

2022

October

Monthly Report

교보전략

지하세계로의 여행

September 27, 2022

고통이 남기고 간 뒤를 보라!
고난이 지나면 반드시 기쁨이 스며든다.

- 괴테 -

Strategist 김형렬

3771_9773 / jeff2000@iprovest.com

RA 강민석

3771_9357 / 20210092@iprovest.com



지하세계로의 여행
지지선을 지키지 못해 하락채널 연장

01

10월 주식시장의 복병은?
경기침체 구체화, 실적부진 현실화

02

시장침체 반전 신호는?
극적 회복 보다 하방경직 기다려야

03

10월 Top Pick
2차전지, 조선, 태양광, 바이오

04

CON- TENTS

3	Summary: 지하세계로의 여행
4	9월 주식시장 돌아보기
5	10월 주식시장 전망 프롤로그
6	바닥을 찾기 위한 지하세계로의 여행
10	주식시장 침체, 반전신호는 무엇이 될까?
15	9월 교보 모델 포트폴리오 Review
16	10월 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 : 지하세계로의 여행

9월 국내 증시는...

우려했던 시나리오가 현실이 되는 부진함을 기록했다. 8월말 잭슨홀 미팅의 충격과는 9월 중순까지 이어졌다. 특히, 9월 중순에 발표된 미국 물가지표에서 코어 물가지수 상승이 계속된 것을 확인한 후 연준의 긴축행보는 강화될 것이란 의견이 지배적이었다. 9월 FOMC에서 우려했던 울트라 스텝은 없었지만, 세번 연속 75bp 인상 이후 긴축강도가 유지될 것이란 전망이 공감대를 형성하며 위험자산의 기피심리는 더욱 커진 시간을 보냈다.

10월 국내 증시는...

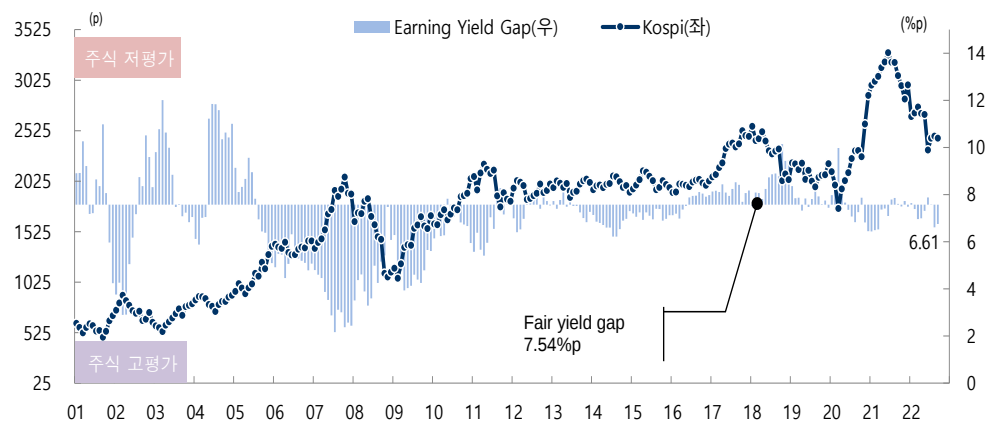
하락 변동성 확대에 따른 반발력을 기대해 볼 수 있으나 펀더멘탈 모멘텀 약화를 반영하며 약세 흐름이 이어질 것으로 예상된다. 글로벌 중앙은행의 긴축 명분이 약화될 수도 있다. 10월부터 발표되는 펀더멘탈 지표는 통화정책 긴축 수위를 완화시켜주는 결과를 기대해 볼 수 있다. 하지만, 타이트한 정책을 부드럽게 만들어 줄 뿐 주식을 저점 매수할 수 있는 논리적 근거가 될 수 없고, 물가안정이 확인되지 않은 상황에서 연내에 중앙은행의 정책 스텝스가 바뀌기는 어렵기 때문이다. 레벨 다운된 지수 수준에서 횡보국면이 이어질 가능성이 크고, 보수적인 대응이 필요한 시점이다.

종합주가지수 예상 밴드: 2,200pt~2,450pt

10월 KOSPI 예상 밴드는 2,200pt~2,450pt를 제시한다. 하락 채널이 지속되고 있음을 확인한 만큼 지지선 구축에 시간이 소요될 것으로 예상된다. 10월에는 전월과 같은 2차전지, 조선, 태양광, 음식료, 바이오 등을 Top-pick으로 제안한다.

구분	2022년 9월	2022년 10월
KOSPI 예상밴드	2,400p~2,600p	2,200p~2,450p
추천업종/테마	2차전지, 조선, 태양광, 음식료, 바이오	2차전지, 조선, 태양광, 음식료, 바이오

Focus of the Month - 일드갭으로 본 한국증시, 고평가 영역에 머물러



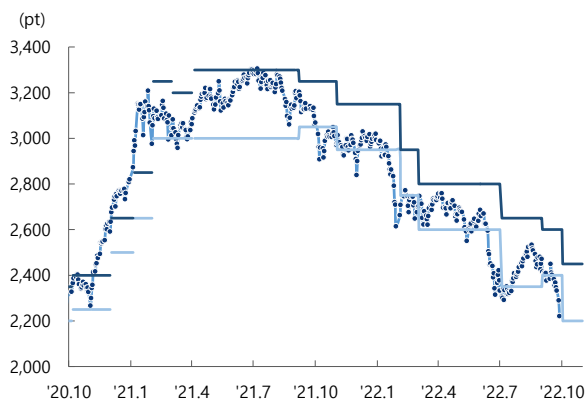
9월 주식시장 돌아보기

전월 주식시장 전망을 작성할 때는 지난 여름의 베어마켓 단기 랠리가 끝났음을 언급했다. 대신 재하락의 위험을 제한적이고, 주식시장 추세 전환의 과도기적 모습이 9월 주식시장에서 진행되지 않을까 기대했다. 하지만 이런 투자자의 희망은 일방적인 욕심이었던 것 같고, 주식시장의 투자 기회는 조금 더 시간이 필요함을 생각하게 하는 부진한 흐름을 보였다.

지난 8월말 잭슨홀 미팅에서 제롬 파월 연준의장의 메시지는 명확했다. 금융시장의 참여자가 내심 바랬던 시장 친화적인 정책 스탠스의 전환은 절대 있을 수 없음을 천명한 것이다. 중앙은행은 투자자를 위해 존재하는 기관이 아니라는 것을 강조했고, 어설픈 정책대응을 잘못했다가 물가상승 위험이 더욱 커질 수 있다는 것을 경계하는 모습이 명백했다. 이런 정책당국의 입장은 주식시장, 특히 채권시장에 반영을 시켜 왔고, 미국 7월 소비자물가지수 발표 이후 형성된 인플레이션 ‘정점’ 통과 가능성은 오히려 투자심리를 더욱 냉각시키는 드라이 아이스 같은 역할을 담당하게 되었다. 8월 물가지표가 전월이 0.1% 상승했고, 핵심 물가지표의 상승이 지속되고 있음이 확인되자, 9월 FOMC에서 75bp 금리인상은 기정사실이 되었고, 상황에 따라 100bp 금리인상이 단행되지 않을까 불안감이 증폭되는 과정을 겪었다. 이 시간 주식과 채권시장이 또 한번 동반 폭락하는 반응을 보였다.

