한 실적 결과 확인 중. 건강관리, 상사/자본재, 은행 실적 호조

3분기 영업이익 전망. 반도체 고점대비 13.2% 레벨다운



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

수출주, 중국 소비주 중심으로 실적 전망 하향조정 중

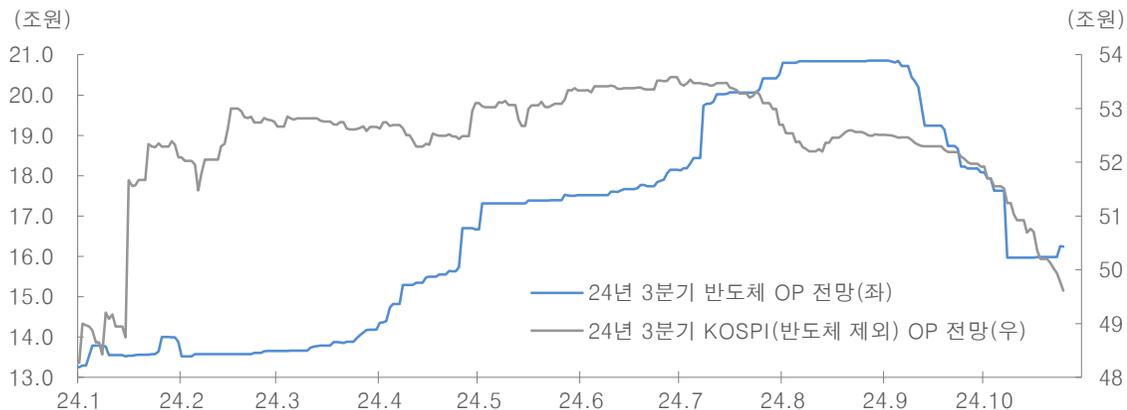


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI 내 컨센서스가 존재하는 312개 기업 중 12.2%인 38개 기업이 실적 발표를 완료. 시가총액 비중으로는 51.4% 기업이 실적 발표를 완료. 실적시즌 정점 통과 중
- 실적 발표 기업 중 컨센서스 상회, 하회 비율은 각각 44.1%, 55.9%로 예상보다 부진한 3분기 실적시즌 진행 중
- 매출액도 시장 컨센서스보다 부진한 상황에서 영업이익은 전망치 대비 7% 하회. 실적 쇼크는 아니지만, 실적 불확실성 자극
- IT 업종의 진행도가 88.4%로 가장 높으며 하회 비율 55.6%에 달하는 상황
- 반면, 화학, 디스플레이, 건강관리, 상사/자본재, 은행 등 예상 상회
- 내수주 실적 호조, 수출주, 성장주 실적 부진 구도 형성 중

[3Q 실적시점] 반도체 영업이익 전망 레벨다운. 이후 Non-반도체 실적 전망 가파른 하향조정세

3분기 영업이익 전망. 반도체 고점대비 22.1%, Non 반도체 7.4% 레벨다운



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

4분기 영업이익 전망. 반도체 고점대비 17.6%, Non 반도체 8.2% 레벨다운

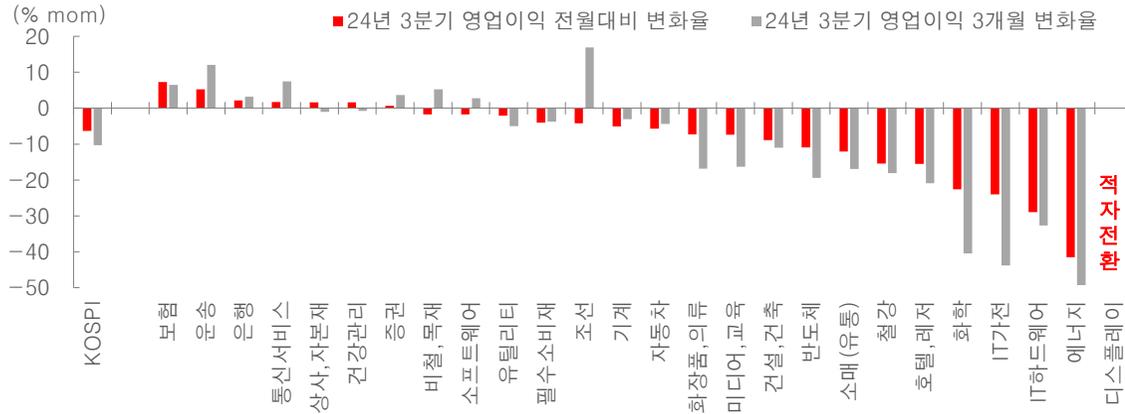


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI 3분기 영업이익 전망을 보면 반도체가 큰 폭으로 레벨 다운된데 이어 프리어닝 시즌 돌입과 함께 Non-반도체 영업이익 전망도 하향조정
- 3분기 반도체 영업이익 전망은 8월말 ~ 9월초 고점대비 22.1% 하향조정
- 반도체를 제외한 업종들의 실적 전망까지 9월말부터 하향조정되면서 KOSPI 상대적 부진 심화
- 반도체 업종의 실적 전망 하향조정이 멈추었음에도 불구하고 반도체 이외 업종의 실적 전망 하향조정은 더욱 가팔라지는 양상
- 실적 불안심리가 증폭되고, 확산되면서 KOSPI 하방압력 확대
- 이러한 흐름은 4분기, 24년 연간 영업이익 전망에도 영향을 주고 있음

[3Q 실적시즌] 수출/성장주 & 중국 소비주 이익 전망 레벨다운 Vs. 금융, 내수주 이익 개선 기대

3분기 영업이익 전망 변화율. 수출주, 성장주, 중국 소비주 이익 전망 레벨다운



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

4분기 영업이익 전망 변화율. 금융, 유틸리티 중심의 내수주 이익 개선 기대

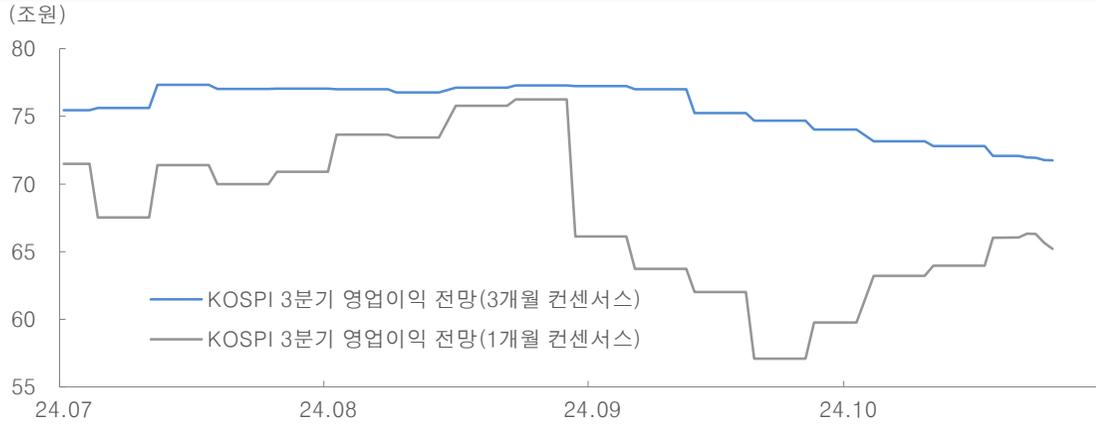


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 특히, 에너지, IT가전, 화학은 최근 반도체 보다 더 큰 폭으로 3분기 영업이익 전망이 레벨다운
- 호텔/레저, 소매(유통), 철강, IT하드웨어 등도 10% 이상 3분기 영업이익 전망 레벨다운
- 수출주, 성장주, 중국 소비주 중심의 실적 하향조정세 뚜렷
- 반면, 보험, 은행, 운송, 통신, 건강관리 증권 등 금융업종과 통신, 제약/바이오 등 내수주들이 실적 전망이 상향조정
- 최근 시장 흐름도 실적 전망 등락과 유사한 상황으로 전개

[3Q 실적시즌] 1개월 컨센서스와 3개월 컨센서스 간의 괴리율, 방향성 체크

3분기 영업이익 전망, 1개월 컨센서스, 급락 이후 회복 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

상사/자본재, 자동차, 화장품/의류, 은행, 증권은 1개월 컨센서스가 3개월 상회



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 다행스러운 점은 KOSPI 3분기 영업이익 1개월 컨센서스가 상향조정되고 있다는 점
- 통상적으로 3개월 실적 컨센서스를 활용하지만, 실적시즌에 근접할 경우 1개월 컨센서스가 프리어닝 시즌의 변화를 빠르게 반영한다는 점에서 주목
- 3분기 영업이익 1개월 컨센서스가 상향 조정 중인 업종에는 철강, 기계, 조선, 자동차, 화장품/의류, 은행, 증권, 소프트웨어 등이 있음
- 이 중 철강, 상사/자본재, 자동차, 화장품/의류, 은행, 증권은 1개월 컨센서스가 3개월을 상회
- 예상보다 양호한 실적 결과를 기대

[3Q 실적시즌] 실적대비 저평가 여부도 중요. 실적 발표가 분위기 반전의 전환점이 될 수 있어

3분기/4분기 영업이익 전망대비 저평가 : 조선, 운송, 소프트웨어, 자동차, 반도체



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

24년 영업이익 전망대비 저평가 : 조선, 반도체, 소프트웨어, 자동차, IT하드웨어 등

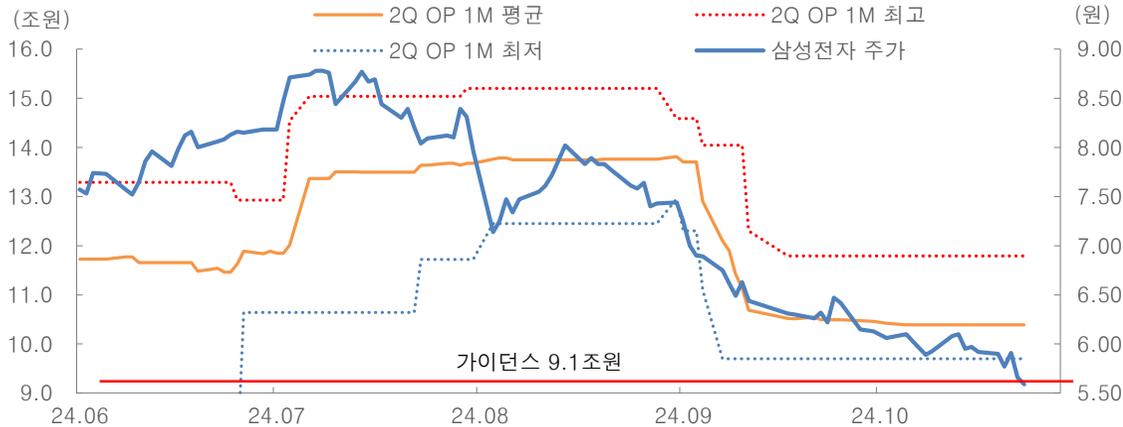


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 실제 주가는 실적 서프라이즈에도 하락세를 보이거나 실적 쇼크에도 불구하고 반등하는 경우가 많음
- 실적 결과도 중요하지만, 주가가 실적 기대, 또는 불확실성을 얼마나 선반영했는지가 중요하기 때문
- 실적 쇼크까지 주가가 이미 선반영했을 경우 추가적인 주가 하락은 제어되고, 분위기 반전을 모색
- 현재 시점에서 3분기/4분기 영업이익의 1개월 3개월 변화율보다 주가가 저평가 받고 있는 업종에는 조선, 운송, 소프트웨어, 자동차, 반도체 건설 등이 있음
- 이들 업종 중 자동차, 운송, 통신, 은행, 증권은 3개월, 1개월 컨센서스 모두 실적 대비 저평가 영역에 진입
- 특히, 자동차, 철강, 조선, 은행, 증권, 통신 업종은 실적대비 저평가이면서 1개월 컨센서스가 상향조정 중인 업종. 실적 발표 전후 단기 트레이딩 가능

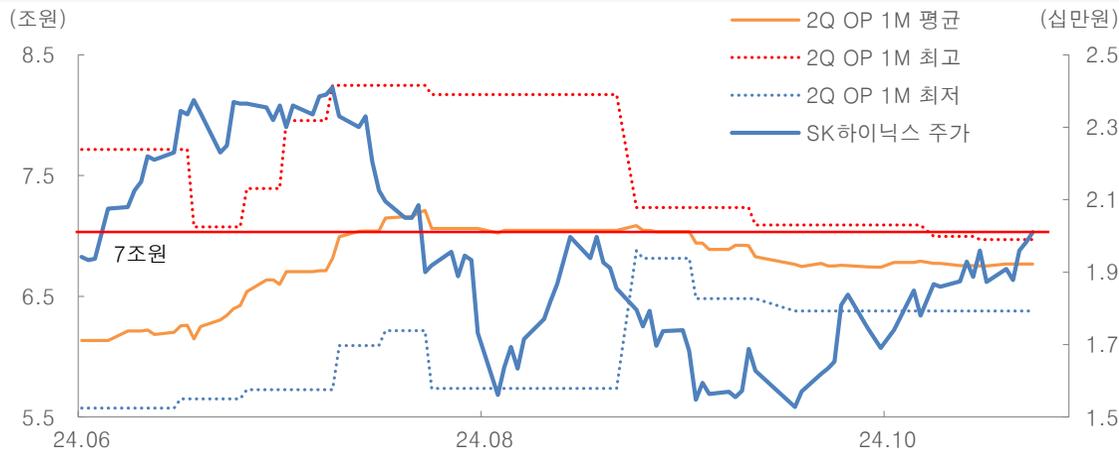
[삼성전자 Vs. SK하이닉스] 실적 쇼크 삼성전자는 주가 레벨다운. 실적 호조 SK하이닉스는 20만원 회복

삼성전자 3Q OP 전망 고점대비 -34%. 주가 고점대비 -36%



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

SK하이닉스 3Q OP 전망 고점대비 -2.9%. 주가 고점대비 -37% 이후 32% 반등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 대표적인 저평가 업종인 반도체 내에서도 1위, 2위 기업 간의 엇갈린 차별적 주가 흐름 전개
- 실적 쇼크를 기록한 삼성전자는 5만 6천 원을 하회한데 반해, SK하이닉스는 저점 대비 32% 반등
- 삼성전자는 실적 쇼크로 3분기 영업이익 고점대비 34% 레벨다운되는데 반해 SK하이닉스는 실적 호조로 3분기 영업이익 고점대비 2.9% 하향조정에 그치면서 극심한 저평가 매력 부각
- SK하이닉스는 삼성전자와 달리 실적 우려보다 AI산업, 반도체 성장성 우려에 7월 10일 고점 이후 37% 가격 조정을 거친 바 있음
- 최근 32% 반등하며 20만원을 회복했지만, 여전히 실적대비 저평가 영역에 위치

[삼성전자 Vs. SK하이닉스] 고점대비 하락률, 하이닉스는 -37%에서 반등. 삼성전자는 -36%로 확대

SK하이닉스 연간 고점 대비 하락률, -36.6%까지 확대 이후 -17%로 축소



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

삼성전자 연간 고점 대비 하락률 -36%로 확대

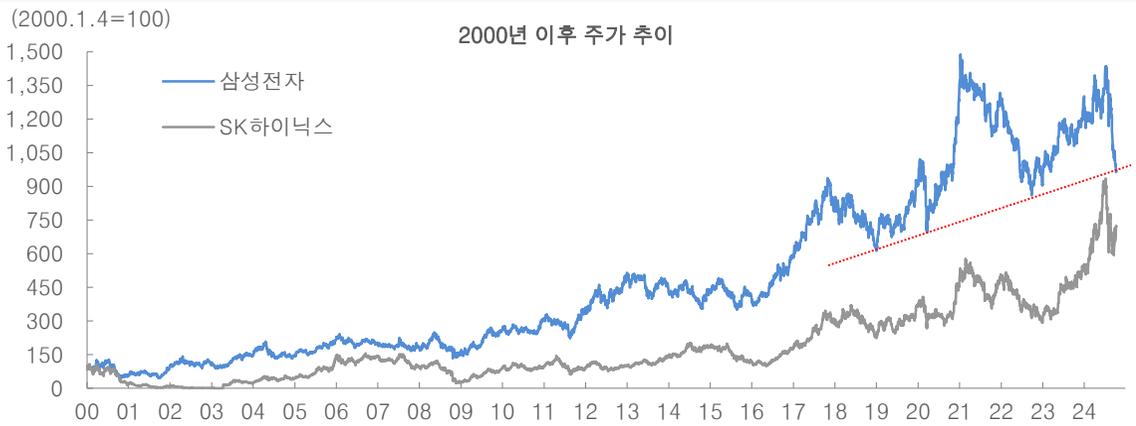


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- SK하이닉스, 삼성전자 모두 주가 측면에서 의미있는 수준까지 가격조정을 거침
- IT버블, 카드사태, 금융위기 등과 같이 경기침체가 아닌 경우 의미있는 저점권인 고점대비 -30% 이하 수준을 통과
- SK하이닉스의 연간 고점대비 하락률은 -35%. 최근 반등으로 -17%로 축소되기는 했지만, 여전히 저평가 영역
- 반면, 삼성전자는 고점대비 하락률 -36%까지 확대
- AI성장성 재평가가 기대되는 상황에서 경쟁력 격차가 주가의 엇갈린 흐름으로 이어지고 있는 것

[삼성전자 Vs. SK하이닉스] 구조적인 삼성전자 프리미엄 약화는 어쩔 수 없는 상황

급락 이후 강한 반등을 보이는 SK하이닉스, 약세를 이어가는 삼성전자



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

삼성전자와 SK하이닉스 간의 주가 괴리율, 시가총액 비율은 빠르게 하락 중

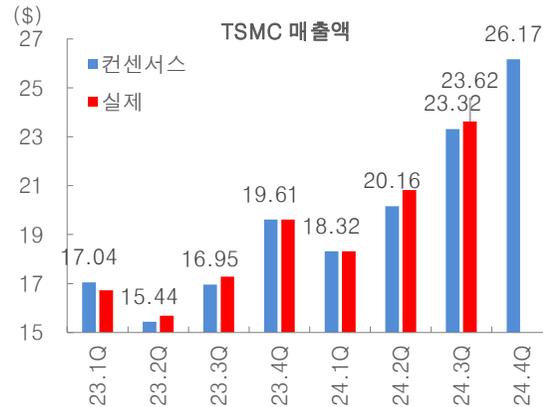
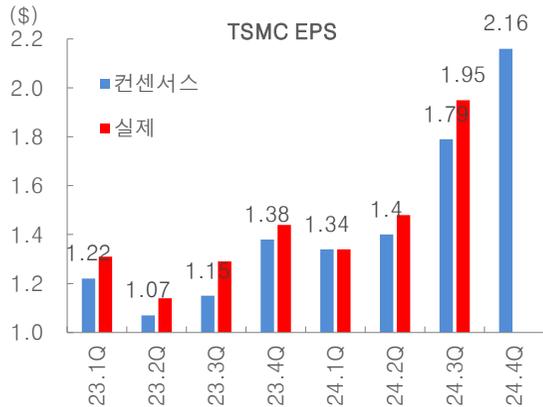


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- SK하이닉스를 필두로 한 AI반도체 상승 분위기 속에 발목을 잡는 것은 삼성전자
- SK하이닉스가 저점대비 20%대 반등하는 동안 삼성전자는 연일 52주 신저가 경신 중
- AI반도체 성과에 따라 명암이 엇갈린 것
- 실제로 삼성전자의 프리미엄 빠르게 약화
- 삼성전자와 SK하이닉스간 주가 괴리율과 시가총액 비율은 IT버블 이후 최저치로 레벨다운 중
- 이번 TSMC 실적 발표 전후 삼성전자의 단기 가격메리트에 따른 반등시도 기대
- 하지만, 근본적인 주가 상승과 추세 반전을 가늠하기 위해서는 HBM에서 성과를 확인해야 할 것

[TSMC발 AI반도체 재평가] 이미 매출액 예상 상회 확인. EPS 서프라이즈 => AI 반도체 성장성 재평가

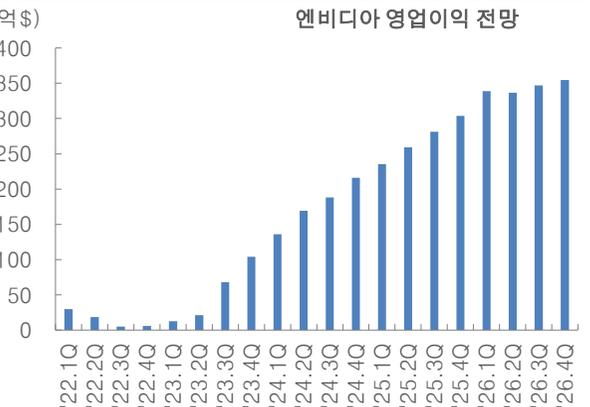
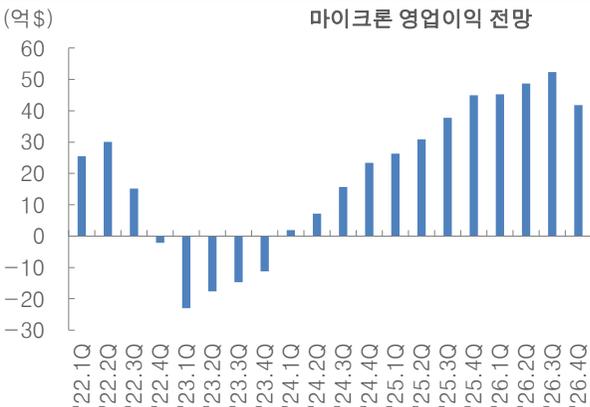
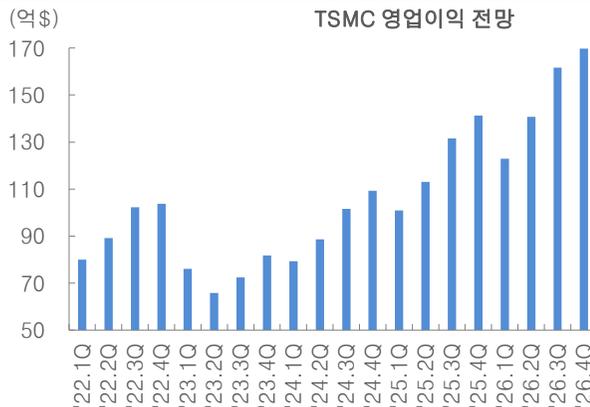
TSMC 3분기 매출액 예상 상회. EPS 1.95달러로 컨센서스 9% 상회



- TSMC 3분기(7~9월) 매출 236억2200만 달러. 전망치(233억3000만 달러) 상회, 전년 동기(173억 달러)대비 36.5% 성장
- 3분기 EPS로 컨센서스 1.79달러를 9% 상회한 1.9달러, 4분기 컨센서스는 1.9달러에서 2.16달러로 큰 폭 상향조정
- 25년 TSMC의 첨단 패키징(CoWoS) 생산 능력이 올해대비 최대 3배 늘어난다는 전망까지 가세. AI 산업, 반도체 성장성 재평가 기대

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

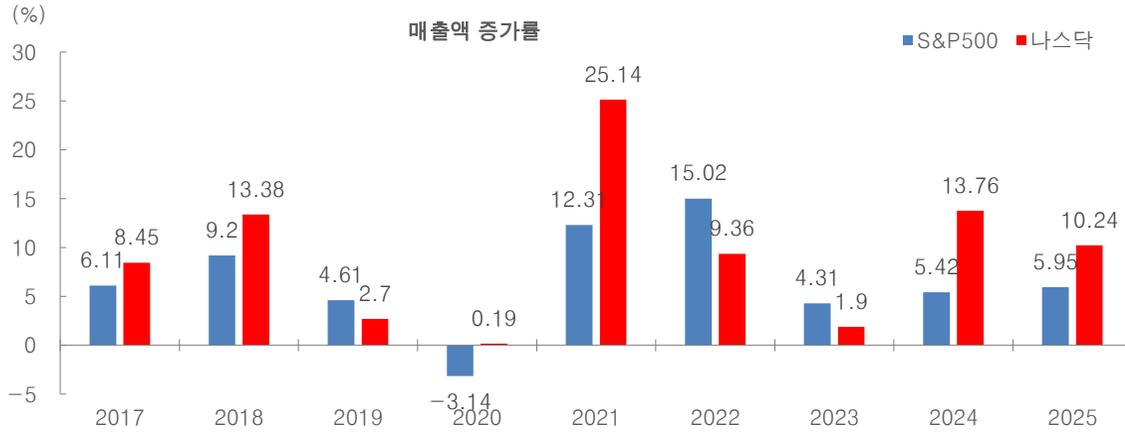
성장성에 대한 의구심이 커졌던 AI 산업, AI 반도체 재평가 가능성



자료: FnGuide, Refinitive, 대신증권 Research Center

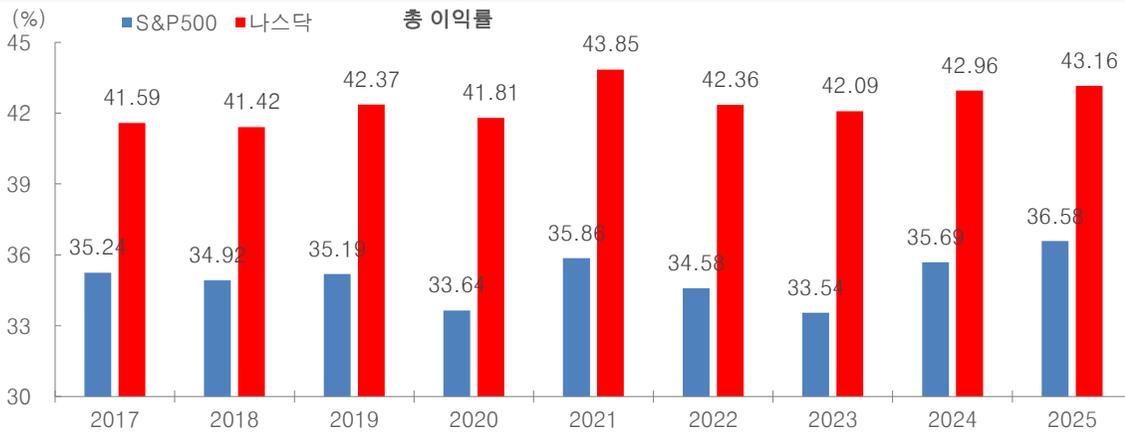
[나스닥 실적/성장성] 기울기 둔화에 대한 우려는 추세 반전이 아닌 과열/매물소화 변수

