

2022 08

2022.08.03

전환기의 시장

part 1 전략_ 전환기의 시장

part 2 경제_ 피킹 인플레이션

part 3 퀀트_ 낙폭과대 종목을 찾아볼 때



DS투자증권
리서치센터

양해정 투자전략 02.709.2651 / hjyang@ds-sec.co.kr

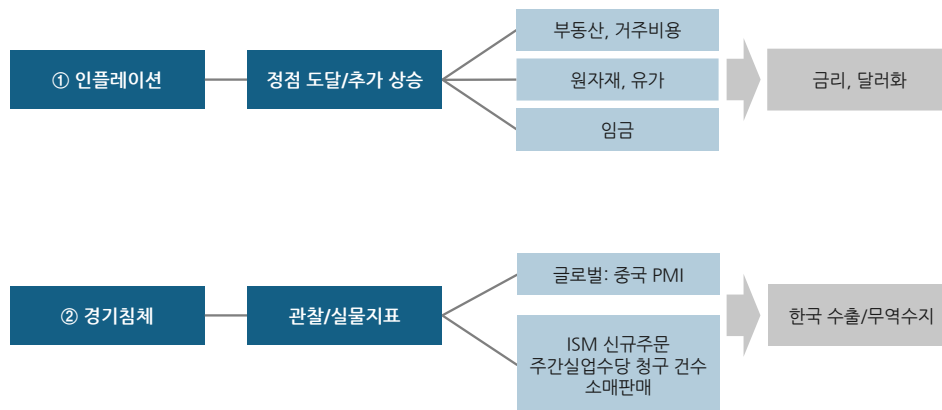
손호성 경제 02.709.2436 / s1340316@ds-sec.co.kr

남승균 퀀트 02.709. 2626 / ckdehs12@ds-sec.co.kr

전환기의 시장

- 시장은 전환기로 진입하고 있다. 금리인상이 웬만큼 진행된 가운데 경기하락이 회복으로 전환되는 신호를 찾는 과정이 진행될 것으로 본다. 코스피 밴드는 2,400~2,600pt를 제시한다.
- 실물지표 개선을 확인하기까지 낙관과 비관이 교차할 것이다. 인플레이션과 금리상승을 적응하면서 심리적인 위축 구간은 지나고 있다. 과한 하락에 대한 반등 국면이 이어질 것으로 판단한다.
- 일차적으로 가치주 영역의 삼성전자를 매수로 대응할 필요가 있다. 낙폭과대 성장주, 실적 호전의 자동차, 조선, 해운, 2차전지, 헬스케어를 추천한다.

시장 프레임과 관찰요인



자료: Quantivise, DS투자증권 리서치센터

반등 국면별 대응전략

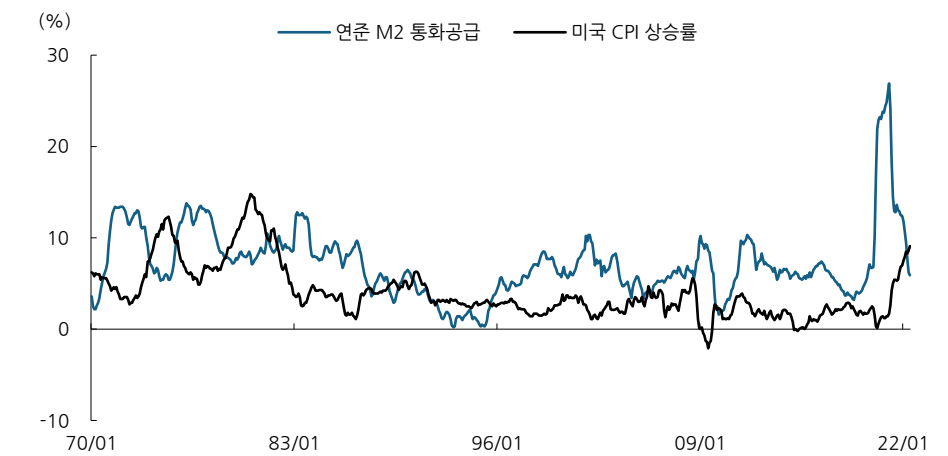
일차적 대응	반등 초기국면	경기회복 단계	반등 중기 이후
삼성전자 매수	낙폭과대 성장주	실물지표 반등	실적 호전
- PBR 1배 수준	실적 호전		- 자동차(전기차), 신재생, 헬스케어
- 가치주 영역	- 자동차, 헬스케어, 2차전지		- 조선, 해운
- 이익성장 유지	- 신재생, 조선, 해운		새로운 성장테마: 전기차, 원자력, 신재생

자료: DS투자증권 리서치센터

피킹 인플레이션

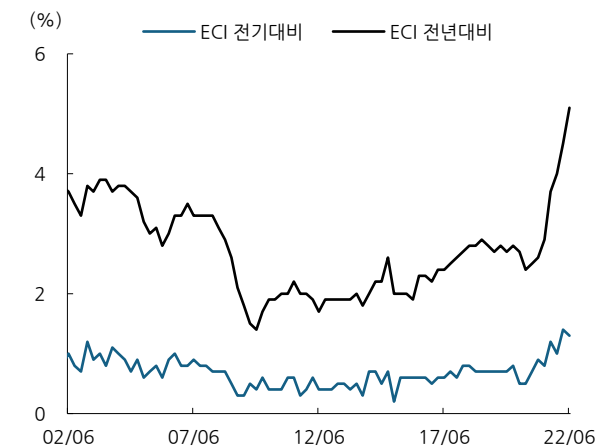
- 2분기 연속 마이너스 GDP를 기록함에 따라 인플레이션보다는 경기침체에 대한 우려로 시선이 옮겨지고 있다. 인플레이션 피크 가능성이 점차 나타나고 있지만 여전히 높은 물가는 매파적인 연준이 필요해 보인다.
- 이번 7월 FOMC에서 Fed Put, Fed Pivot 등에 대한 가능성이 나타났다. 하지만 두 가능성 모두 물가가 안정된다는 가정이 필요하다. 경기 둔화 징조가 나타나고는 있지만 타이트한 노동시장과 강한 소비 여력은 인플레이션 피크 시기를 늦추고 있다.
- 유동성 공급이 많았던 만큼 인플레이션에 대한 경계는 유지해야 한다.

미 연준 M2 통화공급 증감률, CPI 상승률



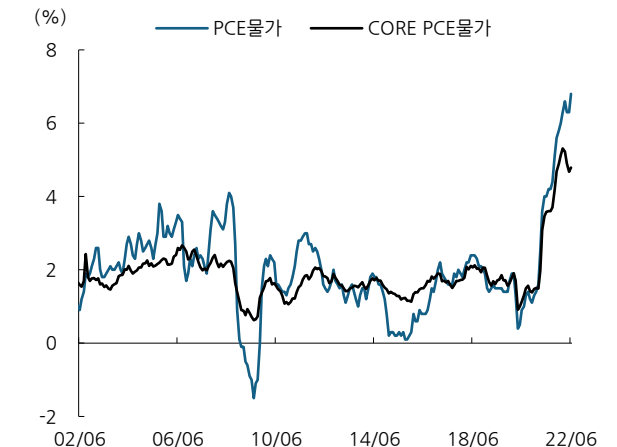
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

미국 ECI 노동비용 지수



자료: CME Fed Watch, DS투자증권 리서치센터

미국 PCE, Core PCE 가격지수

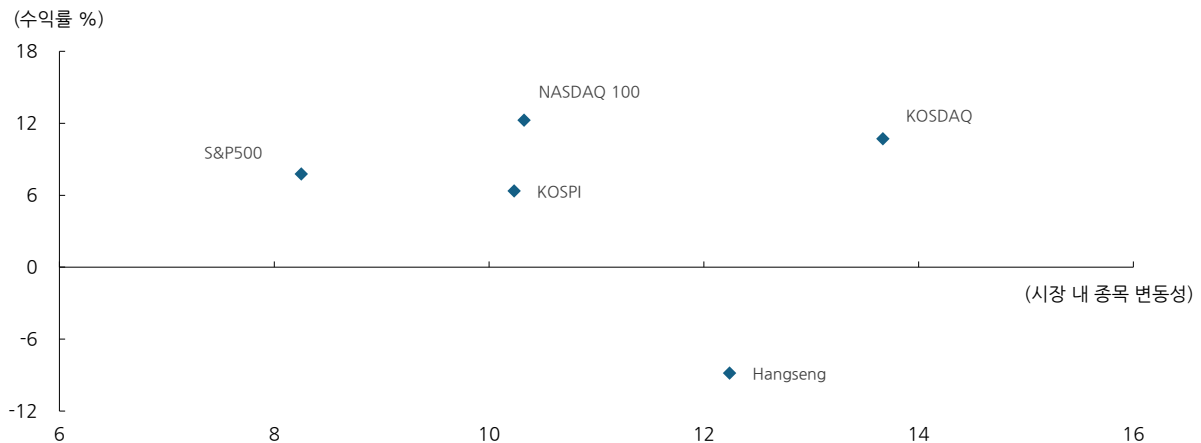


자료: Fred, DS투자증권 리서치센터

낙폭과대 종목을 짚어볼 때

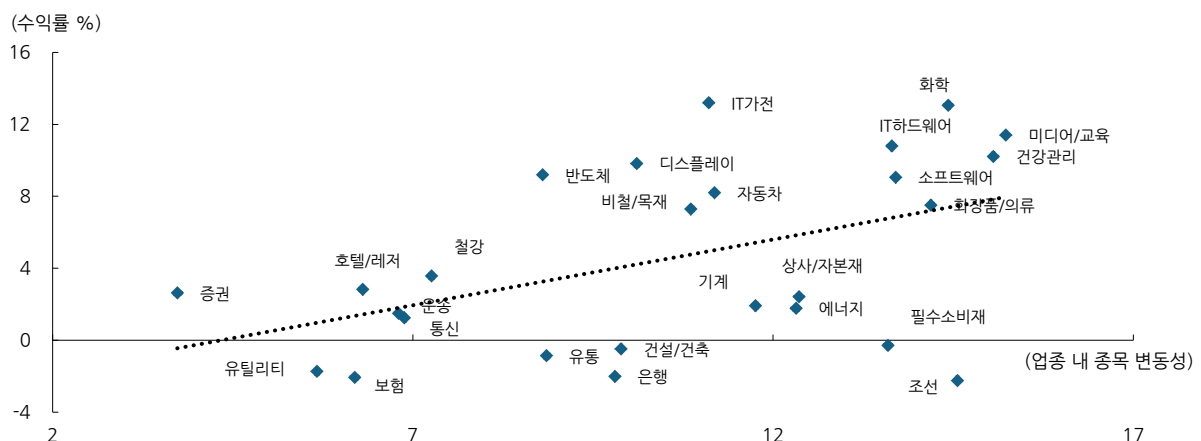
- 우리는 증시가 급락할 가능성은 낮다고 판단한다. 하락이 심했던 낙폭과대 종목을 주목할 필요가 있다.
- 업황과 종목을 분석하여 카카오페이, 주성엔지니어링, 한세실업, 하나머티리얼즈, 하나투어를 예의주시 종목으로 제시한다.

