

2019

August

Monthly Report

교보전략

알 수 없는 어둠의 깊이

Jul 29, 2019

한낱 빛 따위가

어둠의 깊이를 어찌 알겠는가?

- 프리드리히 니체

Strategist 김형렬

3771_9773 / jeff2000@iprovest.com



돌아오지 않는 화재 메아리
금리인하, 외국인 순매수

01

중독성 강한 악재 후크송
일본, 무역분쟁, 실적 부진

02

Event Driven
미일 무역협상, 홍콩 반중시위

03

8월 TopPick
IT, 인터넷, 증권

04

CON- TENTS

- 3 Summary: 알 수 없는 어둠의 깊이
- 4 7월 주식시장 돌아보기
- 5 8월 주식시장 전망 프롤로그
- 6 돌아 오지 않는 화재 메아리
- 9 중독성 강한 약재 후크송
- 13 Event Driven - 미일 무역협상, 홍콩 반중시위
- 15 7월 교보 모델 포트폴리오 Review
- 16 8월 교보 모델 포트폴리오

| Compliance Notice |

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
이 조사항목은 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이며, 당시가 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.
이 보고서는 당시의 저작물로서 모든 저작권은 당시에 있습니다. 이 보고서는 당시의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술적 목적으로
작성된 것이 아니므로 학술논문 등에 학술적인 목적으로 인용하려는 경우에는 당시에 먼저 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.



Summary: 알 수 없는 어둠의 깊이

7월 국내 증시는...

실망스러웠던 상반기 수익률 부진을 만회할 수 있는 기회를 가졌음에도, 예상치 않은 악재를 만나 또 한번 주저 앉게 되었다. 미국과 중국의 무역협상 재개, 7월 FOMC에서 금리 인하가 확실시 되는 분위기는 글로벌 금융시장을 안정시켜 상승무드를 강화했다. 하지만 한국은 일본의 수출제재 이슈 충격에 따라 투자심리가 냉각되고 상장기업의 실적 부진의 악재가 겹치며 상승동력을 잃게 되었다. 경기하강 위험이 강화되며 한국은행이 전격적으로 금리인하 카드를 꺼냈지만, 투자심리를 되살리는데 효과적이지는 못했다.

8월 국내 증시는...

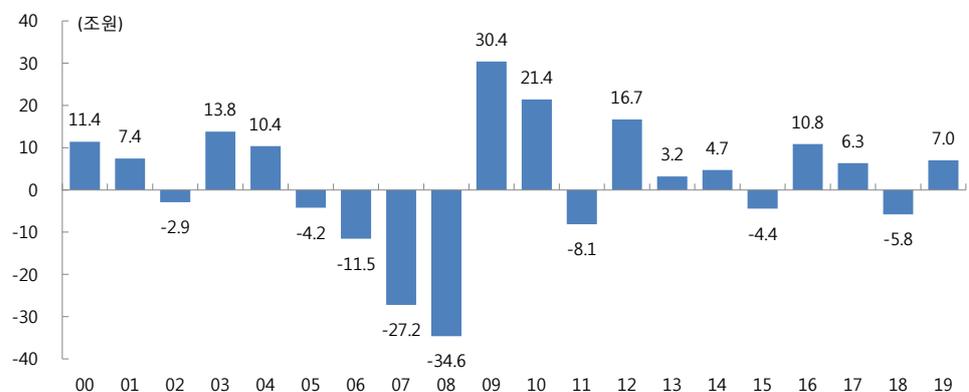
모멘텀 지원을 기대하기 쉽지 않고, 악재의 소멸, 완화 가능성을 생각해야 할 정도로 쉽지 않은 시장국면이 될 것으로 보인다. 펀더멘탈 모멘텀은 주식시장의 반등을 이끌기에 과급력이 크다고 볼 수 없다. 금리인하를 앞당겨야 할 정도로 거시환경이 좋지 않기 때문이다. 일본 수출제재와 미중 무역협상도 이성적 외교 해결 보다 감정적이며 정치 이해관계와 맞물려 낙관적인 시나리오를 그리기 쉽지 않다. 빛의 크기를 설명하는 것은 어렵지 않으나 어둠은 쉽지 않다. 볼 수 없다는 것만으로도 공포가 마음을 지배하기 때문이다.

종합주가지수 예상 밴드: 2,050pt~2,200pt

8월 KOSPI 예상 밴드는 2,050pt~2,200pt를 제시한다. 예상밴드는 전월과 같은 수준을 유지하며 선별적 반등 가능성을 생각한다. 8월에는 IT, 인터넷, 증권 등을 Top-pick으로 제안한다.

구분	2019년 7월	2019년 8월
KOSPI 예상밴드	2,050p~2,200p	2,050p~2,200p
추천업종/테마	IT, 자동차, 인터넷, 증권	IT, 인터넷, 증권

Focus of the Month - 외국인 순매수, 2016년 이후 최대 규모



8월 주식시장 전망 프롤로그

알 수 없는 어둠의 깊이

한치 앞을 내다보기 어려운 투자환경이 계속되고 있다. 차라리 지난해와 같이 국제 경제 환경을 뒤흔드는 악재의 등장과 함께 동조화된 침체를 보이고 있다면, 투자자의 고통이 상대적으로 덜할지 모르겠다. 그러나 지금 우리의 상황을 되돌아 보면, 경기침체를 제한하기 위한 다양한 노력의 결과가 등장하고 있음에도 불구하고 전혀 영향을 받지 못하는 ‘정책 사각지대’에 머무르고 있다. 도대체 이 어둠의 끝은 어디일까?

“신은 죽었다”고 말한 독일의 시인이자 철학자 니체(F.W. Nietzsche, 1844~1900)는 “한낱 빛이 어둠의 깊이를 어찌 알겠는가?(Wie sollte das Licht dex Tages wissen, wie tief die Dunkelheit ist?)”는 말을 남겼다. 여기서 말하는 어둠은 인간이 알 수 없는 미래의 불확실함을 뜻하고, 그런 어둠을 마주했을 때 당연히 공포를 느끼며 지금의 빛을 별 것 아닌 것으로 만드는 허무함을 느낀다고 했다. 너무 철학적인 내용이기 때문에 이를 현재 투자환경에 빗대어 상황을 설명하는 것이 쉽지 않지만, 필자가 주장하고 싶은 것은 알 수 없는 미래를 너무 크게 볼 필요는 없다는 뜻이다.

