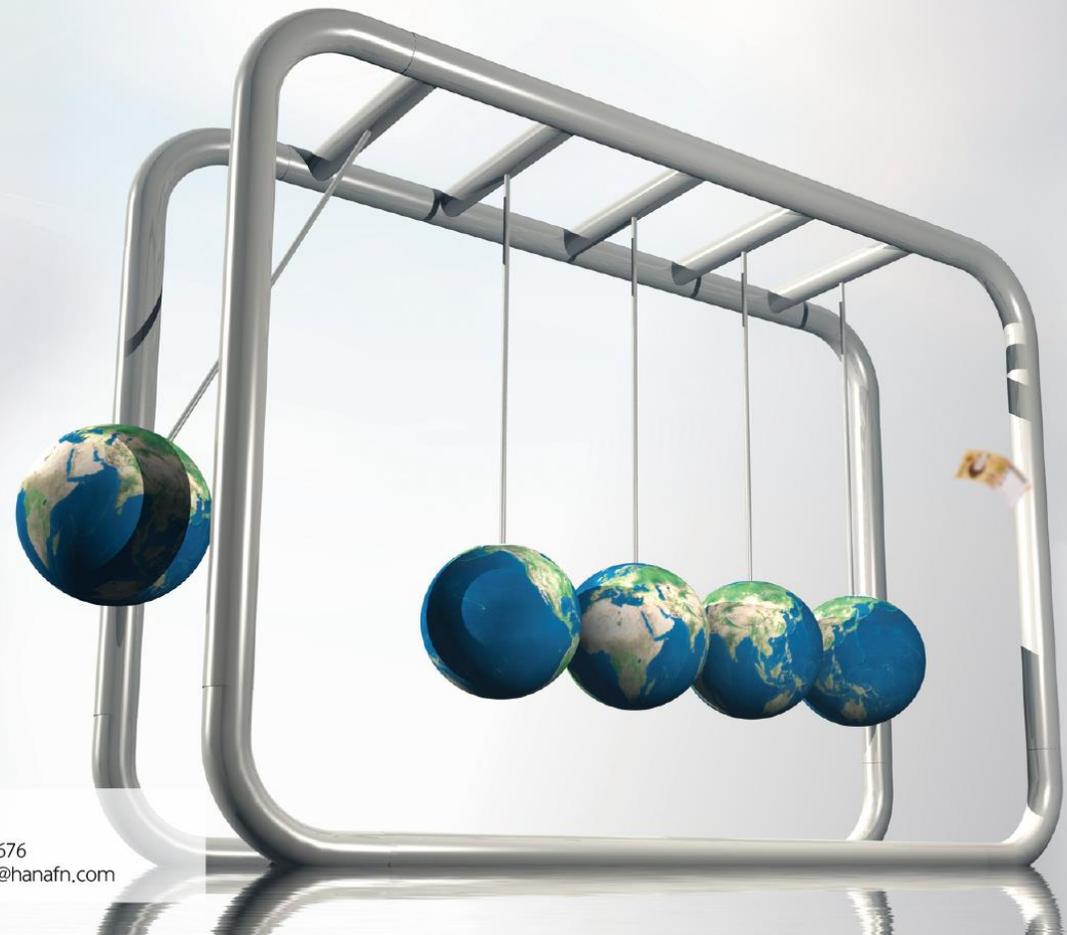




하나증권 2023년 전망 | 2022년 11월



# [2023년 주식시장 전망과 전략] 레트로



**Strategist 이재만**  
02-3771-7547  
duke7594@hanafn.com

**RA 박지원**  
02-3771-7676  
jiwon.park@hanafn.com



#### Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

---

2023년 주식시장 전망과 전략

# 레트로

---



하나증권 리서치센터 글로벌투자분석팀

Strategist/선진국전략 이재만

E-mail: duke7594@hanafn.com / Tel : 02-3771-7547

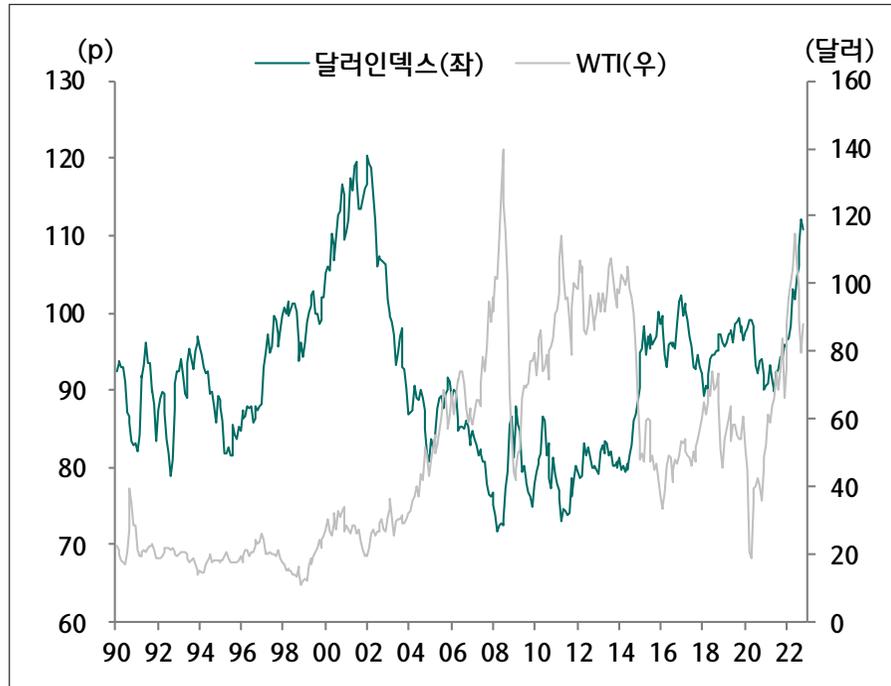
## [요약] 레트로

2023년 전망과 전략	주요 내용
미국과 국내 증시 특징	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 2022년 미국과 국내 증시 밸류에이션 조정 마무리 → 2023년에는 이익 증가율(또는 수익성 개선)이 주가수익률을 결정</li> <li>② 높은 이익증가율 레벨을 기대하기 어렵기 때문에 숨겨진 알파인 Total Yield(배당+자사주매입)와 이익사이클(YoY)이 중요</li> <li>③ 금리가 성장률보다 높은 시기라는 점을 감안 시 PBR 지표(저PBR 종목)의 중요성이 높아짐</li> </ul>
미국 증시 전망	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 2022년 S&amp;P500지수 PER 저점까지 -30% 급락하며 신용위기 위험까지 포함한 조정 진행</li> <li>② 2023년 미국 2년물 국채금리 5%까지 상승 가정 시 S&amp;P500지수 PER 14.9배까지 하락. 이를 적용 시 예상 하단 3,600p</li> <li>③ 2023년 S&amp;P500지수 기대수익률: 예상 EPS 증가율 +7.1%와 Total Yield +5.5%를 합산한 +12.6%. 예상 상단 4,400p</li> </ul>