나스닥 24년, 25년 연속 두자리수 매출 성장 기대



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

총 이익률 또한 40%대에서 개선세 지속

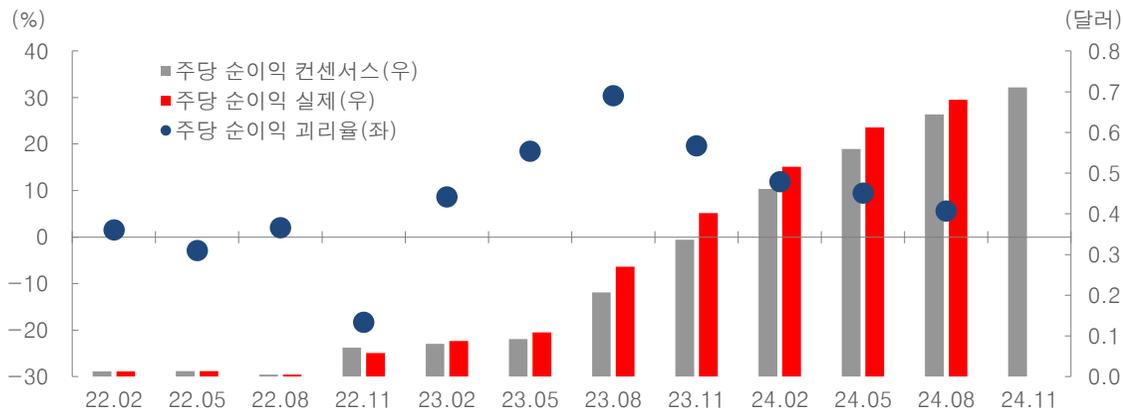


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 나스닥 매출액은 25년까지 두자리수대 성장이 예상되고, 총 이익률 또한 40%대에서 추가적인 개선 기대
- AI 산업, 반도체에 대한 성장성이 꺾이는 것이 아닌 기대보다 약할 수 있다는 우려였던 것으로 판단
- 즉, 성장의 기울기가 둔화될 수 있다는 우려에 단기 가격조정이 전개되었지만, 성장의 방향성은 유효했던 것
- 성장의 방향성이 바뀌는 것이라면 추세 전환 가능성을 경계해야하지만, 기울기 둔화라면 가격 조정 이후 상승추세를 재개해 나갈 수 있음

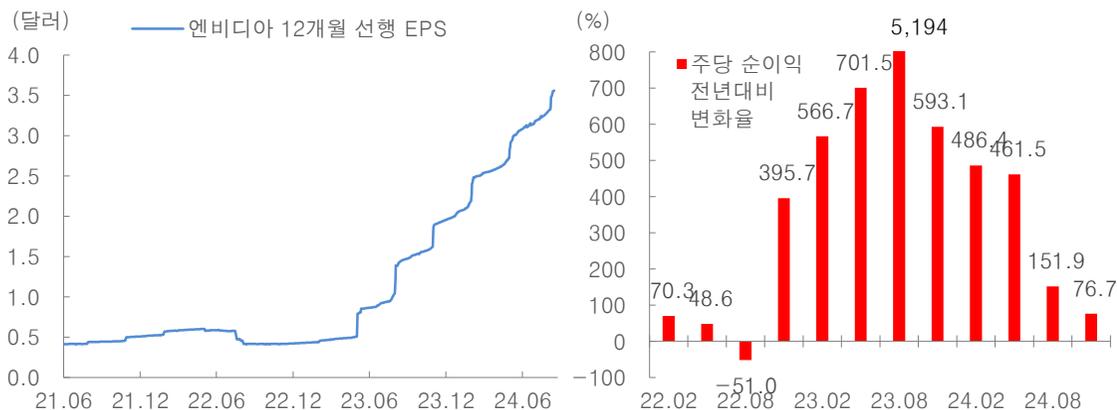
[엔비디아] 예상보다 좋은 실적에도 불구하고 시장 기대에 못미친 것. 모멘텀 둔화 Vs. 선행 EPS 상승세 지속

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 실적 또한 시장 컨센서스를 상회하기는 했지만, 시장의 기대를 충족시키지 못했다는 이유로 성장성에 대한 의구심 증폭
- 엔비디아 실적 모멘텀이 둔화되는 것은 불가피. 그렇다고 이익 방향성이 바뀌는 것은 아님
- 12개월 선행 EPS는 실적 발표 이후 레벨업을 이어가는 양상
- 모멘텀이 둔화됨에 따라 과거와 같은 탄력적인 상승을 기대하기 어려울 수 있지만, 이익 성장에 근거한 주가 상승추세는 유효하다는 판단
- 이 과정에서 AI 반도체에 대한 성장성이 재평가 될 경우 우려했던 것보다 강한 상승세가 전개될 수 있음

[엔비디아] 밸류에이션 플레이 중. 12개월 선행 PER 28배에서 반등. 밸류에이션 여력 충분

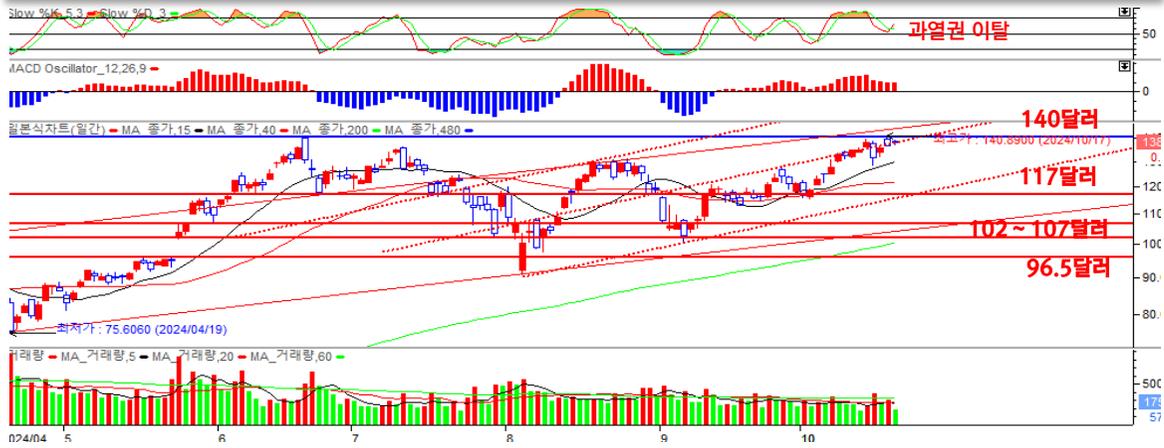
엔비디아 12개월 선행 PER 28배를 저점으로 반등



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 실제로 엔비디아 주가는 12개월 선행 PER 28배를 저점으로 반등 전개
- 주가는 140달러 돌파시도에 나서고 있지만, 선행 PER은 35배 수준
- 그동안 엔비디아 단기 주가 고점은 선행 PER 40 ~ 45배 수준에서 형성
- 이익 레벨업에 근거한 주가 상승추세는 지속될 전망
- 여기에 AI반도체 산업 재평가가 가세할 경우 상승여력은 더 크게 확대될 전망

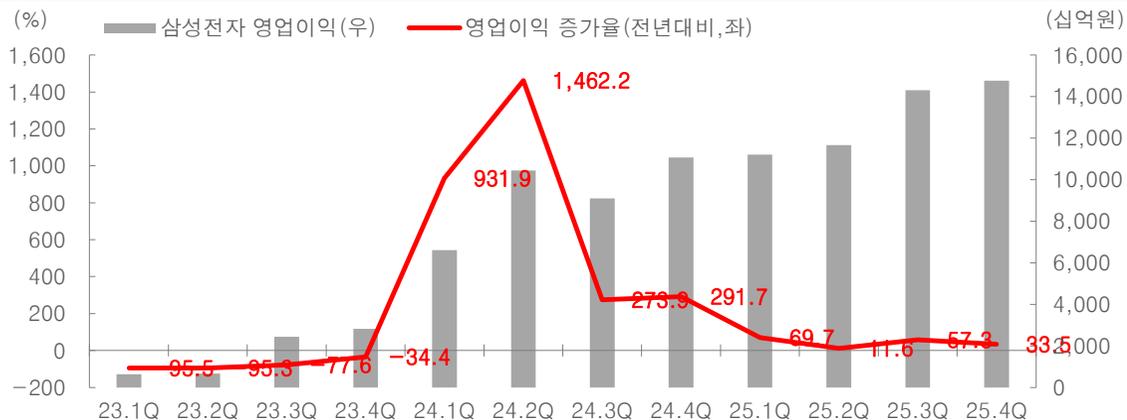
엔비디아 140달러에서 하락 반전. 단기 등락 이후 역사적 고점 돌파 시도 예상



자료: 대신증권 Research Center

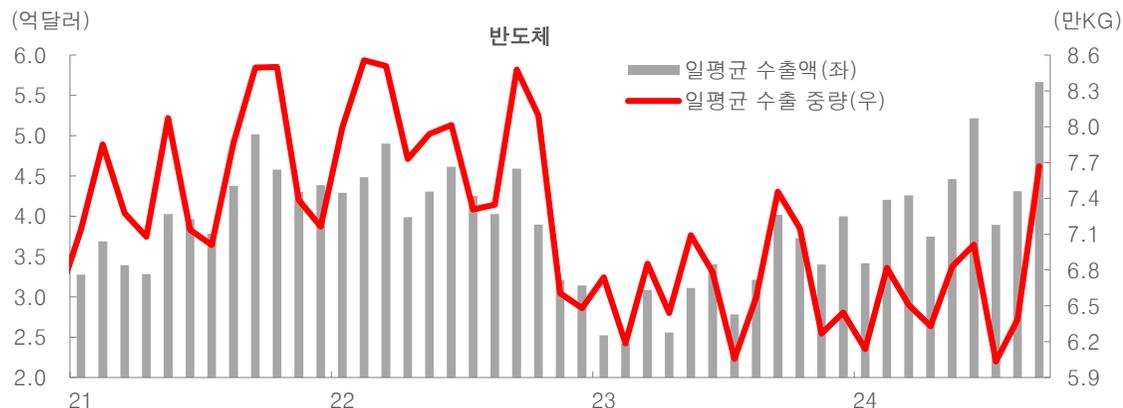
[삼성전자] 4분기 실적 정상화 기대. 한국 반도체 수출 모멘텀은 여전히 견고

24년 3분기 영업이익 쇼크는 일시적. 25년까지 이익 레벨업 지속 전망



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

한국 반도체 수요 회복 가시화. 9월 수출 증량은 22년 10월 이후 최고치

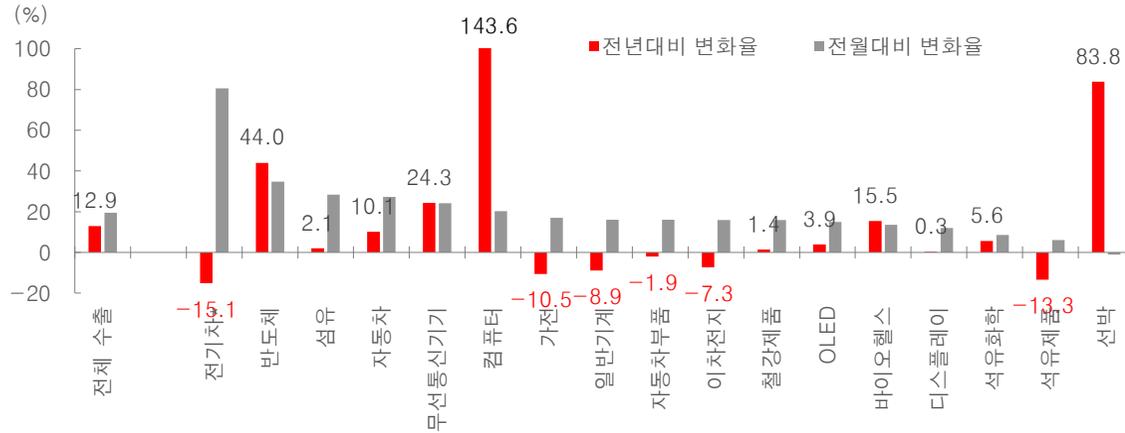


자료: 산업통상자원부, 통계청, CEIC, 대신증권 Research Center

- 반도체 실적 전망 하향조정은 기대했던 기대심리가 톤 다운되는 과정으로 판단
- 특히, 삼성전자 3분기 실적 쇼크는 1.5조 원 전후의 성과급 총당금이 반영된 수치. 이를 감안하면 삼성전자 3분기 영업이익은 10.6조원 전후로 2분기 영업이익 10.4조원과 비슷한 수준
- 24년 4분기 영업이익 컨센서스는 11조 원대 회복을 기대하고 있는 상황. 영업이익 증가세는 25년까지 지속될 전망
- 실적 방향성만 유효하다면 주가 상승추세는 지속될 전망
- 특히, 한국 반도체 업종으로 메모리 반도체 수요 회복 가세 가능. 9월 일평균 반도체 수출 증량 급증, 22년 10월 이후 최고치 경신
- 10월 8일 삼성전자 실적 가이드스가 주가 상승반전의 계기는 되지 못했지만, 실적 불안심리 정점 통과, 주가, 밸류에이션 레벨에 대한 재인식의 전환점은 되었다고 생각
- 10월 24일 SK하이닉스 실적, 31일 삼성전자 실적 및 4분기 가이드스 공개가 또 한번의 중요 변곡점이 될 전망

[한국 9월 수출] 반도체 수출 전년대비 44%, 전월대비 34.8% 증가. 역사적 최대 수출 규모

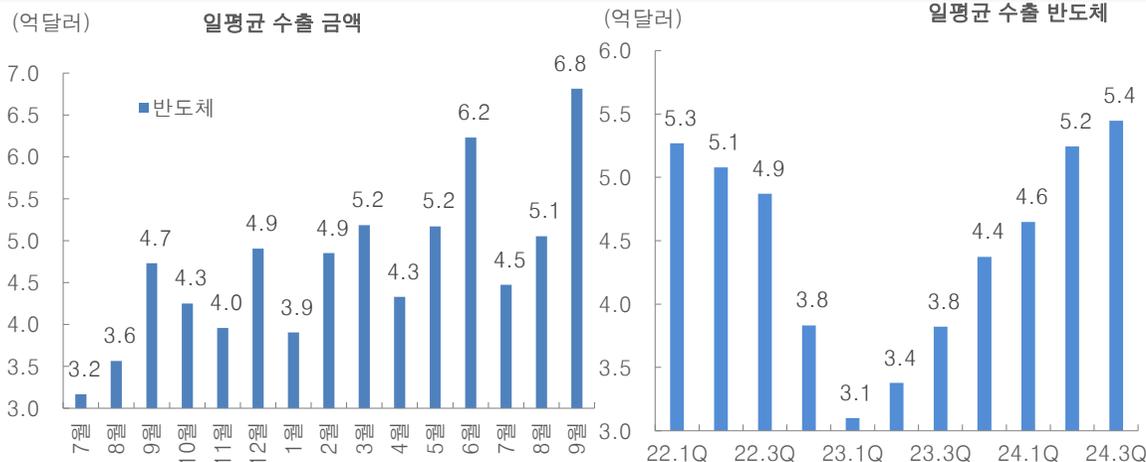
반도체, 컴퓨터, 무선통신기기 등 IT 수출 호조. 전기차 전월대비 수출 급증



- 9월에는 15대 주력 수출품목 중 6개 품목 수출* 증가. * 반도체, 무선통신기기, 컴퓨터, 자동차, 선박, 바이오헬스
- 최대 수출품목인 반도체 수출은 136억 달러(+37.1%)를 기록, 6월 이후 3개월 만에 사상 최대 실적을 경신하면서 11개월 연속 증가
- 컴퓨터 수출은 세 자릿수(+132.0%) 증가한 15억 달러로 9개월 연속, 무선통신기기 수출은 19억 달러(+19.0%)로 7개월 연속 증가
- * '24년 월별 반도체 수출액(억 달러, 전체 월 기준 순위) : 1월94→2월99→3월 117→4월 100→5월 114→6월 134(역대 2위)→7월 112→8월 119→9월 136(역대 1위)
- 2위 수출품목인 자동차 수출은 조업일수 감소(△1.0일)에도 불구하고 전년 대비 +4.9% 증가한 55억 달러를 기록, 9월 기준 최대 실적을 달성하면서 4개월 만에 플러스로 전환
- 한편 선박 수출은 76.2% 증가한 24억 달러 기록, 증가율은 2개월 연속 50%를 초과하였으며, 바이오헬스 수출도 +9.9% 증가한 12억 달러로 3개월 연속 증가

자료: 산업통상자원부, 관세청, 대신증권 Research Center

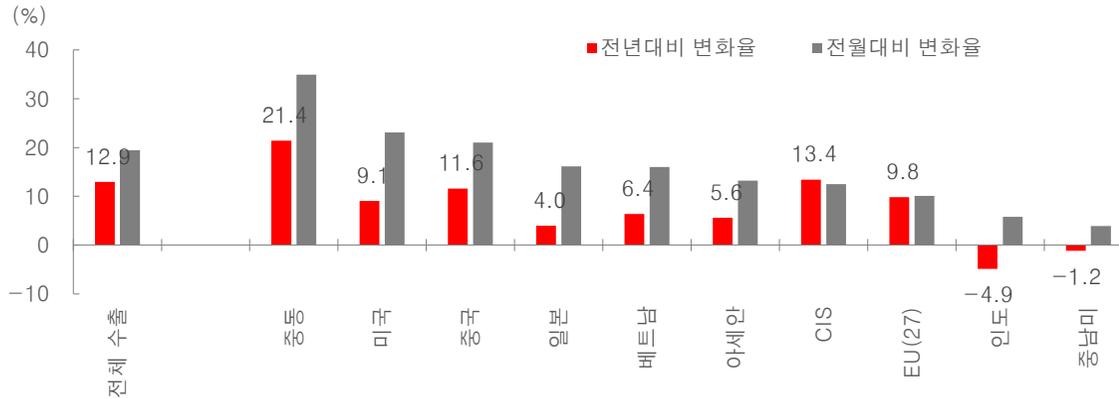
반도체 일평균 수출 사상 최대. 2분기 대비 반도체 수출액 증가, 전년대비 42.5%



자료: 산업통상자원부, 관세청, 대신증권 Research Center

[한국 9월 수출] 고른 지역에서 수출 증가세 전개. 중국 수출 개선이 반도체 수요 개선으로 이어질 수 있어

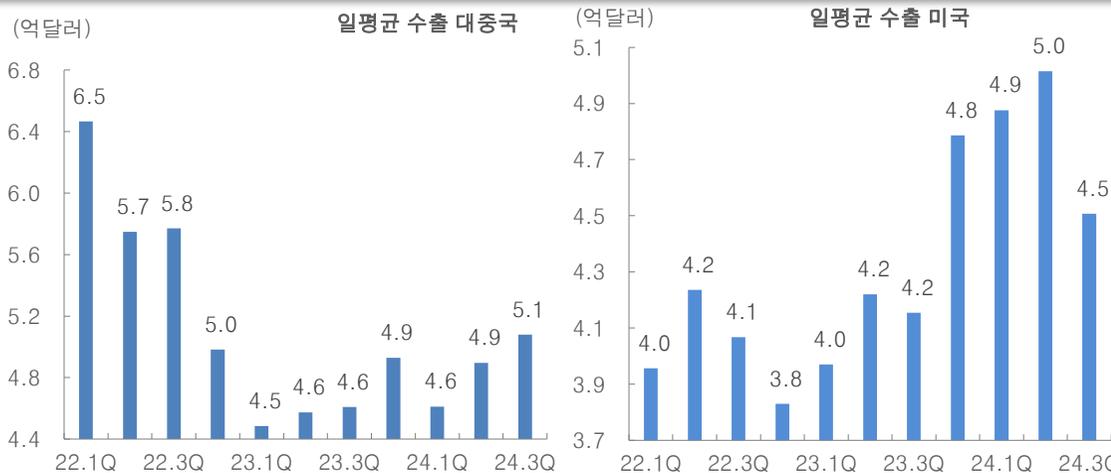
중동, 미국, 중국, 일본, 베트남, 아세안 등 전년대비, 전월대비 모두 수출 개선



- 9월에는 9대 주요 시장 중 6개 시장에서 수출이 증가
- 우선 대(對)중국 수출은 반도체·무선통신 기기 수출이 증가하면서 올해 가장 높은 실적인 117억 달러(+6.3%)를 기록
- 대중국 무역수지도 수출 호조세에 힘입어 7개월 만에 흑자(+5억 달러)로 전환
- 대미국 수출은 역대 9월 중 최대치인 104억 달러(+3.4%)를 기록하면서, 14개월 연속 월별 최대 실적을 경신
- 한편, 대EU 수출은 60억 달러(+5.1%)로 무선통신, 컴퓨터 등 IT 품목 수출이 크게 증가하면서 2개월 연속 월별 역대 최대 수출실적을 기록
- 아울러, 3대 수출시장인 대아세안 수출은 95억 달러(+0.6%)를 기록하면서 6개월 연속, 대CIS(10억 달러, +8.2%) 수출은 3개월 연속 증가
- 중동으로의 수출(16억 달러, +15.5%)도 1개월 만에 플러스로 전환

자료: 관세청, 대신증권 Research Center

점진적인 회복세를 보이는 대중국 수출. 대미국 수출은 꺾이는건가?



