



아래 보면 절벽 위를 보면 절경

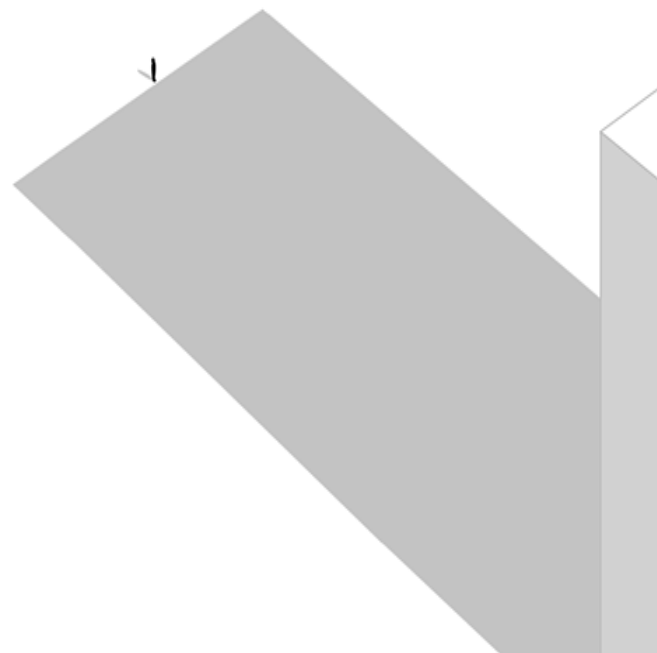
국내증시의 상승 랠리가 계속되고 있다. 2017년 이후 가장 긴 상승이 이어지며 추가 상승에 대한 기대와 단기 조정에 대한 불안감이 공존하고 있다.

단기 하락을 감지하는 감각적 본능은 현재 잘 작동되지 않고 있다. 일시적 충격도 저가매수 기회일 것이란 공감대가 형성되어 있기 때문이다.

가격이 급락하는 것은 누구에게나 공포스럽다. 중장기 투자시선을 어디에 고정시키느냐가 더욱 중요하다.

SUMMARY

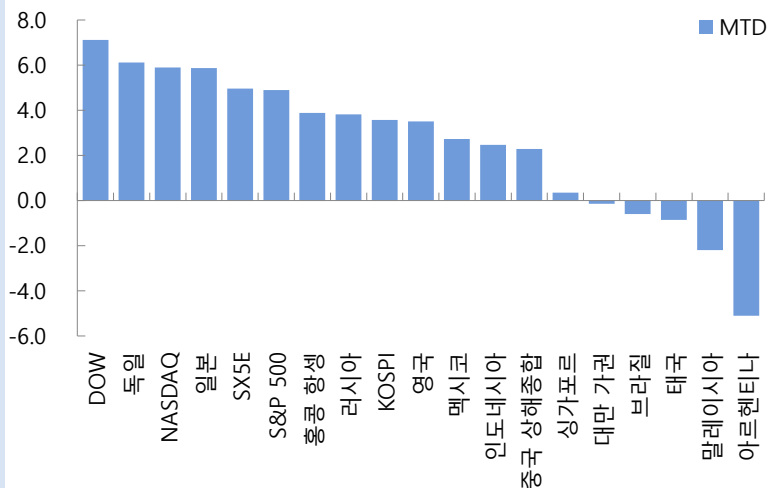
- 경제심리 회복은 막막, 투자심리는 불안불안, 하지만 결과적으로 본 주식시장은 승승장구하는 모습이다. 지난 3월 폭락의 충격에서 벗어난 국내증시는 5개월째 상승을 이어가고 있다. 강력한 반등 이후 재하락의 걱정을 수개월 째 해오고 있으나 코스피는 걱정의 벽을 빠르게 타고 오르며, 지난해 연중 고점을 상회하고 있다. 쉽 없이 급등한 탓에 단기 조정은 얼마나 아플까 싶은 노파심을 항상 가지고 있다.
- 9월 시장전망 자료를 작성하며 제시한 타이틀은 “아래 보면 절벽, 위를 보면 절경” 이다. 높은 곳에 오르면 오를 수록 산 밑으로 굴러 떨어지지 않을까 항상 불안할 수 밖에 없다. 그런데 깊은 절벽이 있는 곳의 주변을 둘러 보면 산세가 절경을 이루는 곳일 가능성이 크다. 시선을 어디에 고정하느냐에 따라 그 곳에서 보내는 시간의 느낌이 다를 수 밖에 없다.
- 9~10월 중 주식시장의 변동성이 커질 가능성에 대해 고민해 보았다. 잠재적인 불안요소는 차고도 넘친다. 생소한 악재는 아닐지라도 추가 상승에 불편함을 가져올 수 있는 상황이라면 미리 생각해 보는 차원에서 정리를 해 보았다.
- 자료의 겉 표지를 보면 마치 절벽에 서있는 느낌을 받는다. 하지만 옆의 그림처럼 절벽이라 생각한 암흑이 오를 수 있는 높은 목표의 그림자일 수 있다는 생각을 갖도록 하자.



8월 주식시장 리뷰, 9월 주식시장 전망(요약)

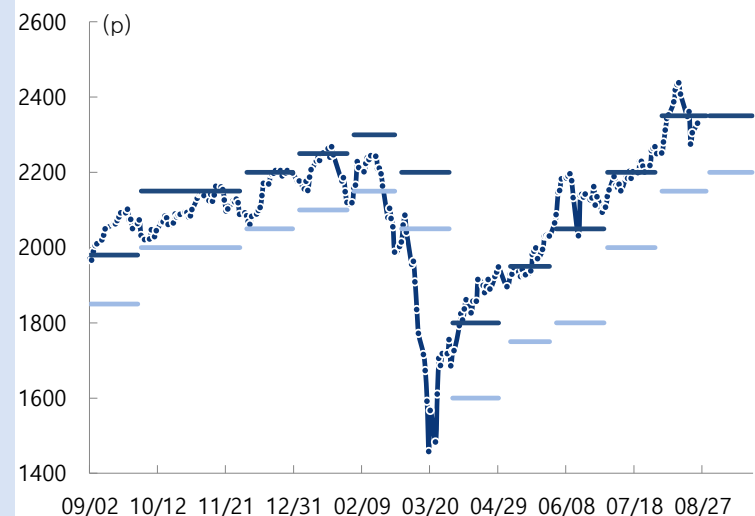
- 8월 주식시장은 한 때 코스피 기준 2,400p를 상회하는 강세를 보였지만, 외국인과 기관투자자의 순매도 확대 영향으로 상승세가 둔화되는 모습을 보였다. 코로나19 감염 확산이 수도권에 집중된 것도 심리적 부담이 되었다.
- 9월 주식시장은 경제활동 정상화 실패의 불확실성, 밸류에이션 부담 확대 영향으로 고점을 추가적으로 높이기 보다 저점 확인 과정이 전개될 것으로 예상된다. 유동성 환경은 여전히 우호적인 상태이지만, 낙관적인 미래 상황을 혼란스럽게 만들 수 있는 시나리오의 등장으로 관망세가 짙어질 가능성이 높아 보인다.
- 중장기 상승 추세가 훼손되지는 않겠지만, 호흡을 가다듬어야 할 가을의 시작이 될 것으로 예상된다.