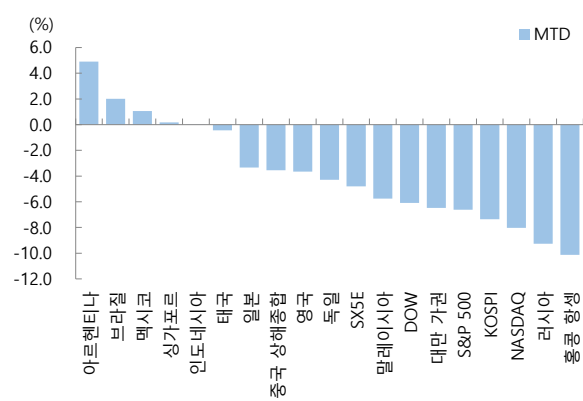
9월 FOMC에서 우려했던 울트라스텝은 없었다. 하지만 연준의 긴축기조가 연말 뿐만 아니라 내년초까지 지속될 가능성이 제기되었고, 특히 점도표 공개 이후 연준의 금리인상 최종 목표가 적어도 4.75%까지 오를 수 있다는 것이 확인되며 시장금리는 폭등하는 일이 벌어졌다. 아직 논의되는 상황은 아니지만, 물가안정이 확인되지 않고, 만에 하나 연말 에너지 가격 문제로 인플레이션 위험이 더욱 커질 경우 정책금리가 5%를 향해갈 수 있다는 비관적 시나리오가 신속하게 주식시장 시나리오에 반영되는 것으로 보여진다. 통화정책에 대한 불확실성이 충격을 준 만큼 주가하락에도 저가 매수심리는 쉽게 부활하지 못했고, 지난 1월과 6월에 이어서 극심한 침체의 늪에 빠진 월간 흐름을 보였다.

[도표 1] 2022년 10월 코스피 예상밴드: 2,200p~2,450p



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 주요국 9월 증시 변화율



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

10월 주식시장 전망 프롤로그

지하세계로의 여행

10월 주식시장, 기간을 넓혀 2022년 4분기 주식시장에 대해서는 내심 추세전환을 위한 과도기 국면이 되기를 기대했다. 그 기반이 될 수 있던 것이 지난 여름 ‘베어마켓 랠리’가 되지 않았을까 싶었다. 필자가 7~8월 기관 세미나를 수행할 때, 전문투자자에게 많이 들었던 질문 중에 하나가 이것이었다. ‘현재 세계경제가 물가상승 위험이라는 요소만 제거한다면 엄청난 확장기조가 유지되는 것 아니냐’는 것이었다. 그래서 인지, 미국의 물가지표가 둔화 조짐을 나타내고, 상반기 폭등했던 에너지 가격이 안정가격 수준으로 다운되자 서서히 경기민감 산업에 대한 관심을 높이며 투자 기회를 찾는 것이 9월을 준비하는 우리의 모습이었다.

[도표 3] 베어마켓의 퇴장은 아직



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 끝나지 않는 인플레이션 공포



자료: 교보증권 리서치센터

그런데, 물가는 쉽게 진정되지 않고 있다. 특히, 물가상승에 후행적으로 반응하는 임금, 서비스, 운임, 주거비용 등이 상승폭을 확대하고 있어 정책당국 입장으로는 물가통제가 가능해졌다는 확신을 갖기 힘들어 졌다. 물가안정을 위해서는 경제심리를 일시적으로 꺾을 필요가 있고, 상황에 따라서는 일부 경제적 손실을 발생시켜서라도 공급과 수요활동의 무너진 밸런스를 정상으로 가져갈 수 있을 것이라 보여진다.

통화정책 당국이 물가를 통제할 수 있다는 상황은 분명 실물경제가 큰 위기와 직면해 있다는 모습을 보일 경우일 것이다. 그래야 자산시장은 조금 더 저점에 접근을 할 것이다. 현재는 경기저점에 접근조차 하지 않은 상황이다. 4분기 자산시장은 지하세계를 탐험하며 시스템에 숨겨진 문제점을 꺼내 올릴 것이다. 상반기와 달리 하반기를 확인할 수 있는 펀더멘탈 지표는 상반기 대비 악화된 것을 확인할 것이다. 이런 부정적 펀더멘탈 지표에 시장참여자, 정책당국의 반응을 살피는 것이 중요하고, 그 반응이 방향성을 제시할 것이다.

바닥을 찾기 위한 지하세계로의 여행

추세전환 실패, 그렇다면 하락채널 연장

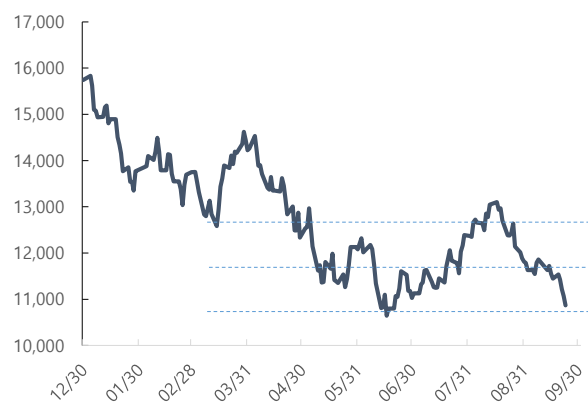
9월초 글로벌 주식시장과 국내증시의 하락동조화는 암울했지만 그래도 기대를 가져볼 수 있는 구석이 있었다. 아마도 지난 여름 단기락을 시현해 주었기 때문에 안정된 지지기반이 새로운 투자기회를 제공해줄 수 있을 것이란 기대를 갖게 한 것 같다. 하지만 예상 밖으로 잭슨홀 미팅의 충격은 계속되었고, 9월 중반까지는 한국보다 뉴욕증시의 부진이 더욱 큰 모습이었다. 미국 물가지표가 발표된 후 9월 FOMC에서 자이언트 스텝 금리인상이 확실히 되었고, 실제 회의에서는 75bp 금리 인상과 앞으로도 금리인상 기조가 유지되고, 확대될 수 있다는 컨센서스가 형성되며 주식과 채권은 동반 부진의 늪에 빠지게 되었다. 한국 채권시장에서 주요금리가 4%를 상회했고, 미국도 10년 국채수익률이 3.5%를 훌쩍 상회하는 반응을 보여 주식시장에서 저가 매수심리를 유도하는 것에 어려움을 느낄 수 있었다. 특히, 9월 마지막주 연중 저점을 하회하는 침체된 모습을 보이자, 저점 매수를 기다렸던 투자자 조차 관망세로 전환하며 주식시장 낙폭이 더욱 확대되는 악순환의 모습을 보였다.

