KYOBO
교보증권

2020
March
Monthly Report

교보전략

발목을 누가 잡을까?

Feb 25, 2020

한국경제의 발목을 잡은 코로나19
그런데,
투자는 발목에서 시작된다

Strategist **김형렬**
3771_9773 / jeff2000@iprovest.com

코로나 충격 속의 단기과열 징후
단기 충격과 투자판단은? 01

1분기 실적시즌 전망
보수적인 시각은 2분기까지 02

Event Driven
코로나19 대응책, 트럼프 03

3월 Top Pick
IT, 인터넷, 게임, 자동차, 제약 04

CON-TENTS

KYOBO
교보증권

3 Summary : 발목을 누가 잡을까?

4 2 월 주식시장 돌아보기

5 3 월 주식시장 전망 프롤로그

6 코로나 충격 속의 단기 과열 징후

9 1 분기 실적시즌 전망

12 Event Driven - 코로나 19 대응책, 트럼프

14 2 월 교보 모델 포트폴리오 Review

15 3 월 교보 모델 포트폴리오

| Compliance Notice |

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성 되었음을 확인합니다.
이 조사자료는 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 조사자료는 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 : 발목을 누가 잡을까?

2월 국내 증시는...

설연휴 직후 시작된 우한폐렴(이하 코로나19) 악재에 따라 변동성이 크게 확대된 시간을 보냈다. 중국내 코로나19 확진자가 기하급수적으로 증가하며 동북아 지역경제의 침체 우려가 제기되었고, 국내증시는 1차 충격을 받았다. 국내에서도 확진자가 발생했지만, 그 속도가 빠르지 않아 국내증시는 단기하락 이후 회복국면에 진입하는 듯 했다. 하지만, 대구 지역을 시작으로 지역감염 징후가 뚜렷해 졌고, 정부는 질병비상대응을 경계에서 심각으로 상향조정 한 후 코스피도 급락하는 무기력함을 보였다.

3월 국내 증시는...

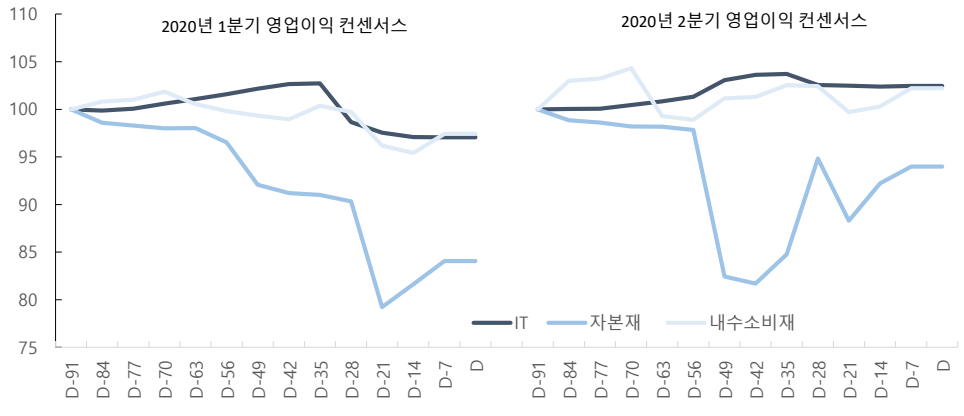
코로나19 악재의 수습과정에 따라 투자심리 안정과 주가 회복이 동행할 것으로 보인다. 과거 SARS와 메르스 사태의 학습효과를 고려할 때 코로나19 악재도 국내증시의 치명상을 입히지는 못할 것으로 보인다. 하지만, 금융시장의 투자심리 뿐만 아니라 경제심리에 가해진 충격의 범위와 강도를 파악하는 것이 쉽지 않고, 절대 밸류에이션 관점에서도 투자매력이 크지 않다는 점도 투자여건이 좋지 않음을 시사한다. 결국, 금융시장의 변동성이 축소되는데 기간이 짧지 않을 수 있다는 점에서 소극적인 대응이 필요한 시점이다.

종합주가지수 예상 밴드: 2,050pt~2,200pt

3월 KOSPI 예상 밴드는 2,050pt~2,250pt를 제시한다. 예상밴드는 전월보다 큰폭 하향된 수준으로 2월 변동성 확대를 반영시켰다. 3월에는 IT, 인터넷, 게임, 자동차, 제약 등을 Top-pick으로 제안한다.

구분	2020년 2월	2020년 3월
KOSPI 예상밴드	2,150p~2,300p	2,050p~2,200p
추천업종/테마	IT, 인터넷, 게임, 자동차, 제약	IT, 인터넷, 게임, 자동차, 제약

Focus of the Month - 거래소 주요 산업별 1분기와 2분기 영업이익 컨센서스 추이



2월 주식시장 돌아보기

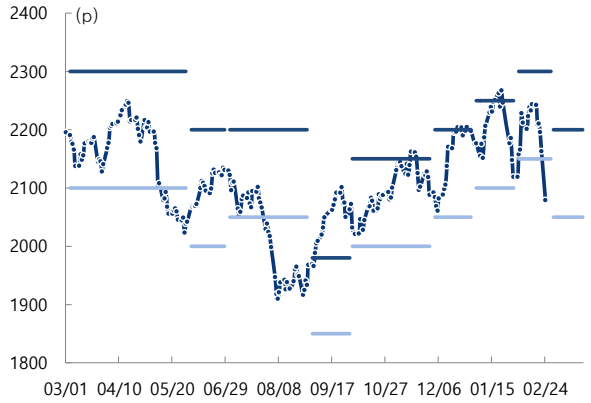
2얼 국내증시는 '기승전-코로나'로 정의될 만큼 모든 이벤트와 이슈가 신종 코로나바이러스(이하 코로나19)에 파묻히는 시간을 보냈다. 1월말 중국 우한 지역의 코로나19 발병 소식을 접했을 때만 해도 지엽적인 이슈로 작은 파장에 불과할 것으로 평가했다. 하지만 중국 춘절 연휴가 진행되는 사이 감염자가 빠른 속도로 증가했고, 과거 SARS 피해를 상기하며 중국정부의 강도 높은 통제활동을 시작하자 미중 무역협상 1단계 합의와 교역재개 기대감을 갖던 국내증시는 1차 충격을 받게 되었다.

2월초의 단기 충격은 주식시장에 즉각 영향을 끼쳤지만, 지난 1월말까지 글로벌 주식시장의 확장세가 이어졌던 만큼 자연스러운 '가격조정'의 의미로도 해석되었다. 오히려 일부 투자자에게는 연간 전체 투자환경을 고려할 때 저가매수를 단행할 수 있는 기회로 인지되었고, 기대했던 것과 같이 국내증시를 포함한 글로벌 주식시장은 월초 하락을 대부분 만회하는 저력을 보였다.