투자판단을 위해 펼쳐진 변수와 시나리오를 연결시켜 보자.

미중 무역분쟁 이슈가 소멸되지 않았고, 반도체 경기는 꺾였으며, 한국수출을 회복 조짐을 전혀 보이고 있지 않다. 아물지 않은 상처에 재를 뿌린다고 일본은 한국수출의 심장부라 할 수 있는 반도체를 겨냥해 수출제재란 칼을 겨누었다. 연초부터 경기침체 가능성을 경고했지만 정부는 반년이 지나서야 정책스탠스를 수정하며 수습에 나가는 모습이 발견된다. 이런 조건을 연결 짓다 보면 도저히 낙관적 미래를 상상하는 것이 불가능하다는 것을 느낄 것이다.

모든 투자조건이 시간이 지났을 때 어떤 조건으로 바뀔 것인지 예측이 쉽지 않다. 낙관적으로 생각해 보려 하니 지나치게 자기 중심적이고, 언론에서 전해지는 뉴스를 실시간으로 접하면 코메디언도 우울증에 빠지게 할 만큼 비관적인 상황이다.

8월 주식시장은 우선 경제 외적변수의 진행상황을 살피는 것이 필요하다. 자존감이 무너지지 않는 선에서 한국경제에 유리한 조건으로 바뀌어 갈 때 투자기회가 있을 것으로 생각된다. 선제적으로 대응하는 선택은 상당한 리스크를 부담해야 할 것으로 보인다.

돌아 오지 않는 호재 메아리

깜짝 금리인하, 꿈쩍 않는 주식시장

7월 한국은행 금융통화위원회에서는 기준금리를 기존 1.75%에서 1.50%로 25bp 전격 인하했다. 시장의 시각은 미국 연준의 7월 금리인하 이후 8월에 단행될 것으로 보았던 것과 다른 결과를 보였다. 금통위에서 금리인하를 결정한 배경을 살펴보면 첫째 오랫동안 지속된 미,중 무역분쟁 불확실성이 계속되었다는 점, 둘째 국내 경기둔화 위기감이 고조된 점, 셋째 일본의 수출제재 이슈의 등장을 하반기 경기상황을 예단하기 어렵다는 평가였던 것으로 보인다.

한국은행은 올해 국내성장률과 물가상승률 전망치를 각각 2.5%→2.2%, 1.1%→0.7%로 하향조정 했다. 수출과 설비투자 부진이 계속되었는데 순환적 회복의 가능성이 크지 않고, 추가적으로 악화될 위험이 크다고 평한 것이다. 경제활력 제고를 위해 확장적 재정 운용이 불가피함에도 불구하고 추경의 국회 통과가 예상보다 늦어지고 있어 한국은행도 더 이상 방관할 수 없었던 것으로 보인다. 여.야의 국회 대치상황도 걱정스럽다. 대외적 압박을 슬기롭게 극복하기 위해서는 초당적 대처가 필요한데 지금과 같이 추경 안의 처리가 미뤄질 경우 그 효과가 반감될 가능성도 작지 않기 때문에 우려가 되는 상황이다.

[도표 3] 한국 기준금리와 주요금리 스프레드 동향



자료: 교보증권 리서치센터

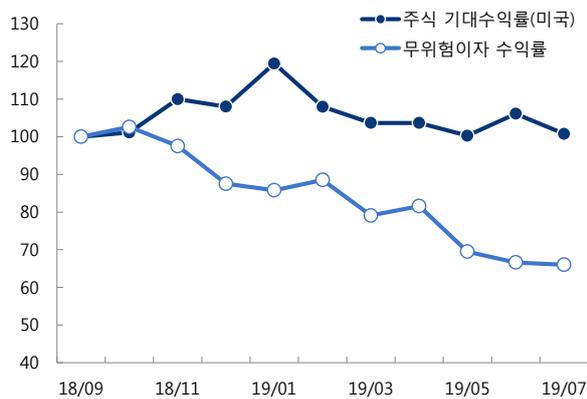
한국은행의 다음 행보에 대해서도 관심이 모아진다. 기자회견담회를 통해 국내 경제의 불확실성이 예상보다 크다고 지적한 점을 미루어 볼 때, 추가 금리인하의 가능성은 높다고 예상할 수 있다. 당장 3분기 말까지 추경 진행 상황과 거시지표의 변화를 모니터링 한 뒤 경기하강 속도가 더욱 가속화될 경우 연내 두 번째 금리인하를 단행할 가능성이 크다. 물가상승 위험이 크지 않다는 점을 고려할 때 확장적 통화정책 기조를 유지하는 것은 문제가 되지 않는 것으로 보인다.

그런데 답답한 것은 금리인하에도 주식시장의 반응이 무덤덤하다는 점이다. 미국 연준의 금리인하 가능성이 높아짐과 동시에 미국 주요 지수가 사상 최고치를 경신하는 모습과 우리의 모습은 극히 대조적이다.

그 원인은 지난달 교보전략에서 제시했던 것처럼 일드갭의 축소에서 원인을 찾을 수 있다.

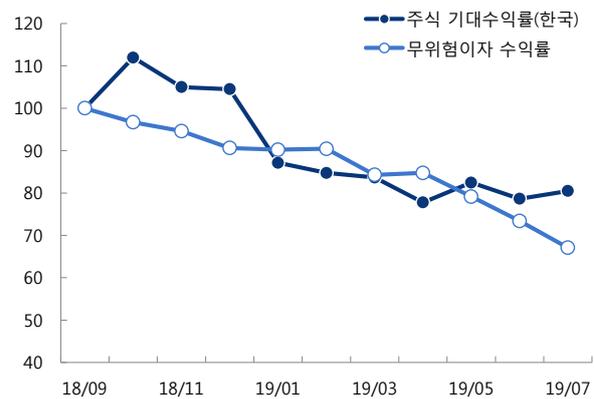
금리인하로 인한 시중 통화량이 확대되는 것은 자산시장의 유동성을 공급해 현재 시장가치를 끌어 올리는 도움을 줄 수 있다. 하지만, 요즘과 같은 저금리 시대에 한 두번의 금리조정이 유동성 환경의 구조적 변화를 일으키기는 어렵다. 주식과 채권을 서로의 보완적 투자관계의 개념에서 생각해 보면, 정책금리 인하 기대가 시장금리를 하락시켜 채권가격이 강세를 보이면 조금 덜 오른 주식시장의 투자매력이 강화되는 것이 저금리 시대의 금리인하 효과라 볼 수 있다.