자료: 관세청, 대신증권 Research Center

반전(反轉) 트리거 5. KOSPI만의 계절성. 10월 약세, 11월, 12월 강세

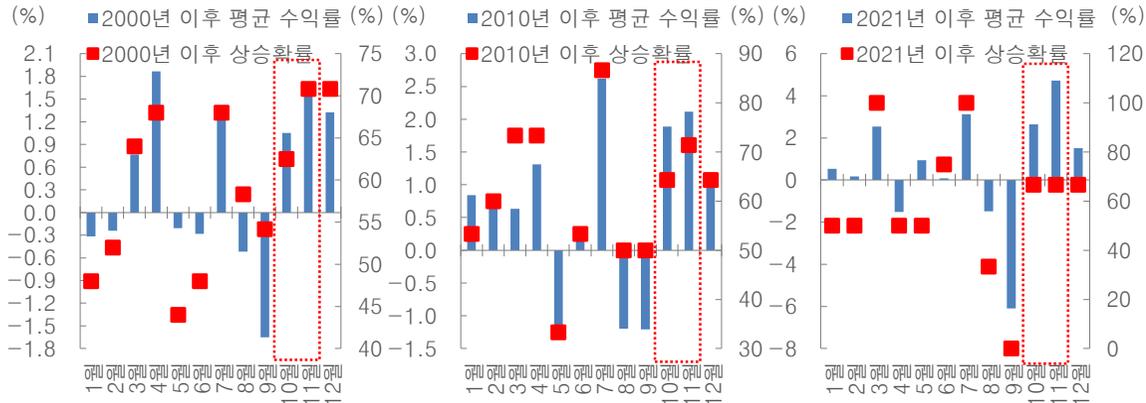
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

[4분기 계절성] 글로벌 지수, S&P500 4분기 강세. 9월 약세 반작용 영향

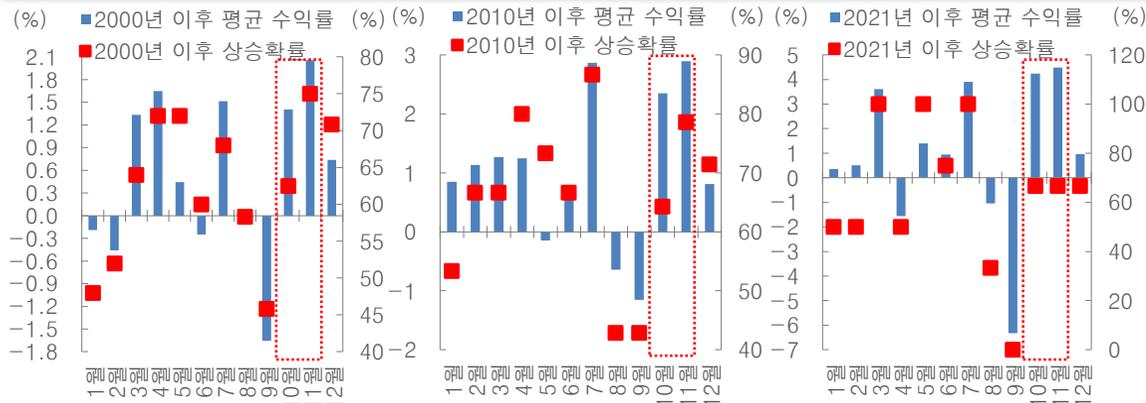
MSCI 글로벌지수 2000년 이후 10월 증시 수익률 상위권. 상승확률 60 ~ 70%



- 9월 약세 계절성이 뚜렷했다면 10월, 11월에는 강세 계절성이 눈에 띄는 부분
- MSCI 글로벌 지수는 10월, 11월 수익률이 연중 최상위권에 위치, 상승확률도 60 ~ 70% 수준
- S&P500도 10월, 11월 수익률은 연중 최고치 기록. 10월보다 11월이 더 강했던 것으로 보임

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

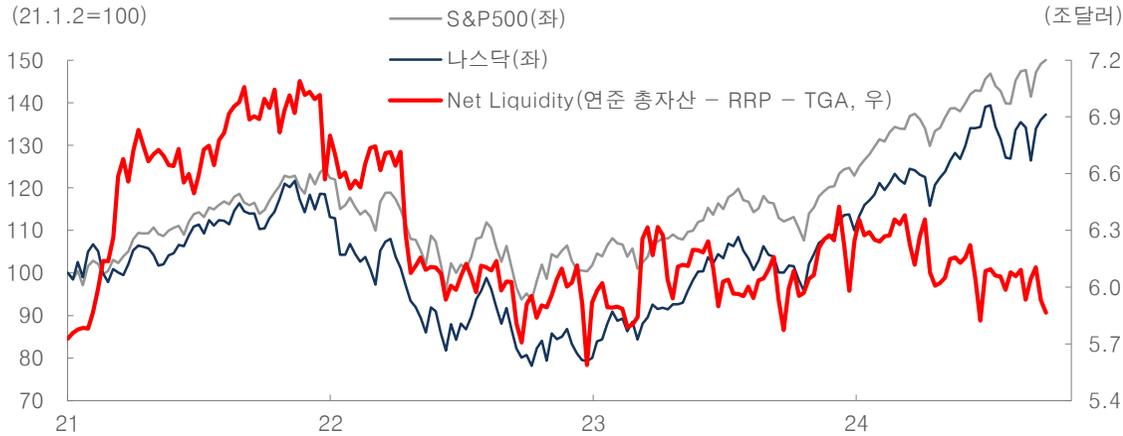
S&P500, 2000년 이후 10월 증시는 상승. 상승확률 60% 전후



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

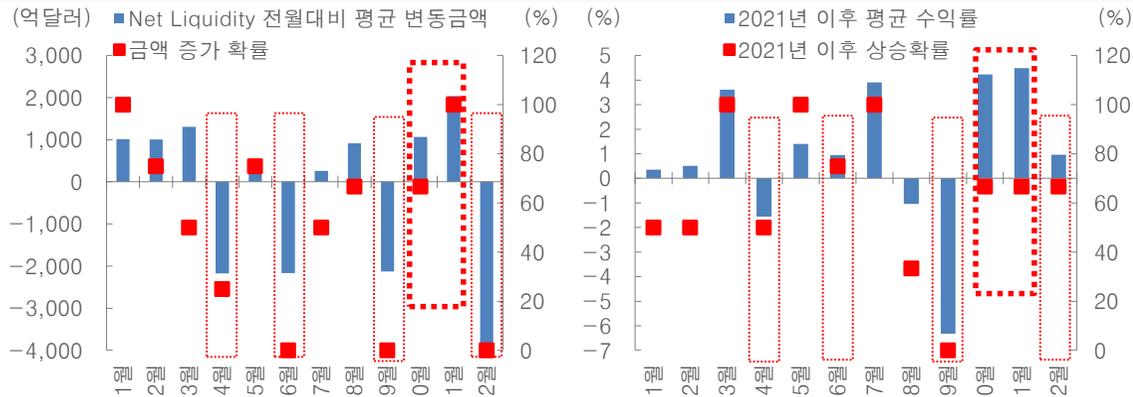
[4분기 계절성] 법인세 납부로 정부 재정 지출 확대 & 펀드 자금 집행

미국 증시, 유동성 모멘텀 영향력 약해졌지만...



자료: FnGuide, 대산증권 Research Center

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

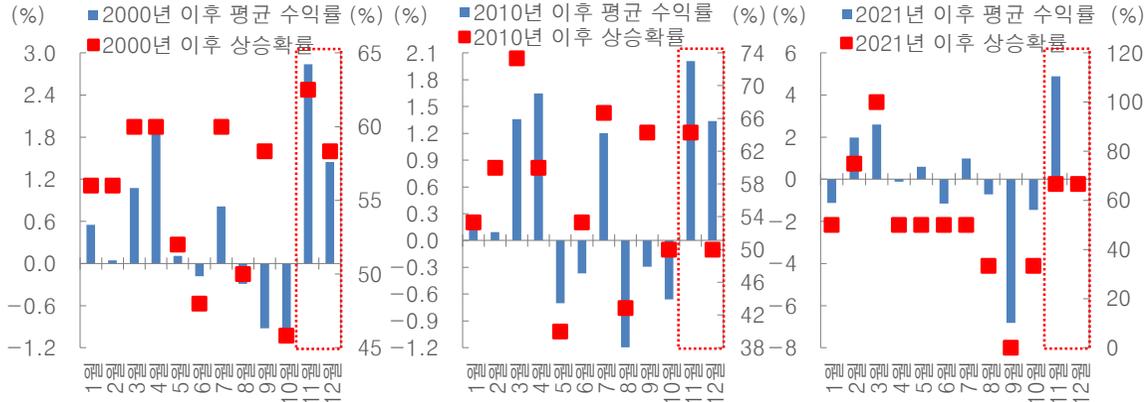


자료: FnGuide, 대산증권 Research Center

- S&P500 변동성도 4월, 9월에 유독 부진했던 이유는 4월에는 소득세 납부, 9월에는 법인세 납부로 인한 시중 유동성 위축 불가피
- 반면, 5월, 10월에는 세금을 납부받은 정부 재정 집행이 강해질 수 있음. 실제로 순 유동성 추이를 보면 10월, 11월 순유동성 증가세 뚜렷
- 특히, 올해는 11월 선거를 앞두고 있다는 점에서 재정 확대 모멘텀이 강할 수 있음
- 올해 로쉬 하사나는 10월 2일(수요일) ~ 10월 4일(금요일), 욘 키푸르는 10월 11일(금요일) ~ 10월 12일(토요일) 예정
- 이후 새로운 펀드 자금집행 활발해질 전망
- 즉, 10월, 11월에는 정부 재정확대와 펀드 자금 집행으로 호재에 민감하게 약재에 둔감한 시장으로 변모할 수 있음

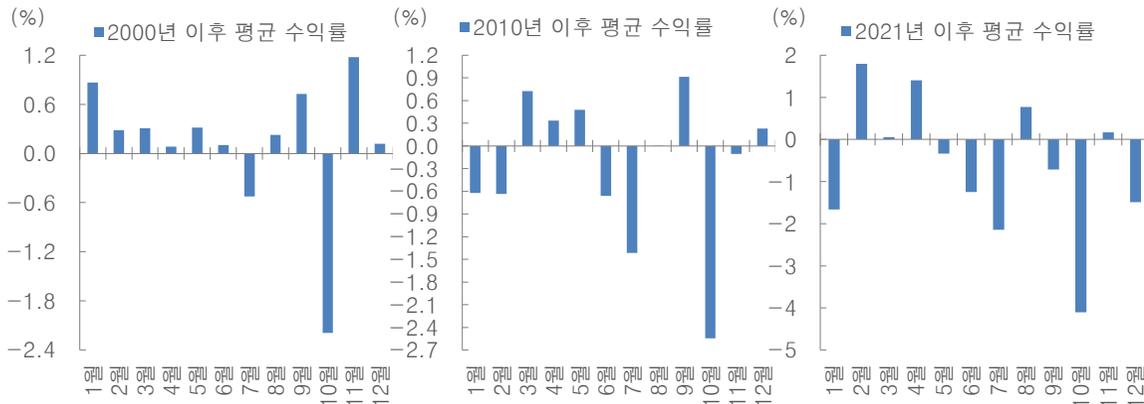
[KOSPI 4분기 계절성] 글로벌 증시대비 10월 부진, 11월, 12월 강세 뚜렷

KOSPI 11월, 12월 계절성 뚜렷



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

MSCI 글로벌 지수와 평균 수익률 Gap. 10월 부진, 11월, 12월 상대적 강세

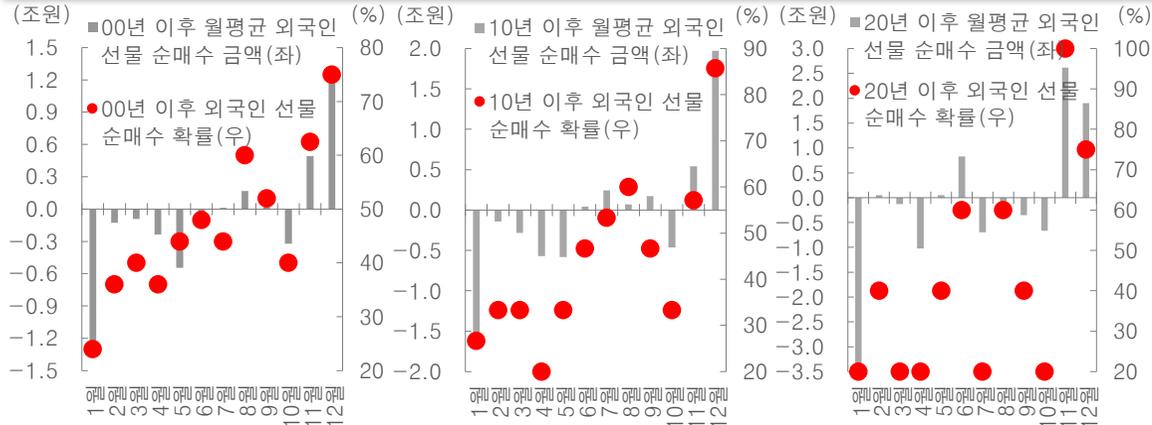


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 글로벌 증시가 4분기 강세 계절성을 보이는 가운데 KOSPI는 4분기 중에서도 10월, 11월/12월 계절성이 엇갈림
- 모든 구간에서 10월 부진. 글로벌 증시 상대수익률도 연중 최저
- 3분기 실적 시즌 불안이 커진데 따른 것으로 판단
- 한국 증시는 3분기 실적부터 예상보다 부진한 결과를 보이면서 4분기, 다음해 실적 전망 하향조정
- 이로 인해 밸류에이션 매력이나 가격 메리트 부각되지 못함
- 하지만, 11월, 12월에는 KOSPI 상승, 글로벌 증시대비 상대적 강세
- 수급 계절성 영향이라고 판단

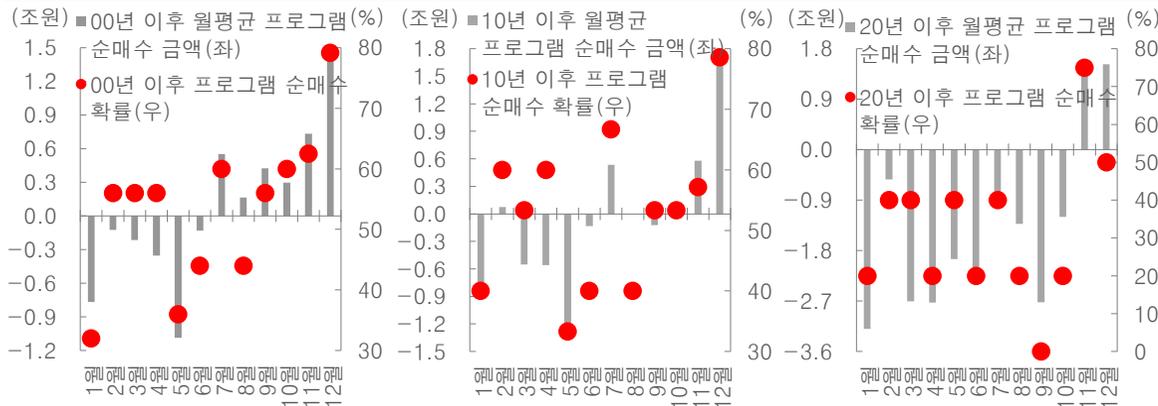
[KOSPI 4분기 계절성] 외국인 선물 매수, 프로그램 매수 유입으로 KOSPI 11월, 12월 강세 wjsro

KOSPI 11월, 12월 외국인 선물 매수 대규모 유입



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

11월 12월에는 대규모 프로그램 매수 유입

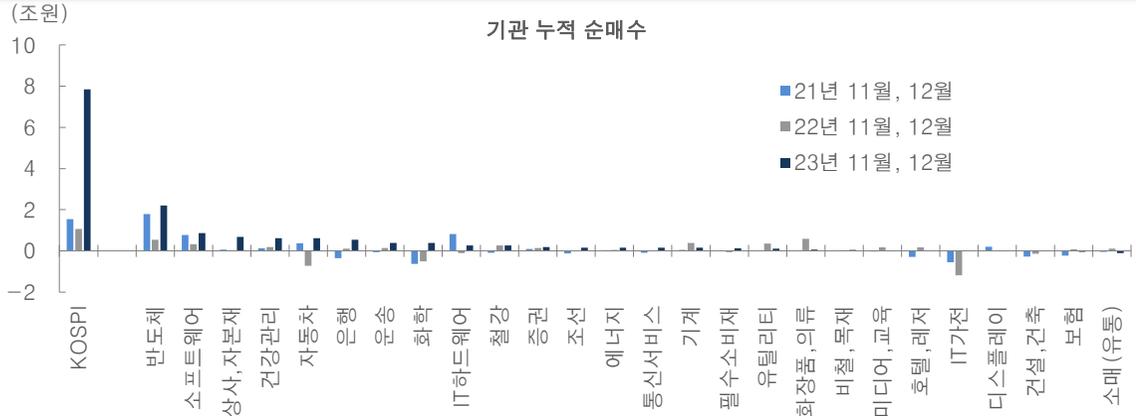


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI가 11월, 12월 계절성을 보이는데에는 수급 변수 영향이 큼
- 12월 배당락으로 인한 선물 베이스 변동 확대
- 이로 인해 외국인 선물 매수 유입 - 프로그램 매수 유입 구도가 11월, 12월에 반복
- 최근 KOSPI 상대적 부진이 반도체 업황/실적 불안에 이어 외국인 대량매도에 기인하고 있다면 반전의 트리거가 될 수 있을 것

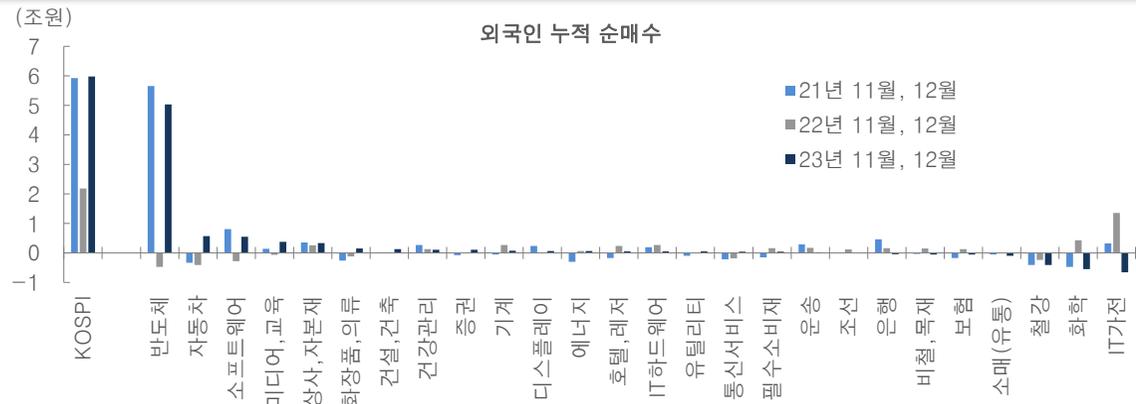
[KOSPI 4분기 계절성] 반도체, 인터넷, 2차전지 수급 개선 가능성

기관 3년 연속 반도체, 소프트웨어 순매수



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 반도체 집중 매수, 인터넷, 2차전지도 선호

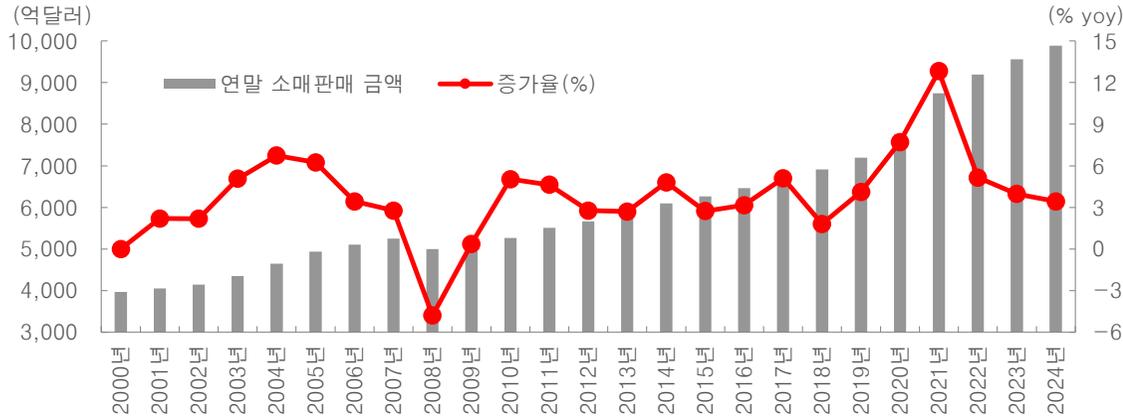


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 프로그램 매수는 기계적인 수급 변수로 시가총액 상위 종목군들에 대한 매수 위위 현상 뚜렷
- 최근 3년 동안 기관 투자자들의 11월, 12월 누적 순매수는 반도체, 소프트웨어에 집중. 이 외에도 건강관리, 자동차, 은행 등 대형주 중심의 순매수 기록
- 외국인 투자자들도 연말 수급 개선 뚜렷. 대량 매수 시점에는 반도체로 매수 집중. 22년에는 매수가 강하지 않았지만, IT가전, 화학 등 2차전지로 매수 집중
- 대형주 중심의 매수세가 전개되는 가운데 외국인 투자자는 매수 강도/규모가 중요
- 24년의 경우 밸류업 프로그램 영향으로 배당 확대, 현선물 베이스 확대 가능성 높음. 이는 외국인 선물 매수, 프로그램 매수 강화 요인
- 이 경우 KOSPI 약세 지속 원인 중 하나인 수급불안, 외국인 대량매도는 완화되고 오히려 수급 개선, 외국인 현선물 매수 전환 가시화될 전망

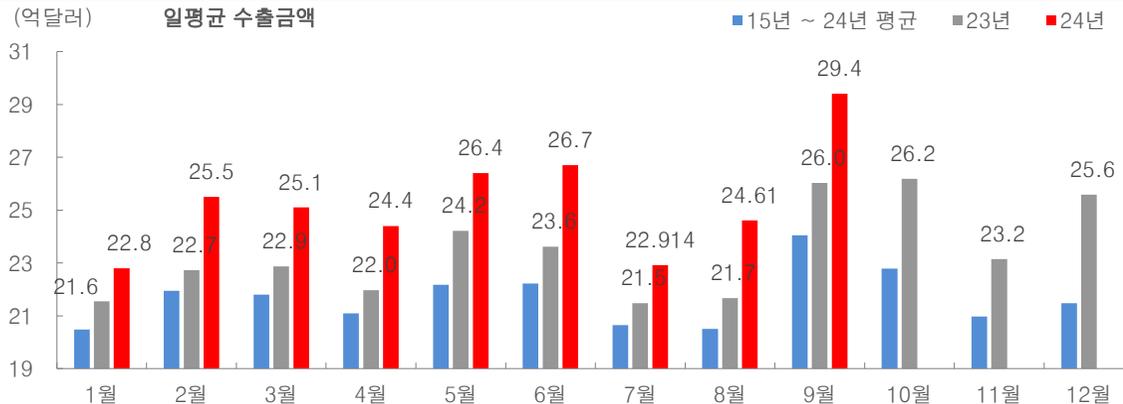
[KOSPI 4분기 계절성] 연말 소비시즌 돌입. 한국 수출 9월, 10월 레벨업

2024년 미국 연말 소매판매. 11월, 12월 합산 9,795~9,890달러 수준
2023년 대비 2.5~3.5% 증가할 것으로 전망



자료: 전미 소매연맹(NRF), 대신증권 Research Center

10월 중국 국경절을 시작으로 11월 중국 광군제, 미국 블랙 프라이데이 소비시즌 선수요 유입으로 한국 9월, 10월 수출 레벨업



자료: 한국 통상자원부, CEIC, 대신증권 Research Center

- 한국 증시의 4분기 계절성, 11월, 12월 강세에는 미국, 중국 소비시즌도 중요 동력
- 10월 중국 국경절을 시작으로 11월 11일 중국 광군제, 11월 마지막 금요일 블랙 프라이데이, 12월 크리스마스 시즌까지 연이은 소비이벤트 전개
- 이러한 대형 소비시즌, 소비모멘텀은 한국 수출 개선으로 이어짐
- 선수요 유입으로 9월, 10월 한국 수출은 연중 최대를 기록하는 계절성을 보여 옴
- 그리고 소비시즌 동안에는 IT기기, 가전 중심의 소비 확대로 업황/실적 개선 기대 유입
- 특히, 올해는 미국은 금리인하, 중국은 경기부양 드라이브를 강하게 전개하고 있어 기대치는 낮지만, 예상보다 양호한 소비 모멘텀이 나타날 수 있을 것

투자전략: 실적 기여도, 모멘텀 양호하고
실적대비 저평가된 낙폭과대 업종 매집전략

반도체, 자동차, 기계, 조선, 2차전지, 인터넷

Strategist 이경민

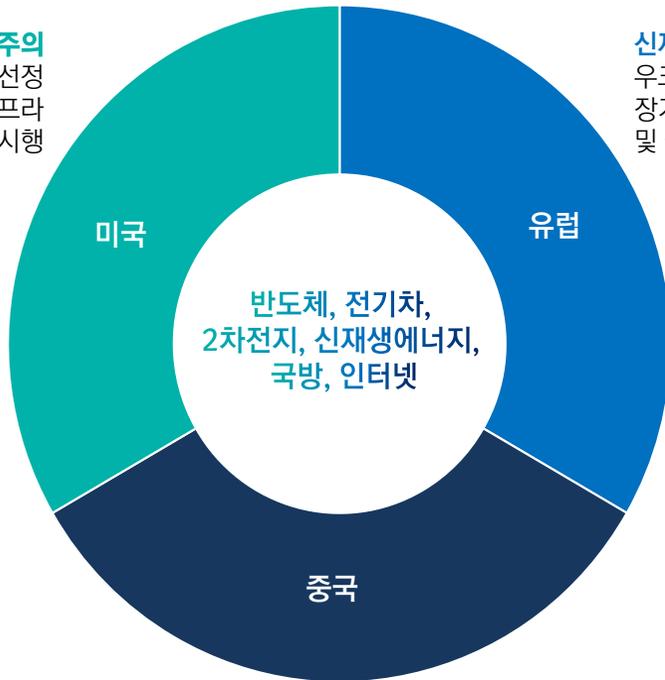
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy

[투자전략] 글로벌 기술 패권 전쟁은 현재 진행형. 핵심 산업의 성장성은 지속될 전망

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

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

- 코로나19 이후 글로벌 투자환경은 저성장, 중금리, 중물가 시대 진입
- 글로벌 공급망 재편 및 탈세계화 가속화. 자국 안보를 지키기 위해 탈세계화 인식이 단순 경제를 넘어서 국가안보 범위까지 확대
- 첨단기술 확보를 위한 치열한 전략적 움직임과 국가안보와 직결되는 국방 지출 확대. 안정적인 에너지 공급을 위해 원자재 수입 의존도를 낮추고 자국 거점화가 용이한 신재생에너지 투자 확대 본격화
- 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
- 코로나 19 이후 반도체, 신재생에너지, 국방, 인터넷, AI 등에 투자가 집중되고 있고, 주식시장 측면에서도 이들 업종이 앞서거나 뒤서거나 하며 시장 흐름을 주도