감염자 확산이란 고비를 슬기롭게 넘긴 것으로 안도했던 것도 잠시, 대구 지역에서 코로나19 확진자가 기하급수적으로 증가하며, 지역사회 감염이란 새로운 국면을 맞이하며 월말 코스피는 또 한번의 충격을 맞았다. 두 번째 충격을 가볍게 생각할 수 없는 것은 단순한 투자심리를 넘어 경제심리의 악화가 실질 경제에 영향을 줄 가능성이 커졌기 때문이다.

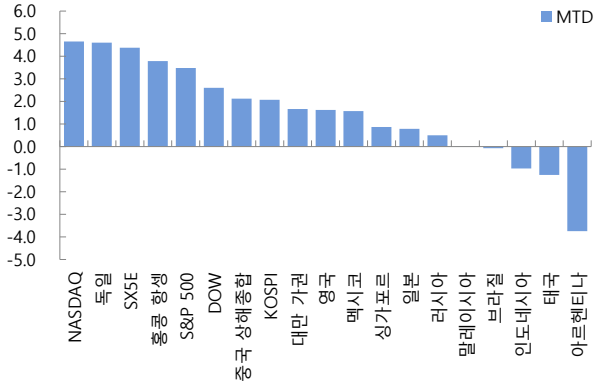
결국 코로난19 악재가 2월 한달 내내 머물렀고, 3월까지 이어질 가능성이 높아 짐으로써 거시지표의 영향 뿐만 아니라 기업의 실적에도 작지 않은 영향을 끼칠 가능성이 커졌다. 또한 원/달러 환율이 1,200원을 상회하는 등 금융 스트레스 지표가 악화된 것은 후속적으로 외국인 수급과 기업실적 이란 펀더멘탈 변수에도 일정 시차를 두고 영향을 줄 가능성이 높아졌다. 질병 악재가 한국경제의 기본 틀을 바꾸고 오래 머물 악재라고 생각하지는 않는다. 하지만 위축된 투자심리가 아무렇지 않게 회복될 것이란 낙관도 쉽지 않은 상황이다.

[도표 1] 2020 년 3 월 코스피 예상밴드: 2,050p~2,200p



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 주요국 2 월 증시 변화율



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

3월 주식시장 전망 프롤로그

발목을 누가 잡을까?

적절한 비유일지는 모르겠으나 옛 서양속담에 "질병은 쾌락의 이자(Diseases are the interests of pleasures)"란 표현이 있다. 일상 생활에서 벗어나 건강을 헤치는 작은 일탈이 결국 질병에 얻게 만든다는 내용이다. 2월 금융시장을 강타한 코로나19가 확산된 것이 쾌락을 추구한 결과라고 생각하지 않는다. 예상치 않은 전염력이 강력한 신종 바이러스에 대해 철저한 대응책이 필요함을 다시 한번 인지할 수 있게 만드는 이슈라고 볼 수 있다. 앞선 서양속담에서 지금의 상황을 굳이 비교하자면 유동성에 취해 과열 양상을 나타내던 글로벌 주식시장에 그 충격이 고스란히 전해지고 있다는 것은 분명해 보인다.

2월 교보전략에서도 언급했지만 1월에 등장했던 이란발 악재와 코로나19 악재는 그 성격이 다르다. 2월초 주가 하락이 '가치조정'보다 '가격조정'에 의미를 두었다면 2월말 주가 하락은 '가치조정'에 대한 고민을 시작해야 하는 것은 아닌지 골치 아픈 문제를 투자자에게 던진 상황이라 볼 수 있다.

막연히 걱정만 했던 1분기 한국경제에 대해서도 실제적으로 부정적 전망이 강해지는 변화를 느낄 수 있다. 2월이면 한국수출이 크게 개선될 것이란 기대는 일평균 수출 동향에 동부터 어긋나기 시작했고, 내수경제 활동은 수출 보다 더 큰 충격을 예고하고 있다. 질병 악재를 확대 해석할 필요가 없다는 전망은 시간이 지나면서 너무 안이했던 분석이 아니었는가 반성을 시작하게 된다.

물론 국내 코로나19 확진자 수가 급증한 것에 따라 한국경제 상황을 극단적으로 비관하는 것은 여전히 이른 감이 있다. 2020년 상반기 한국경제 상황이 좋지 않을 수 있다는 점은 인지함으로써 정부 정책과 한국은행의 통화정책 등 경제정책의 변화가 앞당겨 질 수 있다는 점을 주목해야 한다. 또한 코로나19 감염 차단을 위한 통제활동이 경제활동주체의 생산 및 소비활동에 부정적 영향을 주는 것은 맞지만, 이는 소멸이 아닌 '이연'되는 성격을 갖게 된다. 즉 지금의 축적되는 경제력이 코로나19 악재가 소멸된 후 폭발할 가능성을 생각해야 한다.

현 시점에는 코로나19가 한국경제의 발목을 잡았다는 것을 부정하기 힘들다. 당분간 거시지표와 기업실적에 기초한 논리로는 주가 상승이 이유를 찾는 것이 쉽지 않아 보인다. 하지만 '주식은 발목에서 사서 어깨에 팔라는'는 주식격언에서 처럼 투자는 바닥을 치고, 바닥에서 탈출을 시작할 때 액션을 취해야 한다. 발목이 잡혔다는 '부정적' 생각 보다 발목에서 살 기회가 온다는 '낙관적' 시각을 유지하기를 바란다.

코로나 충격 속의 단기과열 징후

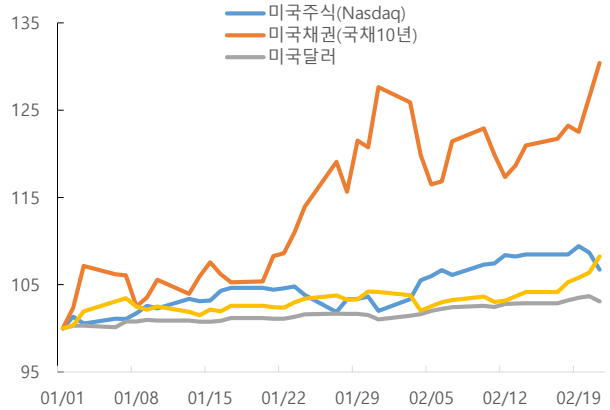
질병악재 등장 이전부터 존재했던 과열징후

2월 국내증시에서 코로나19 악재가 없었다면 어떤 모습이었을까? 지난 1월까지 국내증시 흐름을 복기해보면, 연중 최고치를 경신하던 모습, 특히 삼성전자와 2차전지 관련주의 '독주' 모습을 확인했고, 중국의 한한령 해제 기대감 속에 중국 소비주로의 선순환을 볼 수 있었다. 경기회복에 대한 기대가 고조되는 환경에서도 전통적인 경기민감주(철강, 화학 등)에 대한 기피현상은 심화되는 양극화가 코로나19 발생 직전의 모습으로 기억된다.