[도표 5] 베어마켓 랠리와 재하락 위험(코스피)



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 6] 베어마켓 랠리와 재하락 위험(나스닥)



자료: 교보증권 리서치센터

연중 저점을 하회한다는 것은 중요한 의미를 갖는다. 조금 더 낮은 가격에서 살 수 있는 기회가 생긴다고 생각할 수도 있지만, 지금까지 이어온 하락이 언제까지, 얼마만큼 더 진행될지 알 수 없다는 단순한 답을 시장이 말한 것으로 볼 수 있다. 국내증시의 경우 지난해 7월부터 이어진 하락이기 때문에 주가지수 수준이 충분히 경기침체와 정책 불확실성을 반영한 수준이라고 할 수도 있지만, 미국의 경우 여전히 하락기간이 6개월에 불과하고, 글로벌 산업의 대표주자이며 미국기업이라는 프리미엄으로 상대성평가 좋았던 대표기업(애플, 테슬라 등)의 주가가 본격적으로 하락할 경우 지금 보다 주식시장의 침체가 더욱 깊어질 가능성이 있다. 전저점을 방어하지 못한 순간 또 새로운 지하세계로 발을 디디게 된다는 것을 무시할 수가 없다.

주식시장 하락 이유가 구체화 될 10월

2022년 2분기와 3분기를 나누어서 투자환경을 복기해 보자. 2022년 2분기는 본격적인 출구전략 가동되었던 시기이다. 물가상승 속도가 빨라지기 시작했고, 이에 맞서 금리인상 폭을 확대해야 한다는 주장이 막 등장한 시점이었다. 경제는? 특별한 문제 없이 경기확장이 계속되고 있었다. 3분기를 생각해 보자. 7월과 9월 두 번의 자이언트 스텝, 75bp 금리 인상이 미국에서 있었다. 물가상승 위험은 정말 위협적이라는 진단이 내려졌고, 이를 억누르기 위해 긴축 정책을 이행하는데 논의의 대상이 될 수 없었다. 경제는? 아직은 알 수 없다. 상반기와 다른 하반기 경제 상황을 진단할 수 있는 숫자가 이제 곧, 10월부터 확인할 수 있게 된다.

[도표 7] IMF 세계경제전망(2022년 7월 26일 발표)

(단위: %, %p)

구 분	2021 년	2022 년			2023 년		
		22년 4월	22년 7월	조정폭(%p)	22년 4월	22년 7월	조정폭(%p)
세계	6.1	3.6	3.2	-0.4	3.6	2.9	-0.7
선진국	5.2	3.3	2.5	-0.8	2.4	1.4	-1.0
미국	5.7	3.7	2.3	-1.4	2.3	1.0	-1.3
유로존	5.4	2.8	2.6	-0.2	2.3	1.2	-1.1
독일	2.9	2.1	1.2	-0.9	2.7	0.8	-1.9
프랑스	6.8	2.9	2.3	-0.6	1.4	1.0	-0.4
이탈리아	6.6	2.3	3.0	0.7	1.7	0.7	-1.0
스페인	5.1	4.8	4.0	-0.8	3.3	2.0	-1.3
일본	1.7	2.4	1.7	-0.7	2.3	1.7	-0.6
영국	7.4	3.7	3.2	-0.5	1.2	0.5	-0.7
캐나다	4.5	3.9	3.4	-0.5	2.8	1.8	-1.0
한국	4.0	2.5	2.3	-0.2	2.9	2.1	-0.8
중국	8.1	4.4	3.3	-1.1	5.1	4.6	-0.5

자료: 교보증권 리서치센터

전세계 투자기관은 남은 하반기, 2023년 경제전망에 대해 눈높이를 낮추고 있다. [도표7]에서 정리된 지난 7월 국제통화기금(IMF)에서 주요 경제권 및 국가별 경제성장률 전망 수정보고서에서는 경기둔화가 더욱 빨라질 것이라는 것을 지적했다. 통상 10월 IMF에서는 또 한번의 수정보고서가 발표되는데, 이번에도 경제전망의 눈높이는 크게 낮아질 가능성이 커 보인다. 상반기와 마찬가지로 물가문제는 전 세계 실물경제의 비용적 요소 부담을 확대시켰고, 이는 글로벌 경제의 생산가치를 디스카운트 시키는 요소로 영향을 주었을 가능성이 크다.

특히, 3분기를 기점으로 우려가 제기되는 것은 유로존 경제와 중국에 대한 시각이 점차 부정적으로 바뀌고 있다는 점이다. 유로존 경제는 물가에 대한 통제능력을 갖추고 있다고 볼 수 있을까? 제로금리 정책을 끝까지 유지하던 유럽중앙은행은 뒤늦게 제로금리 정책을 포기하고 물가안정을 목표로 금리인상을 시작했다. 유로존 경제가 만성적이고 구조적인 저성장 위험을 근본적으로 바꾸지 못했기 때문에 통화정책의 긴축 입장을 미뤄왔던 것이 최근까지 모습이었다. 하지만, 러시아의 천연가스 중단 위협이 여전하고, 독일, 영국을 중심으로 에너지 물가가 폭등 조짐을 보이려 하자 부족 자원에 대해 배급 계획이 세워질 만큼 유로존 경제 상황인 악화되어 가고 있다. 여기에 프랑스, 이탈리아 등의 유로존 체제 탈퇴 가능성까지 또 등장하고 있어 기본 시나리오에 없는 시스템 리스크와 직면하게 될지 알 수 없다.

중국의 상황도 좋지 못하다. 인플레이션 리스크에 노출된 것은 아니라고 해도, 5% 이상의 경제성장을 중국경제가 갑자기 3% 미만의 저성장 모습에서 탈출하지 못하고 있다는 점이 우선 생소하다. 이런 시간이 오래 지속되다 보니 혹여나 이전의 성장속도를 볼 수 없는 것은 아닌지, 만약 이전과 같은 성장속도를 보이지 못하는 중국경제를 앞으로 미국을 추격할 수 있는 경쟁자라고 봐줄 수 있는지 의문이 제기된다. 한편으로는 중국을 겨냥한 서방경제의 제재가 그치지 않고 있으며, 중국 내부적으로 구조적인 문제(지방정부의 건전성, 부동산 시장 등)를 정부가 통제할 수 없게 된다면 세계경제에는 또 다른 충격이 될 것으로 보여진다.

이처럼 다양한 경기침체 요소를 가늠해 볼 수 있는 때가 10월이 될 것으로 보인다. 즉, 경기상황을 진단하며 그 분석의 결과가 더욱 경기침체 깊이가 커질 것이냐를 평가하고, 자산시장에서 투자자가 서 있는 위치를 비교하며 앞으로의 방향을 설정하게 될 것으로 보인다. 지금 우리의 위치가 경기침체를 반영한 것이라면 더 큰 문제가 되지 않을 것이다. 하지만, 조금 더 후퇴가 필요하다고 평가된다면 10월 이후로 글로벌 주식시장은 한 번 더 레벨 다운이 진행되는 약세국면이 이어지게 될 것이다.

