

2019

June

Monthly Report

교보전략

기억해야 할 S의 힌트

May 28, 2019

최고점(top)에서는 멈출 생각(Stop)

낮아지면(low) 느려진다(Slow)

끝(end)이란 절망은

지나간다(Send)

Strategist 김형렬

3771_9773 / jeff2000@iprovest.com



극적 요소가 필요한 반전
투자자의 희망이 현실로 이루어 질 까?

01

가능성이 높은 반등
매력이 작은 것이지 없는 것은 아니다

02

Event Driven
G20 정상회담, 중동 리스크

03

6월 TopPick
IT, 자동차, 인터넷, 증권

04

CON- TENTS

3	Summary: 기억해야 할 S의 힌트
4	5월 주식시장 돌아보기
5	6월 주식시장 전망 프롤로그
6	극적인 요소가 필요한 반전
11	가능성 있는 반등
13	Event Driven - G20 정상회담, 중동 리스크
15	5월 교보 모델 포트폴리오 Review
16	6월 교보 모델 포트폴리오

| Compliance Notice |

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성 되었음을 확인합니다.
이 조사항목은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며
유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조사항목은 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한
법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
이 보고서는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 이 보고서는 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술적 목적으로
작성된 것이 아니므로 학술논문 등에 학술적인 목적으로 인용하려는 경우에는 당사에게 먼저 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.

Summary: 기억해야 할 S의 힌트

5월 국내 증시는...

“Sell May”라는 월가의 조언을 다시 한번 느낄 수 있던 어려운 시간이었다. 미국과 중국의 무역협상이 합의에 가까웠다는 기대와 달리 중국산 수입품에 대한 추가 관세 부과와 중국의 보복관세 대응에 글로벌 금융시장이 요동쳤다. 달러화 가치는 더욱 상승했고, 위험 자산에 대한 팔자 행렬은 거셌다. 주요국 증시와 비교해 한국증시의 부진은 더욱 눈에 띈다. 연초 이후 이어진 상승을 대부분 반납하고 지난 연말 수준으로 되돌아 갔다. 이 것은 저가 매수의 또 한번의 기회인가, 증시 탈출의 마지막 기회인가.

6월 국내 증시는...

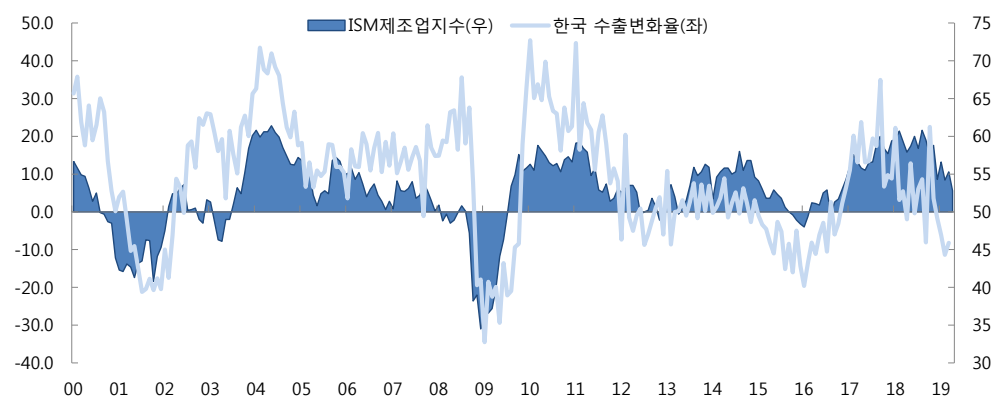
막연한 반등 가능성과 혹시 모를 패닉 상황의 재현 가능성을 동시에 걱정하며 시작하게 될 것으로 보인다. 국내증시의 반등 근거는 부족하다. 미중 무역협상의 합의 기대는 이미 짧지 않은 시간 동안 투자자를 속여 왔다. 국내증시 본연의 가치를 신뢰하며 버텨야겠지만, 투자자가 기댈 만한 근거를 찾는 것이 쉽지 않다. 이익 관점에서 볼 때 한국증시는 저평가 되어 있지 않다. 당분간 현 주가수준에 머물러 있어야 하나 불안정한 대외변수 안정에 따라 기회를 모색하는 시간이 될 것으로 보인다.

종합주가지수 예상 밴드: 2,000pt~2,200pt

6월 KOSPI 예상 밴드는 2,000pt~2,200pt를 제시한다. 예상밴드는 전월 보다 하향조정하며 제한적 수준의 반등 가능성을 기대해 본다. 6월에는 IT, 자동차, 인터넷, 증권 등을 Top-pick으로 제안한다.

구분	2019년 5월	2019년 6월
KOSPI 예상밴드	2,100p~2,300p	2,000p~2,200p
추천업종/테마	IT, 화장품, 화학, 게임	IT, 자동차, 인터넷, 증권

Focus of the Month - 미국 ISM 제조업 지수와 한국 수출변화율



6월 주식시장 전망 프롤로그

기억해야 할 S의 힌트

얼마전 미국의 인기 드라마 ‘왕좌의 게임(Game of Thrones)’이 시즌 8을 마지막으로 대단원의 막을 내렸다. 2011년 4월부터 HBO를 통해 방영한 판타지 드라마로 역대 최고의 히트작으로 평가 받고 있다. 많은 볼거리와 탄탄한 스토리를 바탕으로 인기를 얻어왔던 만큼 마지막 시즌에 대한 기대가 컸다. 역시 기대가 컸던 탓일까? 조금은 실망할 수 밖에 없는 허망한 결론을 보이며 마무리가 되었다.

우리의 인생에 대해서도 이 같은 허무와 공허함을 느끼는 경우가 많다. 조금 더 확장해 생각해 보면 우리의 실생활이 투영되어 수치로 확인되는 경제도 다르지 않을 것으로 보인다. 한 물 간 것처럼 보였던 미국의 부활, 금세 미국을 따라 잡을 것 같았던 중국과 인도의 성장 둔화 등이 그렇다.

최정상을 뜻하는 ‘Top’이란 단어에 S를 더하면 ‘Stop(멈춤)’으로 의미가 바뀐다. 물론 멈춤이 곧 추세의 변화로 확정된다고 볼 수는 없지만, 환경의 변화를 받아들이는 자세가 요구된다. 특히나 투자자는 자신에게 유리한 쪽으로 경제활동을 해석하는 경우가 있다. 아마도 인간의 본능적으로 자기보호를 위함으로 해석된다. 하지만, 다양한 경우의 수를 생각해 야 하는 투자자라면 다양한 조건 변화에 열린 마음을 갖는 것이 필요해 보인다.