[도표 3] 폭발적인 인기, 비트코인과 테슬라

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 안전자산과 위험자산의 동반 강세



자료: 교보증권 리서치센터

미국 기술주의 2월은 더욱 강렬했다. 나스닥 지수를 필두로 미국 주요지수가 역사적 최고치 경신을 이어갔고, 전기차 대표주자인 테슬라는 연초 이후 주가가 단숨에 두배 이상 치솟는 변화를 경험했다. 특히 2월 중순에는 테슬라가 최대 23억 달러의 자금 조달에 나설 수 있다는 소식이 전해진 후 주가가 더욱 상승하는 기현상 까지 보였다. 통상 신주 발행은 기업의 가치를 희석시켜 디스카운트 요인으로 분류되는데 오히려 투자자는 앞으로의 투자 계획에 환호하는 과열 징후를 나타냈다.

투자시장의 전체 흐름에서도 과열 징후는 확인되었다. 2월 이후 본격화된 중국 코로나19 악재가 반영되며 위험자산의 대표격인 주식은 경기침체를 완화시키기 위한 경기부양정책 가동의 기대를 반영하며 회복된 후 상승흐름을 재개했고, 미국 채권, 달러, 금 등 안전자산에도 유동성이 집중되어 가격이 상승하는 수수께끼 같은 일들이 벌어졌다. 위험자산과 안전자산 모두 서로에게 유리한 해석을 내놓는 것은 유동성 과열 징후의 대표적 사례라고 볼 수 있다. 이 같은 시장국면에서는 수급 기반이 취약한 시장을 중심으로 먼저 가격조정을 나타내는데 국내증시가 유독 취약한 모습을 나타내는 것은 수급기반이 그 만큼 약하다는 반증으로 볼 수 있다.

필자가 느낀 또 다른 유동성 과열 징후는 2월 유럽 주식시장의 비정상적인 강세를 들 수 있다. 2월 중 미국 주식시장과 신흥국 주식시장의 변화는 국면별로 해석이 가능하다.

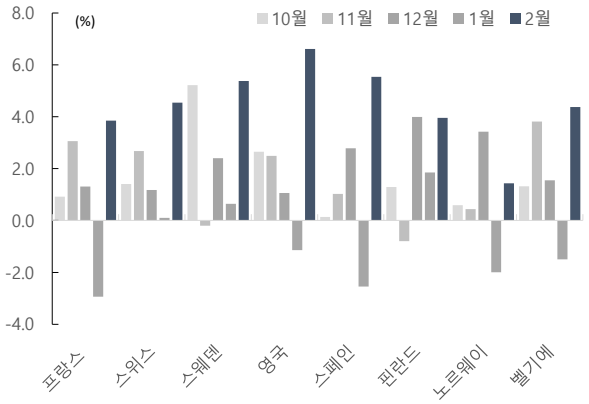
먼저 미국 주식시장은 중국경제의 코로나19 충격에 직접적 피해를 입지 않고 있으며, 한편으로는 1월 1단계 무역협상에서 합의를 이끈 이후 단계별 무역협상을 진행하는데 유리한 입장에 있다는 프리미엄도 얻은 상황이라 볼 수 있다. 애플을 필두로 미국 주식시장을 이끄는 대표기업의 실적 호조 소식도 밸류에이션 부담을 낮출 수 있는 이유가 되니 주요지수가 사상 최고치를 경신하는 것을 이해할 수 있다.

중국을 비롯한 신흥국 주식시장은 2월 중반까지 질병악재에 대한 충격을 반영시켰고, 이후 경기안정을 위한 부양정책의 기대를 높이고 있어 선제적으로 주가가 회복되는 것을 설명할 수 있었다. 불안정해진 환율 상황을 고려해 글로벌 투자자본의 투입도 낙관할 수 있는 상황이었다.

그런데 유럽 주요지수의 상승은 이해가 어렵다. 브렉시트를 감행한 영국증시가 6% 가까이 급등한 것을 포함해 프랑스, 스위스, 벨기에 등 주요국 증시가 4% 이상 상승했다. 유로존 경제의 산업활동 회복이 더딘 상황에서 유로존 내의 중국의 내수소비와 관광 수요를 고려해 볼 때 악재가 더욱 큰 상황을 감안하면 이들의 주가 강세는 비정상적 반응이라고 볼 수 있다. 굳이 이유를 찾는다면 달러화 강세로 인한 유로화 약세가 심화된 것은 캐리자금이동을 유발해 단순히 유동성에 의지한 상승의 결과를 이끌었다고 생각된다.

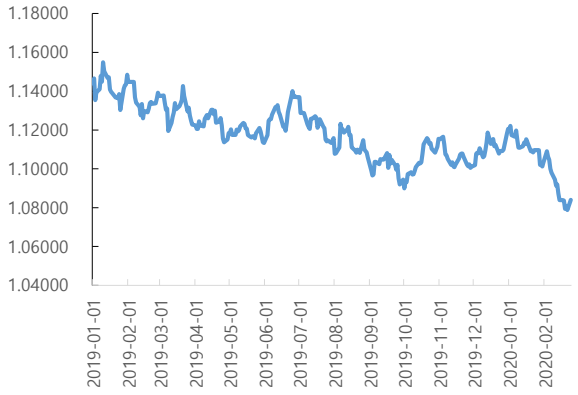
결론적으로 펀더멘탈의 근거가 부족한 유럽 주식시장의 상승은 유동성 과잉의 결과이며 밸류에이션 고평가 해석이 쉽게 이끌어 낼 수 있는 투자자산이 존재한다는 것은 3월 이후 전략 수립에 반영을 해야 할 부분으로 해석된다. 유로존 경제의 거시여건을 악화시키고, 기업실적을 감소시킬 이유가 등장한다면 그 충격을 즉시 반영할 가능성이 커진 것으로 평가된다.

[도표 5] 유럽 주요국 월간 수익률 동향



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 6] 달러/유로 환율 추이



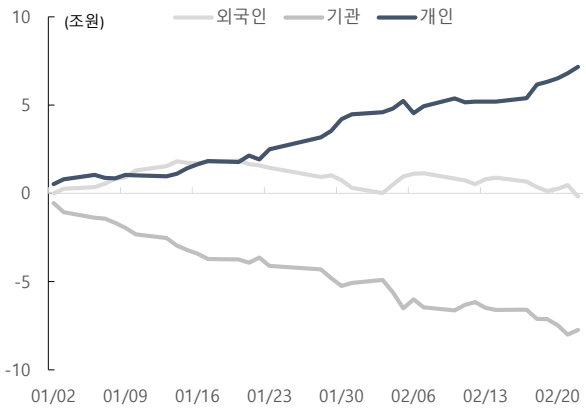
자료: 교보증권 리서치센터

국내증시의 수급 여건도 썩 좋아 보이지 않는다.