[투자전략] 금리 안정시 실적이 뒷받침되는 성장주 상대적 강세 예상

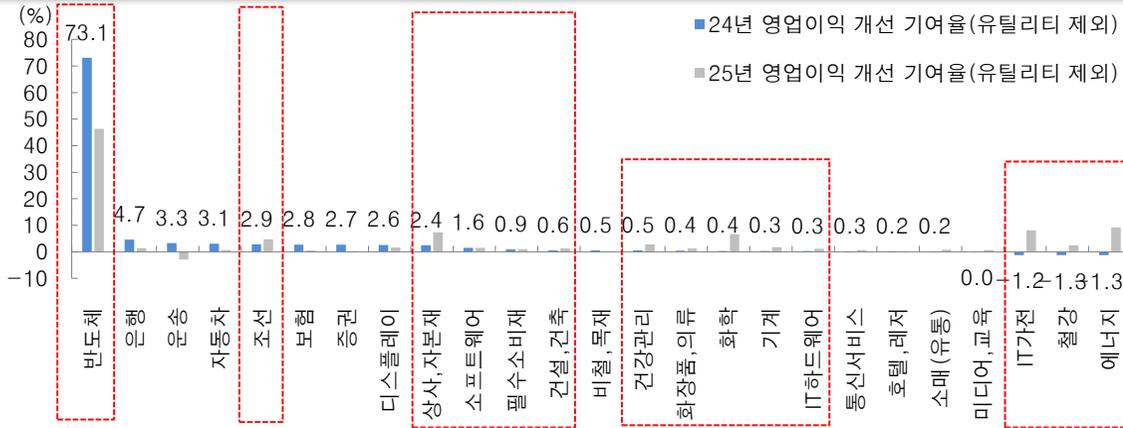
금리인하 국면에서 성장주 가격 메리트 부각



- 24년 6월 글로벌 주요국 금리인하 사이클 시작, 9월에는 미국까지 금리인하 사이클에 동참
- 금리인하 사이클에서 성장주 강세는 당연한 흐름. 최근 일방적인 약세를 보이던 성장주, 채권금리 레벨다운에 힘입어 상대 강도 반등. 반도체, IT하드웨어, 제약/바이오, 2차전지 등 성장주, 수출주 실적 기대 영향
- 현재 가치주대비 현저히 저평가 받고 있는 성장주의 24년 4분기, 25년 반전 기대
- 앞으로는 실적이 뒷받침되는 성장주를 선별 필요
- 23년은 네러티브 장세. 작은 변화와 동력을 근거로 스토리텔링이 가능한 업종/종목과 테마주가 급등
- 이후에는 필연적으로 Numbers를 확인하는 국면으로 전환. 24년 강세를 보인 업종/종목은 숫자, 실적이 뒷받침. 향후 이에 대한 중요성이 확대될 전망
- KOSPI 실적 모멘텀 강화를 이끌어가는 업종들 중심으로 포트폴리오 구축 필요

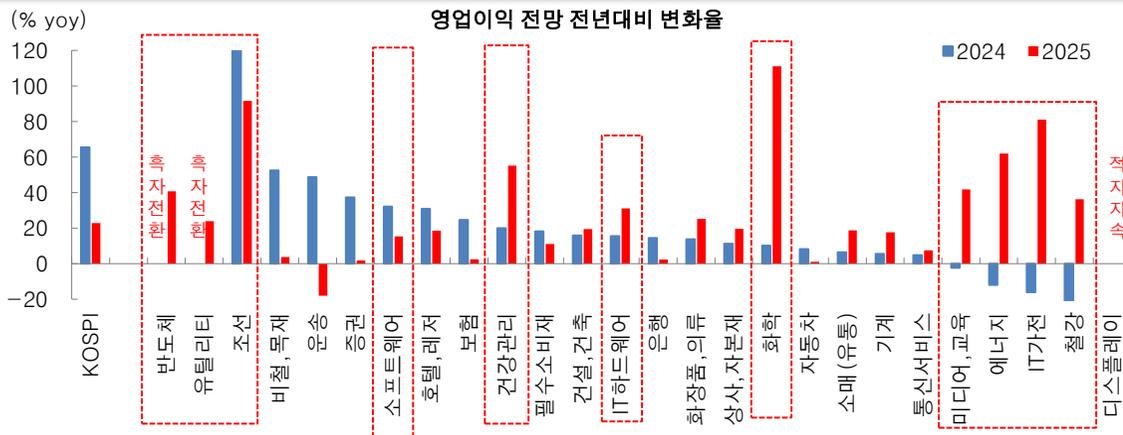
[Sector View] 이익 기여도, 모멘텀 동시에 강한 반도체, 조선, 2차전지, 인터넷, 건강관리. 자동차는 저평가

24년 KOSPI 이익개선의 70% 이상 반도체가 차지. 조선, 상사/자본재, 소프트웨어, 건강관리, IT하드웨어, IT가전, 철강 등 가세



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

24년, 25년 이익모멘텀이 강한 반도체, 조선, 소프트웨어, 건강관리, 2차전지 등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 23년 하반기 실적 턴어라운드 이후 24년 영업이익 개선 기여도를 보면 반도체 업종이 KOSPI 전체 이익개선의 60% 이상을 이끌어갈 전망
- 뒤를 이어 2차전지, 조선, 상사/자본재, 은행, 자동차, 소프트웨어, 기계 등이 자리
- 25년까지 반도체 업종의 압도적인 이익 개선 주도력이 이어지는 가운데 화학, IT가전, 조선, 철강, 소프트웨어, 자동차 업종의 25년 이익개선 기여도 확대
- 이들 업종 중 24년, 25년 이익모멘텀이 강한 업종에는 반도체, 조선, 2차전지, 소프트웨어, 건강관리가 있음
- 자동차는 이익모멘텀이 약하지만, 밸류에이션 재평가 가능하다고 판단

[저평가 & 낙폭과대] 반도체, 자동차, 철강, IT하드웨어, 소프트웨어, 디스플레이, 건설, 보험, 화장품/의류 등

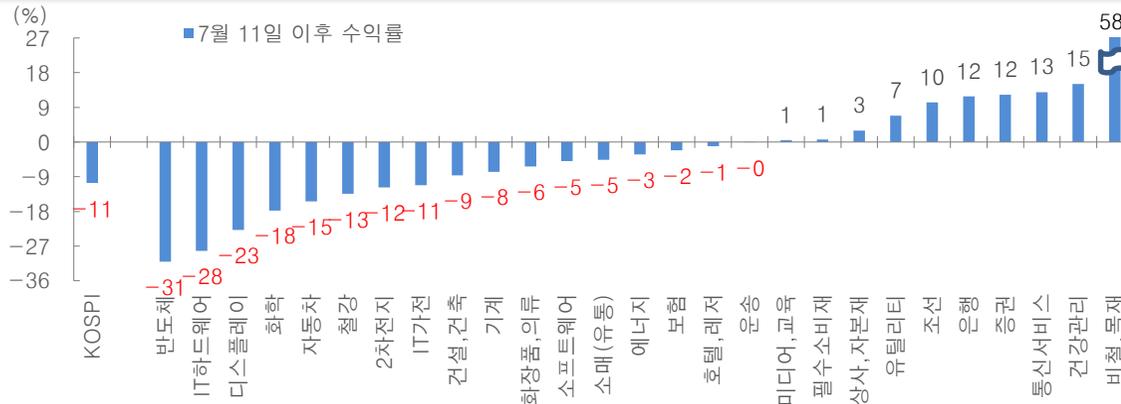
24년 연간 영업이익 전망 변화율 대비 저평가 : 조선, 반도체, 소프트웨어, 자동차, 건설/건축, IT하드웨어, 보험, 필수소비재, 철강, 운송, 화장품/의류 등



- 10월에도 KOSPI 부진이 지속되면서 실적대비 저평가 업종들이 유지되고, 저평가 지속
- 시장 안정성이 높아질 경우 실적대비 저평가 업종들의 반등시도 뚜렷해질 것
- 24년 연간 영업이익 전망 변화율 대비 저평가 업종에는 조선, 반도체, 소프트웨어, 자동차, 건설/건축, IT하드웨어, 보험, 필수소비재, 철강, 운송, 화장품/의류 등이 있음
- 이들 업종 다수가 KOSPI 고점대비 낙폭과대 업종이기도 함
- 반도체, 자동차, 철강, IT하드웨어, 소프트웨어, 디스플레이, 건설/건축, 보험, 화장품/의류 업종이 실적대비로도, 주가 측면에서도 낙폭과대 업종
- IT가전, 화학, 에너지, 운송, 기계, 조선, 소매(유통), 호텔/레저 업종은 실적대비 또는 주가 측면에서 낙폭과대 업종
- 건강관리, 은행, 증권, 상사, 자본재, 비철, 목재, 미디어, 교육, 필수소비재, 유틸리티, 통신서비스 업종은 실적대비, 주가 측면에서도 고평가 영역에 위치

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

7월 11일 이후 낙폭과대 업종 : 반도체, IT하드웨어, 디스플레이, 화학, 자동차, 철강, 2차전지, IT가전, 건설/건축, 기계, 화장품/의류, 소프트웨어, 소매(유통) 등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[저평가 & 낙폭과대] 소프트웨어만 실적 개선 + 외국인 순매수. 반도체 12개월 선행 EPS 상승 반전

실적 전망 상향 : 반도체, 소프트웨어

정체/하향조정 : 자동차, 철강, IT하드웨어, 디스플레이, 건설, 보험, 화장품/의류

(24.7.1=100)

8월 이후 12개월 선행 EPS 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

반도체, 자동차, IT하드웨어, 디스플레이 외국인 매도 지속

철강, 소프트웨어 외국인 순매수 조짐. 실적 전망 추이에 따른 외국인 매매 변화

(24.7.1=0, 십억원
반도체 백억원)

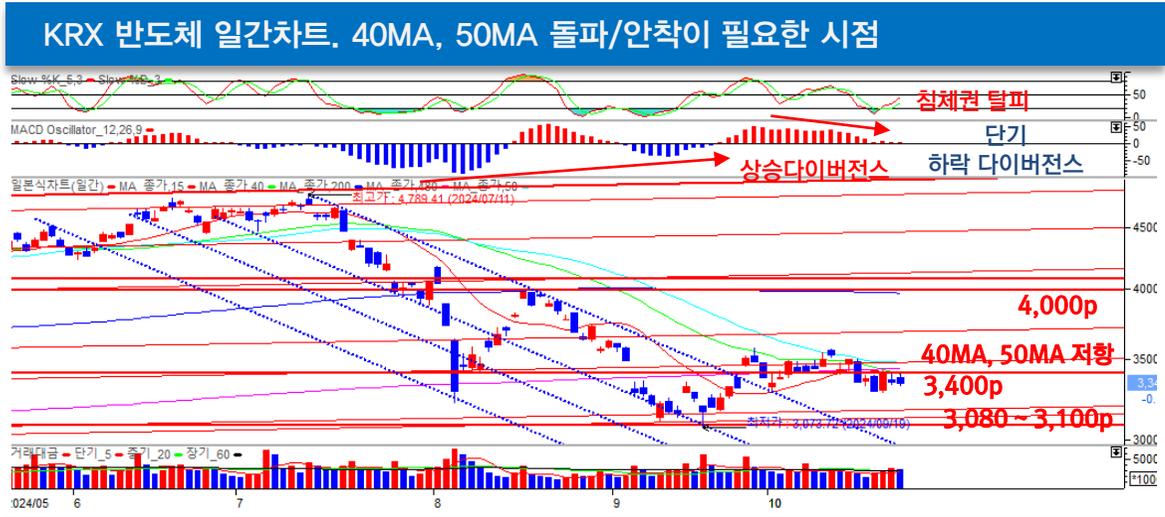
8월 이후 외국인 누적 순매수 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

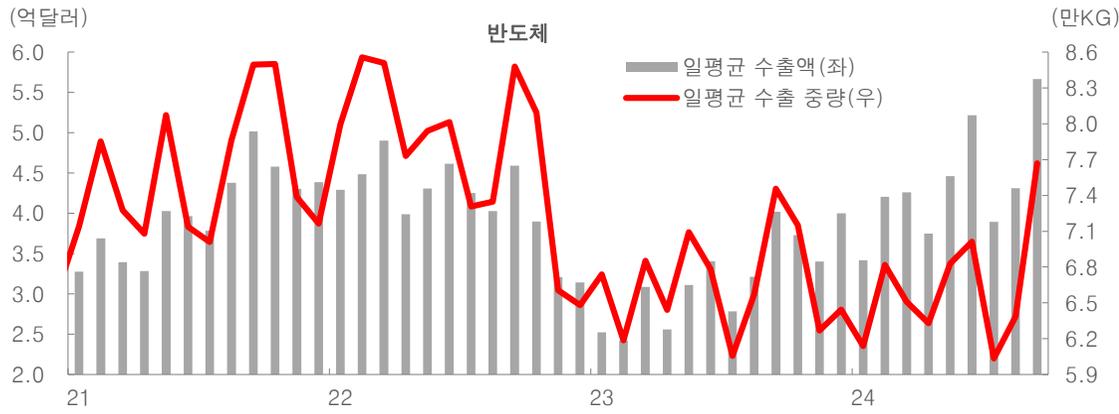
- 실적대비 저평가 업종이자 낙폭과대 업종 중 12개월 선행 EPS가 상승 중인 업종에는 반도체, 소프트웨어가 있음
- 삼성전자, SK하이닉스 실적 확인 이후 급격한 실적 하향조정세가 멈추면서 반도체 선행 EPS 상승 반전. 하지만, 외국인 매도 지속
- KOSPI 외국인 매도는 시장보다 반도체 업종에 대한 것으로 볼 수 있음
- 반면, 소프트웨어 업종으로는 외국인 순매수 지속
- 현재 외국인 투자자는 3분기 실적 시즌 영향으로 실적 변화에 민감해지고 있음
- 실적 전망이 하향조정된 자동차, 철강, IT하드웨어 업종으로 외국인 매도 출회 및 순매도 전환
- 실적대비 저평가, 낙폭과대주들에 대한 관심을 유지하는 가운데 실적 변화와 함께 외국인 수급 변화 체크

[반도체] 하락 추세대는 상향 돌파했지만, 40MA, 50MA 저항에 등락 반복



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

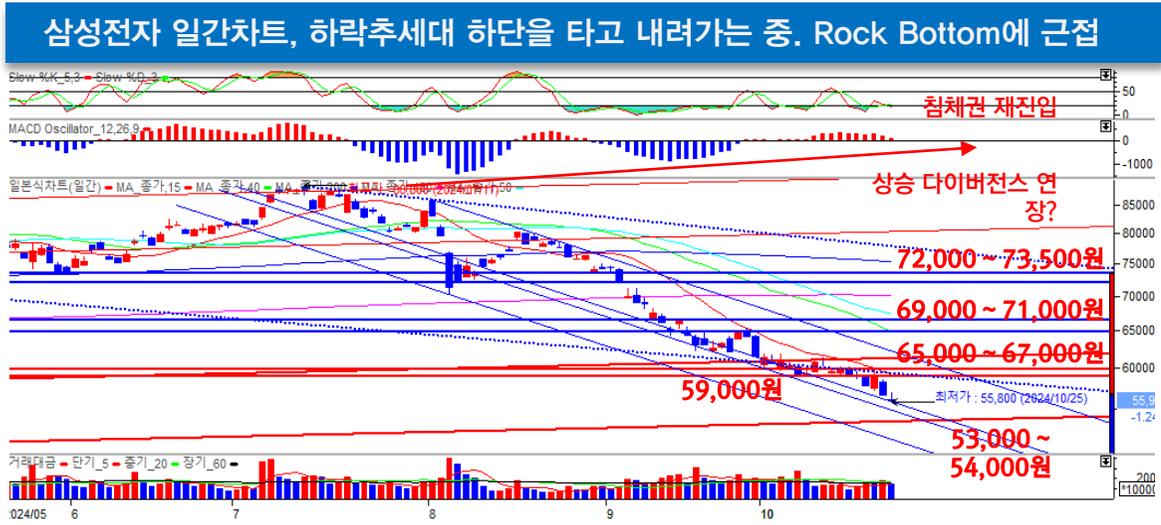
실질적인 반도체 수요 회복 기대. 9월 반도체 수출 물량 급증



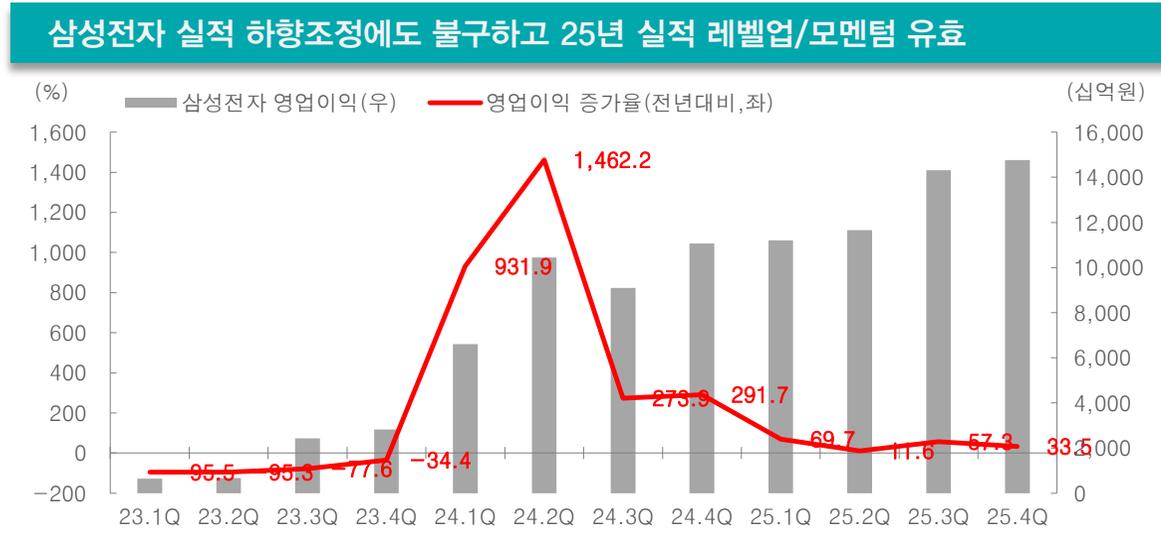
자료: 산업통상자원부, 통계청, CEIC, 대신증권 Research Center

- AI산업, 반도체 모멘텀에 대한 우려, 경제 심리는 다소 완화되었지만, 한국 반도체에 대한 업황/실적 불안심리 증폭
- 실제로 영업이익, 순이익 전망 레벨다운 & 12개월 선행 EPS 하락 반전
- 실적 전망 레벨다운은 기대심리 조정과 정으로 판단. 26년까지 이익 모멘텀 유효 (순이익 증가율 25년 34.8%, 26년 5.8%)
- 무엇보다 9월 반도체 수출이 양호했고, 메모리 반도체 업황 및 실적 개선 속도가 빨라질 가능성 확대
- 3월 ~ 8월 수출에서 반도체 수출 증량 반등세 확인. 9월에는 일평균 수출 물량 급증. 현재 바닥권에서 반등 가시화
- 그동안 반도체 가격 상승에만 의존했던 수출금액 개선세에서 벗어나 실질적인 반도체 수요회복 기대
- 이 경우 반도체 가격 상승과 수출 증량 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 하락추세대 하단을 타고 내리막길... 55,000원 이탈 가능성은 존재하지만, 비중확대 유효



자료: 대신증권 Research Center

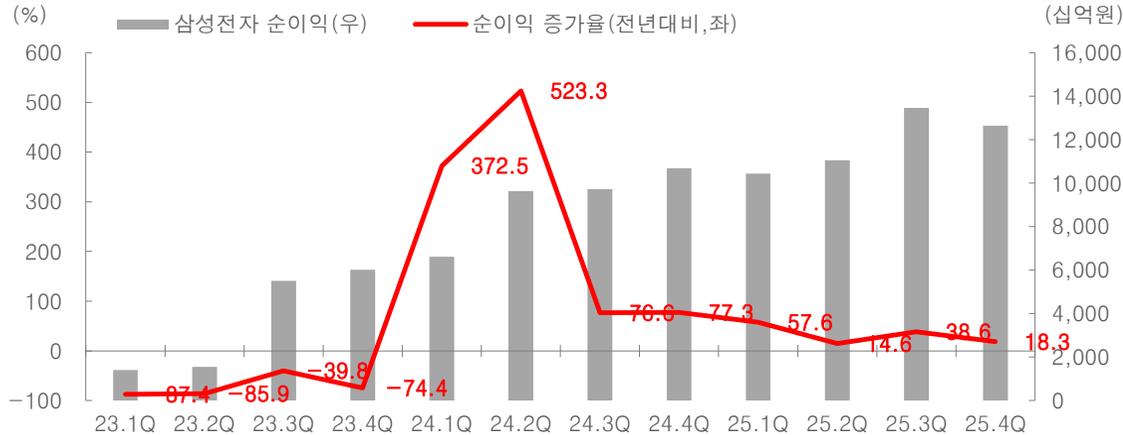


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 삼성전자는 미국 나스닥 흐름과 맞물려 7월 11일 하락반전했는데, 7만원 초반에서 강한 반등을 보였지만, 9월들어 7만원 하회
- 미국 경기침체 우려에 AI산업, 반도체 업황/실적 경계심리가 유입된데 이어 최근에는 디램, 메모리 반도체 가격 하락, 업황 악화 전망이 실적 쇼크로 이어지며 5만원대 진입
- 중요 지지선을 이탈한 만큼 추세 반전까지 시간 필요. 다만, 단기 급락에 따른 되돌림은 가능할 것
- 삼성전자는 한 때 선행 PER 9.28배, PBR 0.92배로 저점권까지 하락. 5만원 중반은 기술적 분석 측면에서도 중기 분기점이자 단기 하락추세대 하단
- 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 4분기까지 개선으로 명확. 일시적인 실적 전망 하향조정세는 진정될 전망
- 오히려 저평가 매력이 부각될 것

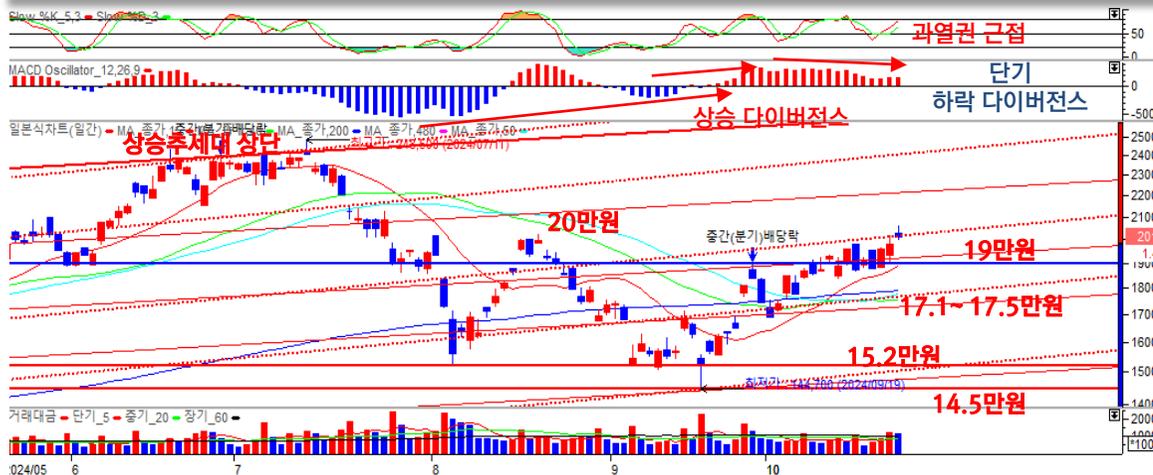
[SK하이닉스] 19만원 저항을 넘어 20만원대 진입. 매물소화 과정은 비중확대 기회

SK하이닉스 영업이익 모멘텀은 정점 통과하지만, 증가세 지속



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

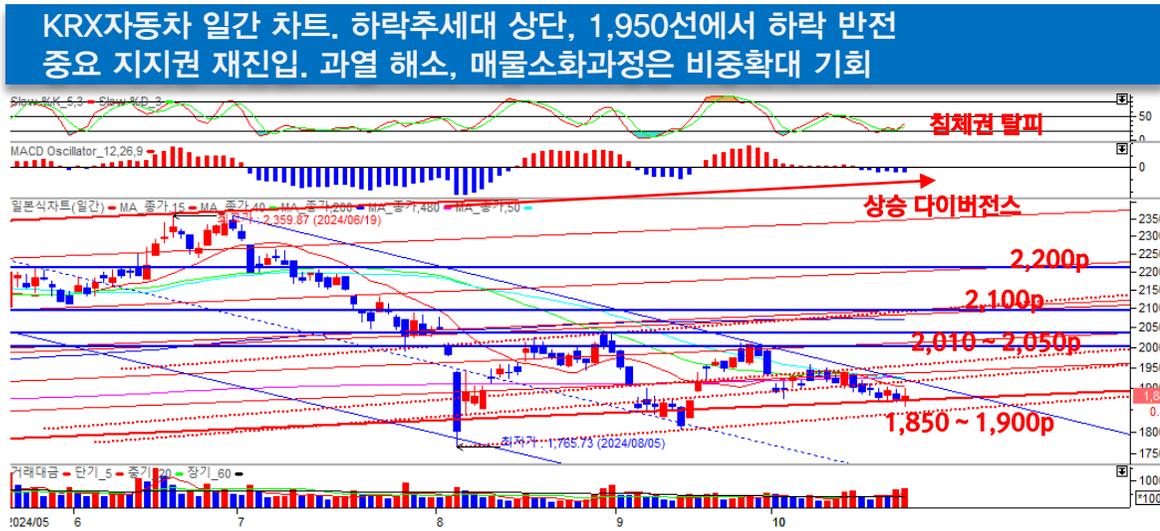
SK하이닉스 일간차트, 20만원 저항 돌파로 22만원대까지 상승여력 확대.