8월 글로벌 주요국 증시 수익률



자료: 교보증권 리서치센터

코스피 예상 밴드와 추이, 9월 예상밴드 2,200p~2,350p

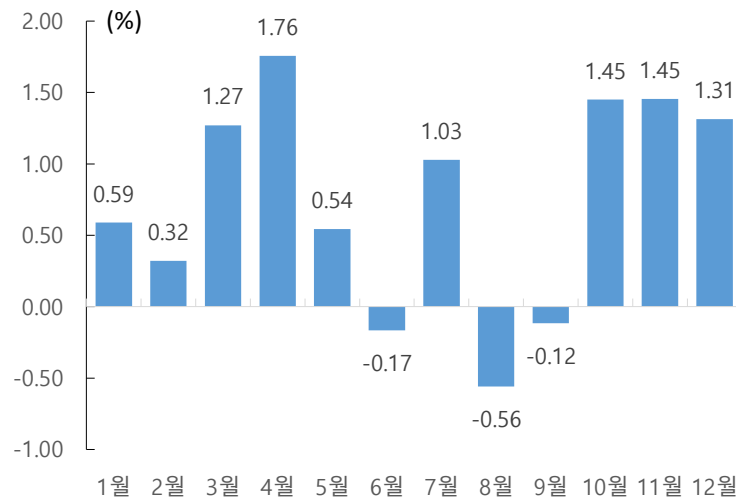


자료: 교보증권 리서치센터

조금은 다른 느낌의 2020년 가을

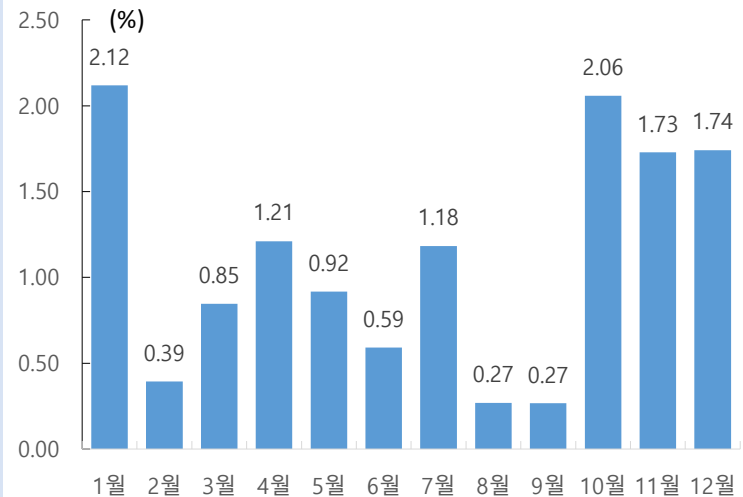
- 지겨운 장마의 여름이 지나가고, 청명한 가을이 시작되려 한다. 일반적으로 가을은 마음의 여유가 생기고, 왕성한 경제활동을 기대할 수 있으나 올해는 그렇지 못할 듯 싶다. 코로나19의 2차 감염확산을 차단 하더라도, 환절기 영향에 의한 건강관리 부담이 어느 때 보다 크기 때문이다.
- 통계적으로 9월 주식시장은 수익률이 부진했던 시간으로 기록된다. 1990년 이후 9월 미국증시(S&P500 기준)는 마이너스 수익률을 기록했고, 나스닥 지수를 기준으로도 상승률이 가장 낮은 것으로 확인된다.

S&P500 지수의 월 평균 수익률(1990년 이후)



자료: 교보증권 리서치센터

Nasdaq 지수의 월 평균 수익률(1990년 이후)

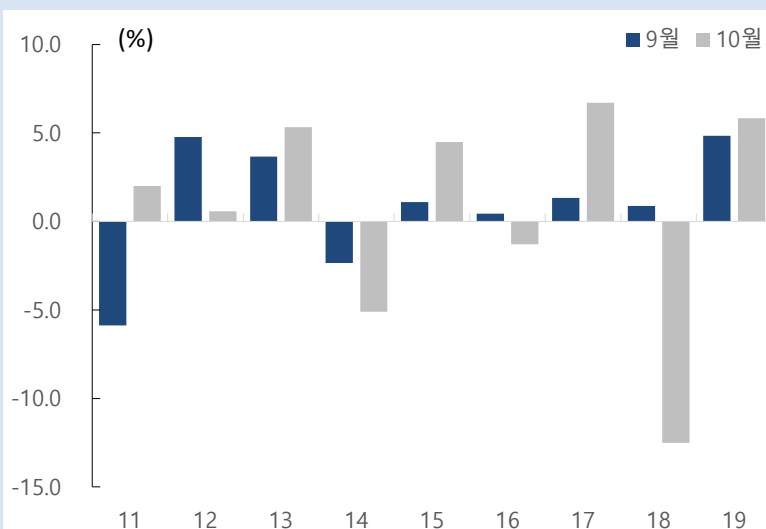


자료: 교보증권 리서치센터

초가을 한국증시, 변동성 확대된 경우가 많아

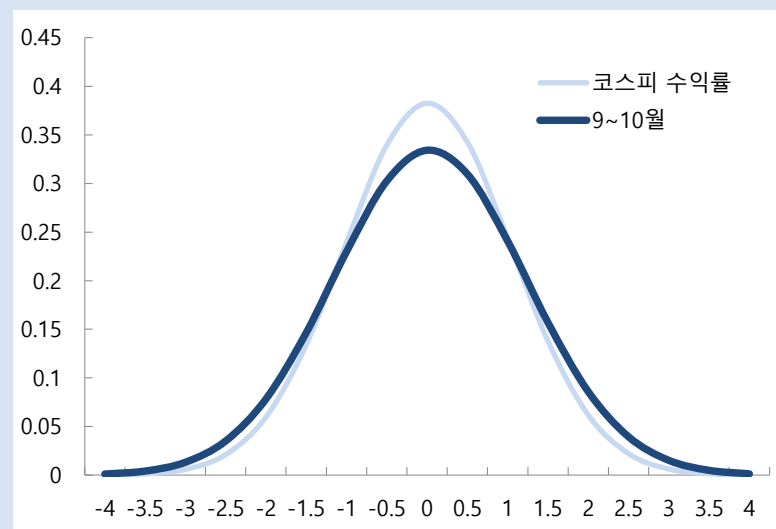
- 통계적으로 한국증시의 9월과 10월 수익률을 살펴보면 꼭 하락위험이 크다고 단정지을 수는 없다. 2011년 미국 신용등급 강등, 2014년 출구전략, 2018년 무역분쟁 악재에 충격을 받은 경우가 있으나, 다른 기간에는 강한 상승을 기록한 경우도 없지 않다.
- 2011년 이후 코스피 일간 수익률과 9~10월 수익률의 정규분포 곡선을 산출해 보면, 초가을 시장수익률 변동성이 크다는 점을 확인할 수 있다. 이 같은 결과는 연말시즌 및 다음해에 대한 기대와 우려가 주식시장에 선행적으로 반영되며 나타난 결과로 해석된다.