국가별 주식시장 종목변동성 대 수익률(1M)



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

국내 업종별 종목변동성 대 수익률(1개월)과 12MF 순이익 예상치 변화율(1개월)



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

Con- tents

Part 1 전략_ 전환기의 시장 06

시장 프레임
반등 국면별 대응전략

Part 2 경제_ 피킹 인플레이션 15

2분기 연속 마이너스 GDP
7월 FOMC
Fed Pivot 가능성
인플레이션에 대한 경계 필요

Part 3 퀀트_ 낙폭과대 종목을 찾아볼 때 23

국내 주식시장은 개별 종목 장세
낙폭 과대 종목

Part 01 전략

전환기의 시장

- ✓ 시장 프레임
- ✓ 반등 국면별 대응전략



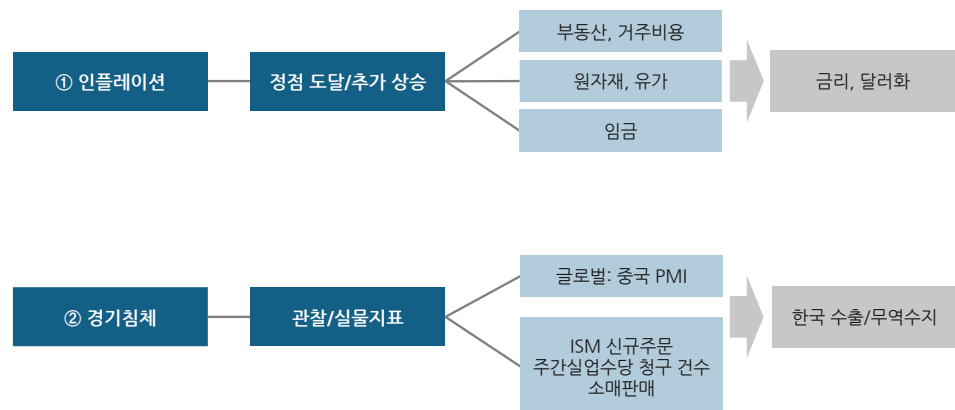
전환기의 시장

시장 프레임

인플레이션 안정과
경기회복 조합을 구현해야

인플레이션과 경기침체라는 미묘한 갈등을 적절한 금리인상으로 다뤄야 한다. 너무 과하지 않게 금리를 높여 놓는 것이 Fed의 목표일 것이다. 정책 목표가 지난 10년대와 달라진 것은 명확하다. 인플레이션 유발에서 인플레이션 안정으로 말이다. 고용은 당연히 경기침체를 만들지 않기 위한 수요를 유지해야 하니 안정이 필요하다. 적절한 수준의 실업률이다. 2분기 연속 마이너스 GDP 성장이 이미 나왔기 때문에 금리인상이 정점에 도달해 가는 과정에서 경기가 더 이상 나빠지지 않고 지표가 개선되는 모습을 보여야 한다. 인플레이션과 경기침체를 다루는 시장 프레임 속에서 앞으로 보여질 지표를 통해 대응 방향과 방법이 만들어질 것이다. 전환기적인 시장 모습을 예상한다. 반등과 실망이 교차해서 나타날 것으로 본다.

그림1 시장 프레임과 관찰요인



자료: DS투자증권 리서치센터

인플레이션과 심리지표 반등

인플레이션이 안정되어야
심리적 위축도 개선된다

인플레이션 지표가 시장에 영향을 주는 요인은 언제쯤 정점에 도달할 것인가 여부다. 인플레이션이 기정사실화 되었기 때문이다. 인플레이션이 정점 이후 낮아지기 시작하면 금리인상도 멈출 것이다. 정책금리가 더 이상 인상되지 않으면 시장금리도 안정을 찾고 변동성도 낮아진다.

자산배분의 큰 축인 금리가 안정되면 위험자산에 대한 투자 판단도 명확해진다. 연기금들이 올해 들어 부진했던 것은 위험자산뿐만 아니라 안전자산인 채권도 부진했기 때문이

다. 자산배분의 방향을 잡기 어려웠다고 볼 수 있다. 금리 안정으로 하반기 그리고 내년
에 대한 자산별 기대수익률 윤곽이 드러나면 자산배분 방향도 잡을 수 있다.

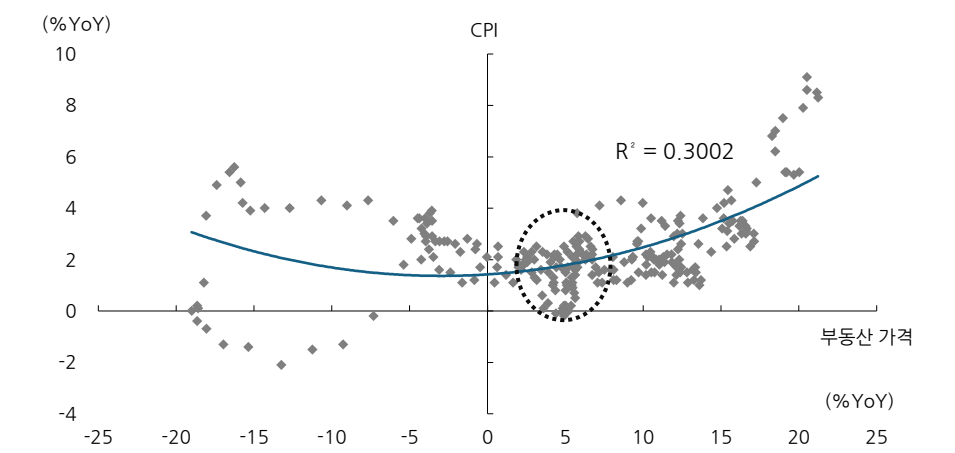
1차적으로 부동산 가격 안정이 중요

인플레이션 안정에서 중요한 지표는 부동산 가격이다. Fed가 금리를 인상할 때 가장 크
게 영향을 받는 부분도 부동산 가격이다. 부동산 가격을 통해서 인플레이션이 완화되는
시기를 가늠해 보는 것이 필요하다. 부동산 가격이 안정되면 자산 가격 상승이라는 통화
정책 확대의 부작용을 낮출 수 있기 때문에 중앙은행 입장에서는 통화정책을 실행하기가
수월해진다. 또한 부동산 가격이 안정되면 시차를 두고 주거비용인 임대료가 안정되면서
인플레이션 부담이 낮아진다.

부동산 가격 상승률이 10% 미만으로 낮아져야 한다

인플레이션 지표와 부동산 가격 상승률 관계로 보면 2~4%대 수준의 인플레이션이 유지
되는 구간에서 부동산 가격은 10% 미만의 상승을 보이는 경우가 많았다. 지난해부터 급
격히 높아지면서 20%대 수준을 보인 부동산 가격 상승률이 10%대 수준으로 낮아진다
면 인플레이션 지표도 완화되는 신호가 될 것으로 판단한다.

그림2 인플레이션과 부동산 가격의 관계



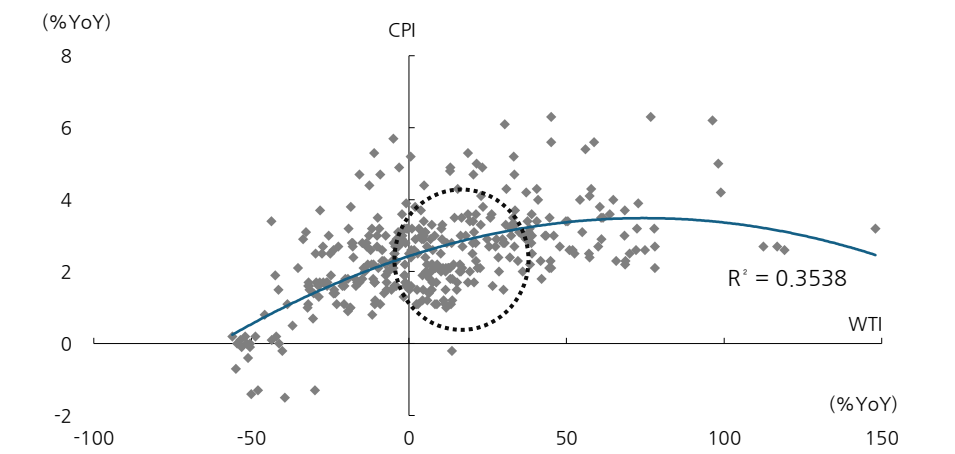
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

원유가격 안정도 인플레이션 지표 안정에 필수적인 요인이다. 다만 원유가격은 중앙은행
이 정책을 통해 제어할 수 없는 변수다. 지정학적 요인과 원유 관련 산업 투자 등이 얽혀
있기 때문에 단기적으로 급등과 급락이 나타나기도 한다. 현재로선 상반기 지정학적 문
제로 급등했던 변동성은 완화되고 있다는 점이 긍정적이다.