[도표 4] 미국 주식 기대수익률과 무위험이자 수익률 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 5] 한국 주식 기대수익률과 무위험이자 수익률 추이



자료: 교보증권 리서치센터

일드갭의 도출 과정을 조금 자세하게 살펴보면 조금 더 쉽게 이해할 수 있을 것이다.

미국의 경우 무위험이자 수익률(국채10년)이 크게 하락했지만, 주식시장의 기대수익률(주가수익비율의 역수)은 지난해 9월말과 비교해 변화가 없다. 따라서 미국 주요지수가 7월 한달 간 강세를 보였지만, 여전히 주식시장에 대해서 저평가 매력이 크다는 분석이 가능해 진다.

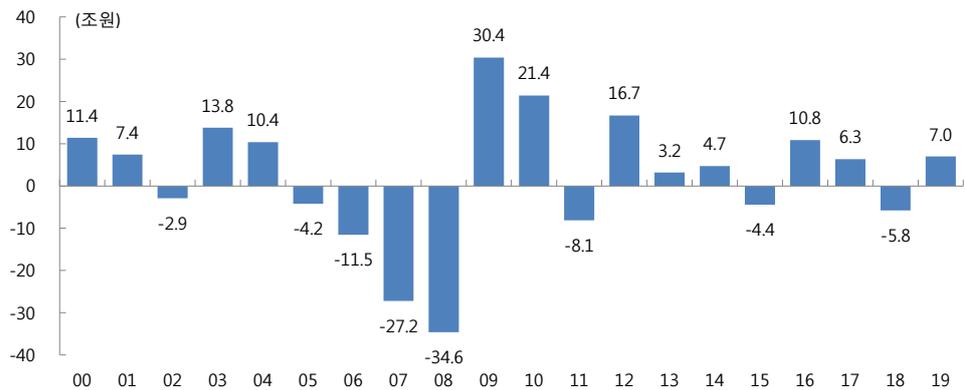
하지만 한국의 경우를 살펴보면 지난 9월말 이후 미국과 마찬가지로 무위험이자 수익률(국고채 3년)이 크게 하락했지만, 금리가 하락한 만큼 주식시장의 기대수익률도 하락해 딱히 주식시장이 싸다는 느낌을 받지 않는다. 절대 지수수준이 하락했음에도 불구하고 지난 연말보다 주식 매수를 망설이게 되는 것은 이런 변화에서 읽을 수 있다. 만약 금리인하로 주가 부양을 성공하고 싶다면 파격적으로 두 단계 이상의 인하를 시행해야 그 효과가 배가될 수 있다고 생각된다.

외국인은 한국투자를 싫어하지 않아

한국경제와 증시 상황에 대해 비관적 전망이 압도하고 있지만, 외국인의 대응 자세는 불안감을 조금 완화시켜 주고 있다. 지난 6월 한달 간 외국인은 거래소에서 약 7,583억원 순매수를 했다. 미·중 무역분쟁이 악화되어 외환시장도 불안정해지는 상황이었지만, 기관(약 1조 5,120억원)과 함께 쌍끌이 매수에 나선 것이다. 7월에 들어서는 기관투자자가 약 8천억원 순매도 전환한 것과 대조적으로 외국인은 약 1조 8,663억원 순매수를 기록했다(7월 26일 기준).

7월말 기준 외국인은 올해 약 7조원 순매수를 기록 중이다. 연도별 순매수 추이를 살펴보면 2016년(약 10.8조원) 이후 최대 규모를 기록 중이다. 상반기 중 MSCI 지수 구성비중의 정기변경 영향으로 외국인의 이탈을 걱정했지만, 오히려 외국인은 매수 규모를 확대한 것을 주목할 필요가 있다. 더 나아가 외국인의 보유지분율은 7월말 현재 약 38.5%를 기록하며 지난 10년 사상 최대 규모를 기록하고 있다. 코스피 시가총액이 하락한 영향이 반영된 것이지만, 올해 외국인 매수는 분명한 지원군이 되어주고 있다.

[도표 6] 연도별 외국인 순매수 동향(코스피 기준)



자료: 교보증권 리서치센터

일본 문제 영향으로 환율이 불안하기는 하지만 5월 이후 안정세를 보이고 있다는 점도 외국인 수급 안정에 도움이 될 것으로 보인다. 다만 8월에는 지난 5월 MSCI 신흥국지수 리밸런싱이 또 진행된다는 점에서 경계를 늦출 수는 없다. 올해 연말까지 8월과 11월 중국 A주의 편입 비중 확대가 순차적으로 진행 중에 있다.

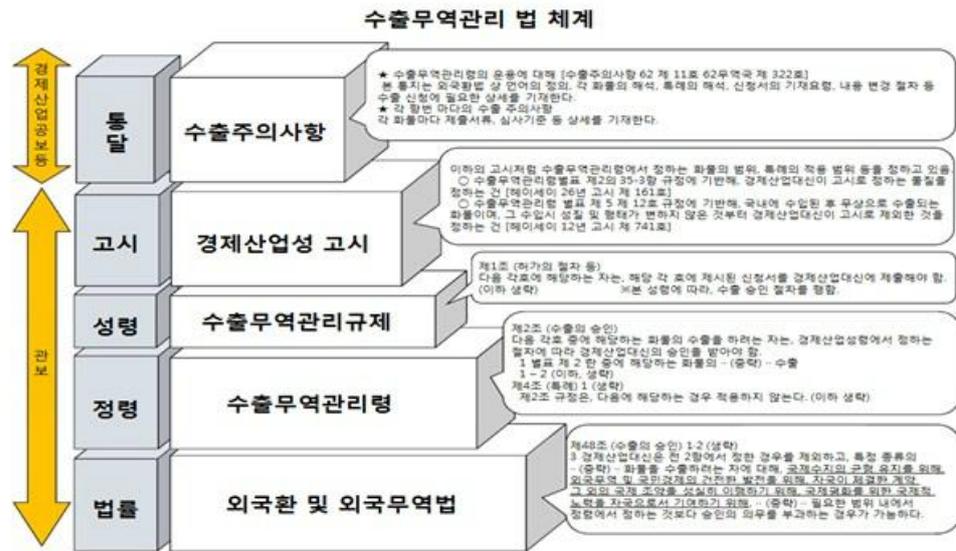
중독성 강한 악재 후크송

생각해 보지 않은 일본 악재

7월이 시작됨과 동시에 일본의 수출 규제 소식은 황당함을 느낄 정도의 소식이었다. 미국이 중국에 대한 관세 보복에 나선 배경에는 미국 경제를 추격하는 중국을 견제하기 위한 목적도 있겠지만, 표면적으로 중국의 대미 무역흑자의 문제를 지적하고, 미국 내의 고용과 가계 소득을 보호하기 위한 목적이 컸다. 하지만 이번 일본의 사례는 공정무역의 재정립과 무관하게 지난 10월 일제강점기 강제징용 피해자를 위한 손해배상 청구에서 피해자들에게 배상하라는 판결을 내린 것에 대한 보복적인 성격이 짙다고 볼 수 있다.