국내증시 9월, 10월 수익률(Kospi 기준, 2011년 이후)



자료: 교보증권 리서치센터

코스피 일간 수익률 및 9~10월 수익률의 정규분포

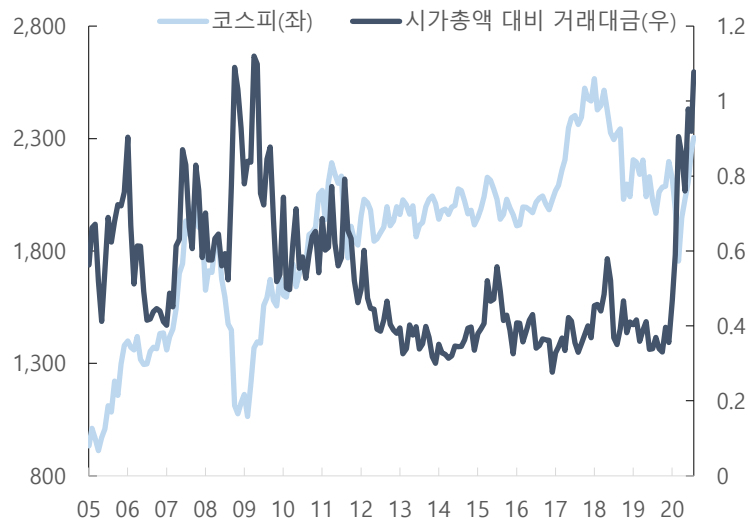


자료: 교보증권 리서치센터

시장에너지 풍부하지만, 일시적 방전 경계해야

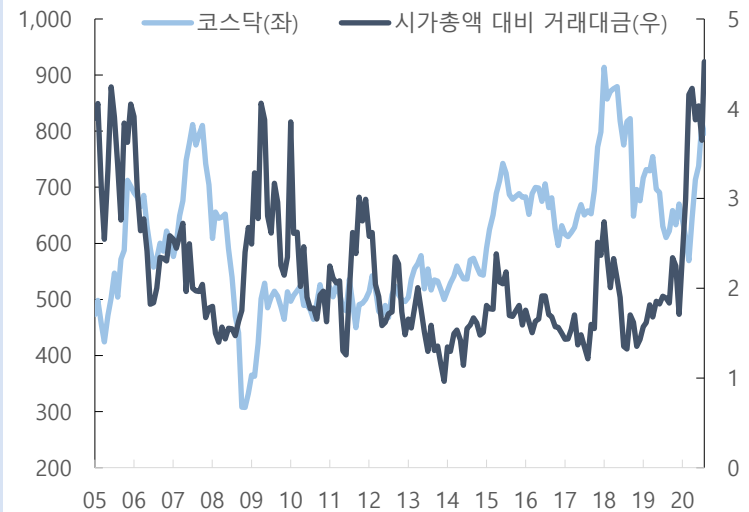
- 8월 국내증시에서 주목할 만한 특징 중에는 거래량 감소, 거래대금 증가이다. 8월 거래소시장에서 거래량은 전월 대비 70%를 밑돌고 있다. 하지만 일평균 거래대금은 시가총액 대비 1%를 상회할 만큼 시가총액 상위 종목의 쏠림 현상이 확대되었음을 확인할 수 있다.
- 코스닥 시장도 일평균 거래대금이 시가총액의 4%를 상회할 만큼 시가총액 상위 종목의 편중이 심화되었음을 확인할 수 있는데, 이 같은 쏠림현상이 지속되다가 생소한 돌발 악재가 등장할 경우 일시적인 공백 현상이 주식시장의 변동성을 확대시킬 수 있다.

코스피와 시가총액 대비 일평균 거래대금(20ma) 비중



자료: 교보증권 리서치센터

코스닥과 시가총액 대비 일평균 거래대금(20ma) 비중

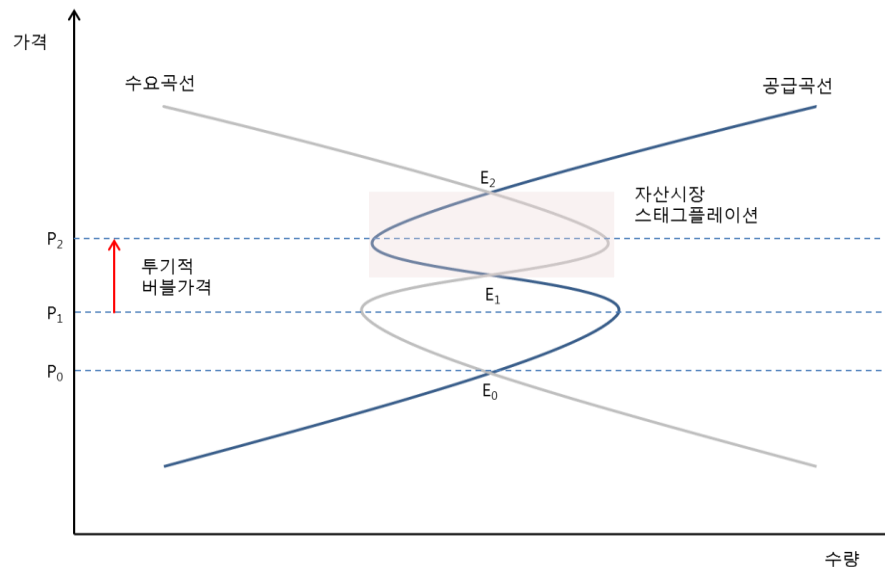


자료: 교보증권 리서치센터

자산시장의 거품 징후, 공급 증가가 호재일 수 없다

- 팬데믹 경기침체 이후 글로벌 주식시장이란 자산시장에 새로운 공급은 제한되고 있다. 반대로 글로벌 중앙은행이 공급한 풍족한 유동성을 바탕으로 투자수요가 강해진 것이 2020년 강세장을 설명할 수 있다.
- 공급을 상회하는 수요가 존재한다는 것은 가격이 오르는 것에 충분한 이유가 된다. 그런데 공급이 확대되는 것을 호재로 인식하며 가격이 상승하는 것은 과열 양상이 커진 것을 의미한다.