낮음을 뜻하는 ‘Low’란 단어에 S를 더하면 ‘Slow(느림)’으로 의미가 바뀐다. 국내증시가 많이 부진하다. 다른 주요국 증시와 비교해 그 부진함이 오래 지속되다 보니 한국경제와 주식시장에 부정적 인식이 강해지고 있다. 전략가 입장에서는 극적인 카운터 펀치가 있기를 기대해 보지만, 현실적으로 낮아진 레벨은 상당히 느린 속도로 회복될 가능성이 더욱 높다. 경제와 시장에 대한 신뢰가 강하지 못하기 때문이다. 이마저도 믿기 힘들다고 생각하면 빨리 다른 투자대상을 찾는 것이 필요할 지 모른다. 마음이 조금씩 질 수 있는 현재에는 더 여유를 갖는 자세가 요구된다.

연초 랠리를 전부 반납한 5월말, 이제 본격적으로 하락 트렌드에 진입하는 것이 아닌가 걱정이 클 것이다. 우리가 항상 어려운 때에 ‘이 또한 지나가리’ 되새기는 것처럼, 끝(End)이라는 단어에 S를 붙이면 지나감(Send)로 해석된다. 지금 당장 국내증시에 대한 희망의 불씨를 보호해줄 마땅한 논리가 생각나지 않는다. 조금은 억지스럽고, 논리적이지 못하다는 생각이 사라지지 않는다. 하지만 필자 또한 이 시장에 참여하는 한 인간이라는 점에서 꺾어야 하는 상황이라고 생각된다. 극적인 행운을 얻는 것 보다 지금의 믿음을 강화하는 변화가 6월에 있었으면 싶다.

극적인 요소가 필요한 반전

최고점에서는 멈출 생각

한국증시가 지난해 최고점(약 2,600p)과 비교해 크게 후퇴한 것과 대조적으로 선진국 증시를 대표하는 미국증시는 지난 10년의 상승세를 유지하고 있다. 아마도 성숙된 자본시장의 전형적 모습을 보는 듯 하다. 한국증시가 예측할 수 있는 대외변수에 크게 휘둘리는 것과 대조적으로 미국증시는 일시적으로 그 충격을 받더라도 경제상황에 변화가 없음을 확인하면 다시 기존의 시각을 되살리는 것이 마냥 부럽다.

[도표 3] 미국 S&P500 지수 추이



자료: 교보증권 리서치센터

미국증시가 상승추세의 문제를 일으킨 것처럼 보인 것은 지난해였다. 2018년 연초 미국 트럼프 대통령은 멕시코를 시작으로 NAFTA 협약의 문제를 지적했고, 좀더 확장적으로 경쟁국인 중국을 겨냥하며 미국을 포함한 세계경제가 침체의 늪에 빠질 수 있다는 공포를 만들었다. 여기에 미국 연준은 네 차례 이상 정책금리를 인상할 뜻을 밝히며 혼전을 반복 하던 주식시장이 지난해 4분기 급락하는 최악의 국면을 맞았다.

하지만 해가 바뀌며 거짓말 처럼 미국 연준의 정책 스탠스가 바뀌었고, 시장금리가 안정된 후 미국 주식시장은 사상 최고치 경신이란 기록을 다시 써나가기 시작했다. 이제 남은 걸림돌은 중국과의 무역협상을 끝내는 것이었는데, 연초부터 지속했던 협상이 난관에 봉착된 후 투자자의 불안감이 다시 커진 것이다.

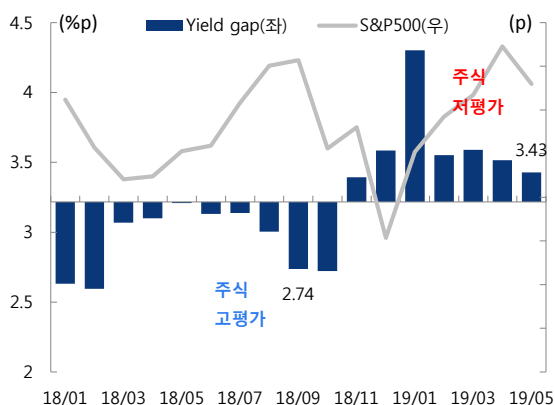
이제 금리에 대한 스트레스에서는 벗어났다. 미국 연준이 상당한 인내심을 갖고 금리인하 시점을 고민하겠지만, 다시 지난해로 돌아가 공격적인 금리인상을 결정할 확률은 제로에 가깝다고 볼 수 있다. 연초 랠리와 속도 및 강도의 차이는 분명히 있었으나 미중 무역분쟁이 종료될 경우 상승 추세의 유지 가능성은 높다. 그렇다면 다시 확장국면에 진입한 것일까? 결론부터 얘기하자면 그렇지 않다. 미국증시의 투자매력은 점차 약화될 가능성이 더욱 크다고 생각된다.

미국증시가 연초밸리를 보인 것은 연준의 정책스탠스 변화의 영향이 작지 않다. 실제로 금리인하가 결정된 것은 아니지만, 시장금리가 금리인하 가능성을 반영해 하락한 것이 주식시장의 밸류에이션 부담을 상쇄시켜 준 것이다.

2018년 이후 미국 주식시장의 기대수익률과 무위험이자 수익률(국채 10년)의 스프레드(일드갭)을 살펴보면 평균값이 약 3.15%p를 기록하고 있다. 지난해 급락국면이 시작되었던 10월에는 일드갭이 약 2.74%p를 기록해 채권 대비 주식시장은 고평가 영역에 들어서 있었다. 자산배분 관점에서 볼 때 주식 보다 채권의 투자매력이 컸고, 당시 채권투자 비중을 늘렸다면 크게 수익을 거둘 수 있었을 것이다.