수출규제의 대상이 된 품목은 ‘플로오린 폴리이미드’, ‘리지스트’, ‘에칭가스’ 총 세가지 품목인데 디스플레이와 반도체 부문의 핵심 소재로 일본이 전 세계 생산량의 70~90%를 차지하고 있어 대체재를 찾는 것이 어려운 것으로 평가된다.

[도표 7] 일본 수출무역관리 법 체계



자료: 교보증권 리서치센터

처음 이슈가 등장했을 때는 7월 참의원 선거를 앞두고 보수층 결집을 위한 ‘선거용’이란 분석도 있었지만, 자민당 연합의 압승으로 끝난 이후로도 한국에 대한 공세를 늦추지 않고 있다. 참의원 선거에서 과반의석을 확보했지만 개헌 발의를 위한 정족수를 채우지 못해 반쪽짜리 선거결과란 혹평을 들으며 아베 정부의 공세가 더욱 강화될 여지도 작지 않다.

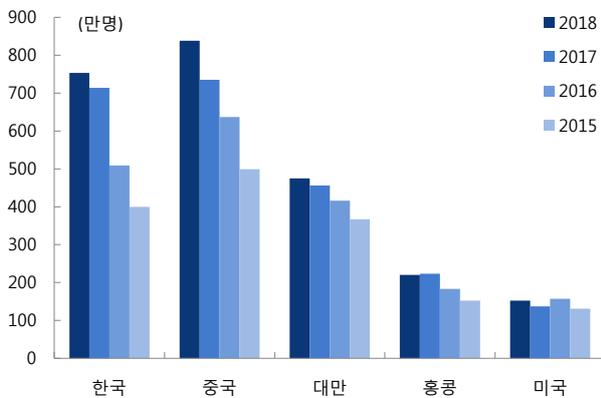
특히 일본정부는 수출 규제카드를 꺼낸 것을 넘어 ‘화이트국가’ 제외 카드를 꺼내 들었다. 화이트 국가에서 제외하는 것은 일본의 안전보장 무역관리제도에 의해 안보우방국에서 제외되는 것을 의미한다. 현재 화이트 국가로 분류된 것은 미국, 독일 등 27개국이며 이 중 아시아 국가에서는 유일하게 한국이 포함되어 있다.

안전보장 무역관리는 국제사회의 안전을 위협하는 국가나 개인에게 무기나 군사 전용이 가능한 화물, 기술이 전달되지 않도록 시행되고 있으며 여기에는 목록규제와 포괄규제 제도를 시행하고 있다. 만약 한국이 화이트 국가에서 삭제될 경우 포괄규제의 대상이 되는 것으로 이 경우 교역 물품에 대해 경제산업성의 허가가 필요하게 된다.

일본 이슈가 8월에 해소될 가능성은 크지 않아 보인다. 일본정부는 한국을 화이트 국가에서 제외하는 법령을 8월 2일 상정할 뜻을 밝히고 있어 빠르면 8월말 제외될 가능성이 커 보인다. 일본의 이 같은 조치에 우리 정부도 강경 의사를 밝히고 있다. 이미 국내에서 일본과 관련된 불매운동이 확대되는 것도 주목해 보아야 할 점이다. 또한 8월에는 우리의 광복절과 일본의 중전기념일이 예정되어 있다. 격앙된 여론과 맞물려 생각하면 조기 수습에 대한 가능성이 높지 않아 보인다.

이번 일본정부의 행보는 작지 않은 역풍을 맞게 될 수도 있다고 생각된다. 일본의 입국하는 관광객 중 한국인은 전체 25%를 차지하며 지난해 약 750만명이 방문했다. 한국이 소비액은 전체 관광수지에 약 16%를 차지하는 것으로 알려져 지금의 일본 보이콧 행동은 일본 내수경제에도 부정적 영향을 끼칠 것으로 보인다.

[도표 8] 일본 국적별 관광객 현황



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 9] 올림픽 보이콧의 사례



자료: 교보증권 리서치센터

또한 일본은 도쿄올림픽을 딱 1년 앞두고 있다. 일본정부의 이번 행태가 지역경제에 침체를 가져올 경우 올림픽 보이콧 가능성을 배제할 수 없게 된다. 물론 정치, 외교적 문제로 인해 평화 스포츠 제전인 올림픽을 참가하지 않는다는 것은 국제적 문제로 변질될 소지가 없지 않다. 하지만 이념분쟁이 첨예화 되었던 1980년 1984년 모스크바, LA올림픽에서 서방사회와 사회주의의 보이콧 맞대응이 30년이 지나 무역냉전 시대에 재발하지 말라는 법은 없는 것이다. 정치 외교적 문제가 경제로 번지는 상황은 막도록 양국 정부가 탈출구를 모색하는 것이 필요하다고 생각된다.

무역분쟁 재발 가능성

미국과 중국의 무역전쟁 휴전이 마무리 되고 다시 협상 테이블에 앉게 된다. 미국의 관세 부과 유예 및 중국의 미국산 농산물 구매 등의 온건한 분위기 속에 7월 30일 상하이에서 고위급 회담을 시작으로 무역협상이 시작된다.

새롭게 시작되는 무역협상도 작지 않은 충돌이 있을 것으로 예상된다. 그 동안 양측 협상 대표로는 미국의 라이트하이저 무역대표부 대표와 므누신 재무장관, 중국의 류허 부총리의 대결구도 였는데, 새로운 협상팀에 중국의 중산 상무부장이 투입될 것으로 알려지고 있다. 경제, 무역 협상 실무를 담당하는 상무부 책임자가 투입되었다는 것은 주목되는 점이다. 그 동안 중국측 협상 인물이 지나치게 금융정책 전문가와 경제학자로 중용되어 양측의 협상 접점을 찾는 데 어려움이 컸다고 평가되어 왔다.