자산의 공급 확대가 호재로 인식되고 제한된 수요에서 가격이 상승하는 것은 투기적인 버블 가격

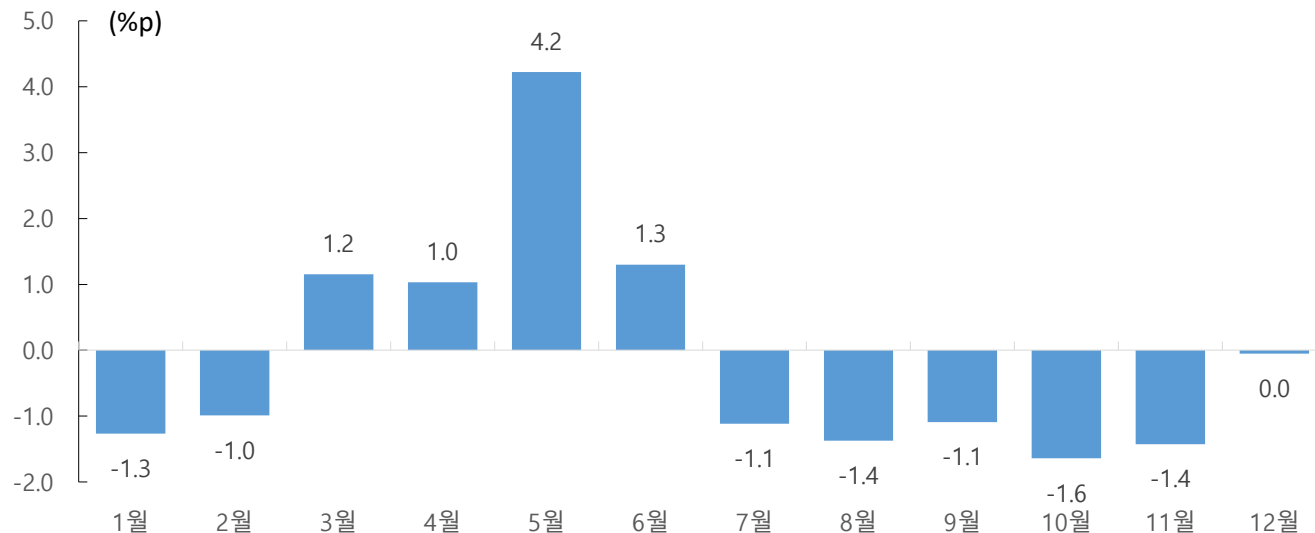


자료: 김광수경제연구소, 교보증권 리서치센터

3분기 실적시즌을 앞두고 무슨 일이 벌어질까?

- 실망스러운 2분기 실적을 뒤로 하고 3분기에 대한 기대감이 커질 수 있는 시간이다. 이익모멘텀을 측정할 수 있는 이익수정비율(Revision ratio)의 미분값(전월차)을 활용해 1년 중 월별로 실적전망에 대한 시각이 어떻게 바뀌는지 확인이 가능하다. 통상 4~5월 중 애널리스트의 실적 전망이 낙관적으로 제시되고, 3분기 이후로는 기대치에 대한 하향조정이 진행됨을 확인할 수 있다. 펀더멘탈 모멘텀 개선을 반영한 현재 주가 수준에서 이익추정치의 하향 조정은 밸류에이션 고평가 논쟁을 더욱 키울 수 있다.

월간 이익수정비율의 미분값(전월차, 2010년 이후)



자료: 교보증권 리서치센터

달러화 약세에 대한 복잡한 해석

- 지난 7월 이후 가파른 하강곡선을 그리던 달러화 가치가 약세를 지속하고 있다. 8월 중순 이후 하락 강도가 약해지는 모습을 보이고 있어 9월 이후 강세 전환 가능성에 대한 고민을 할 수 있게 된다.
- 흥미로운 것은 7월 달러화 약세를 토대로 거래소 시장에서 순매수 전환을 했던 외국인이 같은 조건임에도 8월에는 다시 순매도 전환을 했다는 점이다.

9월의 향방이 궁금해 지는 달러화 추이



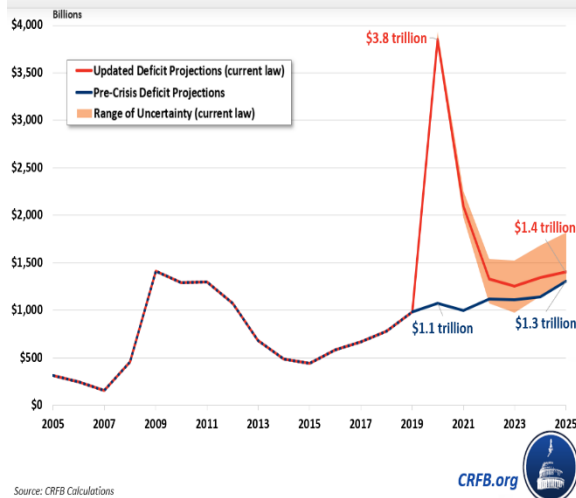
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

미국정부 2020년 회계연도 마감

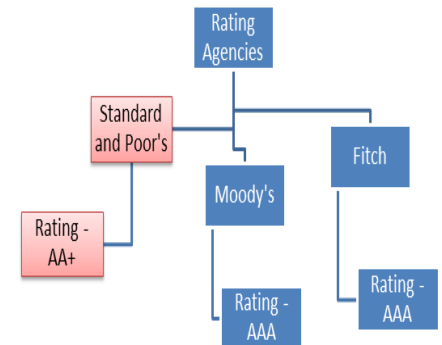
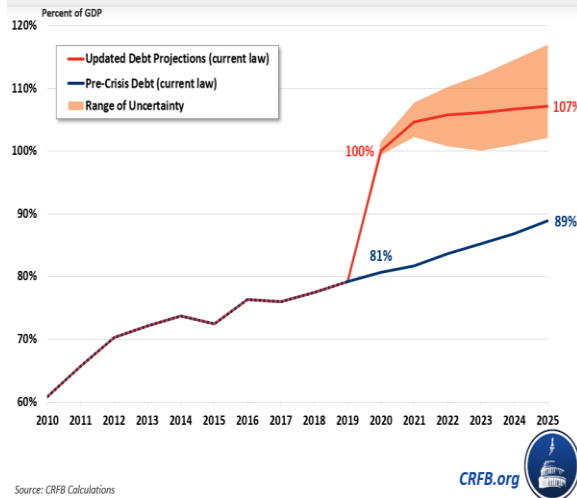
- 지난해 미국정부의 재정적자 규모는 약 9,800억 달러를 기록해 심각한 재정수지 문제를 지적 받았다. 2020년 회계연도 결산을 앞둔 미국 재정적자는 경기부양 패키지법(CARES Act) 지출 영향으로 더욱 심각할 것으로 평가된다. 미 의회예산국(CBO)은 올해 재정적자가 3.7조 달러에 이를 것으로 예상되고 있다. 지난해 79% 였던 연방정부의 부채비율은 올해 101%, 내년 108%로 높아질 것으로 예상된다. 미국 국가신용등급의 강등 논쟁이 본격화 될 것으로 예상된다.