자료: 대신증권 Research Center

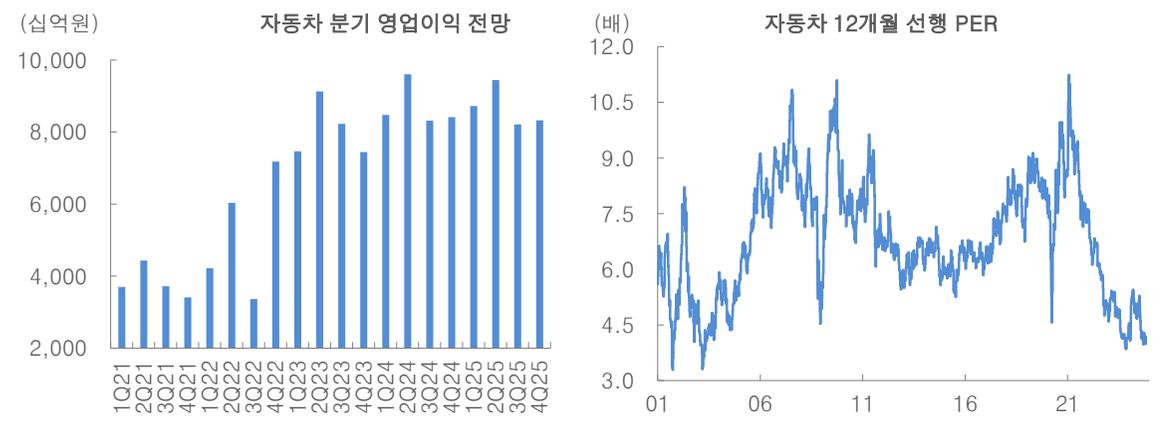
- SK하이닉스 경우 엔캐리 청산 쇼크로 15만원 초반까지 레벨다운되었지만, 빠르게 20만원선에 근접
- 1차 목표치인 19만원선을 상회했지만, 이내 하락 반전. 다시 8월 저점권에 위치
- 당초 주간전망을 통해 15만원 이하에서는 비중 확대할 것을 권고
- 하락추세 전환은 시기상조. 오히려 MACD OSC와 Stochastics 상승다이버전스로 상승추세 전환 시사
- 단기적으로는 19만원 ~ 20만원 돌파/안착에 어려움을 겪고 있지만, 견고한 상승 추세가 유효한 만큼 17만원대 지지력을 바탕으로 상승세 지속 예상
- 지난 주말 20만원 돌파로 단기적으로는 22만원, 25년 상반기 중 25만원 돌파 가능성 높다고 생각
- SK하이닉스 또한 실적 방향성 명확. 메모리 반도체와 시 반도체 실적 반영 때문

[자동차] 하락추세를 넘지 못하고 다시 상승추세 하단, 중요 지지권 근접. 비중확대 기회



자료: 대신증권 Research Center

자동차 12개월 선행 PER 다시 4배 하회. 비중확대 유호



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 자동차는 미국 경기침체 쇼크에 1,800선 까지 레벨다운. 단기 Undershooting 국면을 지나 박스권 등락 중
- 1,800선 전후에서 지지력을 확보하면서 분위기 반전 모색 중.
- 그러나 하락추세 상단이자 40일 이동 평균선이 위치한 1,950 ~ 2,000선 돌파/안착시도에 실패, 하락반전
- 다시 1,850 ~ 1,900선에서 지지력 테스트 진행 가능. 과열 해소, 매물소화과정은 비중확대 기회
- 자동차 주가는 2000년 이후 저점권인 12개월 선행 PER 4배에서 급반등세를 보여왔음
- 다시 12개월 선행 PER 4배를 하회함에 따라 밸류업 프로그램 진행 과정에서 저평가 매력 부각 예상

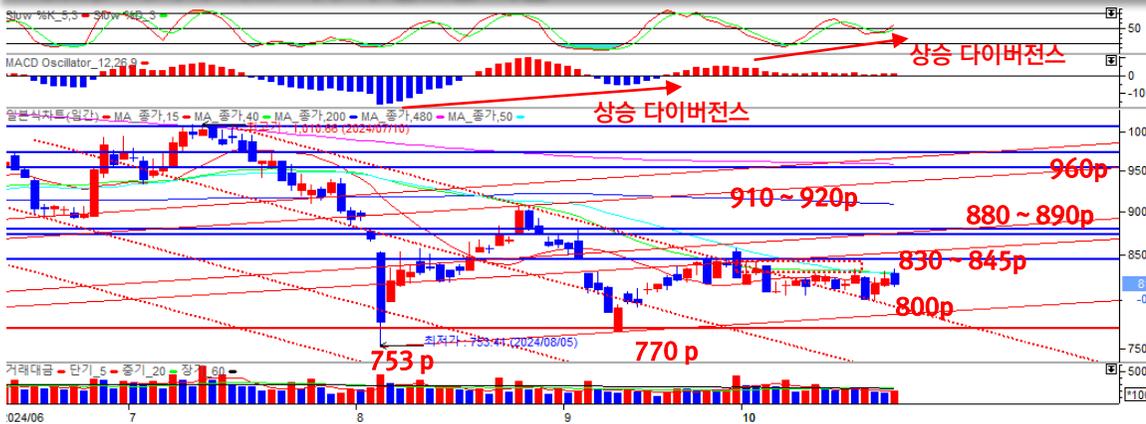
[2차전지/인터넷] 2차전지, 매출소화 마무리 국면 위치. 인터넷은 40MA, 50MA 돌파/안착 여부 관건

KRX 2차전지 Top10 지수 일간차트. 추세 반전 시도 중. 4,200선에서 하락 반전. 단기 과열/매물소화 과정에서 3,650선 지지력 확인, 상승반전 가능성



자료: 대신증권 Research Center

KRX 인터넷 Top10 지수 일간차트. 830 ~ 845p 돌파/안착을 위한 등락 과정 800p 지지력 확보 여부가 중요한 시점

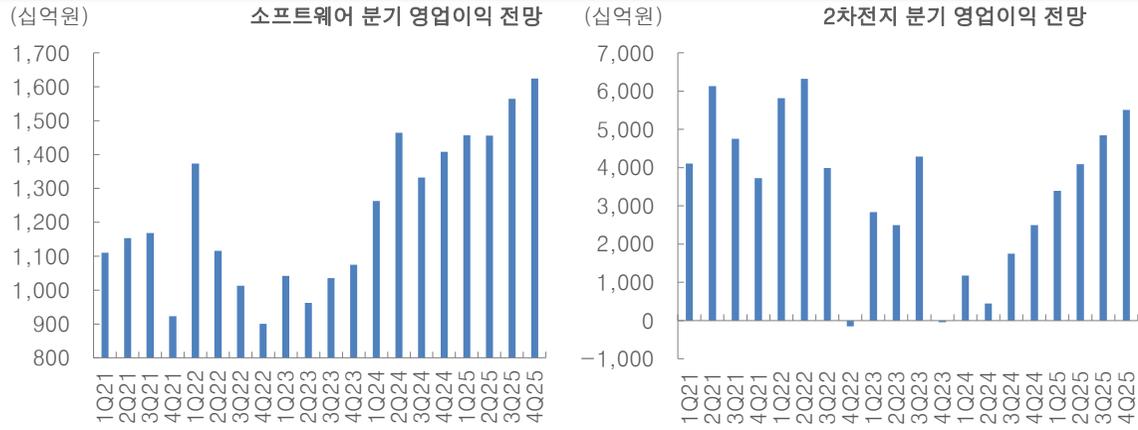


자료: 대신증권 Research Center

- 2차전지는 전 저점권인 3,300 ~ 3,500 선에서 지지력 확보 이후 4,200선 돌파
- 1차 상승목표치에 근접함에 따라 단기 과열 해소/매물소화과정 전개
- 3,900선 이탈로 3,650선 지지력 테스트 전개. Stochastics 침체권 탈피로 분위기 반전 예상. 단기간에 3,900선 회복시 4,400선 돌파시도 가능할 것
- 단기 매물소화과정은 이보전진을 위한 일보후퇴. 비중확대 기회로 판단
- 인터넷 업종은 200주 이동평균선 저항으로 하락 반전, 8월초 KOSPI 대폭락 국면에서 인터넷도 전저점 이탈, 770선을 일시적으로 하회
- 8월 900선 돌파에 나섰지만, 안착에 실패, 다시 800선대 진입
- 9월 770p 지지력 확보 이후 금반등. 단기적으로는 830 ~ 845p 돌파/안착에 어려움을 겪고 있는 상황
- Upside Potential이 높은 만큼 단기 등락이 좀 더 이어진다면 비중확대 기회로 활용

[2차전지, 인터넷 / 디스플레이] 2차전지, 인터넷 실적 레벨업 기대 유효. 디스플레이 박스권 등락 가능

소프트웨어, 3분기 실적 주춤하지만, 25년 4분기까지 실적 레벨업 전망
2차전지는 3분기부터 실적 반전 예상. 25년 4분기에는 22년 실적 수준 도달 기대



자료: 대신증권 Research Center

LG디스플레이 일간 차트. 장기 하락추세대 진행 중.
1만원 초반에서 지지력 확보 시 11,000원 돌파 시도 가능



자료: 대신증권 Research Center

- 대표적인 성장주이자, 금리인상 국면에서 소외주였던 소프트웨어, 2차전지는 24년 하반기, 25년 실적 레벨업 기대
- 소프트웨어는 25년 사상최대 실적이 예상되고, 2차전지도 최악의 상황에서 벗어나 25년에는 22년 영업이익 고점권에 근접할 것으로 전망
- LG디스플레이는 21년 4월 고점 이후 하락추세 진행 중. 번번히 480일 이동평균선 저항에 하락 추세 지속
- 이번에도 12,000원선에서 하락 반전. 당초 12,000원 이상에서는 비중축소가 유리하다고 언급
- 1만원선 초반 지지력 확보 시 단기 트레이딩은 가능
- 1차적으로는 11,000원 돌파 시도 예상

[보험/건설] 보험은 박스권 하단에서 반등 시도 중. 건설은 단기 UnderShooting, 트레이딩은 유효

KRX 보험 지수 일간차트. 다시 박스권으로 회귀. 2,000선 지지력 확보시 2,100선 돌파시도는 가능할 것



자료: 대신증권 Research Center

KRX 건설 지수 일간차트. 하락추세대 하단 지지력 확보 여부가 중요

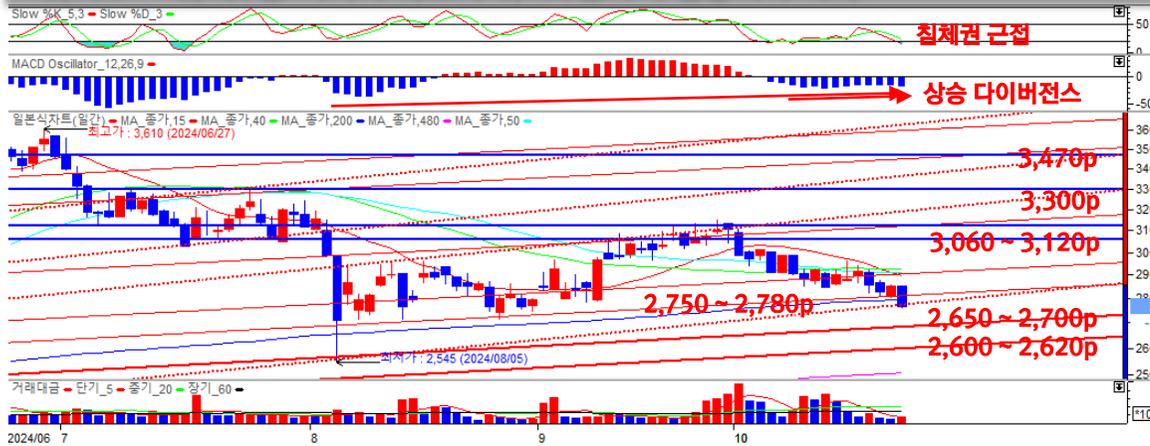


자료: 대신증권 Research Center

- 보험 업종은 강력한 상승추세 진행 중. 이동평균선 상승추세 뚜렷
- 8월말 단기 과열, 오버슈팅 국면에 진입 하면서 박스권 등락으로 전환
- 최근 조정과정에서 40일, 50일 이동평균선은 물론, 박스권 하단, 상승추세대 하단 하회했지만, 이내 2,000선 회복
- 단기적으로 박스권 상단인 2,100선 돌파 시도 가능. 2,150선까지 상승여력 존재
- 건설은 장기 하락추세 이후 추세 반전을 위한 박스권 등락이 1년 가까이 진행 중. 현재 건설은 650선 저항으로 하락 반전 하락세 진행 중
- 이동평균선들의 하락세 재개로 추세반전을 기대하기 어렵지만, 단기 급락에 따른 기술적 반등은 가능
- 박스권 하단(615 ~ 620선) 이탈로 추세대 하단인 580 ~ 590p 지지력 확보 여부가 중요
- 기술적 반등시 620 ~ 630p가 1차 목표

[화장품/섬유의복] 화장품은 단기 조정 이후 3,100선 향한 상승 예상. 섬유/의복은 중장기 하락추세 진행 중

Tiger 화장품 ETF 일간 차트. 200일 이동평균선 지지력 확보 이후 반등 2,750 ~ 2,780선 지지력 확보시 3,100선까지 상승여력 확대



자료: 대신증권 Research Center

섬유/의복 일간 차트. 21년 고점 이후 강한 하락추세 진행 중 220선 지지력 확보 실패시 210p까지 추가 하락 가능

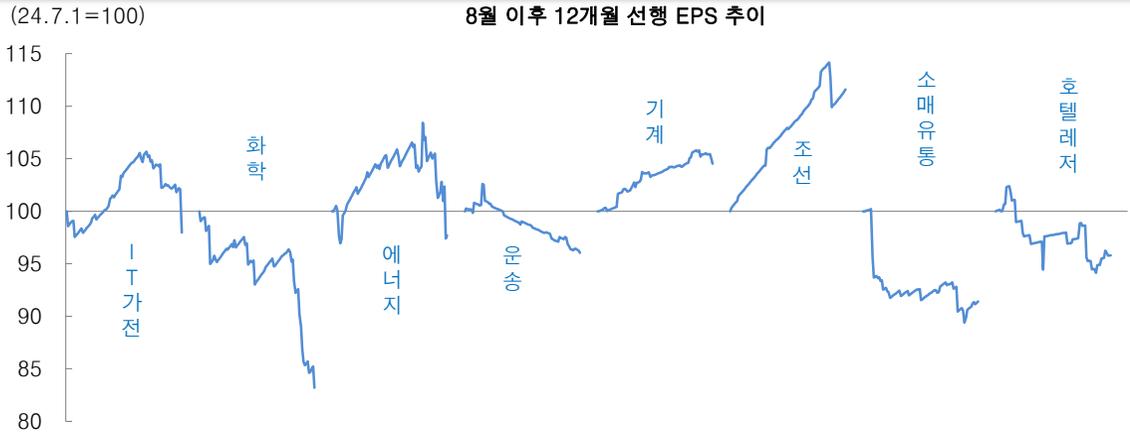


자료: 대신증권 Research Center

- 상반기 급등 이후 조정양상을 보여오던 화장품 업종은 8월 급락과정에서 의미 있는 지지권(200MA, 추세 분기점)에서 지지력 확보
- 단기 등락은 불가피하지만, MACD OSC 상승 다이버전스가 진행 중인 만큼 200일 이동평균선에서 지지력 확인시 2,900선 회복 시도는 물론, 3,100선까지 상승세를 이어갈 전망
- 섬유/의복은 견고한 중단기 하락추세 진행 중. 40, 50일 이동평균선 돌파에 성공하면서 단숨에 240선 돌파, 하락추세대상단 근접했지만, 하락 반전
- 220선 하향이탈로 210선까지 추가 레벨 다운 가능
- 섬유/의복 210선에서는 반등시도 가능할 전망

[저평가 or 낙폭과대] 조선, 소매(유통), 호텔/레저 선행 EPS 상승 반전. 조선 외국인 순매수 전환

실적 전망 상향 반전 : 조선, 소매(유통), 호텔/레저
정체/하향조정 : IT가전, 화학, 에너지, 운송, 기계



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

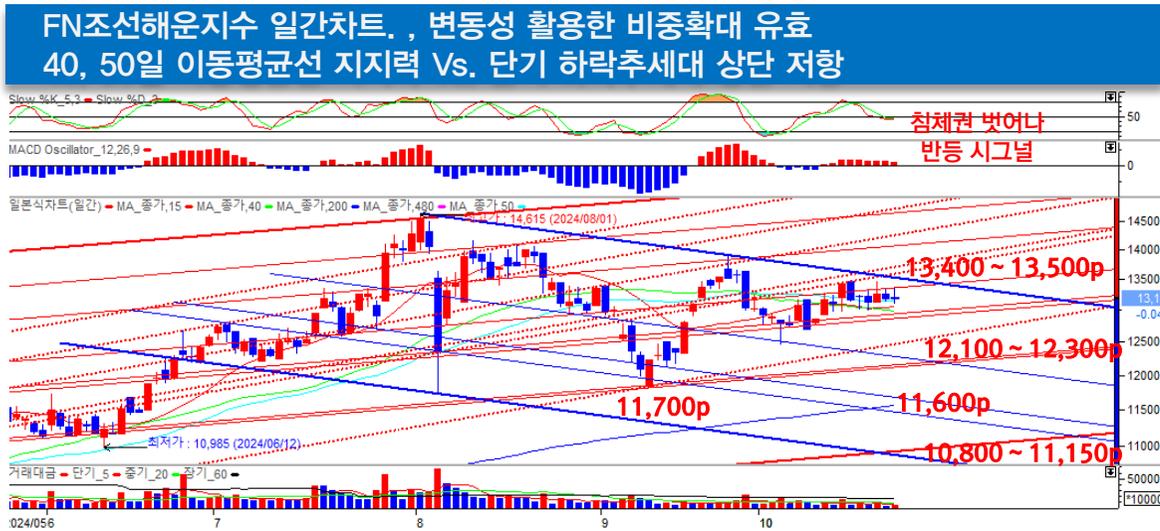
실적 불안에 IT가전, 화학, 소매(유통), 호텔/레저 외국인 순매도
운송, 기계, 조선으로 차별적인 외국인 순매수 유입 중



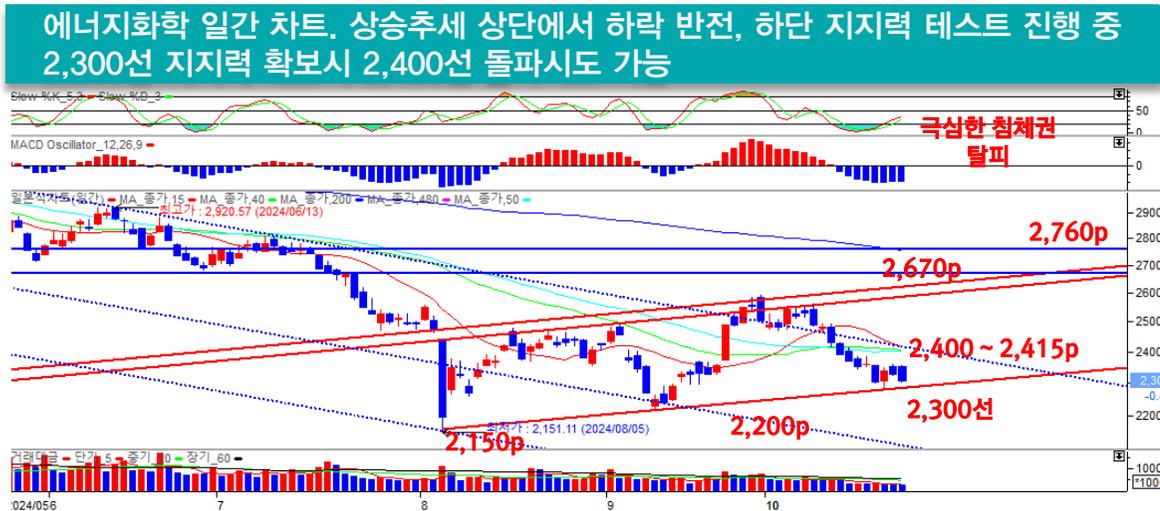
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 실적대비 저평가 업종이거나 낙폭과대 업종은 IT가전, 화학, 에너지, 운송, 기계, 조선, 소매(유통), 호텔/레저
- 이들 중 12개월 선행 EPS가 상승 중인 업종은 조선, 소매(유통), 호텔/레저. 최근 상승 반전. 조선 업종에 외국인 순매수 전환
- 실적 전망 상향조정 중이던 IT가전, 기계는 실적 전망 하락 반전
- 이로 인해 IT가전, 에너지 업종에서 외국인 순매도 전환
- 그동안 상대적 강세를 보이며 가격메리트가 약화된 상황에서 실적 전망이 하향 조정됨에 따라 차익 매물 출회
- 한편, 실적 전망이 하향조정 중인 화학 업종에는 외국인 순매도 지속
- 업종 매력이 약한 상황에서 실적, 주가 레벨, 가격 메리트에 따라 외국인 매도 우위
- 특히, 3분기 실적시즌이 가까워지며 실적 경계심리 유입으로 외국인 매도 전환 업종이 많아지고 있음

[조선/에너지화학] 조선/해운은 하락추세대 돌파/안착 시도 중. 에너지화학은 상승추세 재확인 과정



자료: 대신증권 Research Center



자료: 대신증권 Research Center

- 조선해운 업종은 24년 3월 이후 강력한 상승추세 진행 중
- 7월 중장기 상승추세대 상단을 넘어서는 오버슈팅 국면 진입한 이후 하락 반전. 상승추세를 견고히 해나가는 과정은 유효하지만, 단기 과열로 인한 되돌림 전개
- 24년 상승추세대 하단(13,000선 전후) 이탈 이후 12,000선 지지력 확인, 급반등 성공
- 40, 50MA 지지력 확보 중이지만, 단기 하락추세대 상단 저항에 등락 반복
- 중장기 상승추세를 감안할 때 단기 등락은 비중확대 기회
- 에너지/화학 업종은 주가 하락추세에도 불구하고 실적 전망의 급격한 하향조정, 하락세 영향으로 실적대비 고평가 업종으로 분류
- 하지만, 8월초 급락 이후 가격 메리트에 근거해 반등에 나서고 있음
- 중요 지지선인 2,300선에서 지지력 확보 시 기술적 반등 가능

[기계/운송] 기계, 단기 지지권에 진입. 운송은 1,060 ~ 1,090p 돌파/안착 여부가 관건

기계 업종 일간 차트. 8월 고점, 단기 저항대, 반등 목표치(1,350선)에서 하락 반전
1,260선 전후에서 지지력 확보시 상승추세 재개 가능



자료: 대신증권 Research Center

KRX 운송 지수 일간차트. 하락추세대 상단 돌파로 수렴패턴에서 벗어나 급등
1,000p 지지력 확보시 1,100선 돌파 가능성 확대

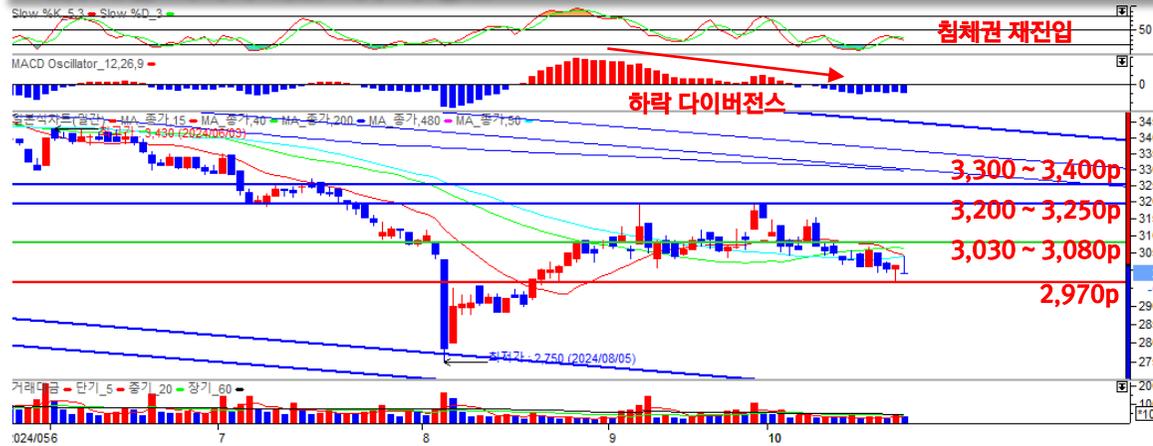


자료: 대신증권 Research Center

- 기계 업종은 장기 저항대이자 중요 분기점인 1,500선에서 하락 반전, 과격한 조정국면 전개
- 1차 지지선이었던 1,130선에서 급반등. 200일, 40일, 50일 이동평균선 돌파/안착과정 진행 중
- 상승추세가 유효한 만큼 추가적인 변동성 확대는 비중확대로 대응해도 무리가 없다는 판단
- 단기적으로는 1,260선 지지력 확보시 직전 고점이었던 1,350선 돌파 예상. 2차 상승 목표는 1,420 ~ 1,450선
- 운송 업종은 중기 삼각수렴패턴 상향 돌파. 추세 반전 가능성 확대
- 다만, 단기 급등에 따른 되돌림 전개. 980p 지지력 확보 이후 1,000선 돌파/안착 시도 중
- 1,000선 지지력 안착시 상승추세대 상단인 1,140선까지 추가 상승 가능
- 조정시 매수전략 유효