물론, 새로운 인물이 투입되었다고 해서 극적인 협상 타결에 가까워졌다고 보는 것은 조금 이른 측면이 있다. 중국은 미국이 요구하는 자본시장 전면 개방과 보조금 철폐 문제, 외환 관리제도의 개편을 순순히 들어줄 가능성이 크지 않기 때문이다. 미국 역시 중국을 굴복시키겠다는 의도 보다 중국에 대한 억제 능력을 강화시킴과 동시에 트럼프 대통령의 재선을 위한 카드로 활용할 계획이 크기 때문이다. 정황적 상황을 고려할 때 양측은 신중한 접근을 할 가능성이 크다. 따라서 금융시장은 무역분쟁 변수에 대한 경계 수위가 높아질 수 있음을 살펴야 한다.

[표 10] 미국의 추가 관세 부과 이후 양국의 무역 긴장

구분	내 용
미국 관세부과	미 정부는 중국 측의 비협조적 태도로 인해 무역협상이 진전되지 않고 있다고 비난
	5월 10일 2,000억 달러 규모의 대중 수입품에 대한 관세율을 10%→25%로 인상
	다만 5월 10일 전에 중국에서 선적되어 운송 중인 화물은 6월 1일까지 미국에 도착하는 경우에 한해 기존 10% 관세율을 유지
중국 보복관세 부과	6월 1일부터 600억 달러 규모의 대미 수입품에 대한 관세율 인상(5~10%→5~25%) 맞대응
	중국은 양국 간 무역협상의 3대 원칙으로 1) 추가관세 전면 철폐, 2) 미국산 구매목표 설정 시 실수요 고려, 3) 당사국의 존엄성을 보장하는 균형적 합의 등을 제시하는 등 예상보다 강경한 입장 피력
미국 추가대응	미 정부는 5월 13일 약 3,250억 달러 규모의 추가 대중 수입품에 대해서도 25%의 관세를 부과하기 위한 공식절차에 돌입하겠다고 발표
	관세부과에 관한 공청회를 6월 17일 개최하고, 6월 24일까지 공청회 결과에 대한 공식입장을 발표
향후 일정	6월 말 트럼프 대통령과 시진핑 주석 간 회담결과(G20 summit, 일본 오사카)에 따라 향후 협상전개 방향이 보다 명확해질 전망

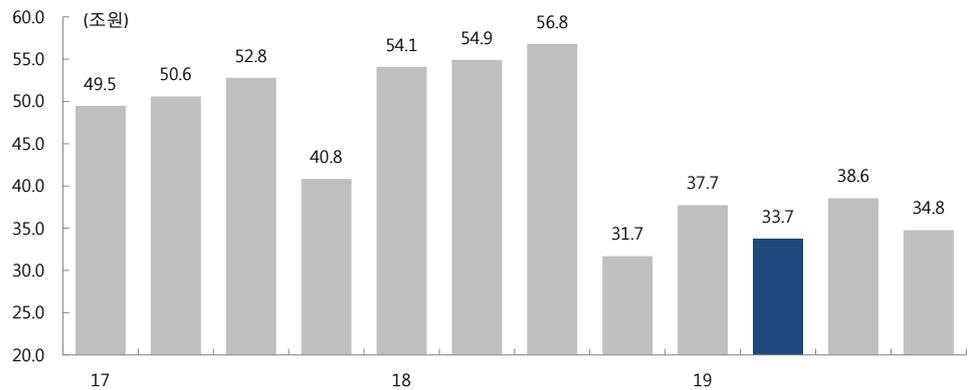
자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

생각보다 더 좋지 않은 실적상황

2분기 실적시즌이 진행되고 있다. 그 결과는 참담한 수준이다. 현재까지 집계된 2분기 잠정 영업이익은 약 33.7조원으로 지난해 같은 기간(54.9조원)보다 약 38.6% 감소한 것으로 보인다. IT 부문의 실적감소 뿐만 아니라 소재 부문의 레깅효과가 악재로 작용되어 침체 정도가 악화된 것으로 해석된다.

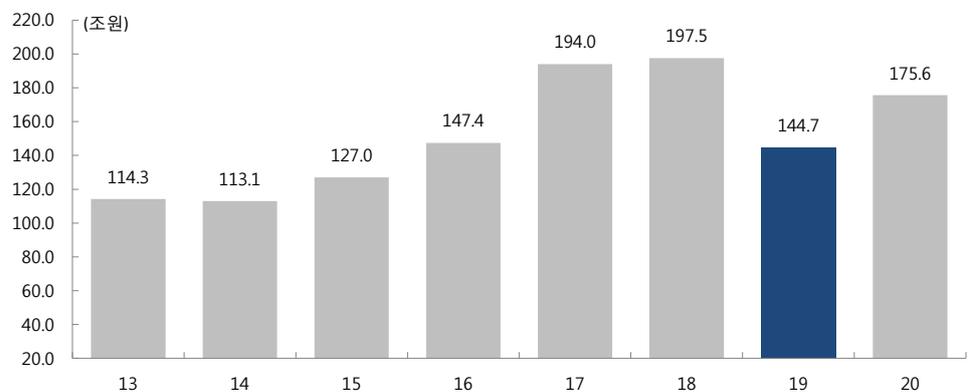
이로써 2019년 연간 전체 영업이익 전망의 하향 조정도 계속되고 있다. 올해 영업이익은 약 144.7조원으로 예상되며 이는 2016년을 밀돌고 순이익은 100조원을 하회한 것으로 예상된다. 이익감소의 충격이 워낙 크데다 대외 교역환경의 개선 시점을 낙관하기 쉽지 않다는 점에서 2020년 이익전망에 대한 신뢰도 높지는 않아 보인다. 그렇다 보니 밸류에이션 매력이크다고 강조하기는 쉽지 않다. 다만 흥미로운 것은 올해 한국수출이 지난해와 비교해 감소한 것은 팩트이지만, 2017년도와 비교해 큰 차이를 보이지 않고 있다. 이는 우리기업의 이익감소가 수익성 관리의 실패 문제이지 매출과 연동되었다고 볼 수 없다는 뜻이다. 하반기 효율적 경영관리를 통해 수익성 회복의 변화를 기대해 본다.