그나마 긍정적인 점은 지난해 하반기 순매수 기조를 유지하던 외국인은 2월말 연간 누적 기준 소폭 순매도로 전환되었으나 코로나19 등 각종 이슈의 등장에도 관망세를 유지하는 반응을 보이는 것이 위안거리라 할 수 있다.

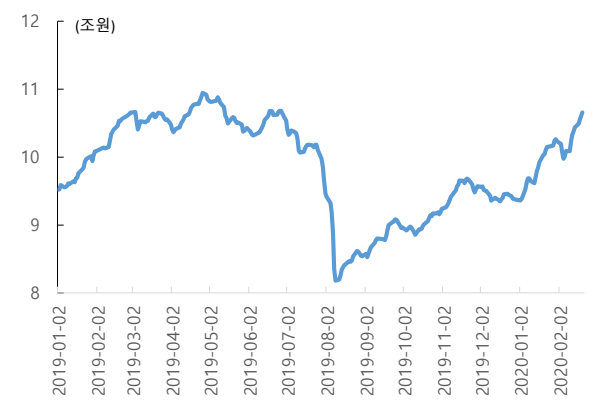
아쉬운 것은 연초부터 매도 우위를 보이는 기관투자자의 스탠스가 어느덧 연초 이후 약 8조원에 가까운 순매도를 기록하고 있다는 점이다. 거래소와 코스닥 모두 순매수를 유지하는 것은 개인 밖에 존재하지 않고, 이들의 관심도 연초랠리를 견인해 온 IT섹터에 집중되어 있다는 것은 현재 국내증시의 수급 환경의 밸런스가 크게 무너져 있다는 것을 시사한다. 현 단계에서 만약 투자심리가 더욱 냉각되어 패닉 상황이 연출되고 개인 투자자의 매물이 쏟아질 경우 그 충격은 고스란히 코스피에 전달될 가능성이 크다.

[도표 7] 투자주체별 연간 누적 순매수 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 8] 거래소와 코스닥 개인신용융자 추이



자료: 교보증권 리서치센터

또한 거래소와 코스닥을 포함한 개인신용 규모도 다시 10조원을 상회하고 있다. 일부 주가가 회복된 영향도 적지 않지만 국내 주식시장이 신규 유동성 공급이 보강되지 않는 상황에서 빚에 의존한 상승은 국내증시에 가해지는 충격을 배가시키는 원인이 될 수 있다는 걱정을 하지 않을 수 없다.

유동성 과열 징후가 있었던 상황을 코로나19 악재가 해결해 줄 수는 없을 것이다. 가장 이상적인 투자환경은 펀더멘탈의 악화가 제한된 가운데 일시적인 가격조정을 통해 새로운 투자자의 등장이 유동성 체력을 보강시켜 주는 것이다. 하지만 지금의 변동성 확대 국면을 통해 투기적인 매매 행태가 기회를 얻을 경우 주식시장의 상승 추세 회복에는 상당한 시일이 소요될지도 모른다. 시장국면이 안정되는 시점부터 외국인과 기관의 전략 스탠스 변화를 예의주시 해야 할 때이다.

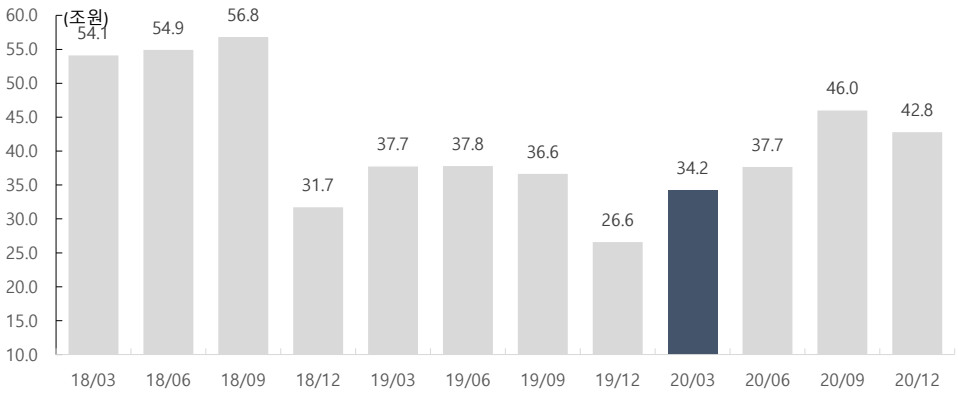
1분기 실적시즌 전망

보수적인 시각은 2분기까지

삼성전자가 지난해 4분기 깜짝 실적을 공개한 이후 2020년 상반기 실적 개선에 대한 기대감은 커졌었다. 지난 1월까지 한국수출 회복은 기대에 미치지는 못했으나 2월 이후 수출모멘텀이 개선되어 이익모멘텀 강화가 가능할 것이란 기대가 컸다. 이처럼 1분기 실적에 대한 낙관적 기대는 코로나19 악재의 등장과 함께 빠른 조정 작업이 시작된 상황이다.

현재 코스피 상장기업의 1분기 영업이익은 약 34.2조원으로 예상된다. 이는 연초 약 36조원 보다 하향 조정된 수치이며, 지난해 같은 기간과 비교해 약 9.1% 감소된 수준으로 1분기까지 이익모멘텀은 회복되지 못하고 악화되는 것으로 확인된다.

[도표 9] 거래소 상장기업의 분기별 영업이익 현황 및 전망



자료: 교보증권 리서치센터

2020년 연간 실적을 가늠해 볼 수 있는 1분기 실적이 기대치에 미치지 못할 가능성이 커진다는 것은 썩 좋은 징후라고 볼 수 없다. 당장은 1분기의 실적 하향에 그칠지 모르지만, 영업환경의 변화에 따라 연간 실적 전체의 하향 조정으로 이어질 수 있고, 이는 선제적으로 주가가 상승한 기업의 밸류에이션에 부정적 해석을 이끌어 낼 수 있다. 여기에 만약 투자심리가 악화되어 고평가 논쟁으로 번질 경우 국내증시의 가격 조정이 가파르게 진행될 수 있다는 것을 주의할 필요가 있다.

현재 코스피 12개월 예상PER도 11.3배를 기록해 절대 밸류에이션 관점에서도 무조건 저평가 되어 있다는 해석이 쉽지 않다. 물론, 현재 투자환경은 저금리 환경이 지속되어 '성장'에 대한 가치를 우선적으로 대우받는 환경이라는 점을 고려할 수는 있다. 하지만 리스크 프리미엄의 상승이 기대수익률을 낮춘다는 점을 생각하면 굳이 한국증시에 대한 선택이 올바른지에 대해 의문을 가질 수 있다. 기업 입장에서도 지난해 연간 실적의 부진을 미국과 중국의 무역분쟁의 핑계로 삼아왔던 것을 2020년 1분기에는 코로나19 악재로 무마시키려는 핑계가 되어준다는 것을 생각해 봐야 한다.