[호텔,레저/유통] 호텔, 레저 단기 지지권 진입. 박스권 매매 가능. 유통업은 340p 지지력 확보 여부가 중요

Tiger 여행레저 일간 차트. 중기 하락추세 속에 단기 하락추세 돌파 실패 2,970선 지지력 확보 여부가 중요



자료: 대신증권 Research Center

유통업 일간 차트. 상승추세대 상단에서 하락 반전 355p 지지력 확보 실패로 340p까지 추가 하락 가능



자료: 대신증권 Research Center

- 여행레저는 중기 하락추세 진행 중. 매번 하락추세대 상단 돌파시에도 나서지만 번번히 실패 중
- 8월 저점과 하락추세대 하단인 2,750선에서 강한 반등. 40일, 50일 이동평균선이 위치한 3,050선을 중심으로 등락 반복
- 단기 지지권인 2,970선 지지력 확보 여부를 확인해야 할 것. 중단기 하락추세가 견고한 만큼 당분간 단기 트레이딩에 집중. 단기 매매 이상의 비중확대는 부담
- 유통업종은 주가 부진에도 불구하고 실적 전망 레벨다운의 영향으로 실적대비 고평가 업종
- 350 ~ 355p 이탈로 340p까지 추가적인 레벨다운 가능성 확대
- 단기적으로는 340 ~ 360p 박스권 등락 예상. 짧은 단기 트레이딩 가능권 진입 중

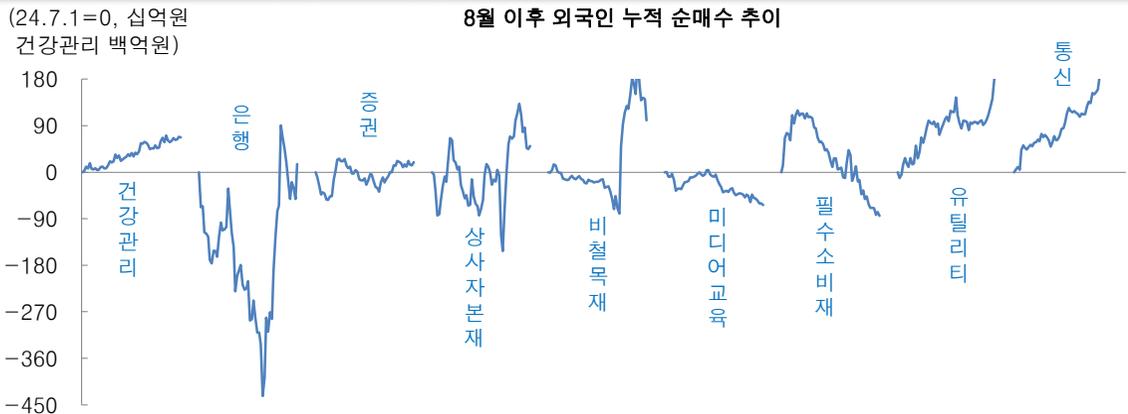
[가격 메리트 약화] 실적 개선 기대가 강하면 외국인 순매수 지속/전환 : 건강관리, 은행, 증권, 비철목재 등

실적 전망 상향 : 건강관리, 은행, 증권, 비철목재, 유틸리티, 통신
정체/하향조정 : 상사/자본재, 미디어/교육, 필수소비재



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

실적 개선 기대가 지속되는 건강관리, 유틸리티, 통신 외국인 순매수 지속
은행, 증권은 외국인 순매수 전환. 상사자본재, 비철목재 차익 매물 출회

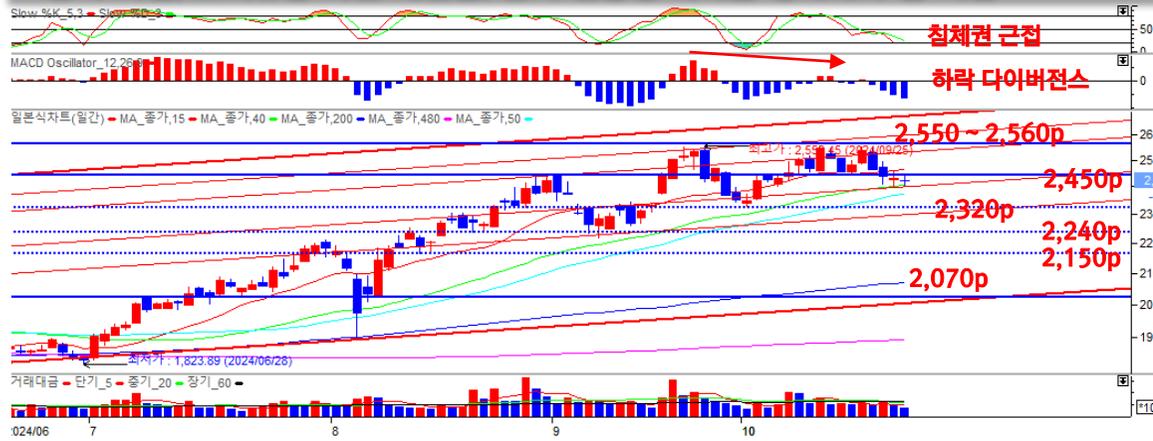


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 실적대비 견조한 주가 흐름을 보여왔고, 7월 11일 고점 이후 KOSPI대비 견조한 흐름을 보여온 업종에는 건강관리, 은행, 증권, 상사, 자본재, 비철, 목재, 미디어/교육, 필수소비재, 통신서비스, 유틸리티가 있음
- KOSPI 약세에도 불구하고 상대적으로 견조한 주가 흐름을 보여왔거나, 선행 EPS 급락에 따른 매력도 약화 업종
- 건강관리, 은행, 증권, 비철목재, 유틸리티, 통신 등 실적 전망 상향조정 중인 업종에 대한 외국인 순매수 지속 또는 순매수 전환
- 실적 시즌이 가까워지면서 가격/밸류에이션 부담보다는 실적 개선 기대에 따른 외국인 수급 집중
- 다만, 3분기 실적 결과에 따른 외국인 수급 변화 경계. 기대감 선반영에 따른 차익 매물 출회 가능성이 높기 때문

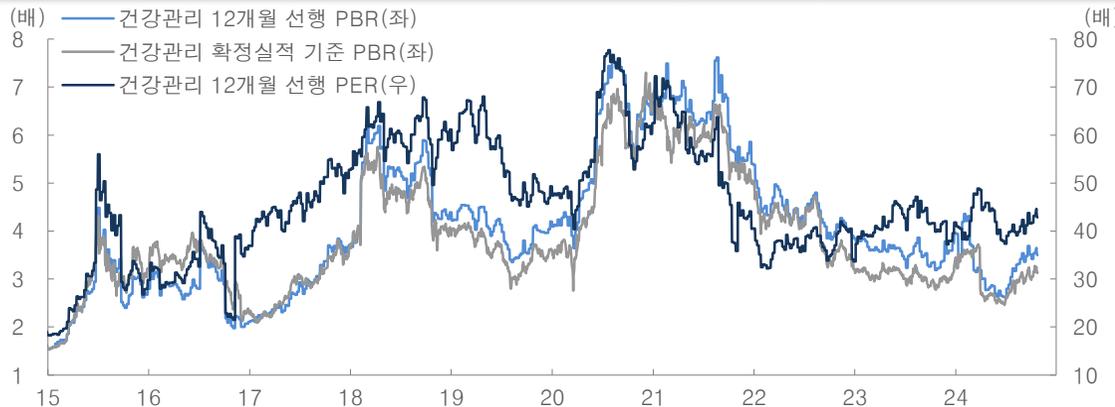
[바이오] 오버슈팅, 상승추세대 상단 재진입. 밸류에이션 부담은 크지 않지만, 단기 변동성 경계

KRX 바이오 Top10 지수 일간차트. 중장기 상승추세 강화. 단기 과열, 오버슈팅 국면 재진입. 단기 변동성 확대를 경계해야 할 시점



자료: 대신증권 Research Center

건강관리 밸류에이션 수준은 20년 이후 저점권에서 반등 실적 개선을 주도하는 종목들 중심으로 상승추세는 이어질 전망

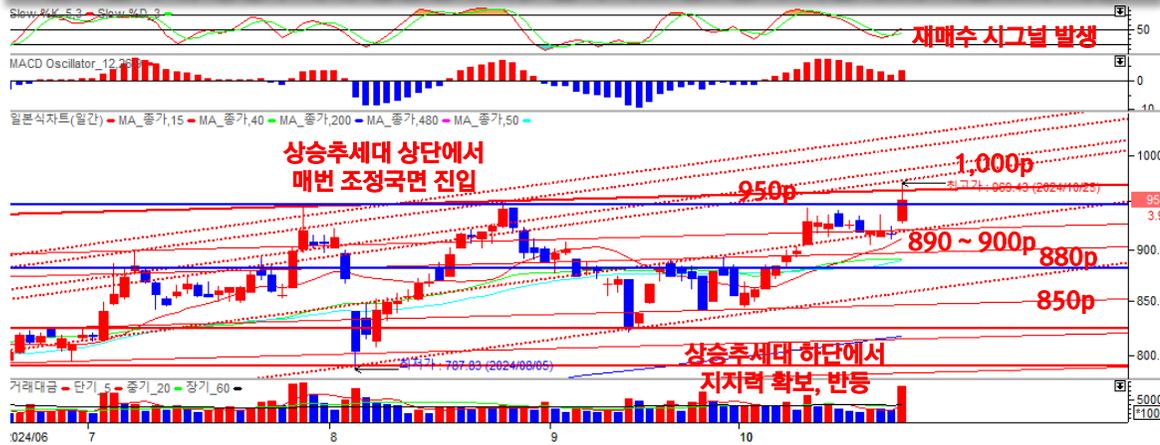


자료: 대신증권 Research Center

- 바이오 업종은 7월 이후 3개월 연속 급등세를 이어가고 있음
- 실적 전망 상향조정에 200일 이동평균선 지지력, 중단기 이동평균선 상승반전에 힘입어 추세 반전에 나선 것
- 상승추세가 견고해짐에 따라 8월초 증시 충격도 빠르게 극복. 최근 등락과정에서도 40일, 50일 이동평균선 지지력을 바탕으로 상승세 지속
- 다만, 상승추세대 상단을 상회하는 오버슈팅 국면 재진입
- 직전에도 단기 과열, 오버슈팅 국면인 2,500선에서 하락 반전, 단기 변동성 확대
- MACD OSC 하락다이버전스는 지속되고 있다는 점도 1 ~ 2개월 정도의 조정국면 전개 가능성 시사
- 물론, 건강관리 밸류에이션 수준이 2020년 이후 저점권이라는 점에서 단기 조정 이후 상승추세를 재개해 나갈 전망
- 실적 호전주 중심으로 대응 강화

[은행/증권] 전고점, 상승추세대 상단 근접. 추격매수 자제하고, 단기 리스크 관리 필요

KRX은행 일간 차트. 강하고 견고한 상승추세대 하단에서 상승 반전 전고점이자, 상승추세대 상단인 950p 돌파시도 중. 단기 과열해소, 매물소화 예상



자료: 대신증권 Research Center

KRX 증권 일간차트. 상승추세대 상단에 근접. 추격매수는 자제하고, 단기 과열해소, 매물소화 국면 대비해야 할 때

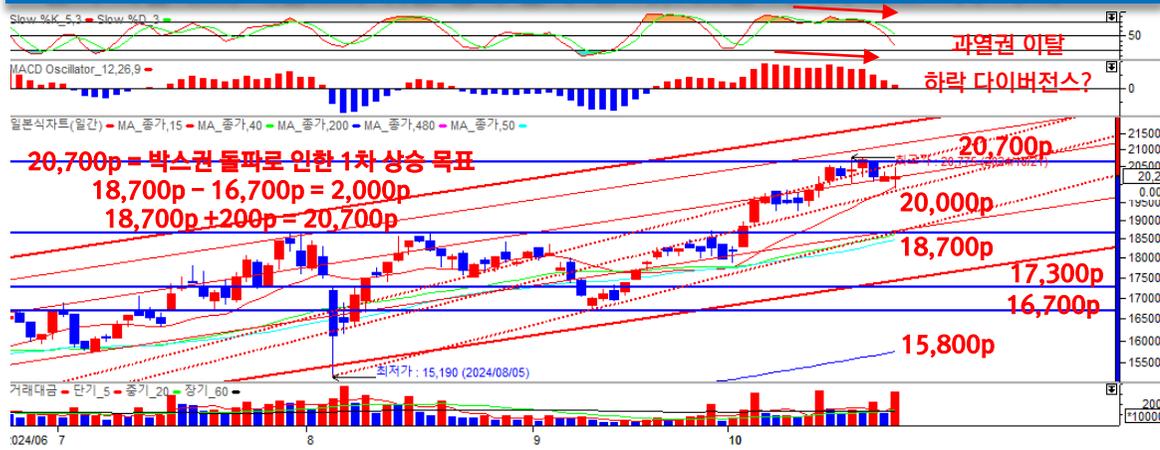


자료: 대신증권 Research Center

- 은행, 증권 모두 강력한 종단기 상승추세 진행 중. 이동평균선 상승추세 뚜렷. 8월 초 단기 급락과정에서도 상승추세대 하단에서 지지력 확보, 반등시도에 나섬
- 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
- 은행은 전고점 수준이자 상승추세대 상단인 950p, 증권업종도 상승추세대 상단인 820 ~ 830선 돌파시도 중
- 은행, 증권 모두 단기 리스크 관리 필요. 박스권 상단에서는 단기 비중축소 유효
- 상승추세가 유효한 만큼 변동성 확대는 중장기 투자관점에서 비중확대로 대응해도 무리가 없다는 판단
- 매수 타이밍을 늦추고, 은행은 880p, 850p, 증권은 740 ~ 750p 지지력 기대

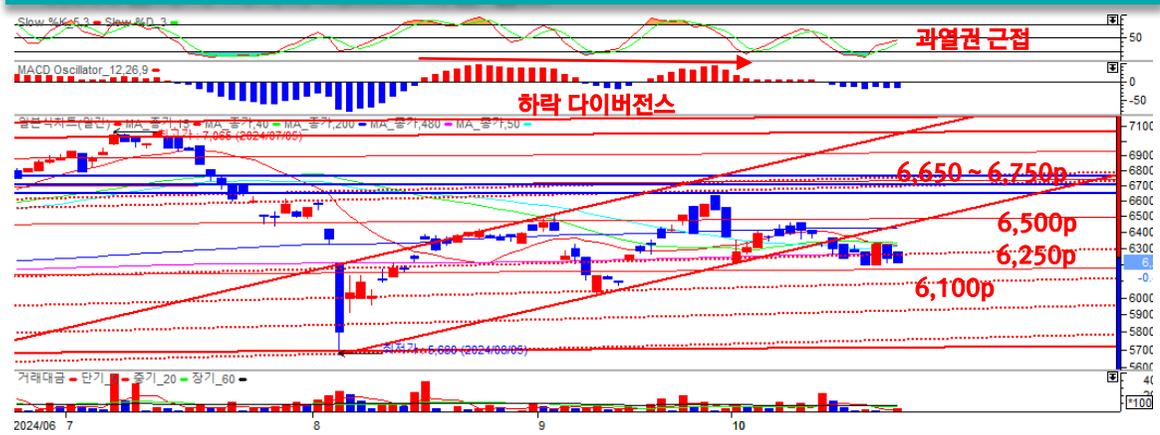
[방산/지주사] 레벨업 1차 목표를 충족한 방산, 단기 리스크 관리. 그룹주는 상승추세대 하향이탈

PLUS K방산 일간차트. 박스권 상단(18,700p) 돌파, 1차 상승목표(20,700선) 근접
단기 과열해소, 매물소화 위한 등락 불가피. 18,700선 지지력 확보 여부 주목



자료: 대신증권 Research Center

RISE 5대 그룹주 일간 차트. 상승추세대 하단, 6,250선 이탈
6,000선에서 지지력 테스트 확인 필요

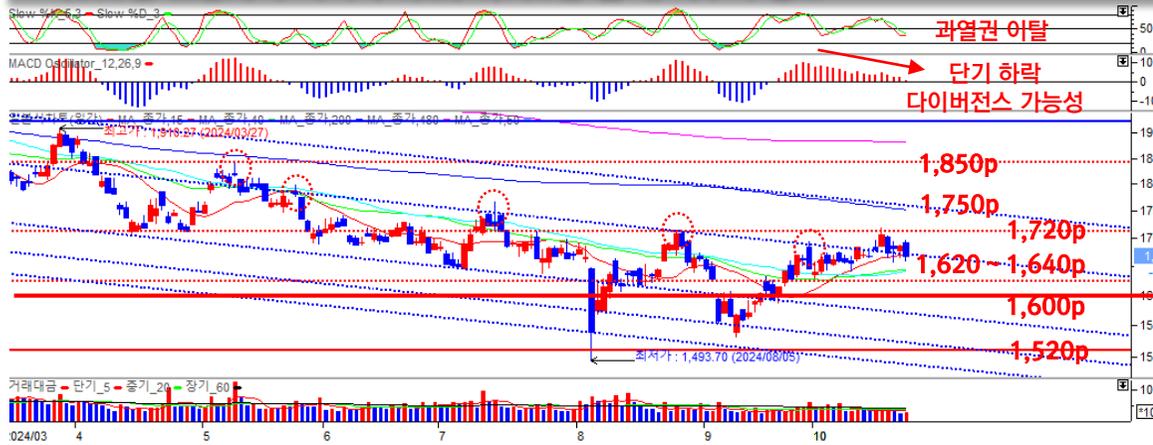


자료: 대신증권 Research Center

- 방산은 박스권 상단인 18,700선을 장대 양봉으로 상향돌파함에 따라 1차 상승목표치는 20,700선(박스권 200p, 18,700 + 200p)까지 상승여력 확대
- 하지만, 빠르게 20,700선에 도달
- 추격매수 자제하고 단기 변동성 확대 경계. 매수 타이밍을 늦추는 것이 유리할 전망
- 18,700선까지 단기 매물소화, 과열해소 국면 전개 가능성 높아
- 지주사, 그룹주는 하반기 들어 급락 이후 분위기 반전 모색 중
- 하지만, 8월초 저점에서 단기 상승추세를 하향이탈. 6,250선 이탈로 상승추세가 종료되면서 6,000선 지지력 테스트 불가피
- 지지력 확보 여부를 확인하고 대응해 나가야 할 것

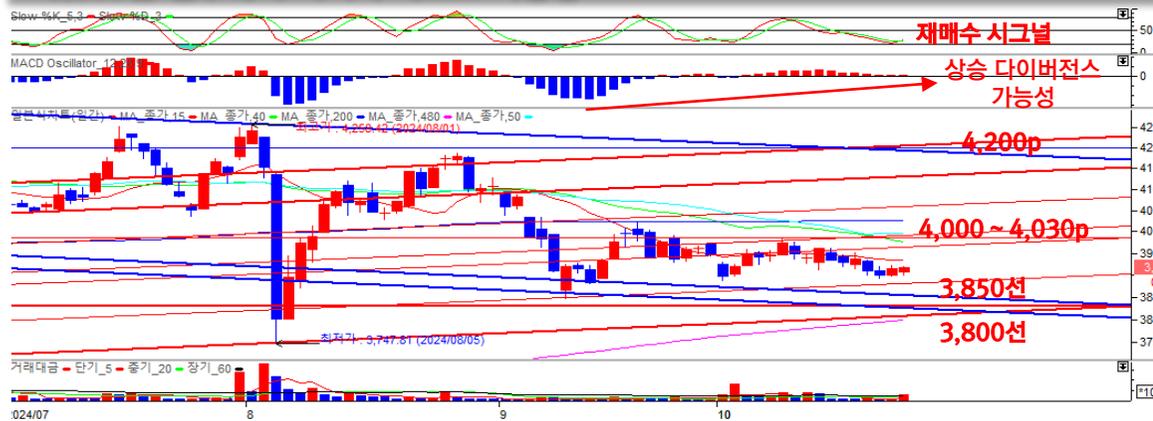
[미디어&엔터/비철목재] 미디어&엔터 하락추세 진행 중. 비철/목재는 전저점 지지력 테스트 가능성

KRX미디어&엔터 일간 차트. 하락추세대 상단에서 하방압력 확대. 1,600선 초반에서 지지력 확보, 1,720선 돌파/여부가 중요



자료: 대신증권 Research Center

비철목재 일간 차트. 4,000선 저항에 하락 반전 이후 약세 지속. 3,850선 전후에서 지지력 테스트 가능성



자료: 대신증권 Research Center

- 미디어엔터는 견고한 중단기 하락추세 진행 중
- 중기 하락추세대 하단에서 반등은 유효하지만, 현재는 전고점이자 중요 분기점 근접. 현 지수대를 넘어서더라도 200일 이동평균선 저항 유효
- 추격매수보다는 1,600 ~ 1,620선 지지력 테스트를 단기 트레이딩 기회로 활용하는 것이 유효
- 비철목재는 9월 전 저점 수준에서 반등에 나서며 4,000선 회복 시도. 하지만, 하락반전하며 회복/안착에 힘겨움을 시사
- 하락 반전시 하락추세대 하단인 3,850선에서 지지력 테스트 가능성 확대
- 변동성을 활용한 분할매수, 단기 매매는 가능할 것
- 당분간 3,800 ~ 4,000선 박스권 등락 예상

[중국 소비/음식료] 저점권에서 등락 중인 중국 소비 테마. 음식료는 조정 시 매수 가능

중국 소비 테마 ETF, 6,200선 이탈시 6,000선 지지력 테스트 불가피
상승추세 유효하지만, 추세 반전까지는 시간이 필요



자료: 대신증권 Research Center

음식료품 일간 차트. 480일 이동평균선에서 분위기 반전 모색. 상승 다이버전스 진행 중. 3,600선 지지력 확보 이후 4,000선을 향하는 흐름 예상

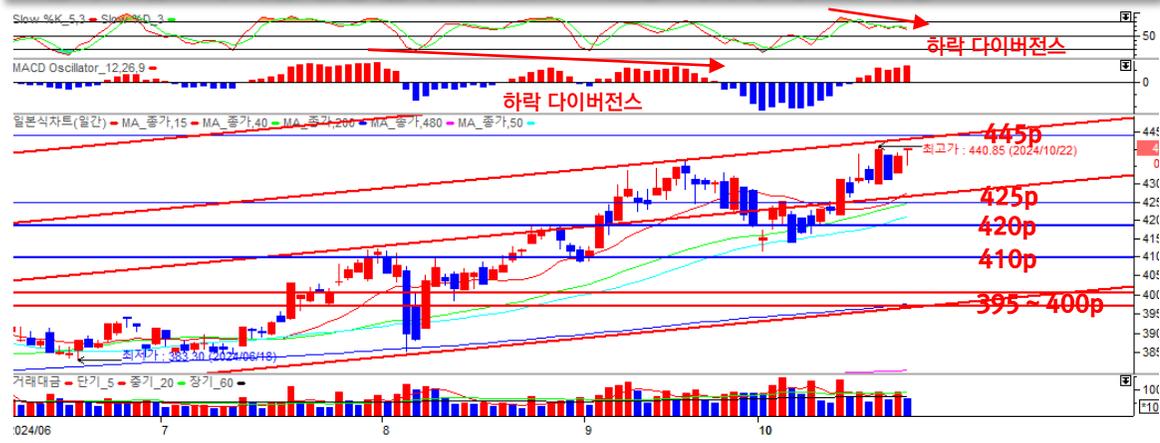


자료: 대신증권 Research Center

- 올해 상반기 강한 상승을 보여준 중국 소비 테마는 하반기들어 약세를 이어가고 있음
- 하지만, 중국 경기부양정책이 소비 개선에 초점이 맞춰져있고, 부동산 경기 활성화 또한 중국 소비 개선으로 이어질 수 있다는 점에서 현재 지수대에서는 중국 소비주에 대한 관심 강화 필요
- 음식료 업종은 24년 3월 ~ 6월초까지 급등세 전개. 내수주 매력과 더불어 수출이라는 새로운 상승 동력 확보 영향. 하지만, 이후 3개월 가까이 조정국면 진행 중. 급등에 따른 되돌림 과정으로 판단
- 중장기 상승추세 유효함에 따라 조정시 비중확대 전략 제안
- 추세적인 측면에서는 3,600선에서 지지력 확보할 경우 분위기 반전 시도 이어갈 전망
- 3,600선 지지력 확보시 4,000선 돌파/안착 여부가 1차 관문. 2차적으로는 4,200선까지 추가 반등 가능. 단기 등락은 변동성을 활용한 분할매수로 대응