지하세계 여행의 동반자, 기업실적 악화

2022년 상반기 기업실적은 경제심리, 투자심리와 조금은 다른 결과를 보였다. 경제심리와 투자심리가 공격적인 금리인상, 인플레이션 리스크에 압박을 받는 상황이었다면, 기업실적은 의외로 양호한 결과가 이어져 왔다. 거래소 상장기업의 1분기와 2분기 순이익(지배기준)은 각각 49.4조원, 50조원을 기록해 지난해 같은 기관과 비교해 둔화된 것은 맞지만, 예상했던 컨센서스와 부합, 소폭 상회하는 결과를 보였다. 현재 기업실적이란 변수가 주식시장을 보호하고, 주가 상승에 추진력을 가져올 수 있는 모멘텀이 되는 것은 아니다. 하지만 예상보다 양호한 실적으로 인해 주식시장에서 투자지 이탈을 촉발시키는 문제가 되지는 않았다는 것이 상반기까지 기업실적의 역할이었다. 과연 하반기 실적도 그런 것이 가능할까?

[도표 8] 거래소 상장기업과 주요 섹터별 분기 순이익(지배기준) 현황 및 전망 (단위: 조원, %)

구 분	코스피	에너지	소재	산업재	경기소비재	필수소비재	건강관리	금융	IT	통신서비스	유틸리티
2022년 1분기	49.4	2.8	4.9	8.2	5.6	1.0	1.3	9.6	17.6	2.8	-5.1
2022년 2분기	50.0	3.9	5.1	7.8	7.7	1.1	1.1	9.2	16.6	1.5	-4.6
2022년 3분기	39.2	1.4	3.6	6.8	6.7	1.0	0.9	8.7	14.1	2.0	-5.1
직전분기 대비(%)	-21.5	-64.7	-29.6	-12.3	-12.7	-14.0	-21.2	-5.5	-15.1	37.9	9.3

자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

그런데, 3분기 이후로는 경계의를 가져야 할 필요가 있다. 상반기와 마찬가지로 기업실적에 대한 눈높이가 크게 낮아져 있다는 점을 차이가 나지 않는다. 이미 컨센서스가 하향 조정 되었기 때문에 또 다른 충격은 없을 것이란 생각을 할 수 있다. 그런데 실제적인 문제는 3분기 실적의 실재치가 확인되고 난 이후 본격적으로 다음 회계연도(FY2023)에 대한 실적전망이 낮아지기 시작한다는 점이다. 주가의 가치평가를 위해 그나마 양호했던 2022년 상반기 실적이 제외되고, 2023년 상반기를 시작으로 하향조정이 본격적으로 반영된 실적치가 영향을 줄 경우 현 주가수준이 매력적인 투자위치는 결론이 어려워 질 수 있다. 특히, 성장산업의 경우 고점 대비 주가하락폭이 크게 진행되었음에도 불구하고, 더 깊은 주가 하락이 있을 수 있다는 비관에 빠질 수 있다.

10월 주식시장은 4분기의 시작이다. 리오프닝으로 인해 코로나19 이전의 삶으로 빠른 복귀를 그리고 있으면서, 경제와 기업실적 등 펀더멘탈 요소가 주가 상승을 지지해 줄 것 같지 않다는 의심과 11월 미국 중간선거에 대한 경계감, 11월 FOMC에서 또 한번의 사이언트 스탭 결정과 연말까지의 긴축 입장 재확인, 불안정한 환율 등으로 금융시장의 균열이 수습되지 않을 것이라는 공포가 금융시장을 엄습할 가능성이 작지 않다.

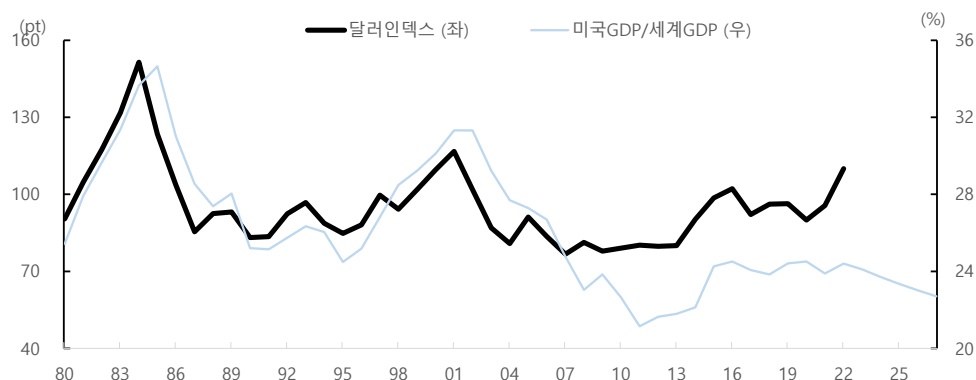
지하세계로의 여행. 전략가로서 암울한 전망일 수 밖에 없지만, 항상 지하세계로의 여행 중 만나는 반가운 저점 통과라는 과정이 있음을 상기시키며, 투자자의 힘든 시간을 같이 보내며 투자 만회를 위한 고민을 계속 이어갈 것이다.

주식시장 침체, 반전신호는 무엇이 될까?

모든 것을 지배하려 드는 King 달러

글로벌 주식, 채권, 통화.. 트리플 하락이 반복되는 올해 금융시장에서 역시 가장 돋보이는 것은 달러화 가치 상승이다. 지난달 교보전략에서도 언급했듯이 상반기와 하반기 달러화 가치 상승은 그 의미가 조금 다르다. 상반기까지는 갑작스러운 연준의 정책기조 변화, 지정학적 리스크 등장 등 안전자산 선호 의미로 달러화 가치가 상승한 것이라면, 하반기 달러화 가치 상승은 인플레이션 리스크와 긴축적 통화정책, 경기침체 가능성이 높아지자 세계 경제에서 상대적으로 안전한 미국과 미국자산에 쏠림현상이 커지며 상대적 가치가 달러의 지위를 한층 격상시켰다고 보여진다. 모든 것이 무너져 내리는데 하늘 높은 줄 모르고 오르기만 하는 달러의 지위가 언제까지 계속될까 부럽기도 하면서, 투자환경의 변화를 가져 오기 위해서는 킹달러의 끝을 알고 싶어진다. 과연 달러의 약세전환 시점은 언제이고 그 시그널은 무엇이 될까?

[도표 9] 미국경제의 지배력을 설명할 수 있는 달러화 가치



자료: 교보증권 리서치센터

결론부터 얘기하자면 달러화가 구조적 약세로 하락하는 것은 꽤 오랜 시간이 걸릴 것으로 예상된다. 통화가치는 본질적으로 해당 통화를 사용하는 국가의 펀더멘탈을 반영한다. 경제가 좋다면 당연히 통화가치가 오르고, 경제 기초체력이 약해지더라도 상대적 우위를 유지한다면 통화가치는 지속적으로 상승하게 된다.