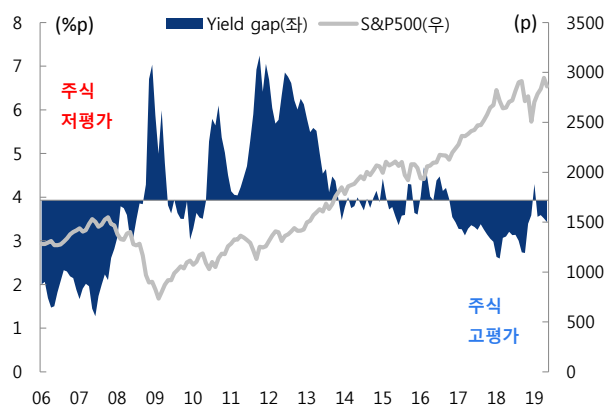
그 이후 시장금리가 떨어졌고, 주식시장의 기대수익률이 큰 변함이 없어 주가수준은 비슷해져 있지만, 현재 일드갭은 3.43%p를 기록하며 오히려 주식시장이 저평가 되어 있는 것으로 확인된다. 이를 기초로 현재 시장 밸류에이션을 평가하면, 국채 10년 수익률이 50bp 상승하거나, 주가가 5% 이상 상승하지 않는다면 여전히 주식시장이 저평가된 것으로 해석이 가능하다.

[도표 4] 미국 일드갭(2018년 이후)



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 5] 미국 일드갭(2006년 이후)



자료: 교보증권 리서치센터

물론 2018년 이후의 일드갭 만으로 현재 미국 주식시장에 대한 밸류에이션을 하는 것은 낙관적인 의견을 많이 반영한 측면이 작지 않다. 2006년 이후로 일드갭 상황을 살펴보면 평균값이 약 4%p를 기록하고 있어, 중장기 관점에서 미국 주식시장은 2017년 이후 이미 고평가 영역에 진입한 것으로 평가된다. 다시 말해 경기침체 우려가 커져가고 있고, 2020년 이후 미국 연준의 긴축 완화적 정책이 가동될 가능성이 높음을 고려한다면 지금부터 주식비중을 줄이고, 채권에 대한 비중을 높이는 배분전략이 요구된다.

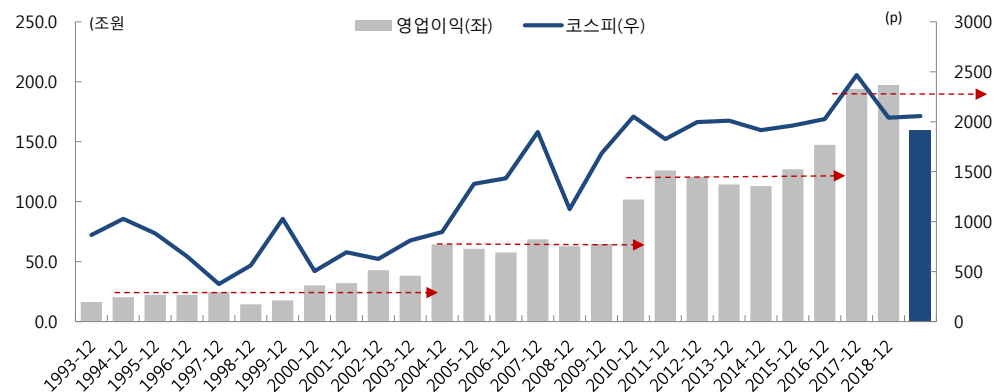
아름다움이 영원이 지속될 것 같지만, 그 아름다움에 대한 집착이 시간이 흘러 추악함으로 변질 될 수 있듯이 마무리에 대한 준비를 하는 것이 필요하다. 잘 정리하는 것은 또 다른 시작을 위한 준비가 될 수 있기 때문이다.

한국 코스피도 또 다른 전진을 위한 일시 후퇴를 경험하고 있다.

코스피의 절대 수준(level)은 상장기업의 이익과 함께하고 있다. 지난해 코스피가 2,500p 이상 도약할 수 있던 것은 상장기업의 영업이익이 200조원을 넘보기 시작하면서 가능했다. 올해 뿐만 아니라 2020년까지도 200조원 돌파가 가능할 것으로 믿어 왔으나 현실은 그렇게 쉽지 않은 않았다.

1분기 실적시즌을 반영해 상장기업의 2019년 영업이익은 약 158조원 수준으로 낮아졌다. 2012년~2016년에 기록했던 연평균 약 140조원과는 차이를 두고 있지만, 3년 이전으로 돌아갈 가능성이 제기되며 한국 주식시장에 대한 저평가 매력을 투자자 스스로 전혀 느끼지 못하고 있는 것이다. 물론, 반도체 산업의 부활 없이 2017년~2018년 전성기로 돌아갈 확률은 없다. 단지 한국 반도체 산업의 절대 지배력을 신뢰하고 기다린다면 상장기업의 절대이익 수준이 다시 복구될 가능성이 제로라고 말할 수는 없을 것이다. 멈추었다는 것이 곧 패배와 실패를 뜻하지는 않는다. 또 다른 출발선에 섰다는 생각으로 기다리는 인내가 필요한 시점이다.

[도표 6] 연도별 코스피와 상장기업 영업이익 추이



자료: 교보증권 리서치센터

데이터로 보는 개별종목 장세

국내증시 투자환경의 어려움이 지속되면서 필자 역시 주식시장에 대한 흥미가 많이 떨어졌다. 이 문제를 극복하기 위해 야구에서 자주 등장하는 데이터를 활용해 시장흐름을 확인해 보기로 했다. 야구에는 OPS(On base Plus Slugging)라는 지표가 있다. 타자의 능력을 수치로 나타내는 것으로 출루율과 장타율을 합산해서 발표한다. 보통 OPS가 0.9를 넘으면 A급 타자라는 평을 받게 된다. 이 데이터를 활용해 국내증시의 상승률(출루율)과 급등률(장타율)을 산출해 현재 투자환경을 점검해 보려고 했다.

[도표 7] RPS 지표로 본 코스피와 미국 증시

구 분		한국					미국	
		코스피	대형주	중형주	소형주	코스닥	S&P500	나스닥
상승률	2017 년	0.545	0.552	0.512	0.580	0.527	0.545	0.570
	2018 년	0.466	0.456	0.462	0.453	0.355	0.434	0.425
	2019 년	0.478	0.462	0.467	0.527	0.500	0.538	0.500
급등률	2017 년	0.611	0.619	0.578	0.646	0.596	0.586	0.620
	2018 년	0.528	0.517	0.520	0.517	0.413	0.484	0.482
	2019 년	0.523	0.507	0.527	0.597	0.550	0.599	0.555
RPS	2017 년	1.156	1.171	1.091	1.226	1.122	1.131	1.190
	2018 년	0.995	0.973	0.982	0.970	0.768	0.918	0.907
	2019 년	1.001	0.968	0.995	1.124	1.050	1.137	1.055

자료: 교보증권 리서치센터

이 데이터의 흥미로운 결과는 세가지였다. 첫째 코스피의 절대 수준은 지난해 보다 크게 낮아져 있어 보이지만, OPS는 작년 보다 높다는 점이다. 물론 2017년도와 비교하면 낮아졌지만, 코스피 수준이 침체되어 있어도 주식투자에서 수익을 낼 수 있는 확률이 지난해 보다 높다는 것을 의미한다.