원유가격 상승률이
50% 미만으로 낮아지면
인플레이션 완화에 긍정적

지난해 초부터 원유가격 상승률은 50% 넘기 시작했고 이것이 지속되면서 인플레이션 논란이 커졌다. 올해 들어 100%를 넘어섰고 인플레이션은 논란이 아닌 확실하게 굳어졌다. 인플레이션과의 관계로 보면 원유 가격 상승률이 50% 미만으로 낮아지면 인플레이션도 점차 안정을 찾을 것으로 본다. 현재 수준의 원유가격이 유지된다고 가정해도 올해 남은 기간에는 유가 상승률이 안정권 수준에 들어서게 된다.

그림3 인플레이션과 유가의 관계



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

급격한 심리지표 반등이
먼저 나타날 것으로 예상

인플레이션이 정점에 가까워지면 기준금리 인상도 지금처럼 가파르지 않을 것이다. 긴축 강도가 약해지면 주식시장 불안과 함께 하락했던 심리지표 반등이 있을 것으로 본다. 현재 소비심리와 같은 지표들은 이미 금융위기보다 낮은 수준에 있다. 심리지표가 안정을 찾으면 주식시장도 반등을 이어갈 가능성이 높다. 또한 금리와 달러화 등 위험자산 흐름을 좌우하는 지표들도 위험자산 선호로 전환될 것으로 판단한다. 한국시장에 크게 영향을 미치는 환율에서 방향이 바뀌면 주식시장 수급에서 부정적이었던 외국인 수급도 원화 자산 매수로 바뀔 것으로 예상된다.

실물지표 개선의 확인이 필요하다

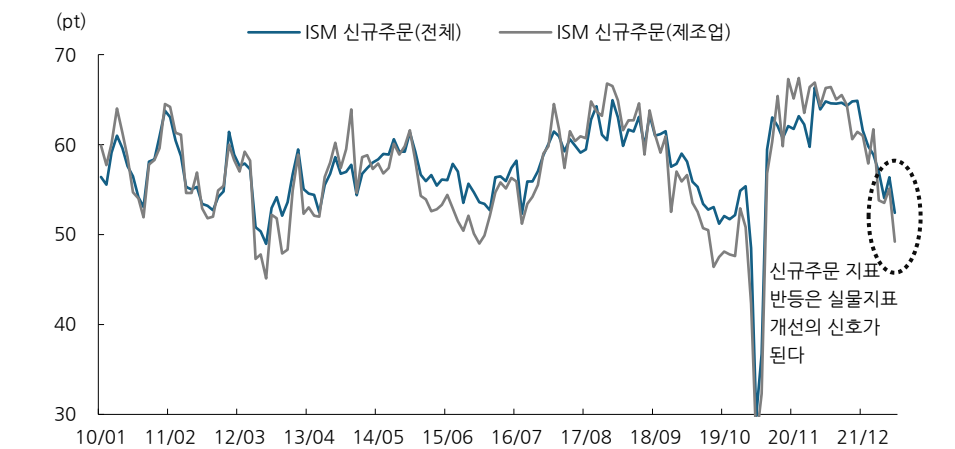
고용시장은 양호해도
실물지표는 하락

경기침체 여부를 떠나 상반기는 분명 경기와 관련된 지표가 부진했다. 특히 심리와 관련된 지표들은 08년 금융위기 수준까지 하락했다. 실물 지표들도 상승보다는 고점에서 지속적으로 내려오는 모습이었다. 코로나 팬데믹 이후 나타날 것으로 예상했던 보복 소비는 원활하지 않았다. 상황이 확실하게 종료되지도 않은 상황에서 전쟁과 같은 지정학적 불안감은 소비심리를 위축시켰다. 고용시장이 양호하긴 해도 소비심리 위축은 기업활동에 부정적인 영향을 줄 수밖에 없다.

비정상적 경로를 보여준
지표들이 제자리를 찾는
회복과정이 필요

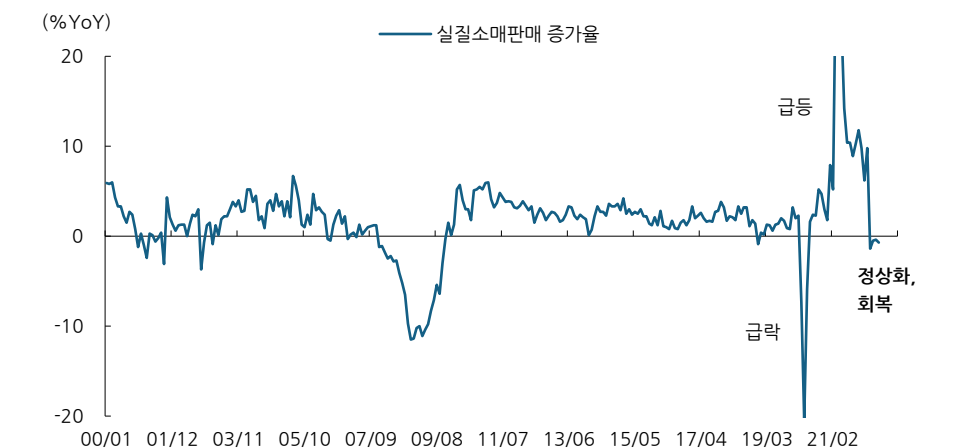
상반기 부진을 털고 8월을 지나면서 지표들의 개선이 있어야 한다. 소비심리 위축에도 소비지표 자체는 나쁘지 않다. 코로나 상황으로 일반상품과 서비스 소비에 불일치가 있지만 이는 시간이 지나면서 맞춰질 것으로 본다. 또한 인플레이션 지표가 안정을 찾고 소비심리가 바닥을 벗어나면서 소비지표부터 반등이 나타날 것으로 예상된다. 소비지표와 더불어 구매자 심리를 반영하는 신규주문 같은 지표에서 반등이 나오기 시작하면 실물지표 회복 신호로 인식할 가능성이 높다.

그림4 ISM 신규주문



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림5 소매판매



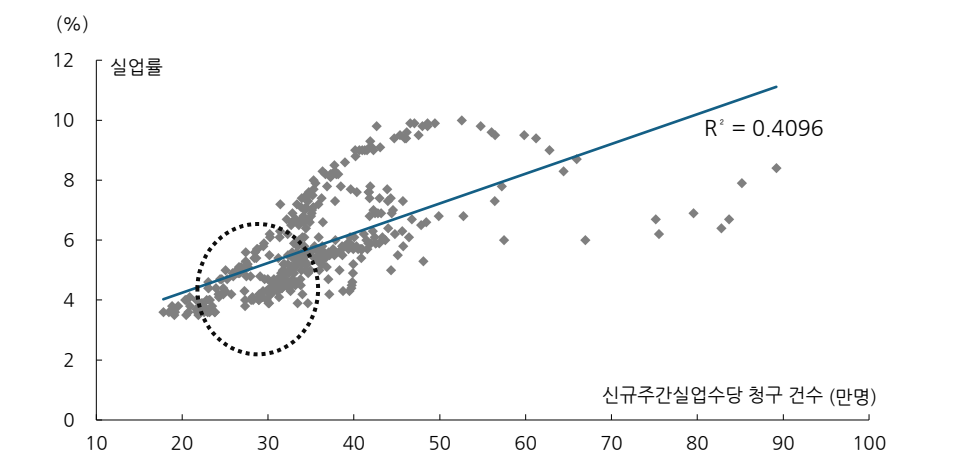
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주간실업수당 청구 건수
30만 건 중반이 고용안정의
지속성을 확인하는 기준선

경기침체 논란에도 소비 구매력이 유지되는 것은 이전과 달리 고용이 좋기 때문이다. 기술적인 침체 상황에도 이례적인 현상이다. 아무리 후행지표라 해도 고용시장 자체는 꾸준히 안정된 상태를 유지하고 있어 하반기에 급격히 위축될 가능성은 낮다고 본다. 고용 지표를 선행적으로 확인할 수 있는 것은 신규실업수당 청구 건수다. 해당 지표는 여전히 역사적 저점을 유지하고 있지만 해당 지표 상승은 실업률 상승으로 이어지는 만큼 어느 정도 수준까지 고용이 안정적일 수 있는지를 확인할 필요가 있다.

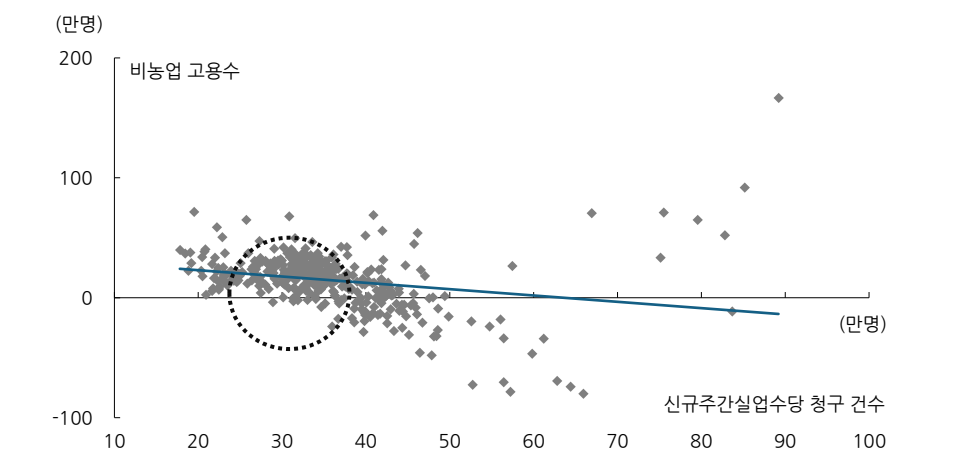
신규실업수당 청구 건수로 보면 30만 건 중반까지는 고용지표에 대해서 크게 우려할 필요는 없다고 판단한다. 30만 건 중반을 넘어서면 점차 고용 건수가 감소하기 시작하고 실업률도 6%를 넘어서기 시작한다. 현재의 긴축이 수요를 약하게 할 정도의 영향이 발생하는 시기도 30만 건 중반이 기준이 될 것으로 본다.