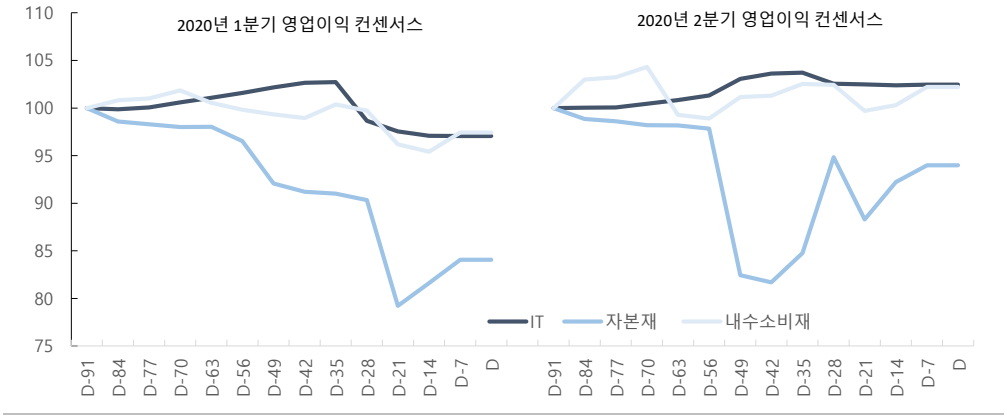
2020년 1분기와 2분기 영업이익에 대해 지난해 12월 이후 컨센서스 흐름을 자세히 살펴보려고 한다.

IT(IT,정보통신), 자본재(에너지,소재,산업재), 내수소비재(경기소비재,필수소비재) 섹터별로 영업이익 컨센서스 추이를 살펴보면,

먼저 IT섹터는 1분기 컨센서스가 코로나19 악재가 확대된 이후 하향조정이 진행되고 있다. 질병악재가 IT 영업환경에 직접적인 영향을 줄 것으로 생각되지 않으나 일부 생산 공정에 영향을 줄 수 있다는 점을 반영하기 시작되었다. 다행히 IT섹터의 2분기 컨센서스는 지난해 12월 이후 낙관적인 전망이 유지되고 있다.

내수소비재 섹터의 실적 전망은 관망세가 짙은 것으로 보인다. 코로나19 악재가 내수경제에 직접적인 타격을 입힐 것으로 예상되고 있으나 기존 실적 전망이 보수적으로 추정되었고, 일부 업종은 반사이익을 누리는 산업도 있어 최근 코로나19 악재에 대한 컨센서스의 민감도가 크지 않은 것으로 해석된다.

[도표 10] 거래소 상장기업의 주요 산업별 1 분기, 2 분기 영업이익 컨센서스 추이



자료: 교보증권 리서치센터

국내증시 전체의 관점에서 걱정스러운 것은 자본재 섹터의 실적 전망이 악회되고 있다는 점이다. 경제심리가 위축될 경우 수주모멘텀에 의지해야 할 자본재 산업은 실적 부진 시점이 앞당겨질 수 있다. 또한 생산현장의 문제가 등장하는 만큼 여러 비용적 요소의 증가가 단기 실적에도 부정적 영향을 끼칠 수 있으며, 자본재 산업에 대한 부양정책도 현 정부의 정책 방향의 사각지대에 위치하고 있다는 단점을 포함하고 있다.

결론적으로 2020년 상반기 이익모멘텀이 개선되는데 상당히 많은 제약요인이 있다는 점을 인지할 필요가 있고, 이 같은 열악한 투자조건을 정부와 정책당국도 파악해 맞춤형 지원대책을 마련하는 것이 시급해 보인다. 만약 지원정책을 미리 마련하지 못할 경우 우리 가계의 고용환경이 악화될 수 있다는 것을 알아야 한다.

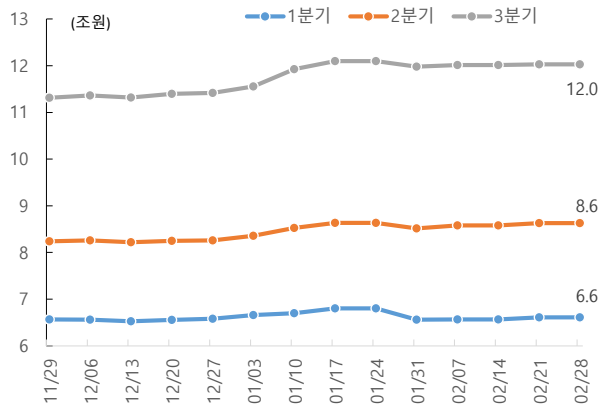
반도체는 괜찮을까?

철옹성 같은 반도체 기업들의 2020년 상반기 실적도 조금씩 변화가 감지되고 있다. 삼성전자의 1분기 영업이익 컨센서스는 약 6.6조원으로 조금 낮아졌다. 최근 원/달러 환율이 급등해 환율 효과를 기대할 수 있는 것과 신규폰(S20, Z플립) 출시에 호평을 얻었던 것을 감안하면 조금 보수적인 예상치라고 볼 수 있다. 역시 다행스러운 것은 1분기 실적 전망이 소폭 하향 조정된 것과 무관하게 2분기와 3분기 예상 영업이익은 각각 8.6조원, 12.0조원으로 연간 실적증가 추이는 크게 바뀌지 않고 있다.

코로나19 악재를 제거한 투자환경을 생각하면 어쨌든 미중 무역합의가 그 동안 미뤄진 글로벌 기업의 서버D램 수요를 자극할 수 있고, 성장산업에 대한 투자가 강화될 경우 동행할 수 있는 반도체 업황 회복은 신뢰가 높은 시나리오로 평가할 수 있다.

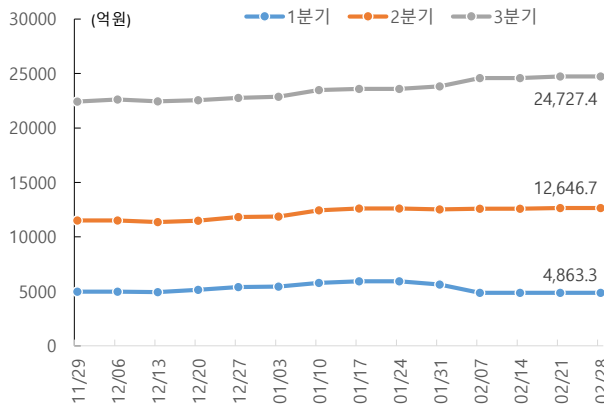
삼성전자와 마찬가지로 SK하이닉스 역시 1분기 예상 영업이익은 5천억을 밑돌 것으로 예상되지만, 2분기 이후로 1조원대 영업이익 복구가 가능할 것으로 예상되고 있어 여전히 IT 섹터와 한국증시를 지탱하는 것은 반도체 산업이라는 것에 이견은 없다.