둘째 중형주와 소형주의 투자매력이 강화되었다는 점이다. 흔히 소형주 장세가 도래했다고 하면 코스닥을 생각하기 쉽다. 그런데 올해는 거래소 소형주 종목의 상승 잠재력이 2017년도에 근접할 정도로 진행되고 있다. 이는 코스닥 바이오주의 부진 영향을 반영한 것으로 풀이된다. 셋째 미국 S&P500지수의 OPS가 크게 개선되었다는 점이다. 물론 5월까지 반영된 데이터로써 표본수가 적어 연말로 갈수록 낮아질 여지가 크겠지만, 현재 미국 주식시장은 한국 소형주의 OPS와 견주어 어색하지 않을 만큼 강한 상승세를 보이고 있다는 점이다. 국내 주식투자자의 상대적 박탈감을 가늠해 볼 수 있는 통계적 결과라 할 수 있다.

국내증시의 현 투자환경을 고려할 때 관심영역을 중소형주로 제한할 필요가 크다. 코스피와 연계된 대형주의 관심이 소원하다는 점을 생각할 때 그렇다. 개별종목의 경우 혁신기술의 변화와 사회현상, 정책기조의 변화에 따른 능동적 대처로만 투자가 가능하기 때문에 계량적으로 유망 종목을 선별하는 것은 어려워 보인다. 아래의 표는 코스피 200 구성종목 중 지난 3년 평균 RPS(Rise Plus Soaring)가 높은 종목을 선별해 보았다. 이에 해당되는 종목은 상승확률이 높으며 상승시 시장 보다 초과수익률을 기록할 확률이 높은 종목들로 개별기업의 이익모멘텀에 따라 우선순위가 재배치 될 수 있다는 점을 참고해 보자.

[도표 8] 지난 3년 평균 RPS가 높은 코스피 200 구성종목

(단위: 억원,원,%)

종목명	RPS	YTD(%)	영업이익(억원)		Valuation			컨센서스	
			2018 년	2019 년(F)	PER	PBR	ROE	목표주가	과리율
신세계	1.3528	16.8	3,974	4,406	4.9	0.67	15.0	410,263	37
호텔신라	1.2929	30.33	2,091	2,992	17.9	3.57	23.4	137,125	38
SK 하이닉스	1.2688	13.88	208,438	52,021	9.2	0.9	10.7	95,400	38
한샘	1.2684	31.31	560	1,012	22.7	2.34	14.5	115,800	31
LG 이노텍	1.2582	19.79	2,635	2,814	13.9	1.04	7.7	146,105	41
롯데정밀화학	1.2478	18.64	2,107	1,650	6.9	0.79	12.1	63,500	30
한세실업	1.2462	18.14	386	881	13.0	1.87	15.5	33,889	45
현대엘리베이	1.2282	-24.21	1,431	1,466	29.8	2.25	7.7	105,000	29
한섬	1.2200	21.52	920	1,107	11.5	0.87	8.8	50,111	14
엔씨소프트	1.2116	4.39	6,149	5,818	17.9	3.4	21.7	625,217	28
삼성 SDI	1.2031	-2.74	7,150	7,949	18.7	1.1	6.4	300,050	41
아모레퍼시픽	1.2018	-9.07	4,820	5,114	33.3	2.7	8.4	214,800	13
기아차	1.1991	22.11	11,575	18,020	8.1	0.57	7.2	45,361	10
현대로템	1.1965	-30.16	- 1,962	706	43.4	1.51	3.5	25,500	31
DB 하이텍	1.1962	42.4	1,130	1,228	8.0	1.01	13.7	18,000	17
영원무역	1.1944	6.13	2,010	2,070	12.5	0.99	8.4	49,286	21
일진머티리얼즈	1.1878	-21.83	487	660	24.6	2.48	10.5	52,750	65
제일기획	1.1854	15.56	1,811	2,016	19.4	2.73	16.5	29,917	15
보령제약	1.1832	24.25	250	310	19.0	1.78	10.3	16,000	29
LG 전자	1.1770	17.34	27,033	28,239	7.6	0.8	11.0	92,974	27
웅진코웨이	1.1763	4.86	5,198	5,487	14.3	4.54	33.9	106,167	37
삼성전기	1.1704	-5.8	10,181	9,356	10.8	1.3	13.0	143,474	47
현대건설	1.1686	-8.24	8,400	9,993	10.8	0.8	7.7	73,105	46
아이에스동서	1.1673	10.28	3,874	1,070	11.6	0.78	7.0	43,000	27
삼성전자	1.1597	12.4	588,867	285,077	11.8	1.13	9.9	55,000	26
쌍용양회	1.1572	-9.54	2,469	2,677	15.7	1.51	9.6	8,333	46
SK 네트워크	1.1566	-3.08	1,379	2,119	16.1	0.5	3.3	7,633	51
넷마블	1.1544	3.59	2,417	3,054	33.5	2.01	6.3	144,929	25
한솔케미칼	1.1537	9.81	936	1,188	10.3	1.9	20.6	111,667	31
만도	1.1515	2.07	1,974	2,217	9.4	0.89	9.8	39,656	34