기하급수적으로 증가하는 미국 정부 부채, 그리고 신용등급 강등 논쟁

The Federal Deficit Will Reach Record Levels



Debt Will Equal Size of Economy This Year

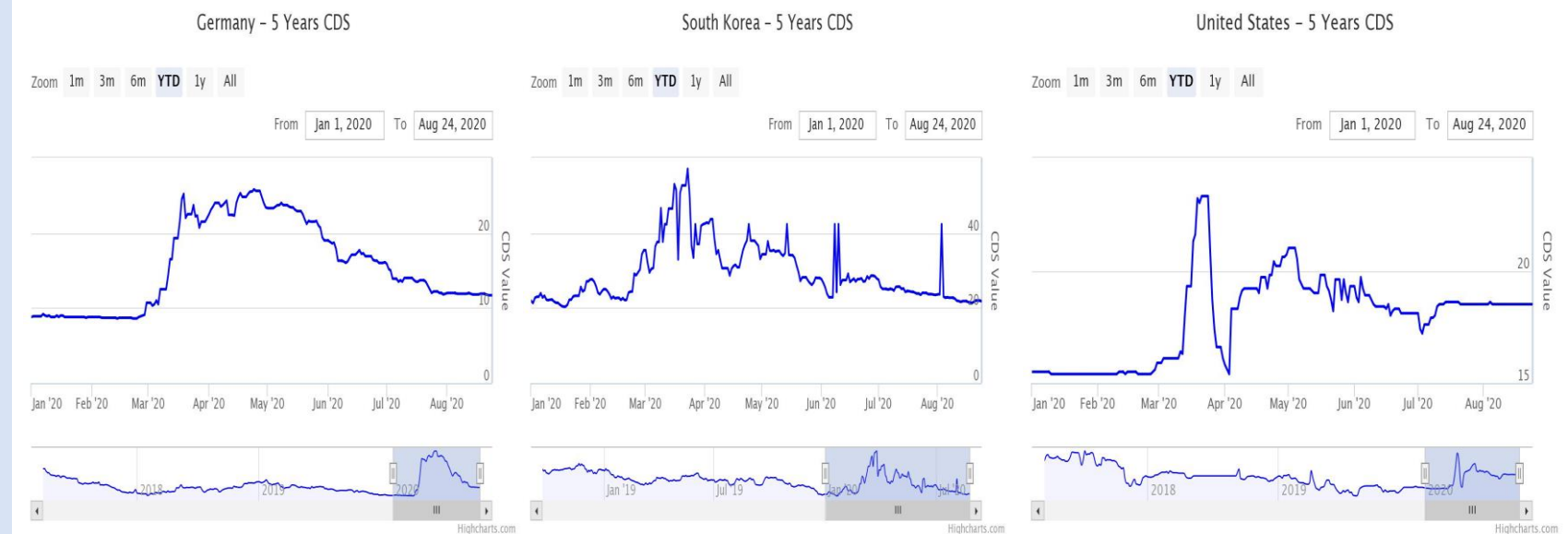


자료: 교보증권 리서치센터

미국에 대한 의혹의 시선

- 지난 10년간 이어온 글로벌 장기 호황과 코로나19 관련 경기침체 충격으로 인해 국가 부도위험은 한층 증가했었다. 정부와 중앙은행의 신속한 대처로 금융시장은 안정을 되찾고 부도위험이 완화되었으나 유독 미국 5년 신용 부도 스와프(CDS) 프리미엄이 코로나19 이전 수준으로 복귀되지 않은 것이 주목된다.
- 정상적 경기상황에 복귀할 경우 안정될 수 있으나 불확실한 미국경제에 대한 전망이 해소되지 못했다는 점은 앞으로 극복해 내야 할 숙제가 될 것이다.