그림6 주간실업수당 청구 건수와 실업률 관계



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림7 주간실업수당청구건수와 비농업 고용자수



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

한국시장과 글로벌 수요

무역수지 적자는
원자재 가격 상승과
중국 경기 부진의 영향

한국시장은 주도하는 시장이 아닌 글로벌 수요를 따라가는 시장이다. 한편으론 글로벌 수요를 먼저 탐지하는 시장이기도 하다. 한국 수출지표를 주목하는 것도 글로벌 수요의 가늠자이기 때문이다. 수출지표가 양호(글로벌 수요는 침체까진 아니다)함에도 무역수지 적자가 발생한 가장 큰 이유는 원자재 가격 상승이다. 무역수지 불안은 원화 가치 하락에도 영향을 줬다.

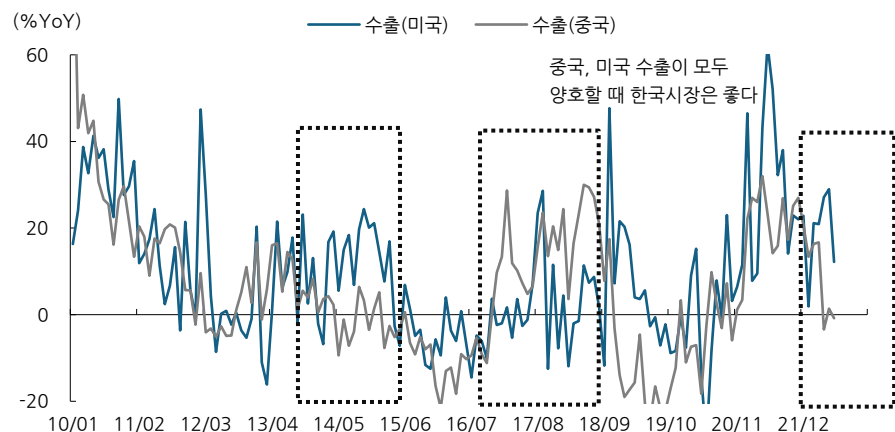
원자재 가격은
안정구간으로 진입

원자재 가격이 급등 구간을 지난 안정을 찾는 모습이 최근에 나타나고 있다. 이제 무역수지 흑자 달성의 관건은 글로벌 수요다. 미국은 기술적으로는 경기침체가 나타났고 하반기 반등의 기회를 엿보고 있다. 인플레이션 지표와 긴축강도가 정점을 지나면 미국 수요는 하반기에 나쁘지 않을 것으로 본다.

중국 경기는 회복과 하락의
경계선에서 전환기를 보내고
있다

글로벌 수요에서 가장 큰 문제는 중국 경기다. 지난해 중반부터 부진해지기 시작해 올해도 상반기 내내 부진을 이어오고 있다. 코로나 발생에 따른 봉쇄 여파도 중국 수출을 부담스럽게 하고 있다. 성장률이 거의 제로 수준에 머물고 있어 수입(중국 구매력) 자체가 약하다. 중국 경기가 V자 반등은 어려울 수 있지만 상반기보다 개선이 있을 것으로 예상된다. 중국 경기를 반영하는 구매자 관리지수가 일단 하락만 하던 구간은 지났다. 월간 단위로 아직 상승과 하락을 반복하며 경기 회복과 하락의 경계선에 있지만 중국 정부 정책은 완화된 움직임을 유지하고 있어 점차 개선을 보여줄 가능성이 높다고 판단한다.

그림8 미국 및 중국 향 수출 증가율



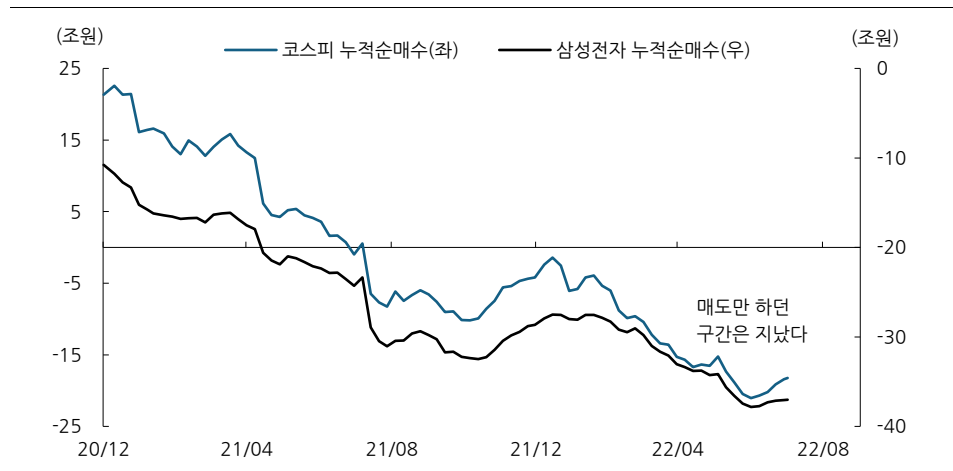
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

반등 국면별 대응전략

밸류에이션 기준 바닥권으로
삼성전자는 매수로 대응

밸류에이션이 바닥권 수준일 때 반등은 심리적인 불안감이 최악을 지나면서 나타난다. 인플레이션 지표와 긴축강도의 정점이 다가왔다는 인식이 낮은 밸류에이션과 맞물리면서 반등이 진행되고 있다. 삼성전자도 대표적이다. 삼성전자는 과거에도 밸류 지표가 너무 낮으면 매수구간이었다. 삼성전자의 성장 모멘텀이 약하지만, 외국인도 삼성전자가 가치주 영역(PBR 1배 수준)에 들어가면서 매수를 시작했다.

그림9 삼성전자와 코스피 외국인 순매수 추이



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

1차 반등은 낙폭과대 성장주
와 실적 호전 중심으로 대응

과한 하락에 대한 인식으로 하락폭이 컸던 낙폭과대 성장주는 되돌림이 있을 것이다. 여기에 실적시즌을 지나면서 인플레이션 환경에서도 실적이 좋은 업종들 중심으로 매기가 형성된다. 대표적으로 자동차, 2차전지, 조선, 해운, 신재생 관련 기업들이 해당된다.

새로운 성장테마로 신재생,
전기차 등 부각될 것으로
예상

본격적인 반등은 경기회복 신호가 명확해질 때다. 경제지표도 회복으로 돌아서고 이익 관련 지표도 상승으로 전환될 때다. 그러면서 주도업종이 나타나기 시작한다. 물론 지난 2년간 내리티브가 중심이 되어 상승했던 것과는 다르게 진행될 것으로 본다. 경기회복이 진행된다면 턴어라운드와 펀더멘탈이 중심이 되는 시장이 될 것으로 본다. 성장주에서도 실적이 확인된 기업들이 중심이 될 것으로 판단한다. 신재생과 전기차 관련 업종은 성장주 내에서 숫자가 확인되는 업종이다. 플랫폼 기업들은 지난 2년간 보였던 성장의 진통 과정이 있을 수밖에 없다. 성장 과정에서 높였던 비용요인 해소와 인플레이션 구간에서 높아진 지출을 감내하는 소비성장이 나타날 때 관심을 가져볼 수 있을 것이다.

그림10 반등 단계와 대응전략

일차적 대응	반등 초기국면	경기회복 단계	반등 중기 이후
삼성전자 매수	낙폭과대 성장주	실물지표 반등	실적 호전
- PBR 1배 수준	실적 호전		- 자동차(전기차), 신재생, 헬스케어
- 가치주 영역	- 자동차, 헬스케어, 2차전지		- 조선, 해운
- 이익성장 유지	- 신재생, 조선, 해운		새로운 성장테마: 전기차, 원자력, 신재생

자료: DS투자증권 리서치센터

Part 02 경제

피킹 인플레이션

- ✓ 경기침체 논란
- ✓ 7월 FOMC: 파월의 미세한 변화
- ✓ Fed Pivot 가능성
- ✓ 검증되지 않은 인플레이션 피크



피킹 인플레이션

경기침체 논란

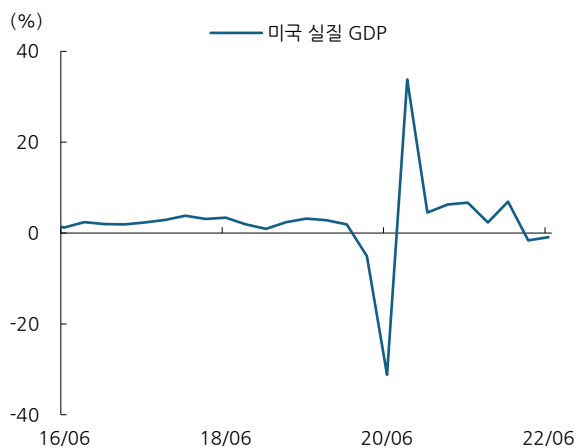
2분기 연속 마이너스 성장률을 보였지만 경기침체로 판단될 가능성은 낮음

미국 2분기 GDP가 -0.9%를 기록하며 1분기 -1.6%에 이어 2분기 연속 마이너스 성장을 기록했다. 부동산 투자가 급락한 부분이 마이너스 성장을 이끌었다는 분석도 있지만 높은 인플레이션으로 인해 명목 대비 실질 지표들이 크게 디스카운트된 부분이 경기 둔화의 주요 요인이었다. 2분기 연속 마이너스 성장은 기술적으로 경기침체로 여겨진다. 하지만 미국 경제연구소에서 이를 경기침체로 공언할 가능성은 낮을 것으로 판단된다. 과거 경기침체기에 발생했던 실업률의 상승, 소비경직 등이 나타나지 않았기 때문이다. 오히려 가계소비는 성장을 한 것으로 나타나고 고용은 호황을 나타내고 있다.