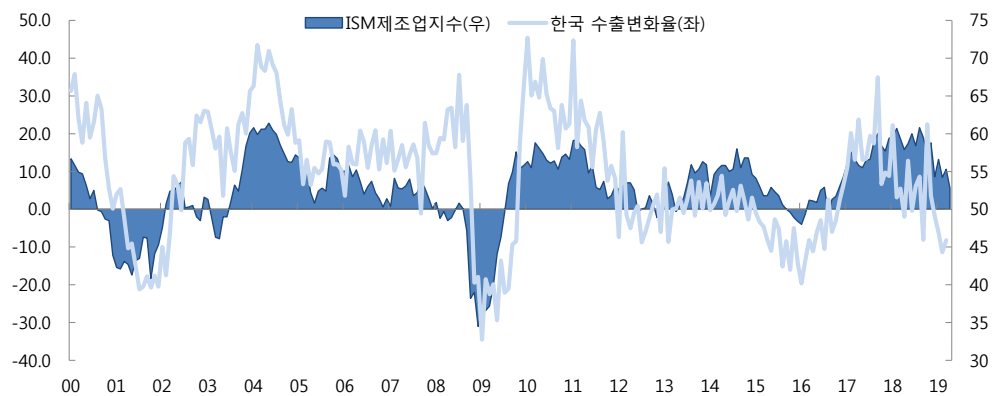
자료: 교보증권 리서치센터 주: 목표주가는 Wisefn 컨센서스 기준

가능성 있는 반등

낮아지면 느려진다

주식시장에서 급락 보다 고통스러운 하락은 ‘흐르는 악세장’이라는 말이 있다. 예상치 않은 돌발 변수의 등장으로 금융시장이 패닉에 빠지면 한치 앞을 예상할 수 없지만 그에 따른 반발력도 강하게 발생한다. 현재 시장국면을 어렵게 느끼는 이유가 급등락의 발생 빈도가 낮아 방향을 가늠하기 더욱 어렵기 때문이다. 결국 지금을 ‘흐르는 악세장’이라고 가정할 경우 투자자가 기대하는 급격한 지수 회복은 쉽지 않다는 것을 예고하게 된다.

[도표 9] 미국 ISM 제조업 지수와 한국 수출 변화율 추이



자료: 교보증권 리서치센터

빠른 시장회복이 어려운 이유는 그럴 만한 Trigger가 부족하기 때문이다. 이미 상장기업의 1분기 실적결과에서 보듯이 이익관점에서 주가 회복의 근거가 부족하다. 게다가 2분기 실적 역시 1분기 보다 더 부진할 것으로 예고되고 있어 모멘텀 측면에서 지원을 받는 것은 어렵다고 보여진다. 기대야 할 것은 역시 수출인데 5월 잠정수출 역시 지난해 같은 기간 보다 약 11% 감소할 것으로 예상되어 6개월 연속 감소가 지속될 것으로 보여진다.

한국 수출의 회복 속도가 빠를 것이라 낙관할 만한 근거는 부족하다. 하지만, 기대해볼 수 있는 것은 환율과 미국의 안정된 제조업 환경에서 힌트를 찾아볼 수 있다. 먼저 글로벌 금융시장이 불안정해지며 원/달러 환율이 1,200원까지 치솟았다. 금융시장의 공포심리를 반영한 결과라 볼 수 있지만, 우리 수출기업의 채산성을 높이는데 시차를 두고 기여할 가능성은 크다고 볼 수 있다. 물론 미중 무역분쟁이 최악의 시나리오(협상 결렬)에 도달하지 않는다는 전제가 필요하다.

미국 ISM제조업지수도 최근 하강국면에 들어섰다. 한국수출의 부진을 그대로 설명할 수 있는데 현재 제조업 환경을 고려할 때 ISM제조업 지수가 기준선인 50 이하로 내려갈 위험은 적어도 올해는 없을 것으로 보인다. 그렇다면 3분기 이후로 한국 수출도 회복될 가능성이 작지 않다는 점으로 볼 수 있다. 어려운 구간이 남아 있지만 투자자를 위한 지원사격이 없지 않다는 것만으로도 위안이 된다.

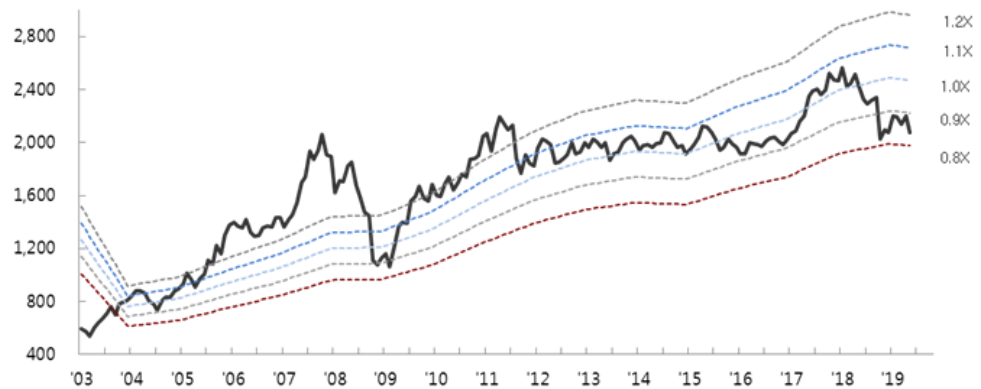
믿어야 할 것은 한국경제의 기초체력

한국경제 상황이 어려워지다 보니 사회 분위기도 무거워지고 있다. 어려운 대외환경을 단합과 협력으로 극복해야 하는 것도 모자란 판국에 분열과 불신이 만연해지는 환경 때문에 필자도 답답함을 자주 느끼게 된다.

주식시장은 경제의 그림자라고 했다. 경제의 본질은 쉽게 바뀌지 않고 경제를 바라보는 관점과 위치에 따라 그림자는 길어질 수도, 짧아질 수도 있다. 2018년 상반기까지 경제의 그림자를 길게 바라보던 시기였다면, 지금은 정 반대로 짧게만 보이는 시기라고 생각된다. 올해 상반기 기업실적과 앞으로의 회복 가능성을 생각해 볼 때 지금 한국 코스피가 저평가되어 있다는 생각이 전혀 들지 않는다. 그렇다고 해서 대외 악재가 발생할 때 마다 그 충격을 고스란히 빨아들이는 것도 잘못된 것이란 생각이 든다.

지금부터는 한국의 기초체력을 믿어야 한다. 정년퇴직을 한 후에 노년기를 준비한다고 해서 인생이 끝난 것은 아니다. 노후세대를 부정적으로 보는 인식은 제 3자의 입장에서만 해석된 경우가 많다. 노후세대는 미래 소득에 대한 불확실성은 있지만, 부채가 적고, 효용을 극대화하는 소비활동을 통해 삶의 질이 떨어지지 않도록 하는 능력을 가지고 있다. 한국경제를 노후세대로 비교하는 것은 조금 앞서나간 경향은 있으나 한국의 기초체력을 신뢰할 때 현재 코스피는 매력적인 진입 구간이라 볼 수 있다.