[도표 11] 삼성전자 분기별 영업이익 컨센서스 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 12] SK 하이닉스 분기별 영업이익 컨센서스 추이



자료: 교보증권 리서치센터

반도체 주가를 지탱하는 것은 실적 뿐이다. 한국경제가 2020년 상반기 예상치 않은 어려움을 겪게 되더라도 반도체 업종은 미국 기술주와 동행하며 다른 대우를 받을 수 있을 것으로 보인다. 하지만, 기대했던 실적 마저 달성하지 못할 경우 그 역풍도 만만치 않을 수 있다는 것을 주의해야 한다.

Event Driven - 코로나19 대응책, 트럼프

코로나19 대응책, 기대를 해볼 수 있지만, 주의도 필요

코로나19 충격을 실제 체감할 수 있는 상황까지 직면한 만큼 이 충격을 줄이기 위한 경제 정책의 등장을 주목할 필요가 있다. 우리 정부도 긴급 추경편성을 포함한 시중 유동성 공급 등과 같은 안정장치를 논의하는 것은 코로나19 악재가 당장 내수경제에 상처를 남길 가능성을 파악한 것으로 볼 수 있다. 코로나19 발병국가인 중국도 분위기는 다르지 않다. 이미 예대금리 인하조치 등을 통해 실질적인 금리인하 카드를 꺼낸 것을 포함해 각종 보조금 지급 등과 같은 정책을 수행하고 있다는 것은 금융시장의 투자심리에 도움을 줄 수 있다.

다만, 경기부양정책의 등장과 미국의 입장을 분리해 생각해 볼 필요도 있다. 이미 중국 정부는 코로나19 피해로 인한 중국 경기침체 우려를 차단하기 위해 부양정책 카드를 꺼내는 것을 양해해주기를 언급했지만, 본격적으로 대선 레이스를 시작하는 트럼프 정부가 1단계 무역합의 이행에 대한 강력한 주장과 약속을 어길 경우 관세 부과 등과 같은 압력 행사를 할 수도 있다. 앞으로 협력 관계를 생각할 때 트럼프 정부가 잔인하다 싶을 정도의 대응을 하지는 않을 것으로 보이지만, 가능성에 대한 행정부의 목소리 만으로도 글로벌 금융시장은 혼란에 빠질 수도 있다. 코로나19 대응책의 등장에 무작정 환호만 해서는 안된다는 뜻이다.

트럼프 발언

11월 미국 대선을 준비하는 트럼프 대통령의 목소리가 다시 커질 수 있는 시기이다. 지난 1월까지 탄핵 소추에 대한 불편함을 암묵적으로 표시하며 목소리를 낮췄던 트럼프 대통령은 조금씩 대선레이스 참전을 위한 변화를 보이고 있다. 특히 수퍼화요일을 기점으로 샌더스와 블룸버그 양강구도의 관심이 커지는 시점에 맞춰 트럼프 대통령은 자신의 존재감을 높이는 여러 발언 등을 쏟아 낼 수 있다. 트럼프 대통령은 오랜 시간 지속되는 경기 호황, 미중 무역협상의 성과를 강조할 가능성이 높으며 앞으로 지금의 환경이 유지되기 위해 자신이 재선되어야 함을 선거인단에 강조하려 할 것이다. 미중 무역분쟁이 봉합되는 상황이라면 무역분쟁을 다시 확대하는 카드를 꺼낼 여지가 있다. 특히 미국 무역대표부(USTR)는 유럽연합에서 수입하는 에어버스 항공기에 부과하는 관세 세율을 3월 18일부터 기존 10%에서 15%로 인상할 것을 밝혔고, 유럽연합이 이에 보복관세에 나설 것을 경고하고 있다. 잠시 수면 아래로 가라앉은 무역분쟁이 다시 시작될 여지가 있다.

결론적으로 3월 코스피 예상밴드는 2,050p~2,200p를 제시한다.

2월 예상밴드 보다 큰 폭으로 하향조정 되었고, 지난 1월과 마찬가지로 2,000p에 대한 위협을 가정한 시나리오로 볼 수 있다.

코로나19 악재가 사회 전반에 상당한 심리 충격을 준다는 의미에서 국내증시에 대한 비관적 전망을 부정할 수는 없다. 다만 필자가 강조하고 싶은 것은 질병 악재가 과연 코스피를 구성하는 기업의 미래가치를 그토록 훼손시킬 수 있는지에 대해서는 의문을 갖게 된다. 당장 경제활동이 위축되고 기업실적과 거시 데이터에 영향을 줄 수 있겠으나 한국정부와 경제는 질병 악재에 대한 극복 능력을 충분히 확보하고 있으며 정상화 시킬 수 있다고 신뢰한다. 그렇다면 투자심리가 위축되고 수급환경이 악화되어 일시적으로 하락하게 되어도 그에 상응하는 반격도 강할 수 있다는 믿음을 유지하기를 요구한다.

불안감을 떨치기 힘든 투자자라면 위험자산이 아닌 안전자산의 영역에 머무는 것을 상상해 보자. 당장은 금리인하 가능성이 커진 만큼 안전자산에 투자기회가 클 것으로 생각이 들 수 있으나 안전자산에 머무는 시간도 그렇게 오래 지속된다고 보기는 힘들다. 금융 스트레스를 반영하는 환율만 생각해도 올해 연말 환율이 지금 보다 높을 것으로 예상할 수 있을까? 2분기까지 이어질 수는 있겠으나 점진적으로 원화의 가치는 정상화 될 가능성이 크다.

3월 Top pick 업종은 IT, 인터넷, 게임, 자동차, 제약 등을 제안한다.

3월의 Top Pick 종목으로는,

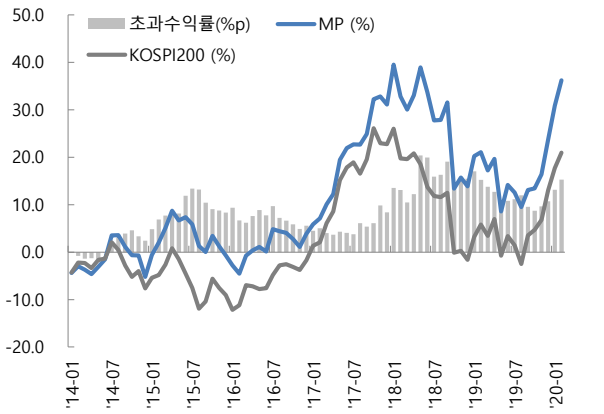
삼성전자(005930), NAVER(035420), 엔씨소프트(036570), 삼성바이오로직스(207940), 현대차(005380)등을 제시한다.