NBER(미국경제학회)에서 보는 경기침체 판단을 위해 분석하는 8개의 지표 중 5개는 (+)성장을 보임

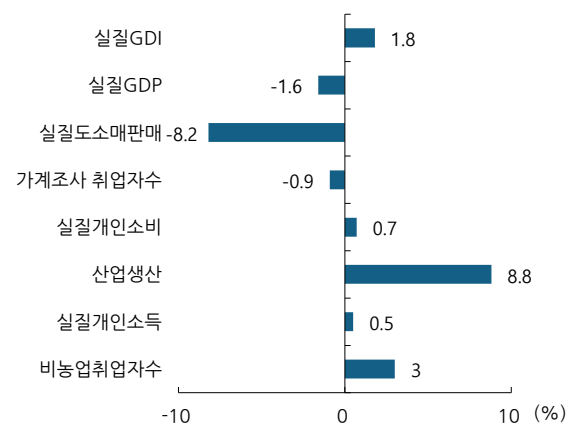
NBER이 경기침체를 구분하는 데 기준이 되는 경제지표 8개 중 3개(실질 도소매판매, 가계조사 취업자 수, 실질 GDP)만이 마이너스를 기록하고 있다. 나머지 5개의 지표는 여전히 (+)를 나타내고 있다. 특히 비농업 취업자 수와 실질 개인소득이 모두 예상치를 상회하며 증가세를 유지하고 있다는 점에서 NBER이 공식적으로 이번 2분기 연속 GDP 감소를 경기침체로 판정할 가능성은 높지 않다.

그림11 미국 실질 GDP 성장률



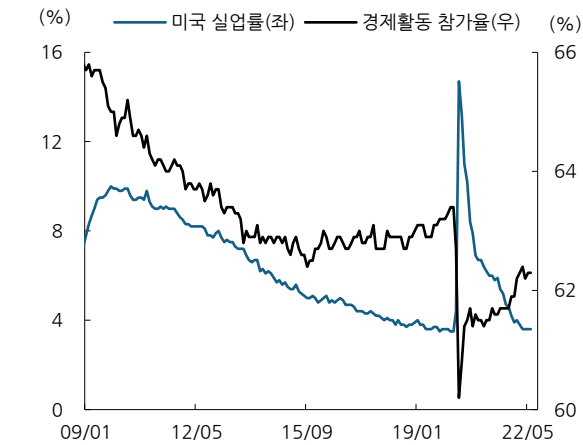
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림12 NBER 경기침체 분석지표



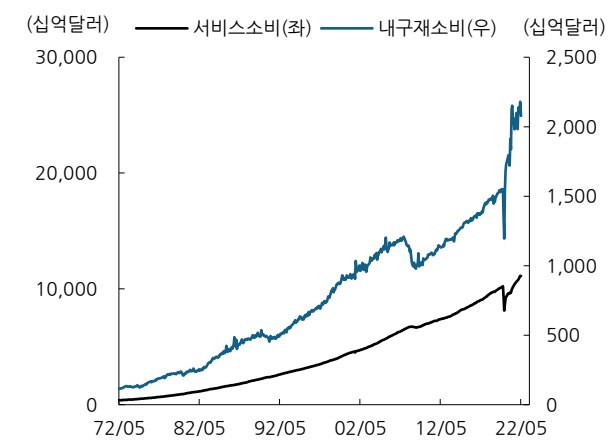
자료: NBER, Fred, DS투자증권 리서치센터

그림13 미국 실업률, 경제활동 참가율



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림14 미국 개인소비지출



자료: Fred, DS투자증권 리서치센터

7월 FOMC: 파월의 미세한 변화

인플레이션 지표에 따라
추가적인 75bp
금리 인상 가능함

이번 7월 FOMC는 시장 예상에 부합하여 75bp의 금리 인상이 진행되었다. 이로써 연방 기금금리는 중립 금리 추정치의 하단 부근인 2.25~2.5%에 도달했다. 파월 의장은 노동 시장이 극도로 타이트해 발생하는 임금 상승에 대한 경계를 재차 강조했고 노동시장 참여율의 개선세가 약함에 따라 수요 감소를 위한 금리인상을 지속해야 할 것이라 발표했다. 최근 소비와 생산을 비롯해 경제 전방위에서 경기둔화세가 나타나고 있지만 수요감 소라는 말이 무색할 정도의 높은 물가상승률은 연준의 장기 물가목표를 위한 비정상적으로 큰 폭의 금리인상(Unusually-Large)에 명분을 제공하고 있음을 강조했다.

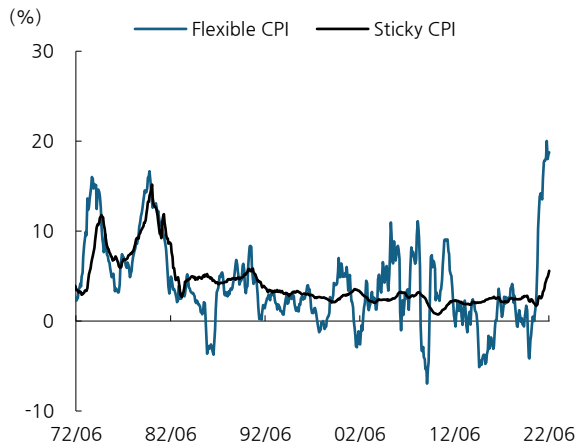
인플레이션 지표에 따라
매파적 스탠스가 완화될 수
있음

7월 FOMC에서 시장이 가장 주목한 부분은 연준 의장인 파월의 태도였다. 경기둔화 및 경기침체에 대한 시장의 우려에 대한 공감을 표했다는 점이 가장 주목을 받았다. 장기목 표물가 달성을 위해 맹목적으로 금리를 올려 '어떠한 비용이 따르더라도 인플레이션을 잡겠다'는 강경한 태도에서 '긴축으로 경기침체를 유도하려는 것이 아니며 향후 데이터에 기반하여 긴축 템포를 가져가기 위해 가이드스 제시를 자중하겠다'는 태도를 내비쳤기 때문이다. 이에 시장에는 공격적이고 매파적이었던 연준의 대응이 소폭 완화될 수 있다는 기대감이 형성되었다

이번 7월 FOMC는 매파적이
면서도 비둘기파적인 양면의
해석이 가능함

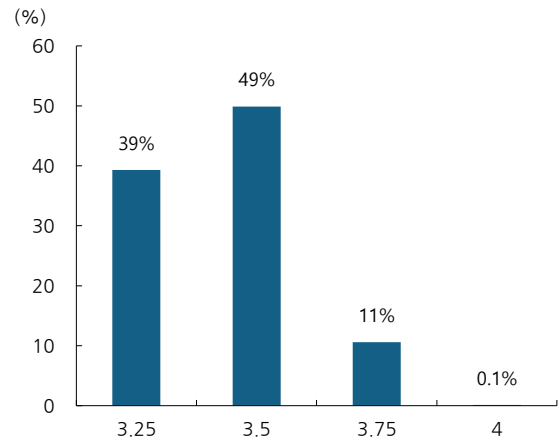
하지만 이번 7월 FOMC가 완화적 혹은 비둘기파적이었다고 해석되기에는 무리가 있다. 앞서 언급했듯이 물가 상승세가 가파름에 따라 금리인상에 대한 명분이 충족되고 있으며 향후 몇 차례 큰 폭의 금리인상이 가능하다는 메시지도 함께 전달했다. 과거 FOMC 대비 덜 매파적이었던 태도 변화가 더 큰 주목을 받았을 뿐이다.

그림15 Flexible, Sticky 가격지수



자료: Atlanta Fed, DS투자증권 리서치센터

그림16 '22년 12월 미국 기준금리 전망



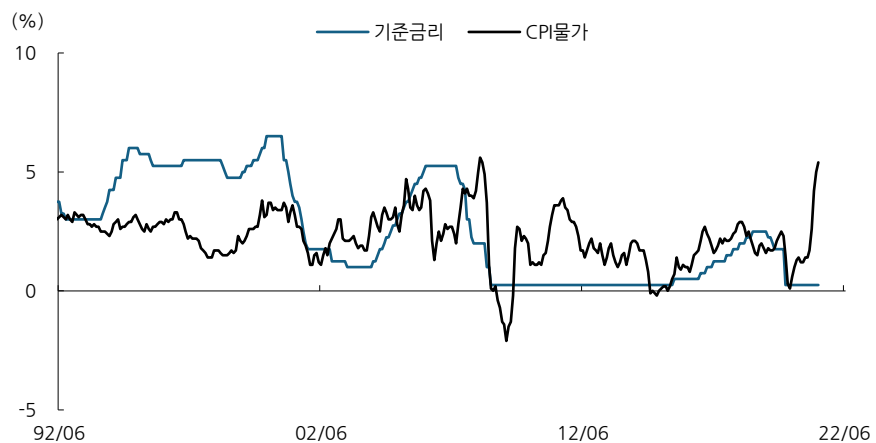
자료: CME Fed Watch, DS투자증권 리서치센터

Fed Pivot 가능성

현재의 중립금리는 과거 인플레이션이 낮았던 시기의 중립금리인 2.5% 보다 높을 것

현재 시장은 미국 금리가 2.5%로 인상되며 과거 '93년 당시의 연준이 제시했던 중립금리 수준에 도달한 것으로 판단하고 있다. 하지만 이 중립금리는 인플레이션이 낮게 발생되었던 기간 동안 유효했던 중립금리이다. 인플레이션이 9.1% YoY로 높기 때문에 중립금리 수준은 더욱 높아졌을 것으로 예상된다. 현재 주요 연준 인사들이 제시하는 새로운 중립금리 수준은 3.5~4.0% 내외이다. 중립금리에 도달하기까지 앞으로 총 100bp 혹은 그 이상의 금리인상이 필요할 수 있다.