[도표 10] 코스피와 PBR 밴드 추이



자료: 교보증권 리서치센터

현재 코스피의 PBR(12개월 예상이익 기준)은 0.86배 수준으로 금융위기 때와 큰 차이를 보이지 않고 있다. 현재 투자자가 가장 걱정하는 1,900p, 1,800p 마냥 지수가 붕괴될 것 같은 하락장세의 위험이 크지 않은 상황이라는 점을 스스로 복기해야 한다. 통상 코스피 PBR이 0.9배를 밑돌았을 때 높은 금리와 수출 악화의 영향으로 한국기업의 파산 리스크가 크게 증가했던 경우가 있다. 상장기업의 재무 건전성이 과거와 비교해 많이 개선되었다는 점을 고려하면 또 한번의 믿음이 가장 필요한 시기라고 생각된다.

Event Driven - G20 정상회담, 중동 리스크

G20 정상회담, 용두사미 이벤트

6월 28일 일본 오사카에서 주요 20개국(G20) 정상회담이 개최된다. 5월 미국과 중국의 무역분쟁이 최고조로 악화되었던 만큼 이번 회담을 계기로 화해무드가 조성될 수 있을지 투자자의 관심은 커질 것으로 보인다. 다만 현실적으로 미중 정상회담의 가능성도 높지 않다는 점을 생각하면 극적으로 불확실성 해소의 계기가 되는 것은 쉽지 않아 보인다. 지난해 11월 아르헨티나에서 열린 G20 정상회담을 앞두고도 기대감이 조성되었지만, 오히려 실망의 역풍이 더 컸던 것을 생각해야 한다. 또한 이번 회담이 미국의 우방국인 일본에서 열린다는 점이다. 중국 입장에서 생각하면 일본에서 자국 경제에 피해를 입힐 수 있는 굴욕적인 협상 합의에 서명할 가능성은 크지 않다고 생각된다. 조금 비관적 의견이 반영된 시나리오일 수 있으나 우선 보수적 의견으로 G20 정상회담 이벤트를 맞이하는 것이 바람직해 보인다.

중동 리스크

글로벌 경기침체에 대한 우려가 확대되는 가운데 중동지역의 긴장 고조는 또 다른 부담 요인이 되고 있다. 미국이 이란에 대한 경제 제재의 수위를 높이면서 군사적 충돌 가능성까지 제기되는 것은 분명 불편한 지정학적 리스크라고 할 수 있다. 여기에 공급리스크의 등장으로 국제유가의 상승 부담이 커지는 상황 속에서 미국 트럼프 대통령은 산유국을 향해 감산 이행을 반복적으로 요구하고 있어 투자자의 혼란은 커질 수 있다. 이란이 서방국과의 핵합의(포괄적 공동행동계획, JCPOA) 이행 상황을 중단하고 핵 개발을 재개하기로 선언한 것을 아무런 보상 없이 철회할 가능성도 높지 않은 상황이다. 이 같은 불안정한 상황은 에너지 수입국의 경제에 부정적 영향을 줄 것이 분명해 보인다.

결론적으로 6월 코스피 예상밴드는 2,000p~2,200p를 제시한다.

전월 제시했던 밴드 보다 소폭 하향 조정했고 대외변수의 상황에 따라서는 연중 저점의 붕괴 가능성이 없지 않아 보인다.

다만, 5월말 코스피의 위치가 대내외 악재에 견딜 수 있는 바닥권에 위치해 있으며 하락 변동성이 확대된다고 해도 침체된 지수 영역에 머무는 시간은 그리 길지 않을 것으로 생각되어 저가 매수의 기회가 가까워진 것으로 평가된다. 대신 저가매수의 기회를 찾더라도 기대수익을 낮게 책정하고 변동위험에 노출되었을 때 피해를 최소화 할 수 있는 운용규모를 유지하는 것이 바람직하다고 생각된다.

6월 주식시장은 탐논리와 바탐논리 양측을 고려해도 기회요인이 많지 않은 어려운 투자 환경이다. 개별종목에 대한 투자를 권고하고 있으나 절대수익을 기대할 수 있는 개별종목을 찾는 것은 전문가조차 쉽지 않은 상태이다. 따라서, 보수적인 운용전략을 유지하며 셀 클라이막스에 현혹되지 않는 자세가 바람직해 보인다.

6월 Top pick 업종은 IT, 자동차, 인터넷, 증권 등을 제안한다.

6월의 Top Pick 종목으로는,

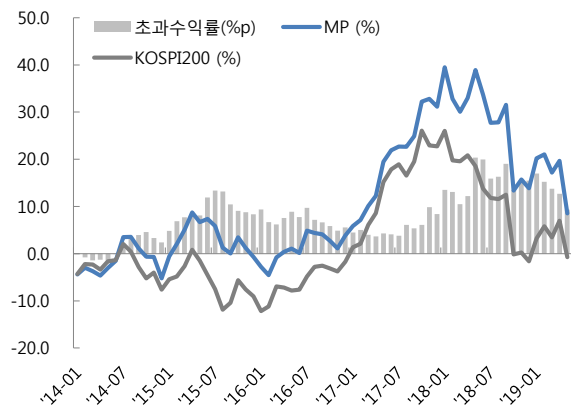
삼성전자(005930), SK하이닉스(000660), 카카오(035720), 한국금융지주(071050), 메리츠증권(008560)을 제시한다.

5월 교보 모델 포트폴리오 Review

지난 5월 당사 모델 포트폴리오(이하 MP)의 성과는 5/24 종가 기준 -9.27%의 절대 수익률을 기록, 벤치마크인 KOSPI200(-7.20%) 수익률을 -2.08%p 하회했다. 2014년 이후 MP의 Hit Ratio는 50.9%로 전월 보다 소폭 하락했다. 현재까지 누적 수익률은 +8.56%를 기록했고, BM 대비로는 +9.29%p를 기록, 여전히 시장대비 초과 수익을 기록하고 있다.