전 세계 GDP에서 미국이 차지하는 비중과 달러인덱스를 비교하면 대부분 동행하는 추이를 보이는 것이 확인된다. 즉, 미국경제의 영향력이 강할수록 달러의 지위가 흔들릴 가능성은 낮다는 뜻이다. 달러가치가 구조적 약세를 보인 2000년대의 경우는 중국의 등장과 신흥국 경제권의 고도성장, 새로운 글로벌 중산층의 탄생 등의 영향으로 달러화 약세가 투자 및 소비활동을 촉진시켰고, 그 영향으로 인플레이션 리스크가 커지는 부작용을 겪기도 했다. 금융위기 이후로는 세계경제가 다시 미국을 중심으로 성장의 축을 형성하기 시작했고, 그 기세가 현재까지 이어지고 있는 상황이다.

팬데믹을 보내고 난 후 미국의 지위는 더욱 공고해져 갔다. 코로나 경기침체를 해결하기 위해 엄청난 유동성이 미국 연준으로부터 공급되었다. 단순히 시장심리를 안정시키고, 가계와 한계기업의 파산을 막아준 것 뿐만 아니라 급속도로 증가한 실업자를 보호하며, 일상생활의 빠른 복귀를 위해 백신을 공급한 것도 미국이었다. 팬데믹을 극복하며 신흥국 만큼 폭발적인 경제성장률을 기록한 것도 미국이다.

또한, 인플레이션 위험이 등장하고, 연준의 급속한 기준금리 인상을 보면서 많은 이들은 미국경제에 대해 걱정을 하고 있다. 미국경제와 미국 주식시장은 유동성에 의존한 성장으로 거품이 많이 끼었기 때문에 한 순간에 붕괴될 것이라는 의심과 연민을 받고 있는 상황이다. 그런데 시간이 조금씩 지나면서 인플레이션에 대한 부담을 누가 더 느끼고 있는가? 에너지 수입 의존도가 높고, 환율에 민감한 산업구조를 가진 국가일수록 경기침체 접근 속도가 더욱 빠르다는 것을 의식하고 있다. 자연히 다른 선진통화 및 이종통화의 가치는 절하압력이 더욱 크게 전해지고 있는 것이다. 따라서 달러화 가치는 당분간 약세 전환의 가능성이 제로에 가깝다고 볼 수 있다.

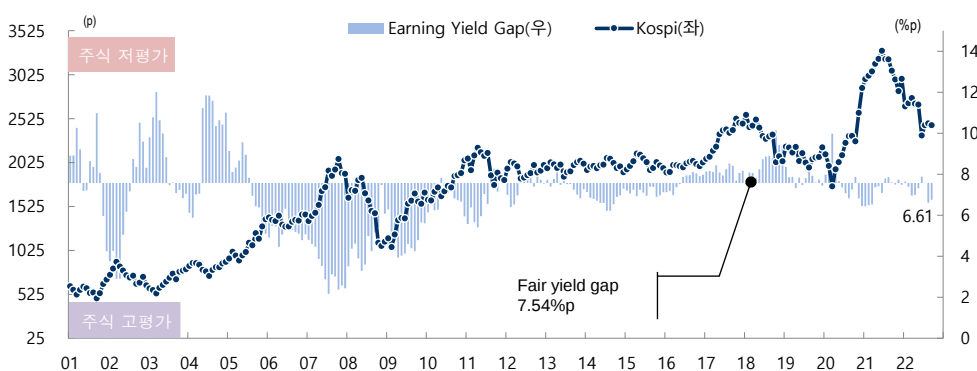
그렇다면 언제쯤 가능하게 될까? 우선은 높은 환율환경이 당분간 바뀌지 않을 것이라는 가정을 먼저 생각해야겠다. 뉴노멀이란 용어를 굳이 써야 할 필요는 없지만, 당분간 새로운 균형을 찾아 적응하는 것이 중요하다고 볼 수 있다. 미국 내의 정치환경의 변화와 국제 외교환경에서 미국의 주장이 무조건 자국 중심으로 전개될 수 있다는 점은 수년간 달러화 강세를 지지할 것이다. 그 변화의 시기가 온다면 가장 먼저 인상기조가 계속되는 정책금리가 동결 기간을 넘어 인하기조로 바뀌는 시점이 고비가 될 것으로 보인다. 이 상황은 아마도 경제위기에 해당되는 시스템리스크의 등장이 신호가 될 수 있다. 그리고 아마 그 때는 인플레이션은 더 이상 문제로 다뤄지지 않는 시점일 것이다.

급등한 환율이 안정되는 시점을 투자기회로 사용했던 투자자라면, 당분간 속임수가 빈번하다는 것을 기억해 두어야 한다.

주식시장이 할인되어 있다는 평가의 조건은?

9월 코스피가 다시 2,300p를 하회했다. 지난 6월에 기록했던 저점을 하회하며 부진의 깊이가 더욱 커지는 상황이다. 금융시장이 여전히 불안정하기 때문에 저가매수를 적극적으로 고민하는 투자자는 많지 않겠지만, 왜 그런지 저점 매수에 의지가 약해지는 것은 단지 시장 분위기 때문인 것일까? 그렇지 않다. 아마도 투자자의 동물적 본능이 위험을 감지한 것이 아닐까 생각된다. 4분기 주식시장을 앞둔 한국증시는 주가가 연초대비 약 -25% 하락했지만 여전히 싸다는 생각을 갖기 어렵다. 그 이유는 주식과 동시에 채권 수익률이 급등한 영향이 크기 때문이다.

[도표 10] 코스피와 일드갭 추이



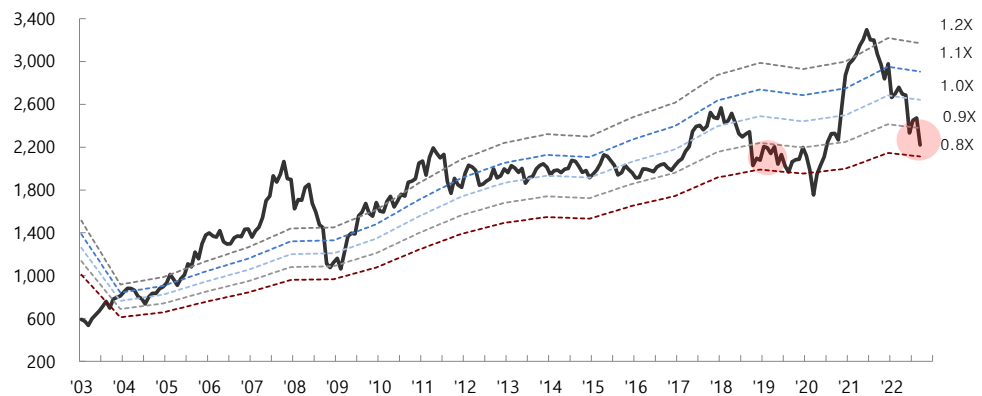
자료: 교보증권 리서치센터

필자는 주식시장 가치평가와 전략수립을 위해 일드갭 모델을 사용해서 판단한다. 주식시장의 기대수익률과 무위험이자수익률(국고채 3년)의 스프레드를 비교해 주식이란 자산이 투자매력을 보유하고 있는지 파악하고, 주식과 채권 중 우선순위를 어떻게 배열할 것인지를 고민해서 대응한다. 코스피는 연초 2,900p 영역에 있었고, 현재는 약 700p 가량 하락했다. 당연히 주식에 대한 투자매력을 느껴야 한다. 그런데 일드갭을 기준하면 연초와 비교해 저평가 매력이 하나도 생기지 못하고 있다.