그림17 미국 실질금리 추이

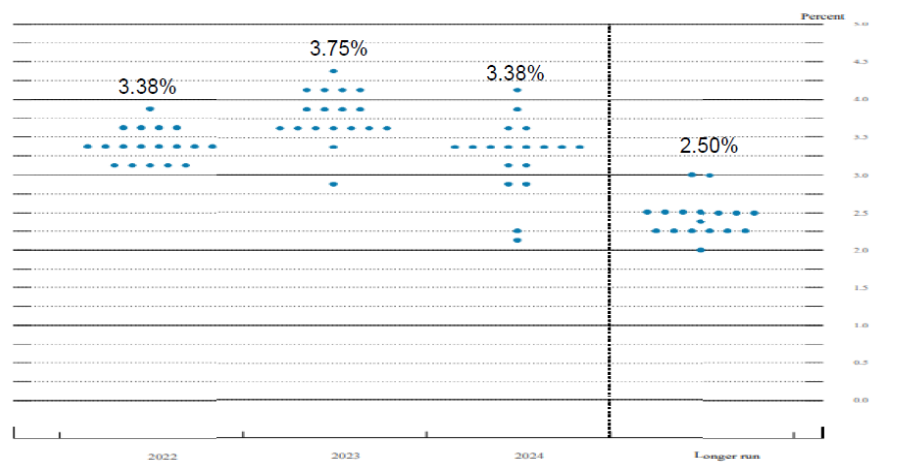


자료: Fred, DS투자증권 리서치센터

파월은 아직 2.5%의
중립금리가 유효하다고
판단함

연준은 9월 FOMC까지 경기둔화와 인플레이션 완화가 진행되고 있다는 시그널을 확인한다면 완화적으로 정책을 펼칠 수 밖에 없을 것이다. 2.5%의 중립금리 전제가 유효하다면 현 시점부터는 진정한 의미의 긴축일 수 있다. 중립금리 상단의 영역으로 진입하는 단계에서 과도한 긴축으로 의도치 않게 확대될 수 있는 경기침체 가능성을 경계할 것이다. 따라서 다음 9월 FOMC까지 발표될 데이터에 대한 민감도가 높아질 것이다. 향후 인플레이션이 크게 연준의 예상치를 벗어나지 않는다면 조심스러운 통화정책 혹은 'Fed Pivot'이 진행될 가능성은 있다.

그림18 6월 FOMC 점도표



자료: Fred, DS투자증권 리서치센터

유가를 비롯한 원자재 가격의
하락은 인플레이션 피크아웃
가능성 제시

검증되지 않은 인플레이션 피크

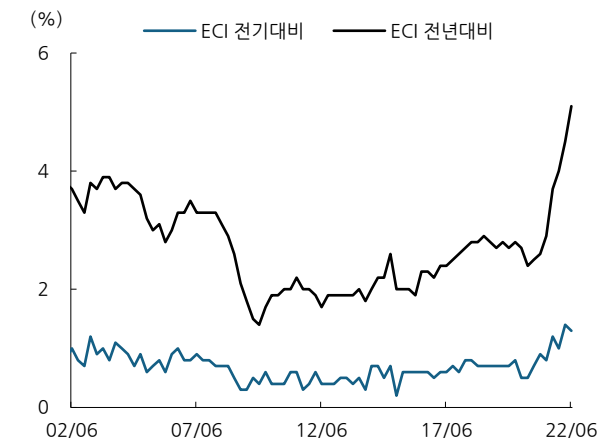
연준은 중립금리 수준까지 기준금리를 빠르게 올릴 것을 예고했다. 금리를 올리고 향후 경기가 둔화되고 인플레이션이 완화될 시 금리를 다시금 내릴 수 있다는 논리로 시장은 공감대를 형성하고 있다. 다행히 최근 3개월간 인플레이션이 완화될 가능성을 제시하는 시그널들이 나오고 있다. 경기가 둔화되고 있고 가격 상승세는 완화되고 있다. 금리 인상과 맞물려 부동산시장 또한 둔화되고 있으며 가장 중요한 유가가 130달러의 고점에서 내려와 90달러 대의 가격에서 머무르고 있다. 이들은 인플레이션이 피크아웃 할 수 있다는 가능성이 고조되는 요인이다.

하지만 몇몇의 물가지표는
새로운 고점을 형성

하지만 최근 7월 FOMC에서 언급되었던 ECI와 PCE가 재차 예상치를 상회하며 높게 발표되었다. ECI(미국고용비용지수)는 올해 2분기 1.3% QoQ 상승하며 예상치 1.1%를 상회했고 5.1% YoY를 기록했다. 연준이 주목하던 PCE물가지수 또한 전월 6.3% YoY에서 6.8% YoY로 증가하며 1982년의 6.9% YoY 이후 최대치를 기록했다. 음식과 에너지 가격을 제외한 Core PCE 또한 4.8% YoY를 기록하면서 지난달 4.7% YoY에서 상승을

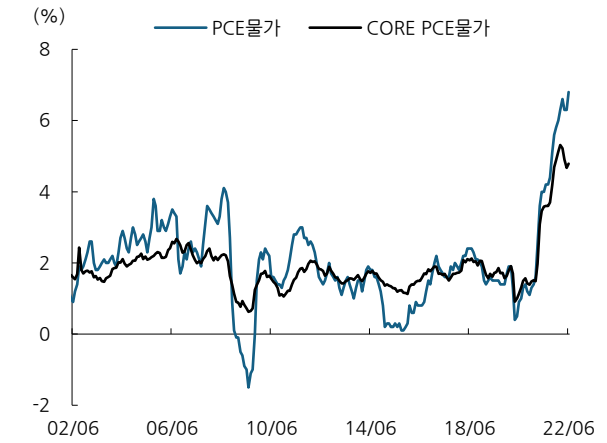
보였다. 몇몇의 인플레이션 지표들은 내년 초 연준의 'Fed Pivot'을 예상하는 시장의 기대에 부응하지 않고 있다.

그림19 ECI 노동비용 지수



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림20 미국 PCE, Core PCE 가격지수



자료: Fred, DS투자증권 리서치센터

실질금리가 마이너스를 기록하고 있다는 점은 인플레이션 피크 시점을 지연하는 요소

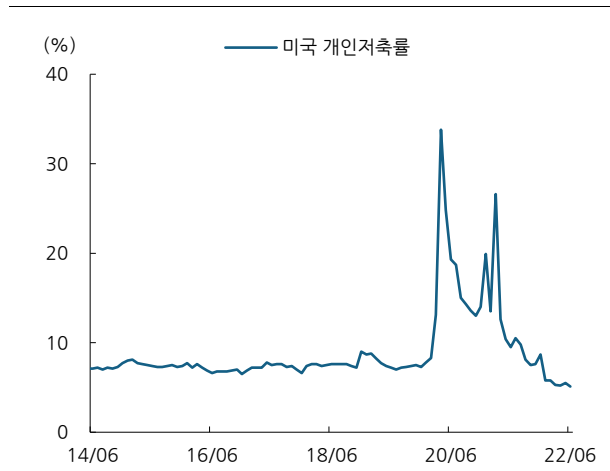
인플레이션으로 인해 실질금리가 마이너스를 기록하고 있다는 점도 인플레이션의 둔화세가 더딜 수 있다는 가능성을 제시한다. '20년 당시 코로나19 지원금과 높은 저축률로 만들어진 가계의 소비력은 인플레이션이 10%에 근접하고 2분기 연속 GDP가 마이너스를 기록하는 와중에도 가계소비가 실질성장을 기록할 만큼 소비력을 고양시켰다. 현재 저축률이 역대 최저 수준에 도달해 있는 점은 소비에 대한 수요가 높아서 나타난 현상일 수도 있지만 실질금리가 크게 마이너스를 기록하고 있다는 점도 기인하고 있을 것으로 판단된다.

그림21 미국 실효금리 - 소비자물가지수



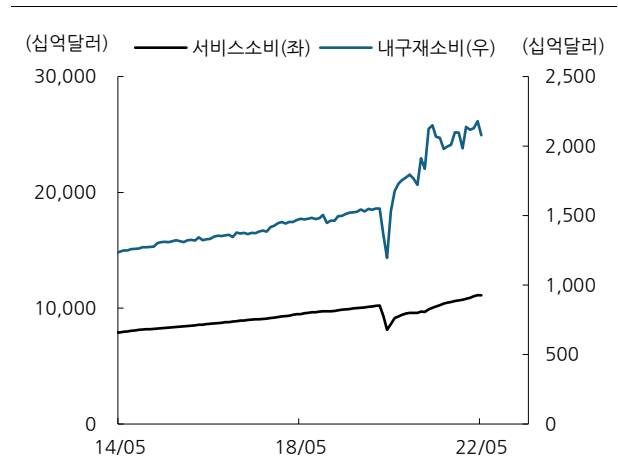
자료: Fred, DS투자증권 리서치센터

그림22 미국 저축률



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림23 개인소비지출 (내구재, 서비스)