독일과 한국, 미국의 5년 만기 CDS 프리미엄 추이



자료: 교보증권 리서치센터

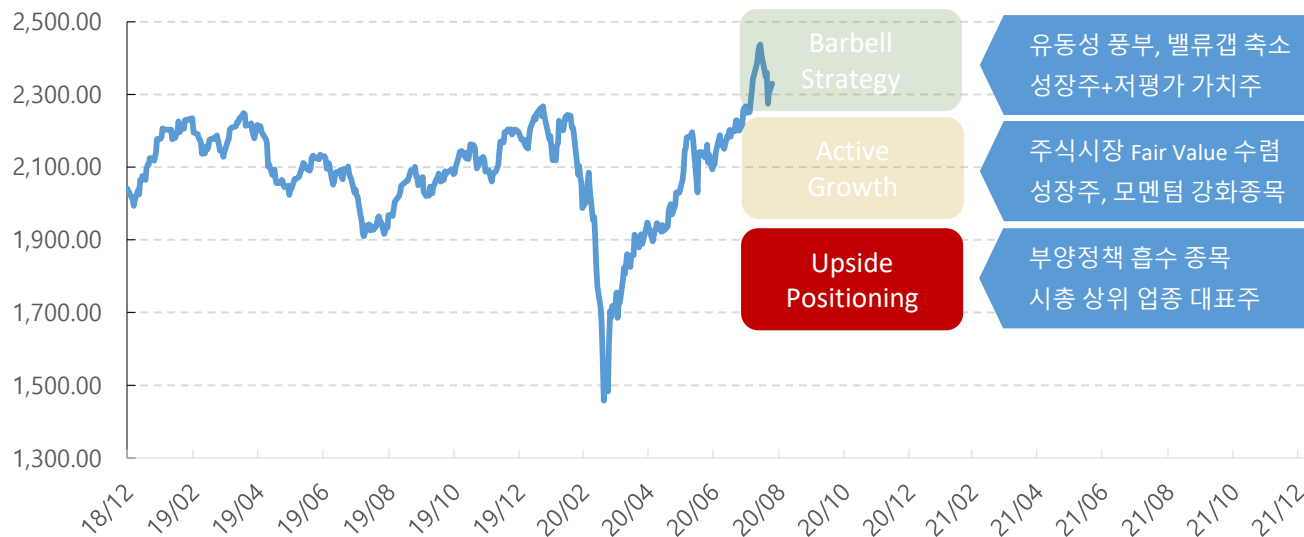
밸런스를 잃지 말아야 한다는 차원의 9월 증시 전망

- 파도가 출렁이는 바다에서 항해를 막 시작한 배의 키를 잡은 상태에서 주변 환경을 무시하며 함부로 방향을 전환할 수는 없다. 이미 몇 개월 전부터 시장 전문가들 사이에서 제기된 단기 조정 가능성을 잘 극복하며 국내증시는 순항을 이어가고 있다.
- 코스피의 상승 논리는 바로 주변에서 확인이 가능하다. 저가매수를 대비하며 대기하고 있는 풍부한 유동성, 경기 상황은 개선되지 않았지만, 결국 극복해 낼 것이란 희망찬 자세, 생존하지 않으면 미래는 없다는 우리 기업의 결연한 자세 등 추가 상승밸리의 조건은 차고도 넘친다.
- 필자가 굳이 9월 주식시장에서 변동성 확대를 대비할 필요성을 강조한 것은 시장 친화적인 정책이 가동되어 왔고, 다행히 투자심리를 안정시켰지만, 경제활동의 실질적 변화를 일으키는데 역부족이지 않았나 싶은 우려 때문이다. 경제심리를 되살리는 것도 중요하지만, 이 기회에 지속성장 가능한 체질 개선이 병행되어야 한다. 앞으로 논의되는 경기부양정책은 소득 보전과 같은 현재 상황에 대한 도움 보다 ‘투자’분야에 실질적인 지원이 더욱 중요하다고 생각된다. 여론을 의식한 초단기 부양정책은 부작용을 낳을 위험 더욱 커질 것으로 생각된다.
- 미국 정부의 2019 회계연도를 마감하며 미래에 대한 준비에 대해 격렬한 논의가 있을 것으로 예상된다. 특히 2달 반 가량 남은 11월 미국 대선 영향으로 경제정책과 관련한 의견을 엇갈림은 커질 수 있다.
- 글로벌 주식시장은 ‘코로나19’라는 불확실한 변수 조차 잘 극복해 왔지만, 한치 앞을 예상할 수 없는 차기 지도자, 정책 담당자의 언변에 어지러움을 느끼는 시간을 보낼 수 있다. 이마저도 잘 극복해 낼 수 있다면 2021년 주식시장은 희망적인 한 해가 될 것이다.

코스피 지수 영역에 따라 선택적 전략 수립 필요

- 연말까지 성장주와 가치주(경기민감주)로 구성된 바벨 전략은 유지될 것으로 예상된다. 유동성이 풍부한 2,300p 이상 영역에서는 상대적 저평가로 인식되는 가치주의 관심 확대가 유효한 투자환경으로 평가된다.
- 다만, 투자심리가 냉각되어 2,300p 이하를 위협할 경우 코로나19의 경제 악영향이 경기민감주에 더욱 크게 작용할 가능성이 있다. 중장기 관점에서 성장주에 대한 투자수요는 지속될 가능성이 높다는 점은 바뀌지 않을 것으로 생각된다.

코스피 지수 영역별 선택적 전략

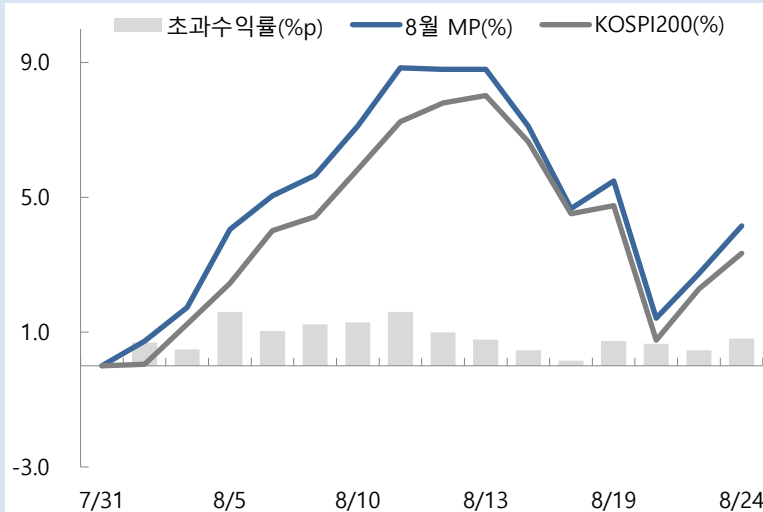


자료: 교보증권 리서치센터

8월 모델 포트폴리오 리뷰 및 평가

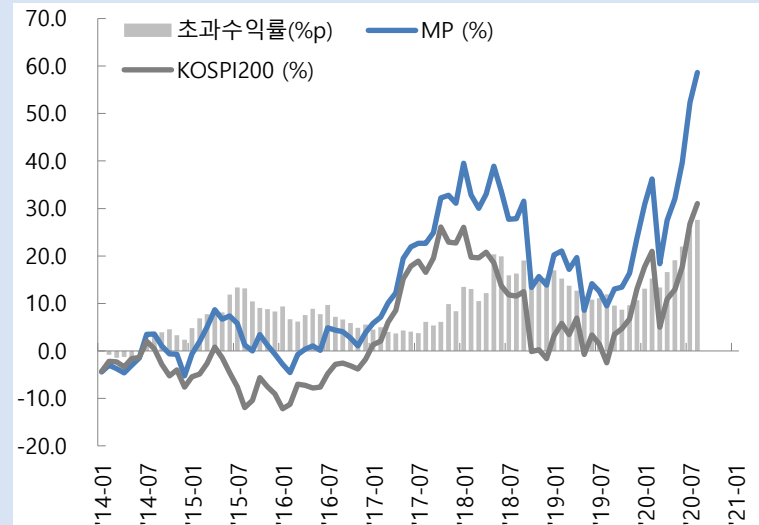
- 8월 모델 포트폴리오 수익률은 4.15%를 기록 벤치마크(KOSPI200) 대비 0.81%p 상회한 결과를 보임
- 2014년 이후 MP의 Hit Ratio는 57.50%로 전월 대비 소폭 상승했으며, 현재까지 누적 수익률은 58.62%를 기록 시장대비 초과 수익을 기록하고 있음
- 지난 2개월 동안 성장주 중심의 포트폴리오를 구성한 후 교체율을 최소화 시키는 선택이 우수한 성과를 기록한 것으로 분석됨.