[통신/유틸리티] 고점권에 근접한 통신, 단기 매물소화 국면 예상. 580선 사수가 필수인 유틸리티

통신업 지수 일간차트. 중기 상승추세 진행 중이나 전고점, 상승추세대 상단 도달 단기 매물소화 국면 진행 불가피. 420 ~ 425p 지지력 테스트 예상



자료: 대신증권 Research Center

KRX 유틸리티 일간차트. 580선 회복/안착 여부가 관건 지지력 확보시 620 ~ 630p 돌파시도 가능



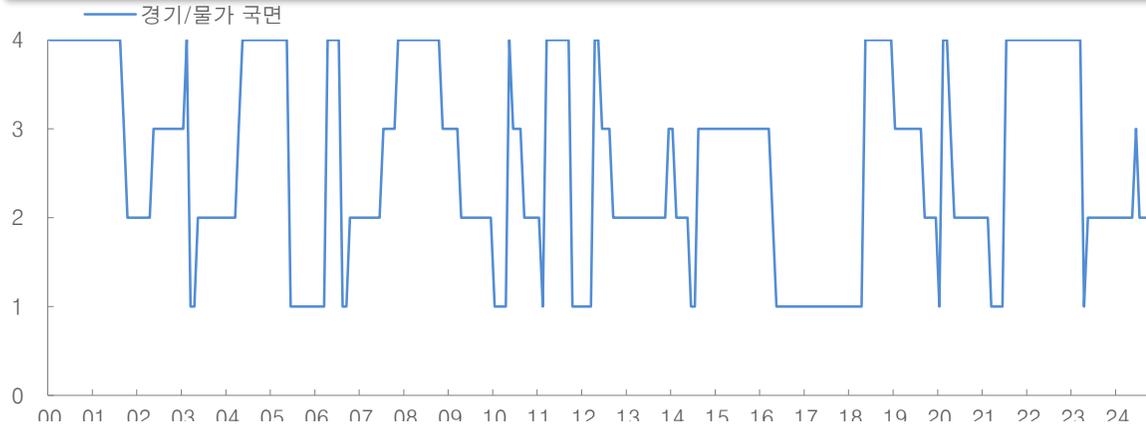
자료: 대신증권 Research Center

- 통신은 상승추세를 견고히해 나가는 중
- 410 ~ 420선 지지력 확보하고 440선 근접, 전 고점권이냐 상승추세대 상단 (445p)에 근접
- 고점권에서 과열부담 가중. MACD OSC 하락 다이버전스도 당분간 과열해소, 매물소화과정이 전개될 수 있음을 시사
- 현 시점에서 추격매수는 자제하고 단기 리스크 관리가 필요한 시점
- 유틸리티는 중기 수렴패턴 진행 중
- 하락추세대 상단에서 하락 반전하며 580p 하회. 560p까지 추가 하락 가능성 존재하지만, 비중확대 기회
- 580p 회복/안착시 620 ~ 630p 돌파시도 가능

아직 방어가 유리한 상황

방어가 유리한 이유 1: 경기/물가 모델. 다시 Goldilocks로 전환. 다만 증시 상승의 효과로 주의 필요

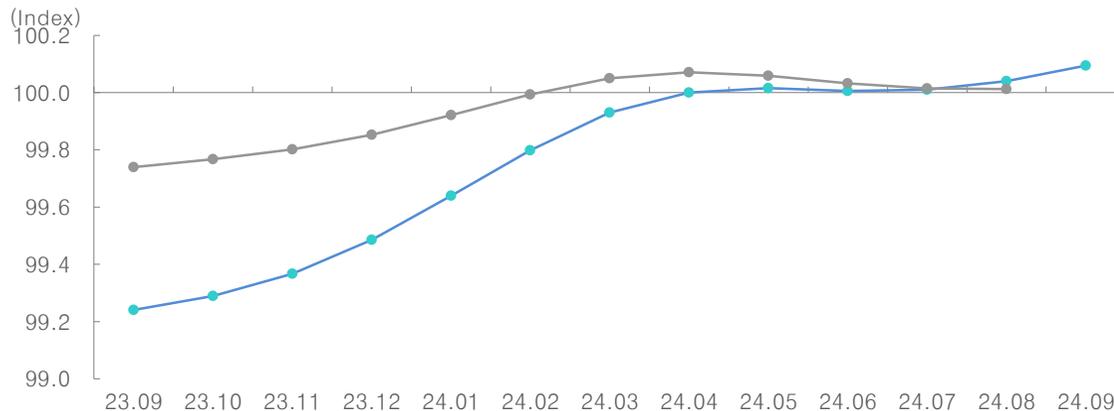
미국 경기/물가 국면 추이



주: ① Heating up(인플레이션 ↑, 경기 ↑), ② Goldilocks(인플레이션 ↓, 경기 ↑),
 ③ Slow Growth(인플레이션 ↓, 경기 ↓), ④ Slowlation(인플레이션 ↑, 경기 ↓)

자료: BLS, OECD, 대신증권 Research Center

변동성이 높은 주가를 제외하면 미국 경기 선행지수는 하향세를 지속 중



자료: OECD, 대신증권 Research Center

- 경기/물가 사이클 모델에서 현재는 물가 압력은 낮고 경기는 확장되는 ② Goldilocks (인플레이션 ↓, 경기 ↑) 국면을 유지하다 7월 증시 수익률이 낮은 Slow Growth(인플레이션 ↓, 경기 ↓), 국면으로 전환
- 하지만 이번 9월 지표에서 수정되며 다시 Goldilocks 국면으로 진입
- Goldilocks 국면은 증시 수익률이 가장 높았던 국면
- 하지만 이는 7가지 팩터(건설, 주문, 노동, 소비자심리, 금리스프레드, 주가, 사업여건) 중 주가와 노동시간이 상향률 견인
- 최근 미국 주가가 유동성 증가와 FOMO, TINA 효과 유입으로 상승. 변동성이 높은 주가가 하락한다면 경기선행지수 하락하며 다시 SlowGrowth 국면으로 전환 가능성 높을 것으로 판단
- 따라서 이번 Goldilocks 신호는 적극 매수보다는 방어적 포트폴리오 유지가 유리
- 방어적 성격의 섹터가 높은 수익률을 기록한 국면으로 방어적 성격 섹터(통신, 헬스케어, 유틸리티, 필수재) 비중을 확대하며 포트폴리오 안정성 확대를 권고

방어가 유리한 이유 1: 경기/물가 국면별 한국, 미국 증시 수익률

한국 증시 국면에 따른 자산군별 월평균 수익률

① Heating up		② Goldilocks		③ Slow Growth		④ Slowflation	
자산군	수익률	자산군	수익률	자산군	수익률	자산군	수익률
성장	1.9	성장	3.4	중소형주	0.4	현금	0.2
대형주	1.8	가치	3.4	코스닥	0.2	가치	-1.6
가치	1.8	대형주	3.2	현금	0.1	코스피	-1.9
코스닥	1.8	코스피	3.0	코스피	-0.1	대형주	-2.1
코스피	1.6	중소형주	2.5	성장	-0.3	성장	-2.2
중소형주	1.2	코스닥	2.1	대형주	-0.4	중소형주	-2.6
현금	0.1	현금	0.1	가치	-0.4	코스닥	-3.3

자료: OECD, BLS, Refinitiv, Quantwise, 대신증권 Research Center

S&P 500 국면에 따른 업종별 월평균 수익률

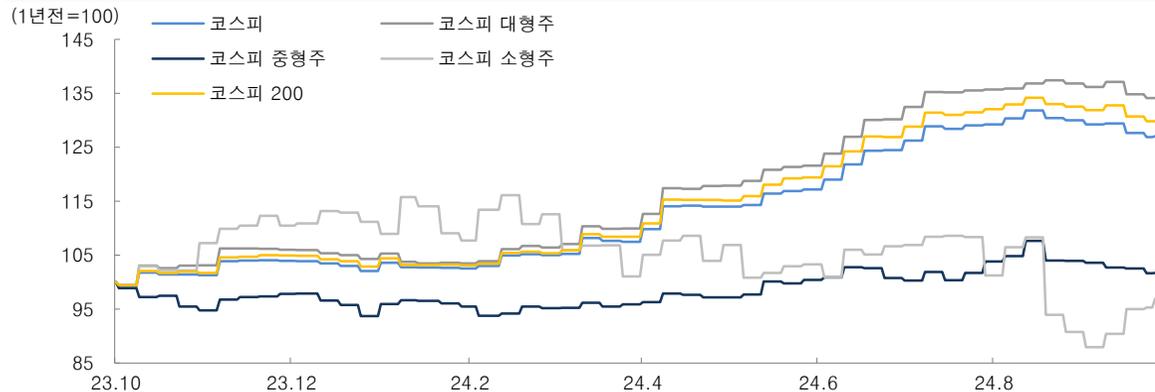
① Heating up		② Goldilocks		③ Slow Growth		④ Slowflation	
섹터	수익률	섹터	수익률	섹터	수익률	섹터	수익률
IT	2.59	IT	2.84	통신	1.67	유틸리티	0.50
금융	2.10	금융	2.55	헬스케어	1.22	필수재	0.41
부동산	2.00	경기재	2.44	필수재	0.93	헬스케어	0.30
경기재	1.88	소재	2.40	유틸리티	0.89	현금	0.26
산업재	1.80	산업재	2.29	IT	0.86	에너지	-0.18
S&P 500	1.61	S&P 500	2.07	S&P 500	0.57	S&P 500	-0.48
에너지	1.49	에너지	2.07	경기재	0.37	부동산	-0.67
소재	1.37	부동산	1.90	산업재	0.26	산업재	-0.91
헬스케어	1.27	통신	1.55	현금	0.20	소재	-1.03
필수재	0.89	필수재	1.30	에너지	0.18	경기재	-1.09
통신	0.78	헬스케어	1.30	소재	0.13	통신	-1.20
유틸리티	0.74	유틸리티	0.88	부동산	0.11	IT	-1.26
현금	0.21	현금	0.21	금융	-0.05	금융	-1.36

자료: OECD, BLS, Refinitiv, 대신증권 Research Center

- Goldilocks 국면은 증시 수익률이 가장 높은 국면이며 성장주, 성장 섹터 수익률이 가장 높음
- 반면 SlowGrowth는 증시 수익률이 네 국면 중 세번째로 상승 여력이 높지 않으며 방어적 섹터 수익률이 높은 국면
- 한국에서 중소형주와 코스닥의 수익률이 높은 이유는 국면 전환 초기 국면 전환의 충격으로 높은 하락폭을 기록하며 나머지 기간 동안 기술적 상승을 하기 때문

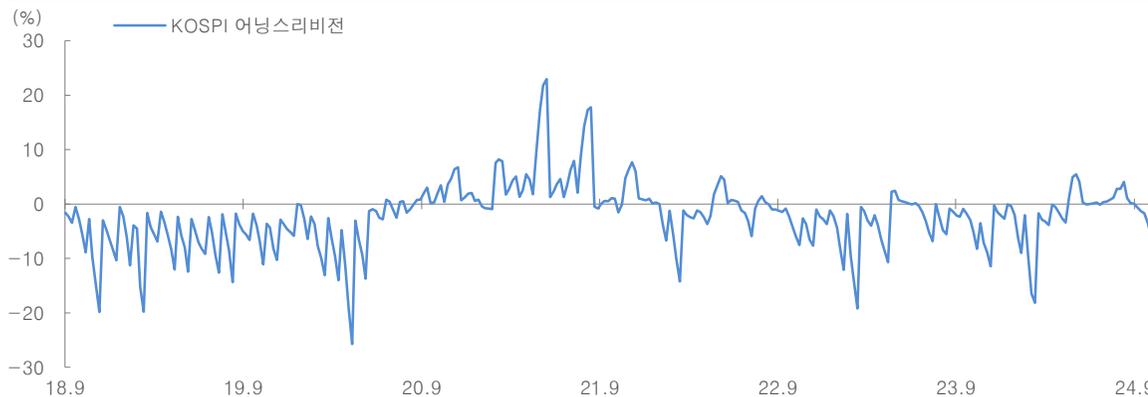
방어가 유리한 이유 2: 실적 전망치는 지속해서 하향 중. 2025년 실적 하향 지속 시 투자심리 악화 불가피

한국 증시 12개월 선행 EPS 변화 추이



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

8월 이후 지속해서 하락하고 있는 KOSPI 어닝스 리비전

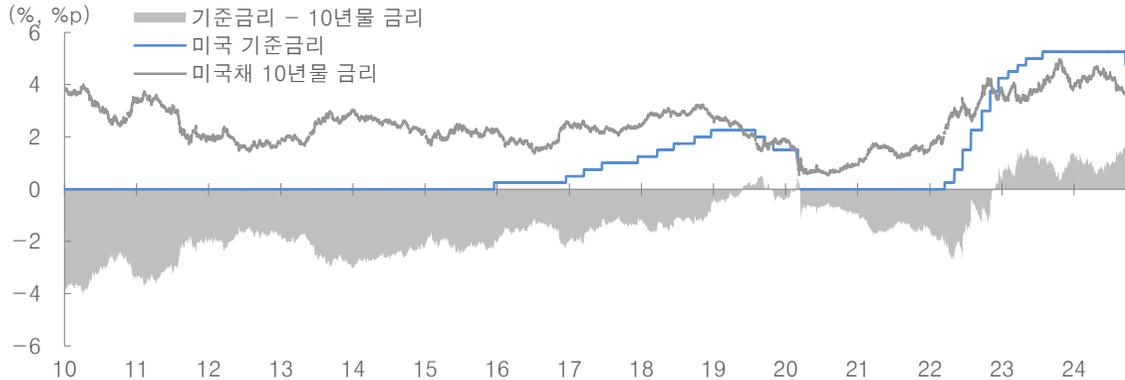


자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

- 실적 전망치는 8월을 기점으로 하향을 지속하는 중
- 2024년, 2025년 실적 전망치 각각 -4.3%, -5.2% 하향 지속 중
- 현재 2025년 실적 업사이드는 약 20~25% 수준. 하향세 지속된다면 10%~15%의 업사이드로 줄어들 가능성
- 3Q24를 실적 고점으로 보고 있는 상황에서 2025년 실적 전망치 하향된다면 투자심리 악화 불가피

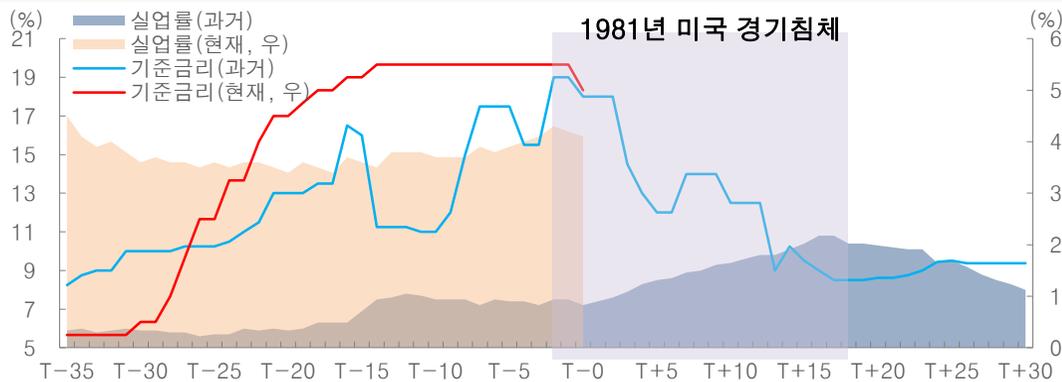
방어가 유리한 이유 3: 채권 수익률 상방압력과 부채 리스크

금리인하에도 상방압력이 높은 채권 수익률



자료: FRB, 대신증권 Research Center

정상화 및 부양을 위한 기준금리 인하 이후 침체에 들어선 1980년대 초



주: T-0 = 1981.07 & 2024.07

자료: BLS, Federal Reserve, 대신증권 Research Center

- 금리인하 후 장기채 수익률이 상승하면서 증시에 부정적 영향.
- 금리인하를 선반영하며 급격하게 낮아진 채권 수익률이 현재 금리상승을 이끌 가능성 존재. 2019년 말 금리인하에서도 금리인하를 선반영하며 채권 수익률 상승하는 모습
- 하지만 현재 10년물 수익률 수준은 기준금리 이하로 기준금리가 빠른 속도로 내려오지 않으면 채권 수익률 상방압력 지속 전망
- 일각에서는 기준금리 수준이 높았기 때문에 벌어진 역전으로 기준금리의 정상화 과정에서 장기채와 스프레드도 정상화될 것이라는 주장. 하지만 기준금리 정상화 과정에서도 여전히 장기채 수익률의 상방 압력은 높을 것으로 예상
- 10월 이후 견조한 미국 경제로 금리인하 속도 조절론이 나오고 있는 상황으로 미국 경제가 견조하다면 기준금리 인하할 이유가 없어지며 장기채 수익률 상방압력이 약해질 이유는 더욱 없음
- 막대한 재정지출 이후 선부른 금리 정상화와 재정정책으로 수익률 급등으로 침체를 맞이한 1981년의 예를 잊어서는 안될 것. 대선에서는 각종 재정정책이 공약으로 올라오는 중. 부채 우려 확대

3Q24 실적 중간 점검

[3Q24 실적 현황] 컨센서스 하회하는 중인 3Q24 실적 발표

KOSPI 실적 발표 현황(기업 수 기준)

섹터	기업 수	발표 기업 수	진행도(%)	상회	부합	하회	상회 비율 (%)	부합 비율 (%)	하회 비율 (%)	시가총액 비중	진행도(%)
IT	32	9	28.1	2	2	5	22.2	22.2	55.6	88.4	
금융	30	5	16.7	1	4	0	20.0	80.0	0.0	34.1	
산업재	79	12	15.2	0	8	4	0.0	66.7	33.3	12.1	
KOSPI	312	38	12.2	6	17	15	15.8	44.7	39.5	51.4	
경기재	59	6	10.2	1	3	2	16.7	50.0	33.3	56.0	
소재	40	4	10	1	0	3	25.0	0.0	75.0	4.0	
건강관리	21	2	9.5	1	0	1	50.0	0.0	50.0	47.5	

주: 2024년 3/4분기 영업이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상
 기준일: 2024년 10월 25일
 자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 실적 발표 현황(영업이익 기준)

섹터	영업이익(백만원)				영업이익 증감률(%)		
	202209	202306	202309	202309E	컨센서스 대비	전분기 대비	전년 대비
금융	3,771,840	4,470,975	4,117,868	4,041,235	1.9	-7.9	9.2
건강관리	379,469	414,571	298,964	298,012	0.3	-27.9	-21.2
산업재	824,926	1,074,556	865,326	898,217	-3.7	-19.5	4.9
경기재	7,555,795	8,742,930	7,528,170	7,835,435	-3.9	-13.9	-0.4
KOSPI	14,787,579	32,305,365	30,384,394	32,453,780	-6.4	-5.9	105.5
IT	1,892,727	17,424,888	17,472,395	19,222,573	-9.1	0.3	823.1
소재	362,823	177,446	101,671	158,308	-35.8	-42.7	-72

주: 2024년 3/4분기 영업이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상
 기준일: 2024년 10월 25일
 자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI 내 컨센서스가 존재하는 312개 기업 중 12.2%인 38개 기업이 실적 발표를 완료. 시가총액 비중으로는 51.4% 기업이 실적 발표를 완료. 그 중 컨센서스 상회, 부합, 하회는 각각 15.8%, 44.7%, 39.5%
- IT 업종의 진행도가 88.4%로 가장 높으며 하회 비율 55.6%

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 -6.4% 낮은 실적을 발표
- KOSPI는 전분기대비 -5.9% 낮은 실적을 발표 중. 시장에서는 3Q24를 실적 고점으로 인식하고 있는 상황에서 실적 수준이 지난 분기대비 낮아진다면 투자심리 악화 불가피
- 전년동기대비로는 105.5% 상회하는 실적을 발표. 2023년도의 낮은 기저로 인해 높은 실적 개선세 기록 중. 섹터별로는 IT가 실적 개선세를 견인했으며 금융도 높은 기여. 소재 섹터는 전분기 및 전년 대비 모두 부진한 실적을 발표 중

[3Q24 실적 현황] 화학, 상사/자본재, 조선 등은 전망치 대비 높은 수치를 발표

KOSPI 실적 발표 현황(영업이익, W126 기준)

섹터	기업 수	발표 기업 수	진행도(%)	영업이익(백만원)				영업이익 증감률(%)		
				202209	202306	202309	202309E	컨센서스 대비	전분기 대비	전년 대비
반도체	7	4	57.1	663,832	15,985,862	16,240,963	17,634,833	-7.9	1.6	2,346.5
디스플레이	2	1	50.0	-662,080	-93,673	-80,599	-96,250	16.3	14.0	87.8
은행	12	5	41.7	3,771,840	4,470,975	4,117,868	4,041,235	1.9	-7.9	9.2
IT가전	5	2	40.0	1,727,909	1,391,465	1,200,200	1,435,459	-16.4	-13.7	-30.5
기계	14	5	35.7	224,388	397,993	290,974	318,614	-8.7	-26.9	29.7
자동차	19	6	31.6	7,555,795	8,742,930	7,528,170	7,835,435	-3.9	-13.9	-0.4
철강	11	3	27.3	365,066	167,528	94,525	152,808	-38.1	-43.6	-74.1
조선	10	2	20.0	76,959	149,352	135,187	129,963	4.0	-9.5	75.7
건설/건축	21	4	19.0	470,070	474,881	378,915	394,515	-4.0	-20.2	-19.4
IT하드웨어	12	2	16.7	163,067	141,234	111,831	248,531	-55.0	-20.8	-31.4
KOSPI	312	38	12.2	14,787,579	32,305,365	30,384,394	32,453,780	-6.4	-5.9	105.5
건강관리	21	2	9.5	379,469	414,571	298,964	298,012	0.3	-27.9	-21.2
상사, 자본재	21	1	4.8	53,510	52,331	60,250	55,125	9.3	15.1	12.6
화학	23	1	4.3	-2,244	9,918	7,146	5,500	29.9	-27.9	418.5

주: 2024년 3/4분기 영업이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상

기준일: 2024년 10월 25일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[3Q24 실적 전망] 시장은 KOSPI가 전분기 대비는 개선, 전년 동기 대비 모두 개선된 수준의 실적 발표를 전망

KOSPI 4Q22 실적 발표 전망(기발표기업은 실제치, 미발표 기업은 전망치를 사용)