2월 교보 모델 포트폴리오 Review

지난 2월 당사 모델 포트폴리오(이하 MP)의 성과는 2/21 종가 기준 +4.12%의 절대 수익률을 기록, 벤치마크인 KOSPI200(+2.77%) 수익률을 +1.34%p 상회했다. 2014년 이후 MP의 Hit Ratio는 54.05%로 전월 보다 소폭 상승했다. 현재까지 누적 수익률은 +36.23%를 기록했고, BM 대비로는 +15.25%p를 기록, 여전히 시장대비 초과 수익을 기록하고 있다.

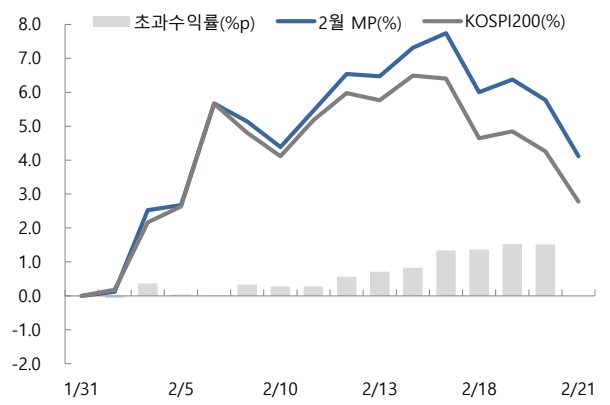
2월 포트폴리오 수익률이 BM대비 outperform을 기록한 원인은 두 가지로 해석된다. 첫째, 업종 간 수익률 양극화의 배경이 된 IT업종의 투자비중을 적절히 overweight 했기 때문이다. 삼성전자와 SK하이닉스의 편입 비중을 마켓비중 이상으로 유지해 반도체 업종 주도의 강세국면에서 소외 당하지 않았기 때문이다. 둘째, IT업종를 포함한 상승 후발주의 업종과 종목 선택이 탁월했던 결과로 보인다. 배터리, 화학 투자비중을 높임으로써 코로나19 조정 국면의 침체 상황에 수익률 방어에 도움을 얻을 수 있었다. IT 신규폰 출시 기대감을 반영해 휴대폰 부품주에 대한 편입을 한 것도 도움을 받았다.

[도표 13] 당사 모델 포트폴리오 누적 수익률 (BM 대비)



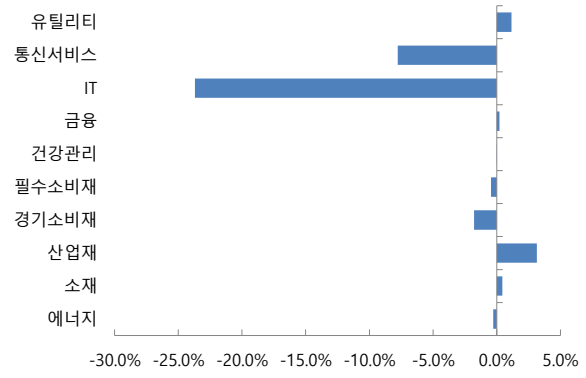
자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터 (2014년 1월 이후 월별 누적)

[도표 14] 2월 중 모델 포트폴리오 누적 수익률



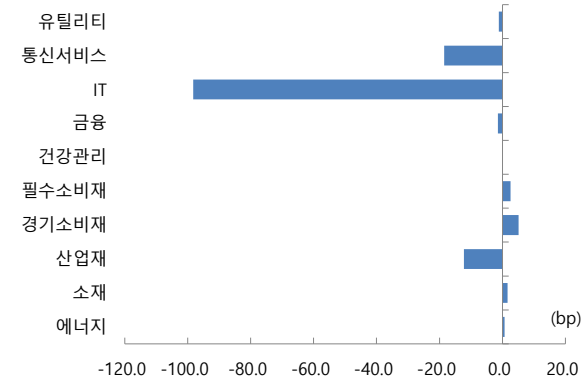
자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터 (2/21 종가 기준)

[도표 15] 2월 MP 업종별 Active Risk



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터 (2월 말 기준)

[도표 16] 2월 MP 업종 배분효과



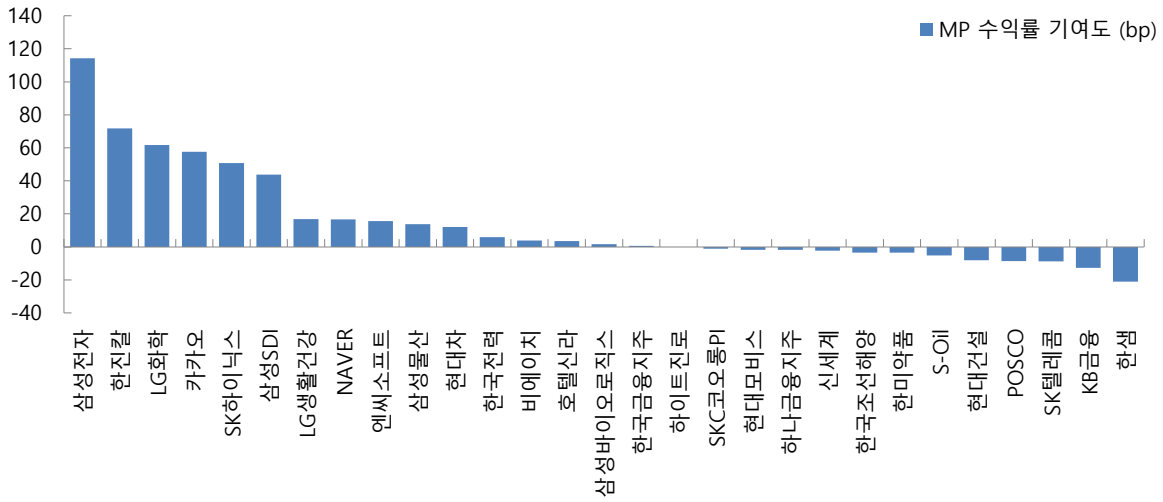
자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터 (2/21 종가 기준)

3월 교보 모델 포트폴리오

2020년 3월 모델 포트폴리오는 2개월 연속 시장 수익률을 상회하고 있어 특별히 포트폴리오 구성의 변화를 최소화하는 선택을 했다. 코스피가 단기 충격을 받은 이후 주도 업종의 선순환이 발생하기 보다 기존 주도산업의 추진력을 신뢰하는 것이 현 시장국면에 가장 올바른 선택이 될 것으로 생각된다.