[도표 11] 거래소 상장기업의 분기별 영업이익 추이 및 전망



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 12] 거래소 상장기업의 연도별 영업이익 추이 및 전망



자료: 교보증권 리서치센터

Event Driven - 미일 무역협상, 홍콩의 반중시위

미국과 일본의 무역협상

미국과 일본은 워싱턴에서 다음 달 1일 고위급 무역 협상을 진행할 것으로 알려졌다. 미국과 일본은 무역 협상에서 미국산 농산물과 공산품 등에 대한 일본시장 개방과 양국의 무역 불균형 해소, 특히 미국의 대일본 자동차 관세 등을 협의할 것으로 알려졌다. 오는 9월 일본의 아베총리가 미국 뉴욕 방문을 앞두고 있어 양측의 접점을 찾는 노력이 있을 것으로 보인다. 한국과 일본의 통상 마찰이 심화되는 시기인 만큼 미일 무역협상 과정에서 미국의 중재 노력이 더해질 수 있는지도 관심 사항이다. 미국의 다수 언론에서는 일본의 수출 제재 조치가 중국에게 유리한 조건이 될 수 있다는 점을 지적하며 일본이 한 발 물러서야 할 것임을 강조하기도 했다.

홍콩의 반중시위

현재 홍콩에서는 ‘범죄인 인도법안’에 대한 반대 시위가 계속되고 있다. 일부에서는 이 시위가 반중 시위의 성격을 띄고 있고, 사태가 악화될 경우 중국 정부가 계엄령 등과 같은 강경 대응에 나설 수 있다는 것을 지적하고 있다. 물론 홍콩 시위가 홍콩 정부나 경찰이 통제하지 못하는 극한 상황에 내몰렸다고 보여지지는 않는다. 하지만, 일부 시위대가 무차별 폭력을 행사하는 ‘백색 테러’의 사례까지 전해지는 만큼 사태의 심각성이 완화되지 않고 있다는 점은 분명하다. 중국의 지도부는 8월초까지 베이징에서 비공식 회의를 갖고 홍콩 사태의 처리 문제에 논의할 것으로 알려졌다. 아시아의 금융허브로 자리 잡고 있는 홍콩의 소요 사태가 더 이상 악화되지 않고, 중국정부도 국제 여론을 등돌리지 않는 성숙된 처리 과정이 필요할 것으로 생각된다.

결론적으로 8월 코스피 예상밴드는 2,050p~2,200p를 제시한다.

전월 제시했던 같은 밴드로 7월말 밴드 하단의 위협이 반복되고 있지만, 2,000p 이하로 이탈되더라도 지수 회복의 반발력이 강할 것으로 신뢰한다.

당장 펼쳐진 악재가 짧은 시간에 정리된다고 믿는 것은 어렵다. 한국 주변국의 다양한 공세를 처리하는데 외교 역학구도가 상당히 복잡하게 얽혀 있기 때문이다. 그럼에도 불구하고 새로운 저점을 확인하지 않을 것이란 이유는

첫째, 시간함수가 국내증시 밸류에이션에 도움을 주기 때문이다. 2분기까지 상장기업의 실적이 실망스럽다는 것은 부정할 수 없다. 하지만, 코스피를 평가하는데 있어 부진한 실적의 반영 비율이 낮아져 점진적으로 저가인식이 강화될 수 있다는 것은 긍정적이라 볼 수 있다. 항상 주식은 고PER(비싸 보일 때)에 사서 저PER(싸 보일 때)에서 매도하는 것이 투자의 정석이다. 결단을 내리기 쉽지 않지만 자본시장의 역사는 항상 이 원칙이 성공 투자의 표본이었다는 것을 기억해야 한다.

둘째, 정책환경이 자산시장에 우호적으로 바뀌어 간다. 7월 금리인하는 당장 주식시장에 도움을 주지 않는다. 단기적으로 금리인하 효과는 부동산 시장에 더 효과적일지 모른다. 하지만, 금리인하 의지가 표명된 것 만으로도 코스피와 코스닥 양 시장 모두 투자심리를 정비할 기회를 가졌다는 것은 긍정적이다. 성장 가치를 우선적으로 보려 한다는 분위기는 우리기업의 실적 회복이 여의치 않다는 점에서 긍정적이라고 생각된다.

8월 Top pick 업종은 IT, 인터넷, 증권 등을 제안한다.

8의 Top Pick 종목으로는,

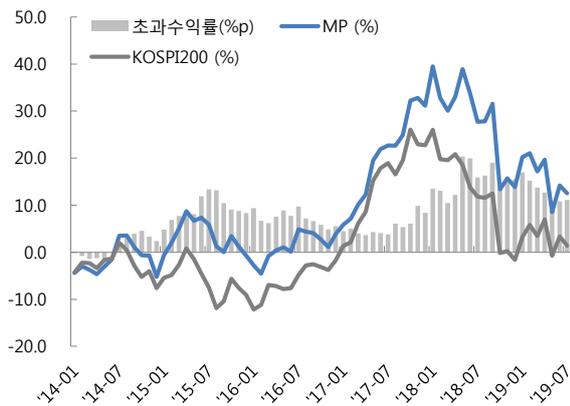
삼성전자(005930), SK하이닉스(000660), 카카오(035720), 한국금융지주(071050), 메리츠증권(008560)을 제시한다.

7월 교보 모델 포트폴리오 Review

지난 7월 당사 모델 포트폴리오(이하 MP)의 성과는 7/24 종가 기준 -1.42%의 절대 수익률을 기록, 벤치마크인 KOSPI200(-1.89%) 수익률을 +0.47%p 상회했다. 2014년 이후 MP의 Hit Ratio는 52.24%로 전월 보다 소폭 상승했다. 현재까지 누적 수익률은 +12.56%를 기록했고, BM 대비로는 +11.14%p를 기록, 여전히 시장대비 초과 수익을 기록하고 있다.