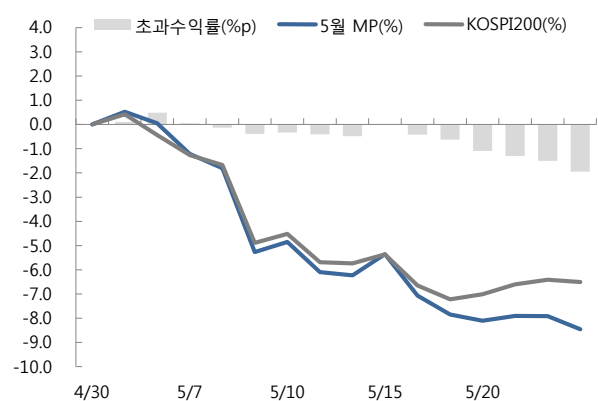
업종 배분 효과는 +14.21p를 기록해 전월 보다는 소폭 개선된 결과를 보였다. 경기방어주로 분류되는 통신서비스 섹터 비중을 높였고, 경기소비재 섹터 비중을 약간 높인 것이 도움을 주었으나, 투자비중을 확대한 IT섹터와 금융섹터의 부진이 벤치마크 대비 모델 포트폴리오의 수익률의 2개월 연속 부진의 원인이 되었다. 연초 이후 코스피 변동성에 대한 민감도가 적은 외국인 선호 종목의 편입 비중을 늘렸지만, 5월 한달 간 외국인이 약 1조원 이상 매도우위로 돌아선 것이 수익률 부진에 직격탄이 되었다. 모델 포트폴리오의 수익률 만회를 위해서는 구성종목의 교체비용을 감내하더라도 절대수익을 우선 추구하는 전략 변경이 필요해 보인다.

[도표 11] 당사 모델 포트폴리오 누적 수익률 (BM 대비)



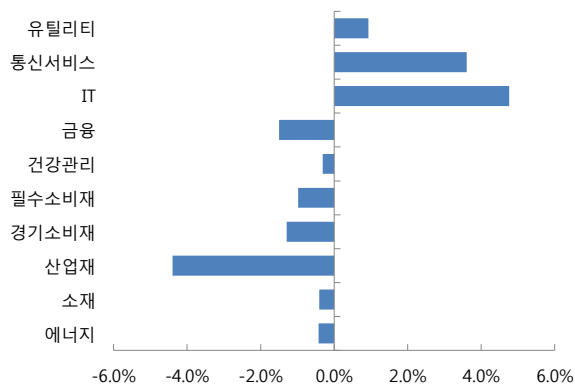
자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터 (2014년 1월 이후 월별 누적)

[도표 12] 5월 중 모델 포트폴리오 누적 수익률



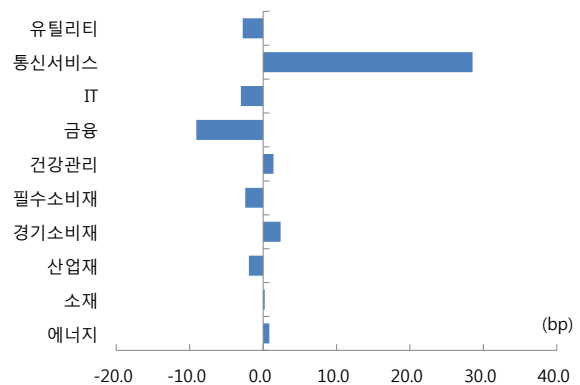
자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터 (5/24 종가 기준)

[도표 13] 5월 MP 업종별 Active Risk



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터 (5월 말 기준)

[도표 14] 5월 MP 업종 배분효과



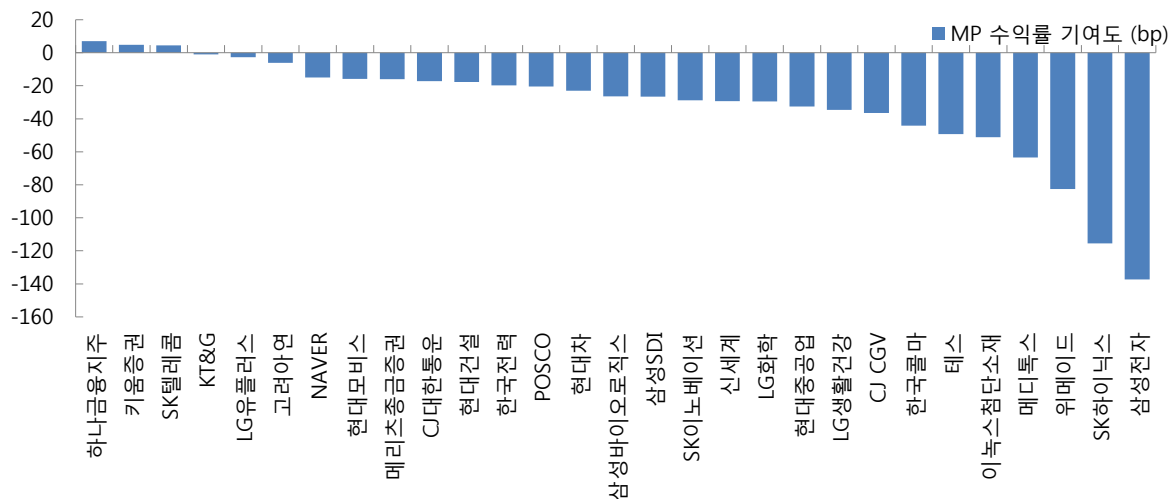
자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터 (5/24 종가 기준)

6월 교보 모델 포트폴리오

2019년 6월 모델 포트폴리오는 앞서 점검했던 RPS(Rise plus soaring)지표를 기준으로 상승 확률이 높으며 지수 회복시 벤치마크 대비 상대성과 우위에 있을 수 있는 종목을 최대한 편입해 수익률 만회를 위한 전략을 고민했다.

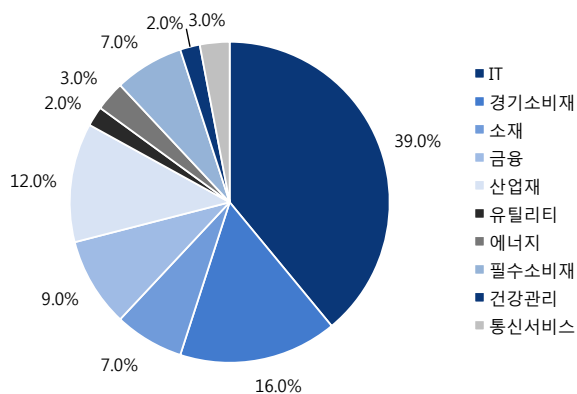
IT섹터의 투자비중을 소폭 하향조정 하는 대신 경기소비재 섹터와 필수소비재 섹터의 편입 비중을 높였다. 한국 자동차 업종의 투자비중을 확대하는 것은 시가총액 상위 업종으로의 영향력을 행사할 수 있기 때문이다. 필수소비재 섹터의 경우 산업 특성상 성장요인이 제한적이지만, 주가수익률의 안정성이 선호되고 있다는 점을 반영했다. 6월 MP는 종목 교체율은 34.5%로 10종목을 제외하고 10종목을 새롭게 편입했다. 6월 모델 포트폴리오 구성 종목 수는 29종목으로 전월과 동일하다. 포트폴리오 베타는 1.065을 기록, 전월 대비 소폭으로 상승했다.