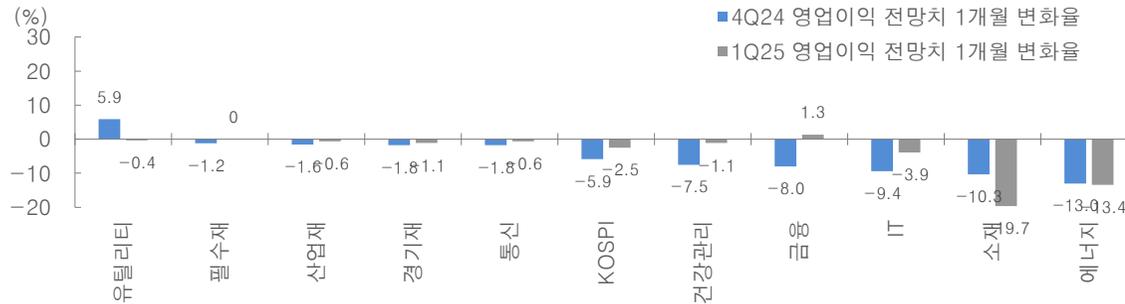
구분	섹터	컨센서스 대비(%)			전분기 대비(%)			전년 대비(%)		
		매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익
WICS	금융	2,412.9	0.7	0.7	-73.8	-8.0	-8.0	-72.0	15.4	15.4
	건강관리	1.1	0.1	0.2	4.1	17.7	-6.6	11.5	0.7	-10.1
	에너지	0.0	0.0	0.0	-0.9	-21.5	106.9	4.7	-67.1	-98.5
	유틸리티	0.0	0.0	0.0	16.1	89.9	290.6	5.7	60.8	146.8
	통신	0.0	0.0	0.0	2.5	3.0	-5.7	2.9	18.1	8.4
	필수재	0.0	0.0	0.0	8.3	25.4	5.5	5.2	8.1	-17.1
	산업재	-0.2	-0.3	-1.1	0.5	18.5	11.2	5.7	16.3	17.1
	소재	-0.3	-2.1	-3.8	-0.4	-4.0	17.4	0.9	-28.3	-35.5
	경기재	0.1	-2.7	-7.4	-1.2	-6.9	-21.6	4.2	3.9	-1.8
	KOSPI	4.6	-3.0	-0.7	-10.3	3.7	3.1	-6.0	37.5	32.1
	IT	-1.0	-8.0	2.1	6.3	1.7	13.4	16.0	560.0	202.6
W126	디스플레이	-5.1	55.0	-19.4	0.7	-41.9	27.8	35.2	105.8	55.9
	은행	3,040.9	1.2	1.2	-51.7	-2.2	-2.2	-47.2	8.0	8.0
	조선	-0.7	0.6	3.3	-7.6	4.1	-10.0	20.7	250.7	-14.9
	화학	0.1	0.2	-0.4	2.2	8.1	584.8	3.4	-28.8	-45.4
	상사, 자본재	0.0	0.1	0.5	4.4	27.2	11.7	3.7	-1.2	-15.8
	건강관리	1.1	0.1	0.2	4.1	17.7	-6.6	11.5	0.7	-10.1
	소프트웨어	0.0	0.0	0.0	1.7	1.9	-11.3	7.6	32.1	17.6
	증권		0.0	0.0			-14.7		25.3	25.3
	호텔/레저	0.0	0.0	0.0	10.1	43.4	-32.4	9.0	4.2	1.1
	유틸리티	0.0	0.0	0.0	16.1	89.9	290.6	5.7	60.8	146.8
	운송	0.0	0.0	0.0	4.7	44.4	60.0	13.9	81.9	145.6
	화장품/의류	0.0	0.0	0.0	3.5	3.8	-55.8	7.9	14.4	-9.2
	에너지	0.0	0.0	0.0	-0.9	-21.5	106.9	4.7	-67.1	-98.5
	소매(유통)	0.0	0.0	0.0	6.5	67.1	446.5	3.3	4.7	13.2
	통신서비스	0.0	0.0	0.0	2.3	-3.8	-11.9	0.8	15.1	9.5
	비철, 목재등	0.0	0.0	0.0	0.4	-18.1	-25.3	27.3	73.0	94.1
	보험	0.0	0.0	0.0	-99.1	-16.4	-16.4	-99.0	31.8	31.8
	미디어, 교육	0.0	0.0	0.0	5.2	34.1	74.9	4.4	-9.2	-24.9
	필수재	0.0	0.0	0.0	8.3	25.4	5.5	5.2	8.1	-17.1
	건설/건축	-0.6	-1.5	-7.5	-5.5	-2.7	-15.7	0.0	-11.1	-10.8
기계	-0.7	-1.8	-6.3	-6.3	-15.5	-27.4	5.4	9.1	34.3	
KOSPI	4.6	-3.0	-0.7	-10.3	3.7	3.1	-6.0	37.5	32.1	
자동차	0.2	-3.4	-8.7	-3.8	-13.0	-21.4	3.8	2.3	-2.0	
철강	-0.7	-5.0	-8.2	-3.0	-7.5	-32.5	-5.3	-41.2	-45.5	
반도체	-2.3	-7.3	5.9	7.6	3.0	11.8	27.4	5,118.9	312.2	
IT가전	1.6	-15.5	-50.7	2.6	-18.1	40.4	-8.6	-44.7	-70.4	
IT하드웨어	3.6	-15.9	-15.1	12.7	27.5	32.7	13.9	15.0	-25.0	

- KOSPI 3Q24 영업이익은 전분기 대비로는 3.1%, 전년대비 37.5% 높은 실적을 기대
- 지속해서 컨센서스를 하회하는 실적을 발표하고 있어 기대치 하회할 가능성 존재
- 전년대비 37.5% 높은 수준을 전망하고 있지만 수출, 내수 데이터와 비교하면 부합 또는 하회 확률이 높음
- 직전분기 대비 유틸리티, 필수재, 산업재는 높은 개선세를 기대 중. 다만 필수재는 컨센서스 하향 조정 가능성
- 전년대비 높은 영업이익이 전망되는 업종은 IT, 유틸리티, 통신, 산업재. IT는 전년의 낮은 기저로 높은 개선세 전망
- 세부 업종 별로 전년 동기 대비 영업이익이 증가할 것으로 전망되는 업종은 조선, 유틸리티, 운송 등
- 반면 화학, 에너지, 미디어/교육, 건설/건축, 철강, IT가전 등은 전년 동기 대비 낮은 실적을 예상

주: 2024년 3/4분기 영업이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상
 기준일: 2024년 10월 25일
 자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[장단기 실적 전망] 2024년 실적 전망치는 지난 1개월 간 -2.9% 하향

KOSPI 4Q24/1Q25 실적 전망치 1개월 변화율



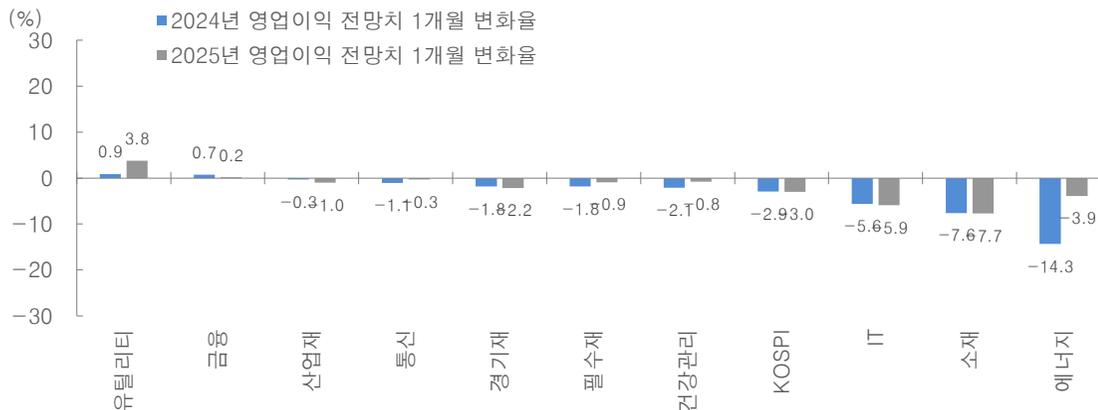
- 단기 실적 전망을 살펴보면 지난 1개월 간 4Q24, 1Q25 KOSPI 실적 전망치는 각각 -5.9%, -2.5% 조정. 업종별로 에너지, 소재, IT의 하향률이 컸으며 금융은 4Q24는 하향했으나 1Q25는 상향
- 그 외 유틸리티의 1Q24 실적 유일하게 개선
- 장기 실적 전망을 살펴보면 지난 1개월 간 2024년 2025년 KOSPI 실적 전망치는 각각 -2.9%, -3.0% 조정
- 장기 전망은 에너지, 소재, IT 등 대부분의 업종이 하향. 유틸리티와 금융만 상향

주: 2024년 4/4분기, 2025년 1/4분기 영업이익의 컨센서스가 존재하는 기업 대상

기준일: 2024년 10월 25일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 2024/2025 실적 전망치 1개월 변화율



주: 2024년, 2025년 영업이익의 컨센서스가 존재하는 기업 대상

기준일: 2024년 10월 25일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[장단기 실적 전망] 장단기 실적 모두 지난 1개월 간 하향 조정

KOSPI 실적 전망치 1개월 변화율				
섹터	영업이익 전망치 1개월 변화율(%)			
	4Q24	1Q25	2024	2025
증권	9.4	7.6	3.2	2.0
유틸리티	5.9	-0.4	0.9	3.8
통신서비스	0.6	0.0	0.5	2.0
상사, 자본재	0.5	0.3	0.5	-0.6
조선	0.1	0.2	1.2	3.4
비철, 목재등	-0.8		-0.4	-0.4
운송	-1.0	-0.4	1.1	-2.2
필수재	-1.2	0.0	-1.8	-0.9
자동차	-1.6	-1.2	-1.6	-2.1
호텔/레저	-2.0		-4.6	-4.8
화장품/의류	-2.2	-1.1	-1.8	-2.0
소프트웨어	-2.3	-1.5	-1.2	-1.1
소매(유통)	-2.9	-0.7	-3.9	-3.0
미디어, 교육	-3.9	0.0	-5.1	-3.1
기계	-4.2	-2.7	-1.9	-1.1
철강	-5.5		-4.8	-4.5
KOSPI	-5.9	-2.5	-2.9	-3.0
반도체	-7.5	-4.1	-4.4	-5.4
건강관리	-7.5	-1.1	-2.1	-0.8
건설/건축	-9.1	-5.2	-5.1	-4.8
은행	-10.2	0.5	0.1	-0.4
에너지	-13.0	-13.4	-14.3	-3.9
보험	-14.4		0.5	0.3
화학	-17.2	-19.7	-12.9	-11.2
IT하드웨어	-17.9	-12.4	-12.6	-9.6
디스플레이	-22.5	8.4	-58.1	-12.7
IT가전	-26.4	-1.3	-12.9	-9.4

- 세부 업종으로 살펴보면 지난 1개월 간 KOSPI 전체 실적 전망치는 장/단기 모두 하향. 2024년 8월 이후 하향을 지속
- 전체적인 하향 조정 중 상향된 섹터는 증권, 유틸리티, 통신, 은행 등 방어적 성격이 짙은 섹터
- 반면 반도체, 자동차, 건강관리 등 연초 이후 또는 최근 KOSPI 상승을 견인했던 섹터는 장단기 실적 전망 모두 하향

주: 2024년 3/4분기 영업이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상, 1Q25는 25년 1/4분기 영업이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상

기준일: 2024년 10월 25일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

멀티팩터 모델 11월 Update

[멀티팩터 모델 11월 Update] 낙폭과대, 실적 전망치 상향이 좋은 업종이 상위를 차지: 통신, 자동차, 철강 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 변 화율	Profitability : CFOA(영업현금흐름/총 자산)	Multi Factor Score
통신서비스	118	90	138	183	529
자동차	117	117	97	93	424
철강	130	131	61	80	402
보험	122	79	128	52	381
에너지	128	114	59	77	378
반도체	74	105	35	156	371
상사,자본재	94	103	89	82	369
소매(유통)	120	99	58	92	369
필수소비재	67	86	79	124	356
호텔,레저	59	101	87	102	349
유틸리티	118	49	95	77	339
건강관리	18	112	102	106	339
은행	133	54	99	35	321
운송	78	62	63	97	300
화장품,의류	55	79	67	93	295
IT가전	39	104	37	115	295
소프트웨어	50	63	91	79	283
디스플레이	98	110	2	63	274
조선	40	88	104	39	272
증권	84	42	124	21	270
기계	38	39	77	110	265
IT하드웨어	48	100	22	95	265
화학	63	71	19	81	233
건설,건축	78	86	30	28	222
비철,목재	40	5	85	90	219
미디어,교육	11	13	13	25	62

- 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

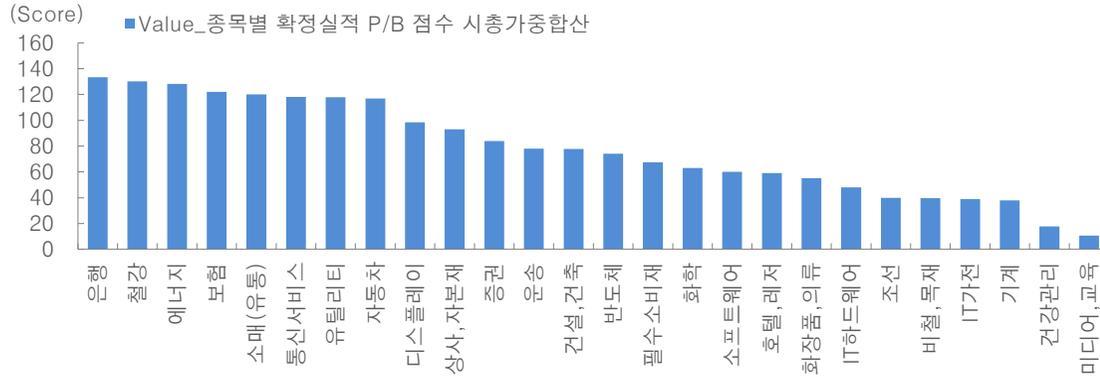
상기 지표의 순위에 따라 밸류/주가/어닝 모멘텀/퀄리티 스코어 부여하고 4개 팩터의 스코어를 합산하여 멀티 팩터 스코어 산출

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

- 멀티 팩터 스코어 모델에서 상위 5개 업종은 통신, 자동차, 철강, 보험, 에너지 등 낙폭과대, 실적 전망치 상향 수준이 높은 업종이 차지

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

KOSPI200 업종별 밸류 팩터 스코어 현황



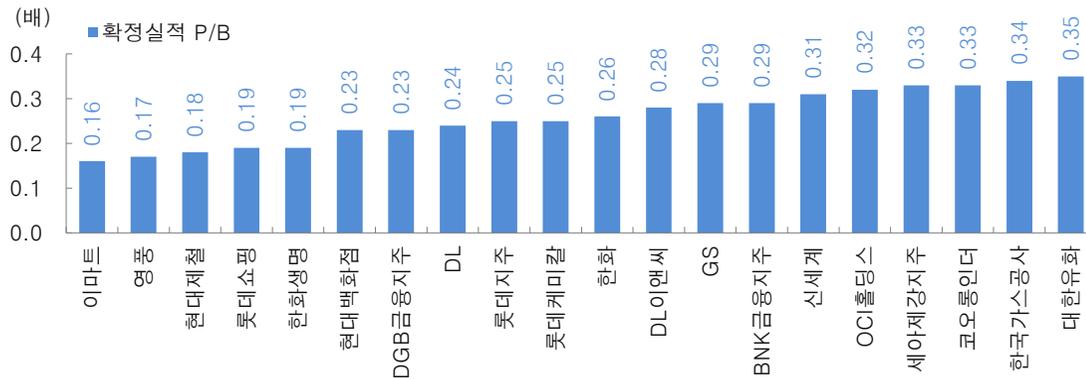
- 확정실적 P/B 기준 구성 종목의 밸류에이션 매력이 높은 업종은 은행, 철강, 에너지, 보험, 소매/유통 등
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 확정실적 P/B 수준이 낮은 종목들을 살펴보면 이마트, 현대백화점 등 유통주와 소재 섹터 종목 다수 분포

기준일: 2024년 10월 25일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 각 섹터별 구성종목의 밸류 팩터 스코어를 시총가중 합산

KOSPI200내 확정실적 P/B 하위 20개 종목

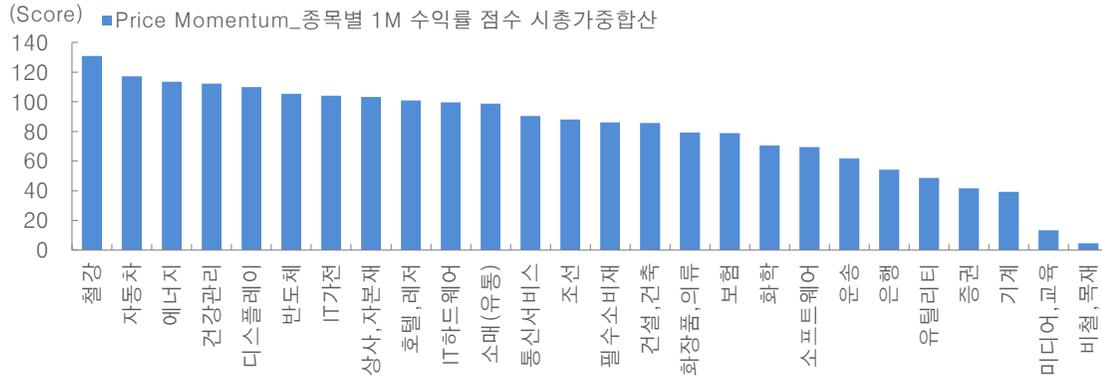


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

기준일: 2024년 10월 25일

[멀티팩터 모델 Update] 2) Price Reverse Momentum: 철강, 자동차, 에너지, 건강관리, 디스플레이 등

KOSPI200 업종별 주가 역모멘텀 팩터 스코어 현황

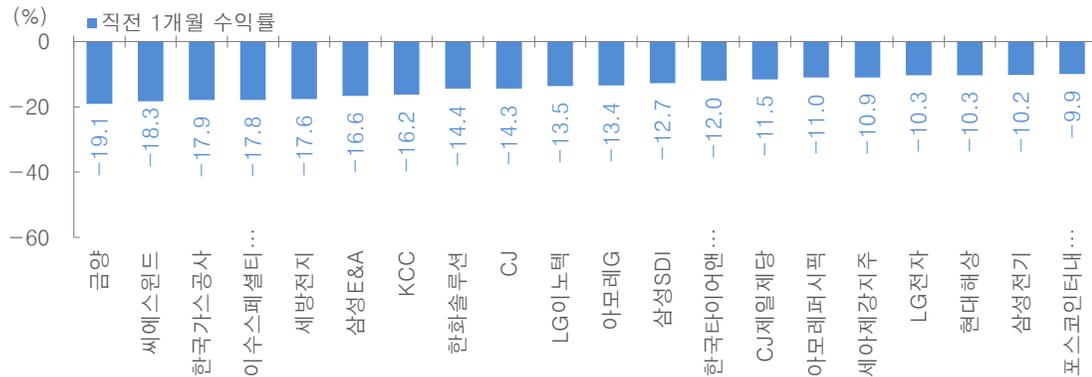


기준일: 2024년 10월 25일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 각 섹터별 구성종목의 주가 역모멘텀 팩터 스코어를 시총가중 합산

KOSPI200내 직전 1개월 수익률 하위 20개 종목



- 직전 1개월 수익률 기준 구성 종목의 주가 낙폭이 컸던 업종은 철강, 자동차, 에너지, 건강관리, 디스플레이 등
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 직전 1개월 주가 하락 폭이 컸던 종목을 살펴보면 2차전지, 유틸리티, IT가전, 음식료 등 다양한 종목이 분포. 실적 프리뷰와 발표가 진행되면서 투자심리가 악화된 종목 낙폭 확대
- 다만 낙폭이 크더라도 향후 실적 개선 가능성이 있는 종목 및 섹터에만 주목할 필요

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

기준일: 2024년 10월 25일

[멀티팩터 모델 Update] 3) Earning Momentum: 통신, 보험, 증권, 조선, 건강관리, 은행 등

KOSPI200 업종별 어닝 모멘텀 팩터 스코어 현황

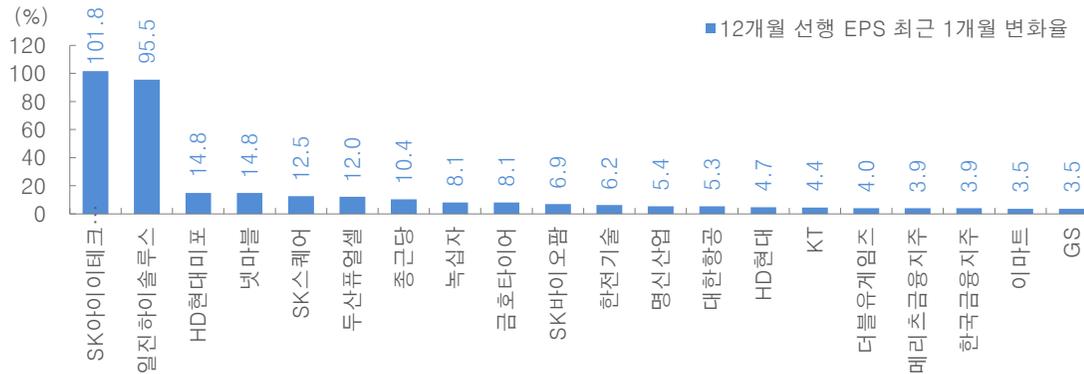


기준일: 2024년 10월 25일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 각 섹터별 구성종목의 어닝 모멘텀 팩터 스코어를 시총가중 합산

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



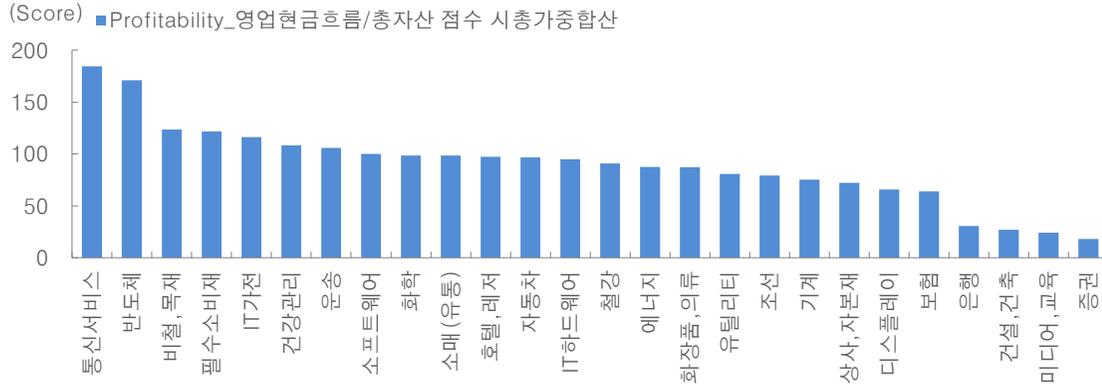
- 구성 종목의 12개월 선행 EPS 최근 1개월 상향조정 폭이 컸던 업종은 통신, 보험, 증권, 조선, 건강관리, 은행 등
- 방어적 성격이 짙은 섹터가 상위를 차지. 아직 중국 및 글로벌 경기가 본격적인 개선세를 보이지 못하는 상황으로 포트폴리오 안정성 강화 전략 유효
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 12개월 선행 EPS 상향조정 폭이 컸던 종목을 살펴보면 2차전지, 건강관리, 통신 섹터 종목 다수

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

기준일: 2024년 10월 25일

[멀티팩터 모델 Update] 4) Quality: 통신, 반도체, 비철/목재, 필수재, IT가전 등 양호

KOSPI200 업종별 퀄리티 팩터 스코어 현황



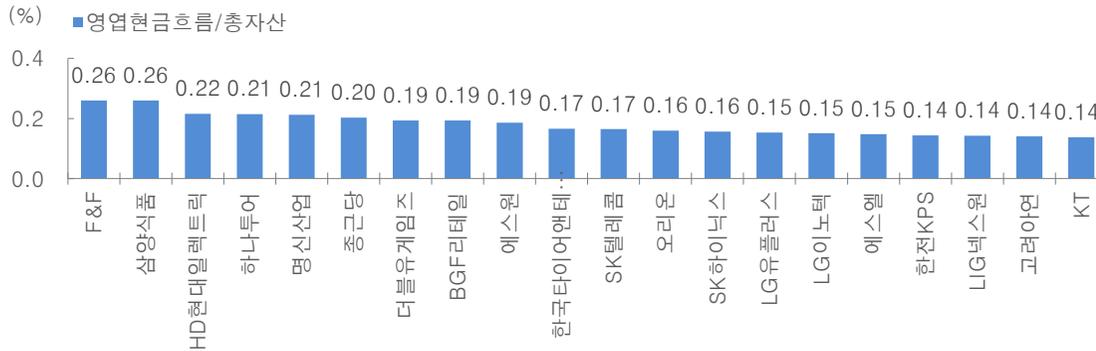
- 총자산 대비 영업현금흐름 기준 구성 종목의 수익성이 양호한 업종은 통신, 반도체, 비철/목재, 필수재, IT가전 등 양호
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 총자산 대비 영업현금흐름 지표 값이 높은 종목을 살펴보면 F&F, 삼양식품, HD현대일렉트릭, 하나투어, 명신산업 등이 분포

기준일: 2024년 10월 25일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 각 섹터별 구성종목의 퀄리티 팩터 스코어를 시총가중 합산

KOSPI200내 총자산 대비 영업현금흐름(CFOA) 상위 20개 종목



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

기준일: 2024년 10월 25일

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

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

Code	Name	W126업종명(대)	섹터 내 비중(%)	Value : 확정실적 P/B	Price Momentum : 1M 수익률	Earning Momentum : 12개월 선행 EPS 1M 변화율	Profitability : CFOA(영업현금흐름/총자산)	Multi Factor Score
A036460	한국가스공사	유틸리티	13.8	182	198	104	151	635
A161390	한국타이어엔테크놀로지	자동차	3.2	164	188	86	188	626
A078930	GS	에너지	10.8	187	146	160	120	613
A185750	종근당	건강관리	0.8	68	173	173	197	611
A009900	명신산업	자동차	0.4	94	149	168	198	609
A280360	롯데웰푸드	필수소비재	2.6	142	174	127	159	602
A001040	CJ	상사, 자본재	2.8	128	192	126	155	601
A004490	세방전자	자동차	0.7	123	196	112	147	578
A073240	금호타이어	자동차	0.9	107	139	171	161	578
A000270	기아	자동차	26.7	117	180	78	187	562
A000120	CJ대한통운	운송	3.8	149	177	100	126	552
A009970	영원무역홀딩스	화장품, 의류, 완구	2.6	165	91	114	177	547
A032640	LG유플러스	통신서비스	15.7	152	105	103	184	544
A035250	강원랜드	호텔, 레저서비스	50.1	103	154	151	128	536
A030200	KT	통신서비스	39.2	136	55	165	178	534
A111770	영원무역	화장품, 의류, 완구	3.8	148	51	157	175	531
A017670	SK텔레콤	통신서비스	44.3	92	118	130	189	529
A001800	오리온홀딩스	필수소비재	2.2	163	79	110	166	518
A002790	아모레G	화장품, 의류, 완구	4.1	129	190	111	87	517
A011070	LG이노텍	IT하드웨어	18.3	96	191	37	191	515

기준일: 2024년 10월 24일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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.