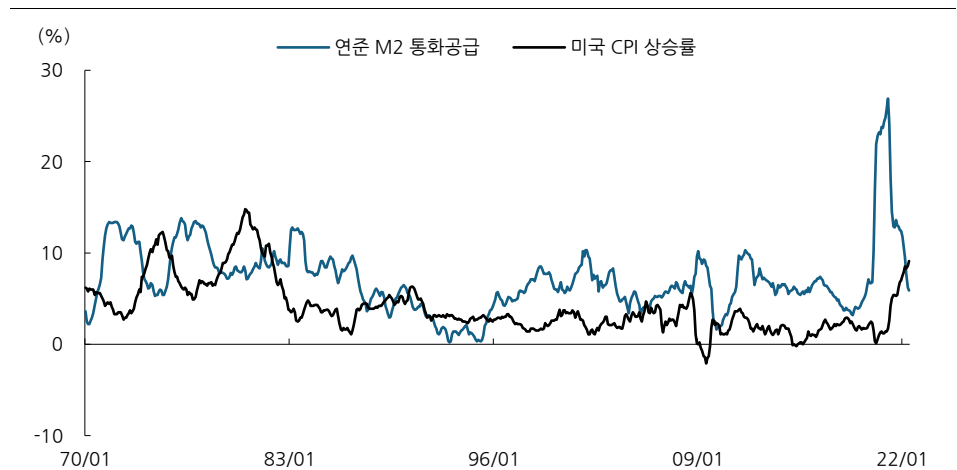


자료: Fred, DS투자증권 리서치센터

과도하게 풀린 유동성은
인플레이션에 재발가능성
요인

현재의 M2통화량이 급증했다는 것 또한 향후 인플레이션이 지속적으로 높게 나타날 가능성을 제시하고 있다. 현재의 미국의 전체 통화량의 35%정도 '20년 이후 발행된 것으로 나타난다. M2통화량 증가율은 22% YoY를 기록했다. 과거 데이터를 볼 때 과도한 유동성의 공급은 4년 정도의 시차를 두고 발생하는 높은 인플레이션에 기인한 것으로 분석된다. 과거 데이터를 본다면 이번의 M2의 과도한 상승은 가까운 미래에 인플레이션으로 나타날 수 있다.

그림24 연준 M2 통화공급 증감율, CPI 상승률



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

과거 조급한 금리인하는
인플레이션 재발로 이어졌음

‘70년대 ‘아서 번즈’ 연준의장 시대에 전쟁으로 인한 완화적 통화정책과 유동성이 과다 공급된 사례가 있었다. 당시 ‘73년 물가는 8.8% YoY까지 솟았고 금리 또한 10%까지 상승했다. 이후 인플레이션이 완화를 보이던 시기에 금리를 다시 인하했고 인플레이션은 14%까지 오르며 ‘폴 볼’ 의장이 금리를 20%까지 올린 후에야 인플레이션이 잠재워졌다. 만약 향후 진행될 연준의 Pivot이 1970년대와 같이 선부른 판단이 될지는 시간이 지나봐야 알 수 있을 것으로 판단된다.

아직은 인플레이션에 대한
고민이 필요한 시기라 판단

현재 시장의 이목은 인플레이션보다는 경기침체에 초점이 맞추어져 있다. 물가보다는 경기침체에 대한 염려가 많은 상황이다. 하지만 아직 인플레이션에 대한 연준의 태도는 크게 달라지지 않았고 우리가 마주 하고 있는 물가는 9.1% YoY이다. 금리 인하를 논하기엔 시기상조일 가능성이 높으며, 확실히 인플레이션을 잡는 순간까지 인플레이션에 대한 경계를 늦추면 안될 것으로 판단된다.

Part 03 퀀트

낙폭과대 종목 스크리닝

- ✓ 국내 주식시장은 개별 종목 장세
- ✓ 낙폭 과대 종목



낙폭과대 종목 스크리닝

국내 주식시장은 개별 종목 장세

업종별 차별화 장세와 개별
종목 장세가 지속될 것

7월 S&P500은 7.7% MoM 상승했다. 코스피와 코스닥이 각각 6.36% MoM와 10.7% MoM을 기록했다. S&P500과 코스피를 비교했을 때 S&P500이 코스피보다 고르게 상승했다. 근거는 다음과 같다. 유니버스에 포함된 종목의 1개월 수익률의 표준편차를 ‘종목 변동성’으로 개별 종목 장세를 평가했다. 종목 변동성이 클수록 유니버스 내 종목 간의 수익률이 고르지 않다.

그림25 국가별 주식시장 종목변동성 대 수익률(1개월)

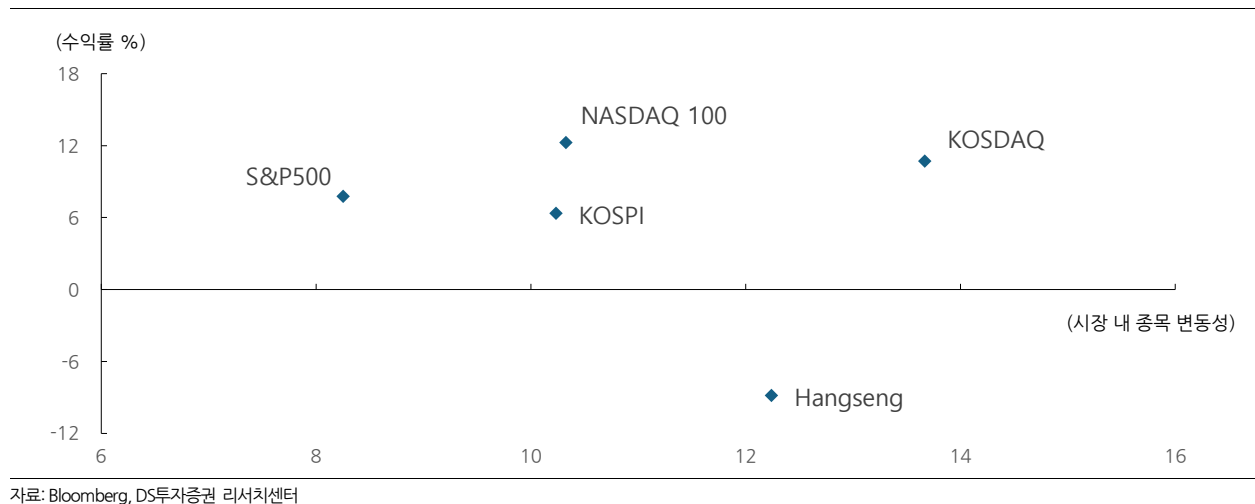
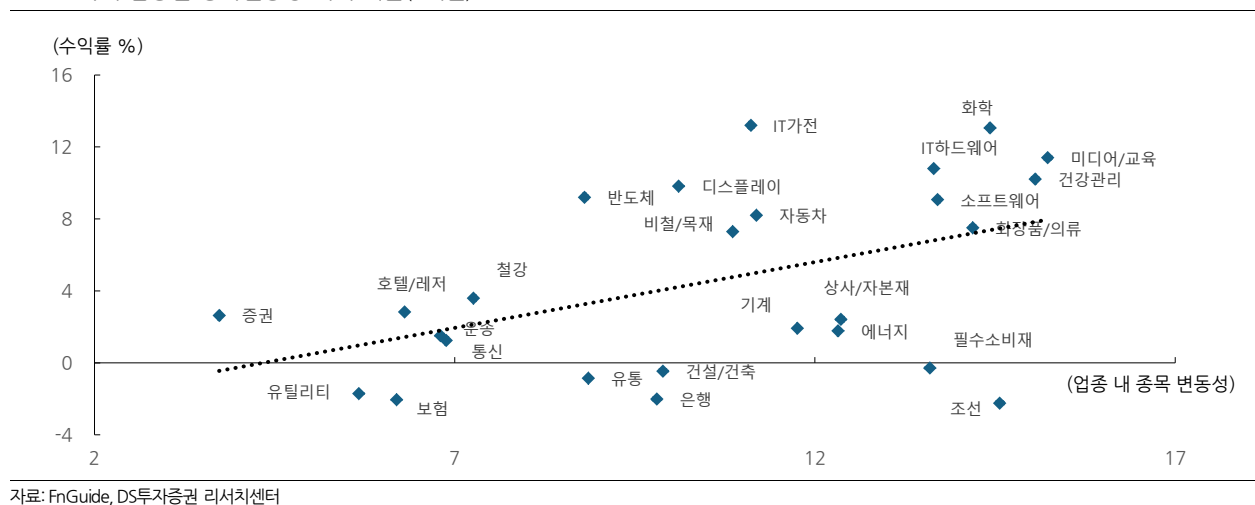


그림26 국내 업종별 종목변동성 대 수익률(1개월)

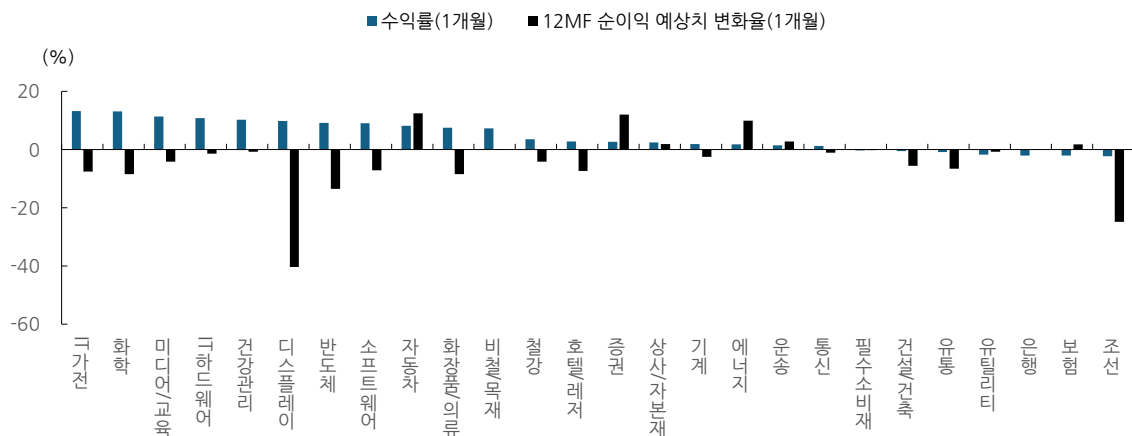


한국 증시는 개별 종목 간
수익률 차이가 컸다

국내 주식시장은 업종 내 종목 변동성이 클수록 업종 수익률이 큰 경향을 보였다. 조선과 필수소비재는 업종 내에서 수익률의 편차가 컸지만 전체적인 수익률은 낮았다. IT가전(+13.2% MoM)과 화학(+13.1% MoM)이 가장 아웃퍼폼했지만 종목 간 변동성이 컸다. 이와 같이 한국 증시는 개별 종목 간 수익률 차이가 컸다.