8월 모델 포트폴리오 월간 누적 수익률



자료: 교보증권 리서치센터

당사 모델 포트폴리오 누적 수익률(Kospi200 대비)

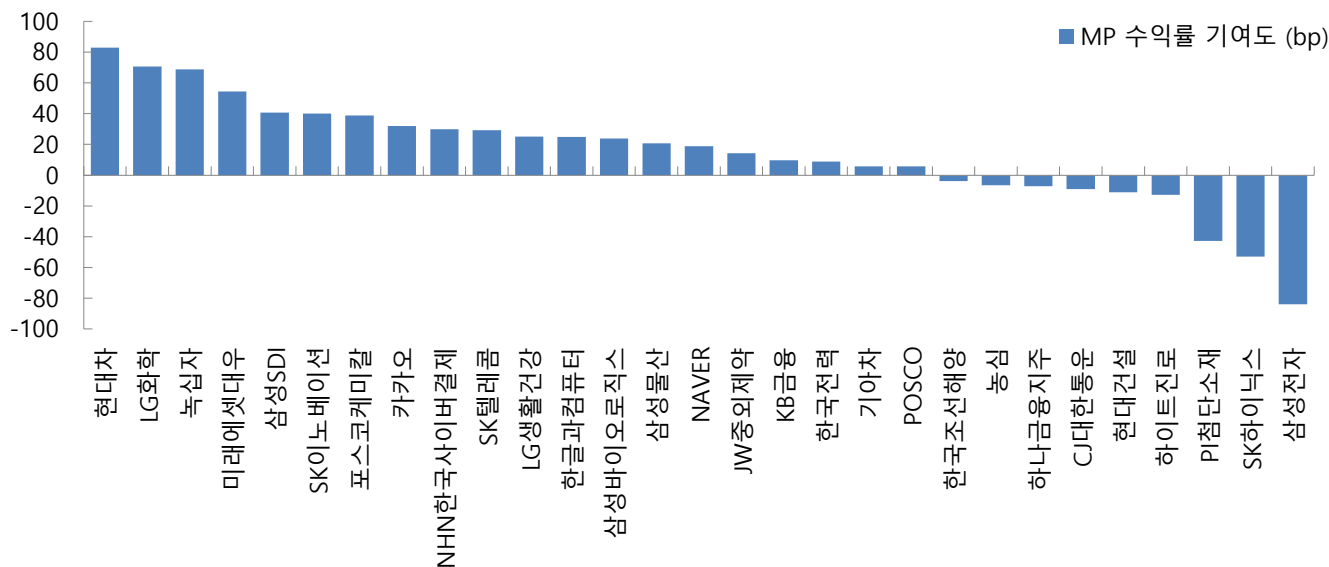


자료: 교보증권 리서치센터

8월 모델 포트폴리오 수익률 기여도 분석

- 전월 포트폴리오 전략에서 제시했던 바벨 전략의 효과가 양호한 수익률로 이어짐. 경기민감주에 해당되는 현대차, LG화학 등이 전체 MP 수익률에 높은 기여도를 보였고, 주식시장이 활황세를 보이는 것을 반영해 미래에셋대우를 편입한 것이 효과를 얻음. 전기차, 언택트 관련 기업의 편입 비중을 유지한 것도 긍정적 도움.
- 삼성전자와 SK하이닉스 등 IT 하드웨어 부문의 성과가 부진

8월 모델 포트폴리오 구성 종목의 기여도 분석

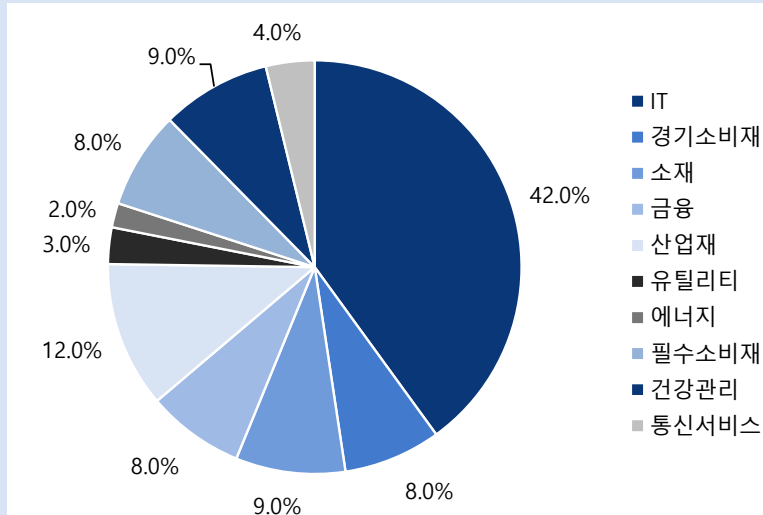


자료: 교보증권 리서치센터

9월 모델 포트폴리오 전략

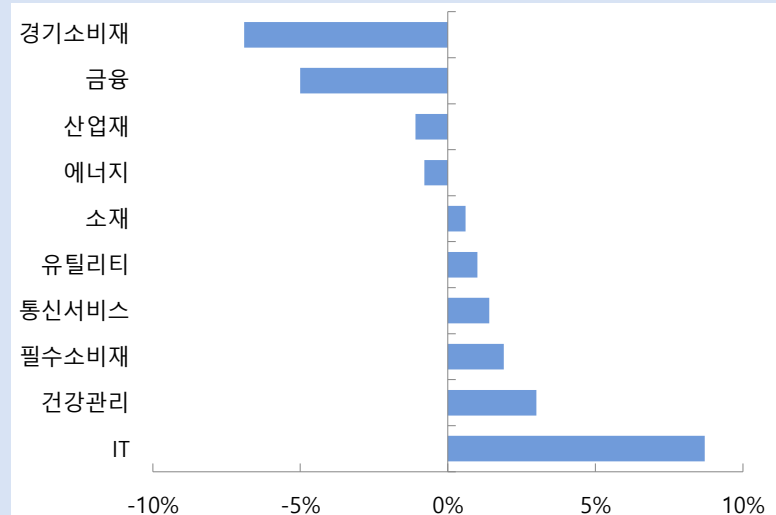
- 9월 모델 포트폴리오는 29종목의 구성종목 수를 유지했고, 3 종목에 대해 교체를 결정
- JW중외제약, 현대건설, 호텔신라, CJ대한통운, PI첨단소재를 제외하고, 한미약품, 코오롱글로벌, 한화솔루션, KT&G를 신규 편입
- 성장주 중심의 중기적 추세가 유지될 것으로 예상되지만, 주식시장 변동위험에 노출 될 수 있는 시가총액 상위 종목의 비율을 낮추고, 경제심리 변화에 영향이 제한되는 종목의 투자비중을 소폭 높임.

9월 모델 포트폴리오 업종별 비중



자료: 교보증권 리서치센터

업종별 벤치마크 대비 초과 비중(Active Risk)



자료: 교보증권 리서치센터

아래 보면 절벽
위를 보면 절경

9월 교보 모델 포트폴리오

9월 모델 포트폴리오(1)

(단위: %, X)