코스피 기대수익률(주가수익비율의 역수)과 국고채3년 수익률을 비교한 일드갭을 살펴보면 6%p 수준에 그치고 있다. 이는 10년 평균값에 해당하는 7.54%p 보다 낮은 수준으로 현재 영역은 주식 보다 채권의 저평가 매력이 크다는 해석을 내릴 수 있고, 투자의 우선순위는 주식 보다 채권이 앞선다는 점을 알리고 있다. 가까운 시기에 경기침체가 온다면 먼저 채권가격은 반등(채권수익률 하락) 할 것이다. 그런데 주식은 기업실적 부진,センチ먼트 악화로 선제적으로 가격 조정을 먼저 받게 될 것이다. 따라서, 2023년 주식시장이 시작되면서도 주식은 저평가 상황이 아닌 고평가 상태로 새해를 맞이할 가능성이 크다. 주가 하락이 기대수익률을 개선시킬 수도 있다. 하지만 기업실적 악화는 멀티플 상승을 유도해 기대수익률을 반대로 하락시키는 영향을 주기도 한다. 어떤 방향으로든 주식투자에게 불리한 반향으로 전개되고 있다는 점을 인지해야 한다.

물론, 한국 증시에 기회요인이 없는 것은 아니다. 코스피 기준 2,300p 수준은 12개월 예상이익 기준 PBR 0.9배로 내재가치 측면의 투자매력을 갖고 있는 영역대로 평가된다. 현 위치에서 추가적으로 하락해 0.8배 이하로 주저 앉은 것은 미중 무역전쟁과 코로나 경기 충격으로 발생한 주식시장의 ‘역사적 바닥’이 재현되는 상황으로 보여진다. 물론, 경기침체, 조금 더 과장된 표현으로 말하면 구체적인 경제위기 실체가 들어나지 않았기 때문에 정확한 주식 바닥을 논하는 것은 이른 시점이다.

[도표 11] 코스피와 12개월 예상이익 기준 PBR 밴드



자료: 교보증권 리서치센터

주식시장의 부진과 하락을 누구의 탓으로 비난 할 수는 없다. 어떤 결과든 그 상황에 대한 인정과 앞으로의 변화와 발전을 고민하는 것이 더욱 중요하다. 지난 2년 사이 코로나 장세 동안 유동성의 힘이 가져오는 자본시장의 변화를 보았다면, 시장경제에 공급된 유동성이 어떤 열매를 맺어 우리 사회에 새로운 먹거리가 될 것인지 찾는 것이 우선되어야 한다. 그 먹거리가 지속가능하며, 한국경제의 발전을 이끈다면 우리는 제시된 그 방향에 조금 더 집중하고 투자하는 것이 필요한 상황이다. 지난 수십년간 한국경제가 보여준 혁신의 노력과 변화의 결실은 거짓말이 아니었다. 마찬가지로 한국 주식시장도 질적 성장을 위한 중요한 기회와 마주한 것으로 생각된다. 단지 조금 더 안정된 투자환경을 위해서 투자자에게 필요한 것은 ‘용기’ 보다 ‘인내’라는 점을 생각했으면 한다.

결론적으로 10월 코스피 예상밴드는 2,200p~2,450p를 제시한다.

9월말 코스피가 벌써 2,200p에 접근하고 있어 이 지지선을 지켜내지 못하고 패닉셀이 계속될 가능성을 부정하지 않는다. 코스피가 PBR 0.8배까지 추락한다면 코스피는 2,150p까지 하락할 가능성이 잠재되어 있다. 하지만, 0.8배 영역까지 추락하는 것이 정상적인 상황으로 필자는 생각하지 않는다. 현재 주가 하락이 과도하다고 보는 것은 다음과 같다. 첫째, 한국증시는 미국 보다 6개월 먼저 하락을 시작했다. 과잉 공급된 유동성이 그 효과를 이어가지 못하는 것을 주식시장이 먼저 반영하기 시작했다. 펀더멘탈 모멘텀 둔화 역시도 가장 먼저 반영을 시작한 것이 한국증시다. 당연히 이번 약세국면이 진행될 때 저점에 먼저 도착하는 것 역시 한국일 가능성이 크다고 생각된다. 둘째, 주가 하락 뿐만 아니라 원화 약세까지 진행된 만큼 현 주가수준에서 추가적인 레벨다운이 발생하는 것은 과도한 가격조정이라고 생각된다.

10월 금융시장에서 주목할 것은 3분기 거시지표 발표에 채권시장 시장금리의 반응이 어떨지에 대한 점이다. 경기둔화 신호가 감지된다고 해서 시장금리가 추락하는 일이 있지는 않을 것이다. 물가상승 위험이 여전한 만큼 중앙은행의 긴축은 내년 초까지 이어질 것이다. 하지만, 가파르게 상승한 시장금리가 진정된다면 주식시장이 받는 스트레스는 다소 완화될 수 있는 여지가 있다. 모순적으로 경기둔화 신호를 반겨야 할 상황이 10월이다.

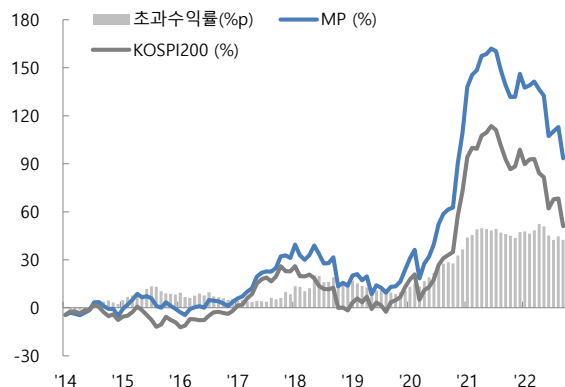
4분기 주식시장은 극적인 추세 반전 보다, 안전한 지지선 구축을 위한 기간횡보를 기대하는 것이 합리적인 예측이 될 것으로 보인다. 하락채널을 전환하는데 여전히 어려움을 겪고 있고, 시장 유동성은 주식투자에 대해 공격적인 의사를 들어내지 않고 있다. 경기침체를 앞두고 있다는 점에서 안정된 투자환경을 만나 수익을 만회할 수 있는 투자의 여정이 생각보다 길 것이라는 생각을 미리 인지하는 것이 필요하겠다.