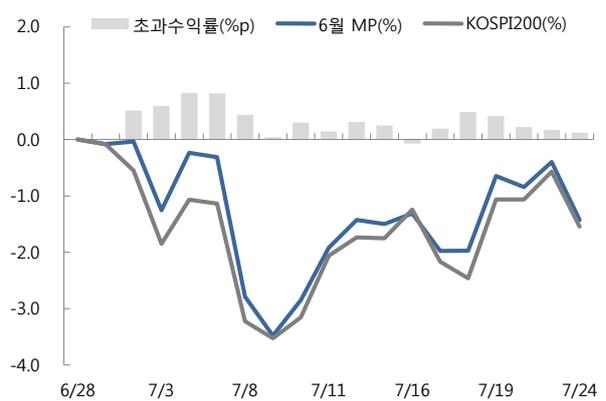
업종 배분 효과는 12.54p를 기록해 전월 보다는 소폭 개선된 결과를 보였다. 건강관리 섹터의 연이은 악재가 코스닥을 포함한 시장 전반의 악재가 되었지만 당사 포트폴리오에서는 시장비중 대비 4%p 비중을 축소해 충격을 축소시킨 것이 도움이 되었다. 7월 대비 IT섹터의 투자비중을 축소한 것은 아쉬움으로 남지만, 그래도 벤치마크와 같은 비중을 유지함으로써 시장수익률과 트랙킹 에러가 발생하지 않을 수 있었다. 시장 전반의 침체가 확대되어 종목 선정의 효과는 크게 누릴 수는 없었다. 소재 섹터의 부진이 계속된 가운데 효성의 비중확대 선택은 7월 포트폴리오 수익률이 outperform할 수 있는 도움을 주었다.

[도표 13] 당사 모델 포트폴리오 누적 수익률 (BM 대비)



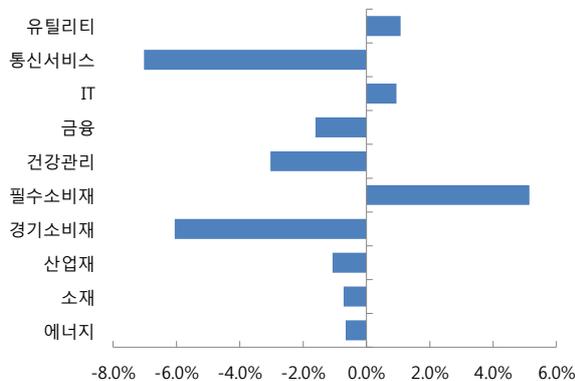
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터 (2014년 1월 이후 월별 누적)

[도표 14] 7월 중 모델 포트폴리오 누적 수익률



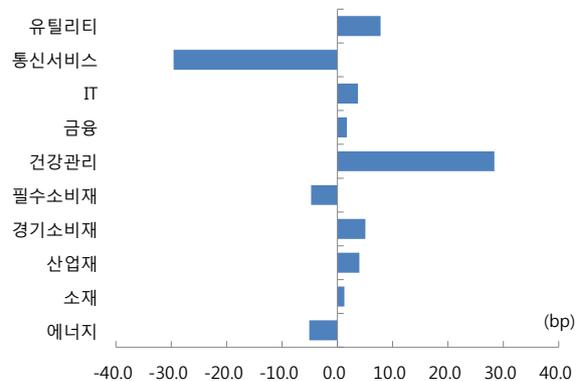
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터 (7/24 종가 기준)

[도표 15] 7월 MP 업종별 Active Risk



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터 (6월 말 기준)

[도표 16] 7월 MP 업종 배분효과



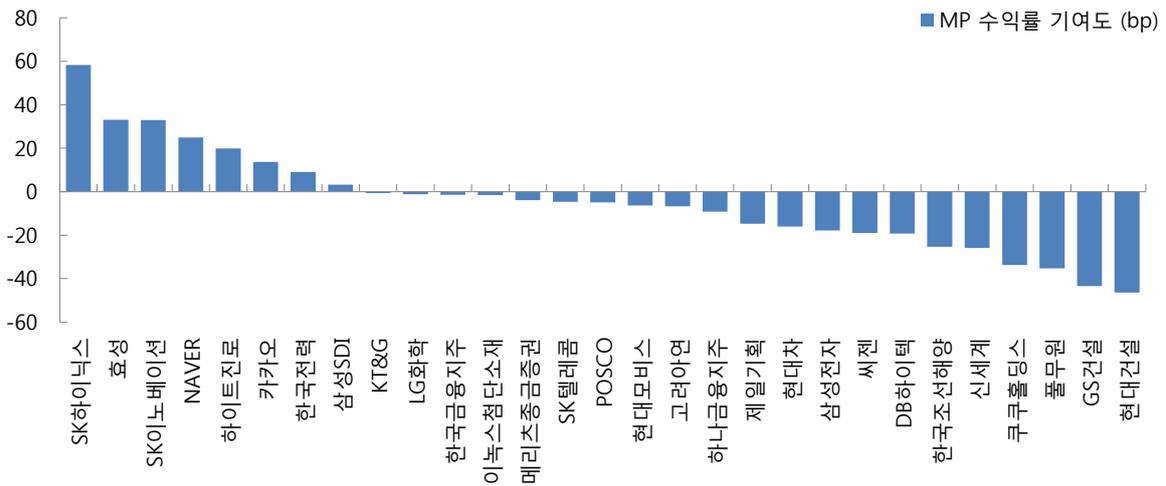
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터 (7/24 종가 기준)

8월 교보 모델 포트폴리오

2019년 8월 모델 포트폴리오는 IT와 인터넷, 증권 업종에 집중하고 1개월, 3개월 수익률 부진을 겪는 종목을 과감히 배제시킴과 동시에 최근 투자자에게 선호되어 증기 추세가 우상향되어 있는 종목을 압축하는 전략을 선택했다. 매크로 환경이 혼란스럽고 기업실적에 기초한 바텀 논리도 약화되어 수급이 안정된 종목군을 선별하는 것이 필요하다고 판단했다.

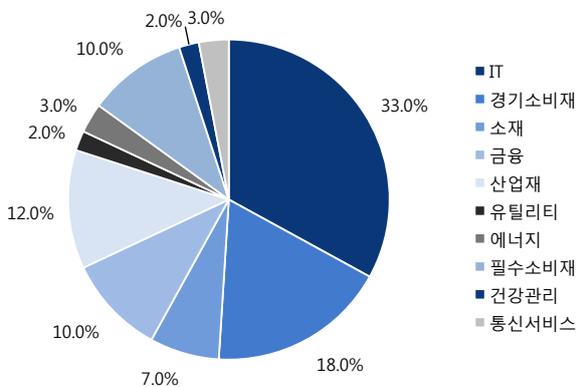
포트폴리오 구성종목의 특징은 3개월 수익률이 시장대비 상대우위에 있는 종목이 대부분이다. 개별기업의 모멘텀을 찾는 것이 쉽지 않은 환경에서 투자자의 관심 뿐만 아니라 기대대상이 않는 것 만으로도 수익률 관리에 도움이 될 것이라고 생각했다. 8월 MP는 종목 교체율은 34.5%이다. 8월 모델 포트폴리오 구성 종목 수는 29종목으로 전월과 동일하다. 포트폴리오 베타는 0.976을 기록, 전월 대비 크게 하락했다.