한국 증시는 수출 증가세 둔화 등으로 인해 상승 동력이 적다. 그리고 국내 주식시장은 12개월 순이익 예상치 변화율과 수익률은 별개로 움직였다. 이런 상황은 당분간 지속될 것이다. 우리는 한국 증시가 급락할 가능성은 낮다고 판단한다. 그래서 이익에 초점을 맞추기보다 단기간 주가가 크게 하락한 종목에 주목했다. 부진했던 종목은 점차 상승할 것으로 판단한다. 따라서 하락이 심했던 낙폭과대 종목을 제시한다.

그림27 국내 업종별 수익률(1개월)과 12MF 순이익 예상치 변화율(1개월)



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림28 코스피 및 코스닥 12MF 순이익 예상치 변화율(1개월) 추이

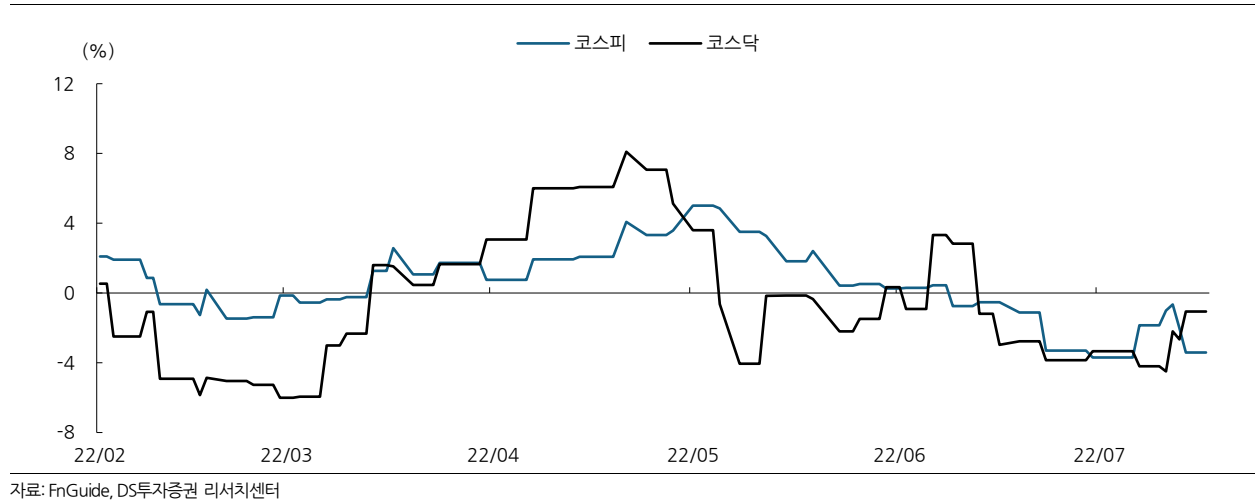
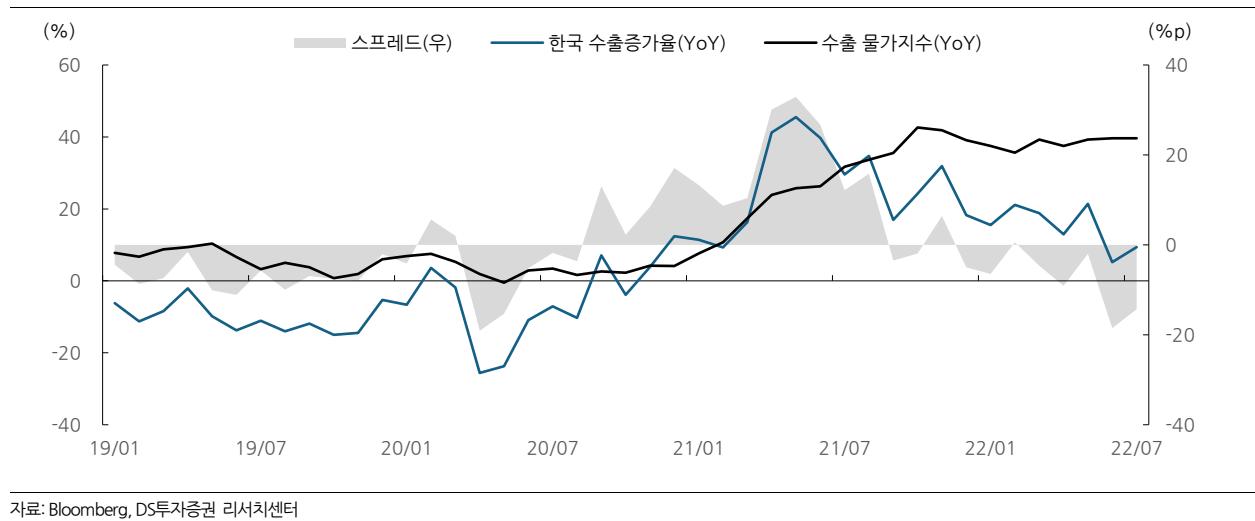


그림29 한국 수출 증가율과 수출 물가지수 증가율



낙폭 과대 종목

1) 3개월간 최고주가에서
최저주가 하락폭이 30%
이상
2) 3개월 최저주가와 1주
최저주가의 근접률이 5%
이내

낙폭 과대는 특정 기간 동안 큰 폭으로 하락한 것이다. 이러한 종목을 선별하기 위해 두 가지 지표를 이용했다. 1) 3개월간 최고주가에서 최저주가로 30% 이상 하락한 것과 2) 3개월 최저주가와 1주 최저주가 근접률이 5% 이하로 선별했다. 유니버스는 코스피 상위 200종목과 코스닥 상위 150종목이다.

여기서 업황과 종목을 분석하여 카카오페이, 주성엔지니어링, 한세실업, 하나머티리얼즈, 하나투어를 예의주시 종목으로 제시한다.

표1 낙폭과대 종목 스크리닝

종목명	시가총액 (십억원)	업종	해당업종 수익률 (1개월)	종목 수익률			낙폭 과대 지표	
				1주	1개월	3개월	3개월 최고주가/ 최저주가 하락비율	3개월 최저주가/ 1주 최저주가 근접률
카카오뱅크	14,671	은행	-2.0	1.2	6.4	-27.3	30.2	3.2
카카오페이	8,098	소프트웨어	9.1	-7.0	2.5	-45.7	45.1	2.5
SK아이이테크놀로지	5,939	IT가전	13.2	-0.1	-5.6	-34.4	36.7	1.5
삼성엔지니어링	3,881	건설/건축	-0.5	1.8	-11.8	-23.9	30.6	3.4
GS건설	2,567	건설/건축	-0.5	2.4	-4.8	-28.7	32.3	4.2
KG스틸	1,255	철강	3.6	3.7	-3.5	-49.1	45.1	0.0
동국제강	1,250	철강	3.6	4.0	1.6	-30.5	36.9	4.8
케이카	940	유통	-0.9	3.7	-1.0	-29.2	30.6	1.3
안랩	911	소프트웨어	9.1	4.0	7.6	-12.5	30.3	4.0
롯데관광개발	854	호텔/레저	2.8	3.5	0.9	-28.5	35.6	4.9
주성엔지니어링	852	반도체	9.2	7.6	9.6	-17.7	31.6	4.6
지누스	822	건설/건축	-0.5	0.1	-0.2	-26.3	32.6	4.1
하나투어	815	호텔/레저	2.8	3.3	-4.2	-37.0	38.1	1.7
하나머티리얼즈	788	반도체	9.2	-6.8	-10.3	-36.7	38.2	0.0
한세실업	668	화장품/의류	7.5	0.0	0.6	-36.0	39.3	3.7
엘앤씨바이오	667	건강관리	10.2	-0.5	-0.2	-26.6	33.4	0.0
원익QnC	666	반도체	9.2	1.4	-4.5	-16.9	30.9	3.6
헬릭스미스	654	건강관리	10.2	-5.7	-12.8	-17.6	33.1	0.0
SBW생명과학	622	IT하드웨어	10.8	-0.6	-3.3	-22.3	31.7	0.0
모두투어	291	호텔/레저	2.8	2.7	-1.0	-32.3	32.6	1.7

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

표2 낙폭과대 종목 선정

종목명	업종	내용
카카오페이	소프트웨어	- 적자지속으로 인한 주가의 저점 갱신과 가맹점 확대로 향후 결제부문의 수익 기대
주성엔지니어링	반도체	- 1분기 영업이익은 전년 동기 대비 2배가량 상승과 2분기 실적 또한 기대 - SK하이닉스향 매출 비중 70%와 해외 30%으로 안정적인 매출 기대
한세실업	화장품/의류	- 미국 주요 유통기업의 재고관리 경고에도 예상보다 안정적이었던 수주 - 미국 의류 시장 수요 둔화는 기반영, 예상보다 좋은 실적 내며 주가 우상향 모멘텀 기대
하나머티리얼즈	반도체	- 하반기 반도체 수요 부진은 주가에 기반영됐지만 가능성 낮은 실적 역성장 기대 - 현재 주가는 과도한 조정으로 판단
하나투어	호텔/레저	- 코로나19 변이 하위종 확산과 항공편 조정으로 주가의 과도한 조정이 이루어짐 - 여행업체 내 가장 우수한 가격 경쟁력. 정상적인 여행이 가능한 2023년에는 점유율 확대 기대

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 리서치센터)
 - 동 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
 - 동 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.
-