9월 교보 모델 포트폴리오 Review

지난 9월 당사 모델 포트폴리오(이하 MP)의 성과는 9/26 종가 기준 -9.16%의 절대 수익률을 기록, 벤치마크인 KOSPI200(-10.28%) 수익률을 +1.12%p 상회했다. 2014년 이후 MP의 Hit Ratio는 59.0%로 전월 보다 소폭 상승했다. 현재까지 누적 수익률은 +93.42%를 기록했고, BM 대비로는 +42.46%p를 기록, 여전히 시장대비 초과 수익을 기록하고 있다.

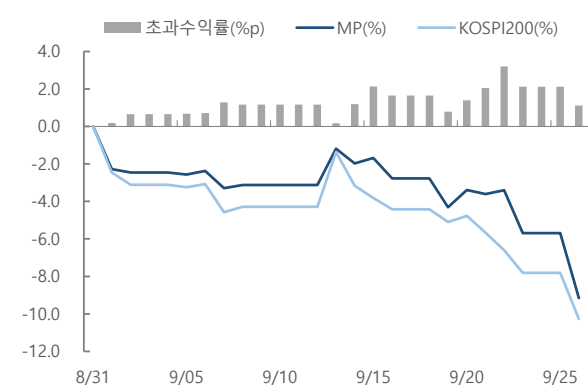
미국 8월 headline CPI가 시장의 기대치를 상회하고, 주거비, 의료비 등 근원물가의 상승으로 인해 향후 물가 경로에 대한 불확실성이 확대되며 주식시장은 하락했다. 또한, 9월 FOMC에서 연준은 3번째 75bp 금리인상을 단행하였고, 올해와 내년도 금리 점도표 전망치 중간값은 6월 대비 큰 폭으로 상향 조정 되었다(2022년 3.4%→4.4%, 2023년 3.8%→4.6%). 지속되는 통화긴축기조과 점차 확대되는 유럽발 경기침체에 대한 우려로 위험자산 회피 심리가 확대되며 증시는 하락하는 모습을 보이고 있다.

[도표 12] 당사 모델 포트폴리오 누적 수익률 (BM 대비)



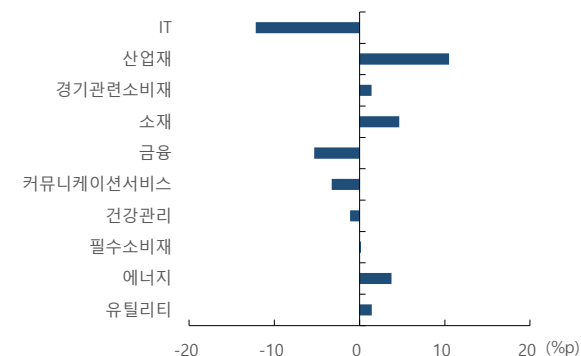
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터 (2014년 1월 이후 월별 누적)

[도표 13] 9월 중 모델 포트폴리오 누적 수익률



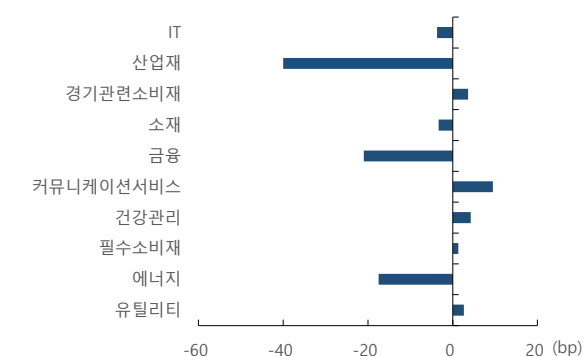
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터 (9/26 종가 기준)

[도표 14] 9월 MP 업종별 Active Risk



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터 (9/26 종가 기준)

[도표 15] 9월 MP 업종 배분효과



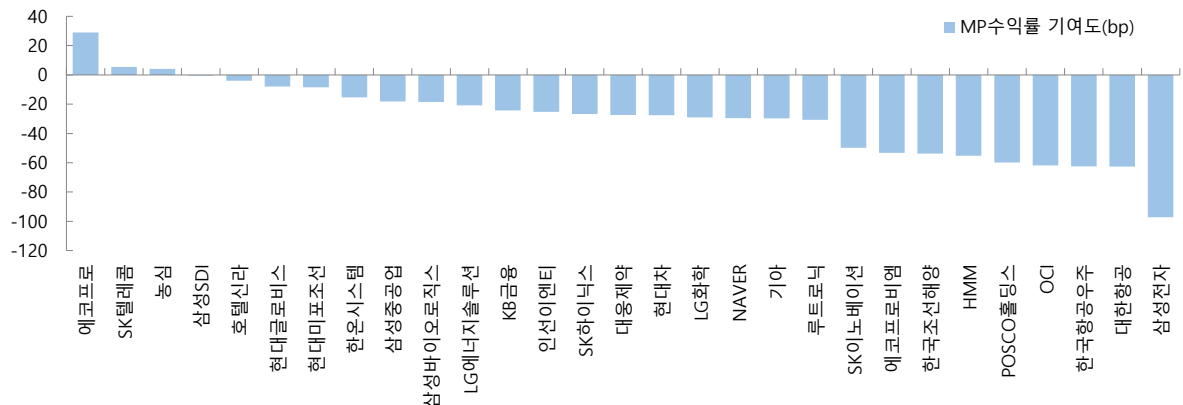
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터 (9/26 종가 기준)

10월 교보 모델 포트폴리오

10월 모델포트폴리오는 구성종목을 31개 그대로 유지하기로 결정하였다.

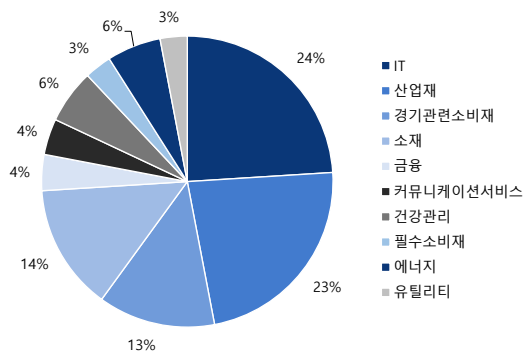
9월 모델 포트폴리오를 구성하는 종목의 수익률 기여도를 분석하면, 삼성전자가 큰 폭의 하락했지만, 전월 포트폴리오에서 삼성전자 비중 10%로 낮춰 BM대비 수익률 하락 방어를 할 수 있었다. 반도체 업황 둔화로 인해 삼성전자와 SK하이닉스의 3분기 이익은 전년대비 감익될 것으로 보이며, 실적 회복에 시간이 걸릴 것으로 예상되기에 반도체 업종에 대한 비중축소는 그대로 유지하기로 결정하였다. 9월 포트폴리오는 업종배분보단 종목선택의 효과로 BM을 상회하는 수익률을 나타냈다. 커뮤니케이션(-13.19%) 업종 내 SK텔레콤(+2.69%) 종목과 IT(-9.97%) 업종 내 삼성SDI(-0.17%) 종목이 포트폴리오의 상대수익률을 개선해주었다. 다만, 에너지(-14.95%) 업종인 SK이노베이션(-16.58%), S-Oil(-19.70%) 종목의 하락이 수익률에 부정적인 영향을 미쳤다.