[도표 17] 6월 모델 포트폴리오 구성종목의 수익률 기여도



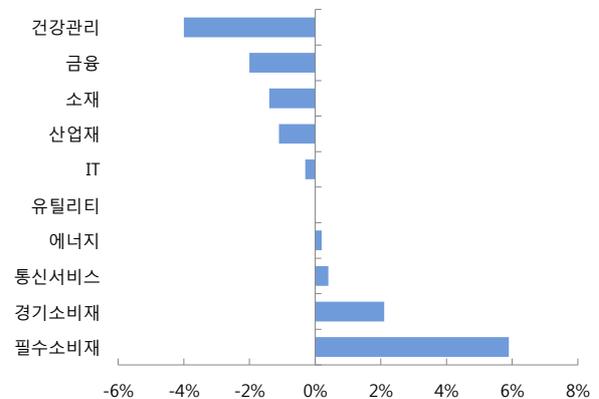
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 18] 8월 모델 포트폴리오 업종별 비중



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 19] 업종별 벤치마크 대비 초과 비중 (Active Risk)



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터 (BM 비중 7/24 증가 기준)

8월 교보전략

알 수 없는 어둠의 깊이

[도표 20] 8월 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	A010950	S-Oil	0.8	3.0	2.2	0.9	(53.0)	(27.1)	8.5	6.5	18.5	25.4	1.6	1.6
소재	A003670	포스큐케미칼	0.2	2.0	1.8	0.3	38.3	(15.1)	20.3	15.4	21.2	24.9	4.0	3.6
	A005490	POSCO	1.5	2.0	0.5	1.1	5.3	(10.3)	6.6	6.0	7.0	7.8	0.4	0.4
	A051910	LG 화학	1.8	3.0	1.2	1.1	(19.9)	(39.4)	9.3	5.5	16.9	27.9	1.5	1.5
산업재	A000720	현대건설	0.4	2.0	1.6	1.9	111.5	18.3	6.5	7.7	11.6	9.8	0.7	0.7
	A006360	GS 건설	0.2	2.0	1.8	1.3	흑전	(15.6)	17.6	14.3	4.2	5.0	0.7	0.7
	A005880	대한해운	0.0	3.0	3.0	1.3	(25.2)	(6.2)	13.2	10.8	7.0	7.4	0.9	0.8
	A004800	효성	0.1	3.0	2.9	1.2	1353.2	(95.0)	112.3	5.8	0.6	11.7	0.9	0.7
	A012750	에스원	0.3	2.0	1.7	-0.1	1.8	7.4	11.7	12.1	26.2	24.4	2.7	2.6
경기소비재	A004170	신세계	0.2	3.0	2.8	1.4	35.3	246.7	7.0	22.2	11.0	3.2	0.8	0.6
	A012330	현대모비스	1.8	5.0	3.2	1.2	28.7	19.3	6.7	7.5	11.8	9.9	0.8	0.7
	A000270	기아차	1.3	3.0	1.7	1.3	54.0	43.9	5.5	7.6	11.8	8.2	0.6	0.6
	A073240	금호타이어	0.1	4.0	3.9	0.9	적축	적축	(16.3)	(8.9)	(7.0)	(10.7)	1.6	1.0
	A030000	제일기획	0.2	3.0	2.8	0.7	2.9	12.9	15.0	16.1	24.2	21.5	3.1	2.9
금융	A086790	하나금융지주	0.8	3.0	2.2	1.1	8.9	4.0	9.0	8.6	4.7	4.6	0.4	0.4
	A071050	한국금융지주	0.3	4.0	3.7	1.6	21.7	17.5	14.9	16.0	7.8	6.7	1.0	1.0
	A008560	메리츠증권	0.2	3.0	2.8	1.2	2.7	27.4	12.3	14.4	9.2	7.2	1.0	0.9
필수소비재	A033780	KT&G	1.0	3.0	2.0	0.2	(16.4)	10.2	12.2	12.9	13.8	12.6	1.5	1.4
	A000080	하이트진로	0.1	4.0	3.9	0.3	134.3	(10.6)	2.5	2.3	51.3	57.4	1.3	1.3
	A049770	동원 F&B	0.1	3.0	2.9	0.0	6.9	32.9	8.9	11.0	20.2	15.2	1.7	1.6
IT	A178320	서진시스템	0.0	4.0	4.0	0.7	357.8	52.5	17.9	22.0	12.7	8.3	2.1	1.7
	A005930	삼성전자	21.1	14.0	-7.1	1.3	15.8	(49.8)	20.3	8.7	7.5	15.0	1.3	1.3
	A000660	SK 하이닉스	4.3	3.0	-1.3	0.9	50.1	(82.5)	39.0	5.8	3.6	20.7	1.1	1.1
	A035420	NAVER	1.7	4.0	2.3	1.2	(10.6)	(24.7)	13.7	9.5	32.0	42.5	3.7	3.4
	A018260	삼성에스디에스	1.3	3.0	1.7	1.4	21.6	10.1	11.1	11.3	26.0	23.6	2.8	2.6
	A035720	카카오	0.8	5.0	4.2	0.7	(43.4)	72.3	1.6	2.5	144.6	83.9	2.2	2.0
건강관리	A041830	인바디	0.0	2.0	2.0	1.1	-	-	-	17.2	-	15.3	-	2.4
통신서비스	A017670	SK 텔레콤	1.5	3.0	1.5	0.4	29.8	(56.8)	17.2	6.4	5.9	13.8	0.8	0.8
유틸리티	A015760	한국전력	1.3	2.0	0.7	0.5	적전	적축	(1.9)	(0.9)	(13.3)	(26.8)	0.3	0.3

자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터 (베타: 60개월 기준, 업종/종목 비중은 7/24 총가 기준)