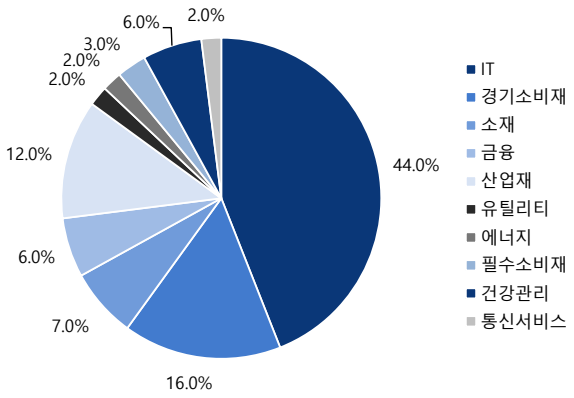
2월과 비교해 변화를 준 것은 에너지 섹터에서 S-Oil 대신 SK이노베이션을 편입한 것 하나뿐이다. 연초 이후 국내증시의 특성은 제한적 수급환경을 배경으로 주도 업종과 소외 업종의 양극화에 있음을 인지하고 기존 포트폴리오를 유지하는 것이 3월 포트폴리오 전략의 핵심으로 강조한다. 3월 MP는 종목 교체율은 3.4%이다. 3월 모델 포트폴리오 구성 종목 수는 29종목으로 전월과 동일하다.

[도표 17] 2월 모델 포트폴리오 구성종목의 수익률 기여도



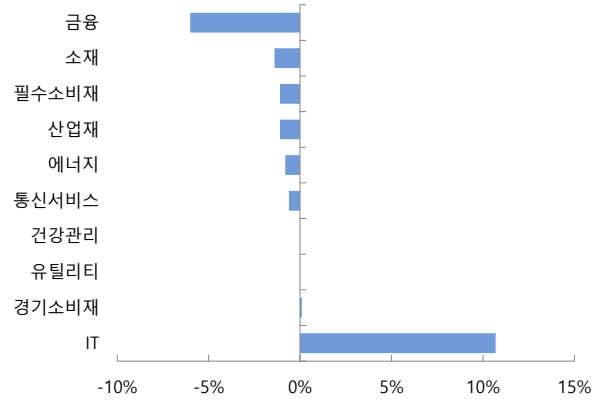
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 18] 3월 모델 포트폴리오 업종별 비중



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

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



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터 (BM 비중 1/23 종가 기준)

[도표 20] 3 월 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	0.9	2.0	1.1	0.0	(31.8)	(55.3)	7.9	3.5	8.1	18.1	0.6	0.6
소재	A005490	POSCO	1.3	2.0	0.7	0.0	5.3	(26.9)	6.6	4.9	6.0	8.3	0.4	0.4
소재	A051910	LG 화학	2.1	3.0	0.9	0.0	(19.9)	(70.6)	9.3	2.7	19.8	67.6	1.8	1.8
소재	A178920	SKC 코오롱 PI	0.1	3.0	2.9	0.0	22.8	(42.2)	15.8	9.0	27.5	47.5	4.2	4.3
산업재	A009240	한샘	0.1	3.0	2.9	0.0	(13.0)	(54.2)	15.6	6.6	17.8	38.9	2.0	1.9
산업재	A000720	현대건설	0.3	2.0	1.7	0.0	111.5	21.9	6.5	7.9	9.1	7.4	0.6	0.6
산업재	A180640	한진칼	0.2	3.0	2.8	0.0	(71.7)	적전	4.0	(15.6)	48.8	(14.5)	1.9	2.5
산업재	A009540	한국조선해양	0.6	2.0	1.4	0.0	적전	흑전	(1.5)	1.6	(40.6)	38.8	0.6	0.6
산업재	A028260	삼성물산	1.5	3.0	1.5	0.0	118.8	(32.1)	6.1	4.5	15.0	22.1	0.8	0.8
경기소비재	A051900	LG 생활건강	1.5	3.0	1.5	0.0	17.3	11.3	21.7	20.7	31.8	28.6	6.0	5.2
경기소비재	A004170	신세계	0.2	2.0	1.8	0.0	35.3	223.1	7.0	20.8	9.8	3.0	0.7	0.6
경기소비재	A005380	현대차	2.0	5.0	3.0	0.0	(40.0)	31.3	3.4	4.5	14.5	11.0	0.5	0.5
경기소비재	A012330	현대모비스	1.6	3.0	1.4	0.0	28.7	18.2	6.7	7.4	10.6	8.9	0.7	0.6
경기소비재	A008770	호텔신라	0.2	2.0	1.8	0.0	519.6	2.2	21.2	19.1	21.4	21.0	3.9	3.5
금융	A105560	KB 금융	1.2	2.0	0.8	0.0	(0.2)	0.9	9.5	9.0	4.9	4.9	0.4	0.4
금융	A086790	하나금융지주	0.7	2.0	1.3	0.0	8.9	10.2	9.0	9.0	4.2	3.8	0.4	0.3
금융	A071050	한국금융지주	0.3	2.0	1.7	0.0	21.4	31.0	14.9	17.4	6.3	4.8	0.8	0.7
필수소비재	A000080	하이트진로	0.2	3.0	2.8	0.0	134.3	(74.3)	2.5	0.7	67.9	264.6	1.7	1.8
IT	A090460	비에이치	0.1	4.0	3.9	0.0	61.8	(0.4)	40.2	32.8	8.4	8.5	2.6	2.2
IT	A005930	삼성전자	25.3	23.0	-2.3	0.0	15.8	(49.1)	20.3	8.8	9.1	17.8	1.6	1.5
IT	A000660	SK 하이닉스	5.4	5.0	-0.4	0.0	50.1	(84.5)	39.0	5.2	4.5	29.2	1.4	1.4
IT	A035420	NAVER	2.2	3.0	0.8	0.0	(10.6)	(30.5)	13.7	8.8	43.9	63.2	5.1	4.7
IT	A035720	카카오	1.2	3.0	1.8	0.0	(43.4)	131.0	1.6	3.4	202.5	87.7	3.1	2.8
IT	A036570	엔씨소프트	1.0	3.0	2.0	0.0	3.6	(3.0)	16.3	17.6	31.8	32.8	4.7	5.1
IT	A006400	삼성 SDI	1.7	2.0	0.3	0.0	14.0	(33.2)	6.4	4.1	30.2	45.1	1.8	1.7
건강관리	A207940	삼성바이오로	2.3	4.0	1.7	0.0	흑전	(86.2)	8.0	1.1	92.3	671.4	7.1	7.3
건강관리	A128940	한미약품	0.2	2.0	1.8	0.0	(31.2)	10.7	5.7	6.4	74.3	67.1	4.2	4.2
통신서비스	A017670	SK 텔레콤	1.3	2.0	0.7	0.0	29.8	(67.5)	17.2	4.8	5.2	16.0	0.7	0.7
유틸리티	A015760	한국전력	1.2	2.0	0.8	0.0	적전	적확	(1.9)	(2.6)	(12.4)	(9.1)	0.2	0.2

자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터 (베타: 60개월 기준, 업종/종목 비중은 2/21 종가 기준)