섹터	코드	Name	시장 비중	MP 비중	MP -시장	베타	EPS증가율(%)		ROE(%)		PER(배)		PBR(배)	
							2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
에너지	A096770	SK이노베이션	0.9	2.0	1.1	0.9	(61.2)	적전	3.5	(10.4)	22.3	(8.3)	0.7	0.8
소재	A003670	포스코케미칼	0.4	2.0	1.6	0.7	(19.5)	(53.3)	13.1	5.1	50.2	107.3	6.0	5.4
	A005490	POSCO	1.1	2.0	0.9	1.2	27.1	(51.8)	4.9	2.3	8.1	16.8	0.4	0.4
	A051910	LG화학	3.3	3.0	-0.3	1.0	(68.9)	131.8	2.7	6.1	120.1	51.8	3.1	3.0
	A009830	한화솔루션	0.3	2.0	1.7	1.5	42.1	48.8	4.3	6.6	19.7	13.2	0.8	0.8
산업재	A003070	코오롱글로벌	0.0	3.0	3.0	1.8	191.2	68.9	-	16.0	7.2	4.3	-	0.6
	A009540	한국조선해양	0.4	2.0	1.6	1.3	흑전	(3.2)	1.6	1.6	32.0	33.1	0.5	0.5
	A028260	삼성물산	1.4	2.0	0.6	1.2	(44.5)	20.5	4.5	4.7	23.6	19.6	0.9	0.8
경기소비재	A051900	LG생활건강	1.6	2.0	0.4	1.3	15.9	0.3	20.7	17.8	34.5	34.4	6.2	5.4
	A005380	현대차	2.3	3.0	0.7	1.3	107.9	(13.5)	4.5	3.8	14.5	16.8	0.6	0.6
	A000270	기아차	1.1	3.0	1.9	1.6	76.4	(29.2)	7.3	4.9	8.3	11.7	0.6	0.6
금융	A105560	KB금융	1.0	3.0	2.0	0.9	9.0	(6.6)	9.0	7.8	4.6	5.0	0.4	0.4
	A086790	하나금융지주	0.6	2.0	1.4	1.3	10.7	(9.2)	9.0	7.8	3.5	3.8	0.3	0.3
	A006800	미래에셋대우	0.4	3.0	2.6	1.7	35.9	10.1	7.4	7.4	11.9	10.8	0.7	0.6
필수소비재	A033780	KT&G	0.8	2.0	1.2	0.3	25.5	(2.5)	13.5	12.4	10.3	10.6	1.2	1.2

자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

주: 베타 60개월 기준, 업종/종목 비중은 8/24 증가 기준

9월 교보 모델 포트폴리오

9월 모델 포트폴리오(2)

(단위: %, X)

섹터	코드	Name	시장 비중	MP 비중	MP 시장	베타	EPS증가율(%)		ROE(%)		PER(배)		PBR(배)	
							2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
필수소비재	A004370	농심	0.1	3.0	2.9	0.2	(10.9)	83.1	3.9	6.9	29.2	16.0	1.1	1.0
	A000080	하이트진로	0.2	3.0	2.8	0.6	(65.7)	1349.5	0.7	10.4	363.7	25.1	2.4	2.5
IT	A005930	삼성전자	22.0	25.0	3.0	1.1	(47.0)	13.5	8.8	9.4	17.6	15.5	1.5	1.4
	A000660	SK하이닉스	3.6	4.0	0.4	0.6	(84.1)	67.2	5.2	8.4	22.2	13.3	1.1	1.0
	A035420	NAVER	3.4	3.0	-0.4	1.1	(26.0)	93.4	8.8	14.6	109.9	56.8	8.1	6.8
	A035720	카카오	2.2	3.0	0.8	1.1	241.4	122.8	3.4	7.5	181.6	81.5	5.8	5.7
	A030520	한글과컴퓨터	0.0	2.0	2.0	0.7	173.4	130.1	8.6	16.7	23.7	10.3	1.9	1.5
	A060250	NHN한국사이버	0.1	2.0	1.9	1.0	70.0	10.0	23.0	23.2	53.6	48.7	10.6	9.8
	A006400	삼성SDI	2.0	3.0	1.0	0.8	(28.6)	(2.5)	4.1	3.9	61.6	63.2	2.4	2.3
건강관리	A207940	삼성바이오로직스	3.6	4.0	0.4	1.4	(79.7)	438.1	1.1	6.0	1194.2	221.8	13.0	14.3
	A128940	한미약품	0.2	2.0	1.8	0.8	85.0	(3.4)	6.4	6.0	75.6	78.3	4.7	4.6
	A006280	녹십자	0.2	3.0	2.8	1.1	(61.8)	290.3	1.2	4.8	248.0	63.5	3.0	2.9
통신서비스	A017670	SK텔레콤	1.3	4.0	2.7	0.7	(64.9)	33.9	4.8	6.3	17.8	13.3	0.8	0.8
유틸리티	A015760	한국전력	0.8	3.0	2.2	0.7	적합	흑전	(2.6)	2.6	(7.1)	7.2	0.2	0.2

자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

주: 베타 60개월 기준, 업종/종목 비중은 8/24 종가 기준

Epilogue.. 빨리 뛰면, 넘어질 확률도 높아 진다

- 청명한 가을 날씨가 시작되면, 학창시절 운동회가 생각난다. 코로나19 감염 확산의 영향으로 올해는 옛 추억을 떠올리는 것에 그치겠지만, 운동회의 꽃은 항상 이어달리기가 대미를 장식한다. 경주를 앞두고 학생들은 미리 많은 준비를 했었을 텐데, 항상 의외의 변수는 학부모가 참여할 때 의외의 결과가 발생한다. 필자도 아이 운동회에 여러 번 참석해 보았는데 항상 넘어지는 사건(?)이 발생하곤 했다. 왜 이런 돌발 상황이 자주 발생할까?
- 이유를 정확히 파악할 수는 없겠지만, 필자의 짧은 소견으로는 ‘나이’의 영향이 가장 크지 않을까 싶다. 누구나 자신이 원하든 원하지 않든 ‘노화’를 막을 수는 없다. 건강한 신체를 꾸준히 관리 해왔다면 모르지만, 바쁜 일상 탓에 신체는 나이를 반영해 간다. 하지만 나이를 먹게 된다고 마음까지 늙는 것은 아니다. 이전 세대와 달리 다양한 문화서비스를 누려온 현재의 기성세대는 과거의 젊음이 바뀌지 않았다고 자신한다. 이 처럼 신체와 마음의 밸런스가 무너져 있다 보니, 마음만 앞서고 달리는 와중에 넘어지게 되는 것이다.
- 8월까지 주식시장이 급등하다 보니 투자자의 마음은 조금해 지기 시작했다. 일부 언론에서는 코스피가 급등했으니 향후 전망에 대해 상향 조정이 필요하지 않은지 오히려 되묻고 있다. 주식시장에 열광하는 투자자 반응을 숫자로 표현할 수 있다면 조금 더 객관적인 분석과 전망을 할 수 있겠지만, 이론적으로 쉽지만은 않다.
- 9월 주식시장을 전망하며 상단 밴드를 낮게 설정한 것이 지수 하락을 단정짓기 위함은 아니다. 조금은 불편한 투자환경을 겪을 수 있다는 대비를 할 때 오히려 그 충격이 제한될 수 있을 것이란 마음이 전부이다. 또한 2021년 주식시장을 고려할 때 에너지를 재충전할 수 있는 시간이 될 것으로 생각된다.
- 어느덧 가을이 우리에게 성큼 다가왔다.