[도표 15] 5월 모델 포트폴리오 구성종목의 수익률 기여도



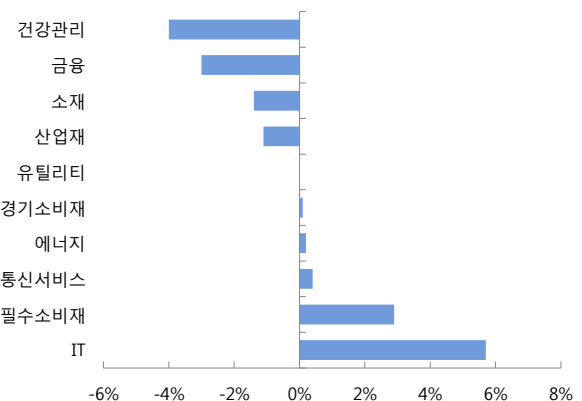
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 16] 5월 모델 포트폴리오 업종별 비중



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 17] 업종별 벤치마크 대비 초과 비중 (Active Risk)



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터 (BM 비중 5/24 종가 기준)

[도표 18] 6월 모델 포트폴리오

(단위: %, X)

섹터	코드	Name	시장 비중	MP 비중	MP -시장	베타	EPS 증가율(%)		ROE(%)		PER(배)		PBR(배)	
							2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
에너지	A096770	SK 이노베이션	1.2	3.0	1.8	0.6	(31.8)	(4.8)	7.9	7.4	10.8	11.3	0.8	0.8
소재	A010130	고려아연	0.6	2.0	1.4	0.7	(7.8)	12.7	9.5	10.1	14.3	12.7	1.2	1.2
	A005490	POSCO	1.5	2.0	0.5	1.1	5.3	(1.8)	6.6	6.5	6.8	6.9	0.4	0.4
	A051910	LG 화학	1.8	3.0	1.2	1.1	(19.9)	(16.4)	9.3	7.4	16.4	19.6	1.4	1.4
산업재	A000720	현대건설	0.4	3.0	2.6	1.9	111.5	16.7	6.5	7.6	12.9	11.1	0.8	0.8
	A006360	GS 건설	0.2	3.0	2.8	1.4	흑전	(15.2)	17.6	14.3	4.9	5.7	0.8	0.8
	A009540	현대중공업	0.6	3.0	2.4	1.6	적전	적축	(1.5)	(0.7)	(42.5)	(96.9)	0.7	0.7
	A004800	효성	0.1	3.0	2.9	1.3	1353.2	(95.3)	112.3	5.6	0.6	11.8	0.8	0.7
경기소비재	A030000	제일기획	0.2	3.0	2.8	0.6	2.9	12.8	15.0	16.2	23.4	20.7	3.0	2.9
	A192400	쿠쿠홀딩스	0.1	3.0	2.9	0.6	-	-	-	-	-	-	-	-
	A004170	신세계	0.2	3.0	2.8	1.4	35.3	220.3	7.0	20.4	11.6	3.6	0.8	0.7
	A005380	현대차	2.1	4.0	1.9	1.3	(40.0)	50.6	3.4	5.1	15.4	10.2	0.5	0.5
	A012330	현대모비스	1.6	3.0	1.4	1.2	28.7	15.1	6.7	7.3	10.3	9.0	0.7	0.6
금융	A086790	하나금융지주	0.9	3.0	2.1	1.2	8.9	0.5	9.0	8.3	5.0	5.0	0.4	0.4
	A071050	한국금융지주	0.3	3.0	2.7	1.7	21.7	2.0	14.9	13.6	7.0	6.9	0.9	0.8
	A008560	메리츠증권	0.2	3.0	2.8	1.3	2.7	19.9	12.3	13.6	8.3	7.0	0.9	0.8
필수소비재	A033780	KT&G	1.1	3.0	1.9	0.3	(16.4)	10.3	12.2	12.9	14.3	13.0	1.6	1.5
	A000080	하이트진로	0.1	2.0	1.9	0.3	134.3	15.8	2.5	3.0	49.8	43.0	1.2	1.3
	A017810	풀무원	0.0	2.0	2.0	1.1	-	-	-	-	-	-	-	-
IT	A272290	이녹스첨단소재	0.0	2.0	2.0	0.9	10.0	21.0	23.2	23.7	12.3	10.2	2.5	2.1
	A005930	삼성전자	19.4	18.0	-1.4	1.2	15.8	(47.5)	20.3	9.1	6.8	13.0	1.2	1.2
	A000660	SK 하이닉스	3.7	7.0	3.3	0.8	50.1	(74.8)	39.0	8.3	3.1	12.2	1.0	0.9
	A000990	DB 하이텍	0.1	3.0	2.9	1.3	(36.7)	17.8	-	13.8	9.6	8.2	-	1.0
	A035420	NAVER	1.4	3.0	1.6	1.2	(10.6)	(20.6)	13.7	10.0	27.1	34.1	3.1	2.9
	A035720	카카오	0.8	3.0	2.2	0.8	(43.4)	81.5	1.6	2.7	136.8	75.4	2.1	1.9
	A006400	삼성 SDI	1.1	3.0	1.9	0.9	14.0	(11.1)	6.4	5.5	20.3	22.8	1.2	1.2
건강관리	A214370	케어젠	0.1	2.0	1.9	0.9	-	-	-	-	-	-	-	-
통신서비스	A017670	SK 텔레콤	1.6	3.0	1.4	0.4	29.8	(51.8)	17.2	7.1	6.1	12.6	0.9	0.8
유틸리티	A015760	한국전력	1.2	2.0	0.8	0.6	적전	적축	(1.9)	(0.0)	(12.4)	(625.7)	0.2	0.2

자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터 (베타: 60개월 기준, 업종/종목 비중은 5/24 총가 기준)