[도표 16] 9월 모델 포트폴리오 구성종목의 수익률 기여도



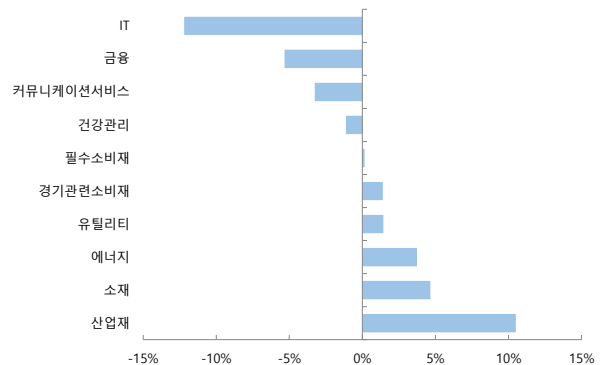
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 17] 10월 모델 포트폴리오 업종별 비중



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 18] 업종별 벤치마크 대비 초과 비중 (Active Risk)



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터 (BM 비중 9/26 종가 기준)

[도표 19] 10월 모델 포트폴리오

(단위: %, X)

섹터	코드	Name	시장 비중	MP 비중	MP -시장	베타	EPS 증가율(%)		ROE(%)		PER(X)		PBR(X)	
							2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
IT	A005930	삼성전자	18.6	10.0	-8.6	1.1	50.4	3.3	13.9	12.9	13.6	9.1	1.8	1.1
	A373220	LG 에너지솔루션	6.2	6.0	-0.2	1.3	흑전	0.7	10.7	7.1	-	111.9	0.0	5.8
	A000660	SK 하이닉스	3.5	2.0	-1.5	0.9	101.9	(14.1)	16.8	12.4	9.9	7.4	1.5	0.8
	A006400	삼성 SDI	2.4	3.0	0.6	0.9	103.5	43.9	8.5	10.8	39.4	25.0	3.0	2.4
	A247540	에코프로비엠	0.6	3.0	2.4	1.1	106.7	157.4	20.3	34.2	108.1	31.3	20.9	8.2
경기소비재	A005380	현대차	2.3	4.0	1.7	1.1	247.0	75.1	6.8	11.0	11.7	5.8	0.7	0.6
	A000270	기아	1.8	4.0	2.2	1.2	220.0	36.6	14.7	17.3	7.0	4.7	0.9	0.8
	A018880	한온시스템	0.3	3.0	2.7	1.2	179.2	(37.0)	13.8	8.3	23.3	26.9	3.1	2.2
	A008770	호텔신라	0.2	2.0	1.8	1.2	흑전	88.8	4.5	8.6	115.3	56.6	5.1	4.4
산업재	A011200	HMM	0.5	3.0	2.5	1.9	3481.8	57.9	88.6	69.9	2.0	0.8	1.3	0.4
	A003490	대한항공	0.5	4.0	3.5	1.1	흑전	130.8	11.6	21.0	15.4	5.2	1.5	1.0
	A009540	한국조선해양	0.4	2.0	1.6	1.0	29.1	53.7	14.4	18.9	8.1	5.3	1.1	0.9
	A086280	현대글로벌비스	0.3	3.0	2.7	1.2	적확	적축	(9.0)	(2.2)	(7.2)	(27.0)	0.7	0.6
	A047810	한국항공우주	0.3	3.0	2.7	1.2	적축	적축	(36.9)	(5.4)	(2.8)	(22.8)	1.2	1.2
	A010140	삼성중공업	0.3	3.0	2.7	0.9	(14.4)	127.0	5.2	11.0	49.5	32.4	2.5	3.4
	A010620	현대미포조선	0.3	3.0	2.7	1.3	적확	흑전	(7.1)	1.0	(17.5)	184.5	1.3	1.9
	A060150	인선이엔티	0.0	2.0	2.0	0.8	(39.5)	37.0	7.7	9.4	20.7	12.9	1.5	1.1
커뮤니케이	A035420	NAVER	2.0	2.0	0.0	1.0	1546.7	(93.0)	106.7	4.8	3.8	29.0	2.4	1.3
선서비스	A017670	SK 텔레콤	0.7	2.0	1.3	0.7	83.6	(34.1)	13.6	8.4	8.5	11.9	1.1	1.0
소재	A051910	LG 화학	2.4	3.0	0.6	1.0	615.8	(31.2)	18.5	9.6	13.1	17.7	2.2	1.5
	A005490	POSCO 홀딩스	1.1	5.0	3.9	1.1	313.0	(20.3)	14.0	9.9	3.6	3.7	0.4	0.3
	A010060	OCI	0.2	3.0	2.8	0.9	957.5	43.3	32.7	29.9	10.4	7.8	2.5	2.0
	A086520	에코프로	0.1	3.0	2.9	1.4	흑전	3.6	23.9	19.9	3.8	3.3	0.8	0.6
금융	A105560	KB 금융	1.2	4.0	2.8	0.7	27.1	12.0	9.8	10.1	5.2	3.9	0.5	0.4
건강관리	A207940	삼성바이오로직스	3.1	2.0	-1.1	1.1	63.3	38.9	8.2	9.6	151.8	92.8	12.0	7.8
	A069620	대웅제약	0.1	2.0	1.9	1.4	93.3	223.9	4.4	13.3	69.5	22.0	2.9	2.7
건강관리	A085370	루트로닉	0.0	2.0	2.0	1.4	흑전	56.6	25.3	31.5	18.5	9.8	4.1	2.7
필수소비재	A004370	농심	0.1	3.0	2.9	0.3	(32.8)	4.5	4.7	4.7	19.4	17.7	0.8	0.8
에너지	A096770	SK 이노베이션	0.9	3.0	2.1	1.3	흑전	953.6	1.9	17.0	73.4	4.6	1.2	0.7
	A010950	S-Oil	0.6	3.0	2.4	0.8	흑전	130.7	21.8	38.6	7.3	3.0	1.4	1.0
유틸리티	A015760	한국전력	0.7	3.0	2.3	0.8	적전	적확	(8.0)	(41.7)	(2.7)	(0.6)	0.2	0.3

자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터 (베타: 60개월 기준, 업종/종목 비중은 9/26 종가 기준)