미국 증시 전략	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 밸류에이션 급락 과정에서 이익이 과소 평가된 업종 선별 필요</li> <li>② S&amp;P500지수 구성 업종 중 2023년 EPS 증가율과 Total Yield(≒FCF Yield) 전망치가 동시에 벤치마크 대비 높은 업종 관심: 자본재, 미디어, IT하드웨어/장비, 헬스케어장비/서비스, 반도체/장비</li> </ul>
국내 증시 전망	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 2023년 코스피 순이익 증가율 전망치 Zero: 연간 순이익 증가율 -10%~+10%를 기록했던 당시 코스피 PBR 최저점 0.75배. 이를 적용 시 2023년 코스피 예상 하단 2,050p</li> <li>② 2023년 코스피, 2004년/2013~16년과 유사한 박스권 흐름 전개 예상: 박스권 코스피의 경우 저점 대비 고점까지 최대 수익률 +25%. 2023년 코스피 예상 상단 2,550p</li> </ul>
국내 증시 전략	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 1분기 주도주, 기저효과와 수익성: 반도체(이익추정치 급감으로 인한 기저효과)와 조선(빠른 영업이익률 개선)</li> <li>② 2분기 주도주, 중국 정책 기대: 호텔/레저(중국 위드코로나 정책 전환 수혜), 철강과 화학(중국 부동산 규제 완화/부양 수혜)</li> <li>③ 3분기 주도주, 금리 레벨은 높지만 사이클 하락: 소프트웨어와 미디어(성장주 PBR 프리미엄 소멸, ROE 지속 상승)</li> </ul>

## 2022년, 비(非)전통적인 흐름을 보였던 시장

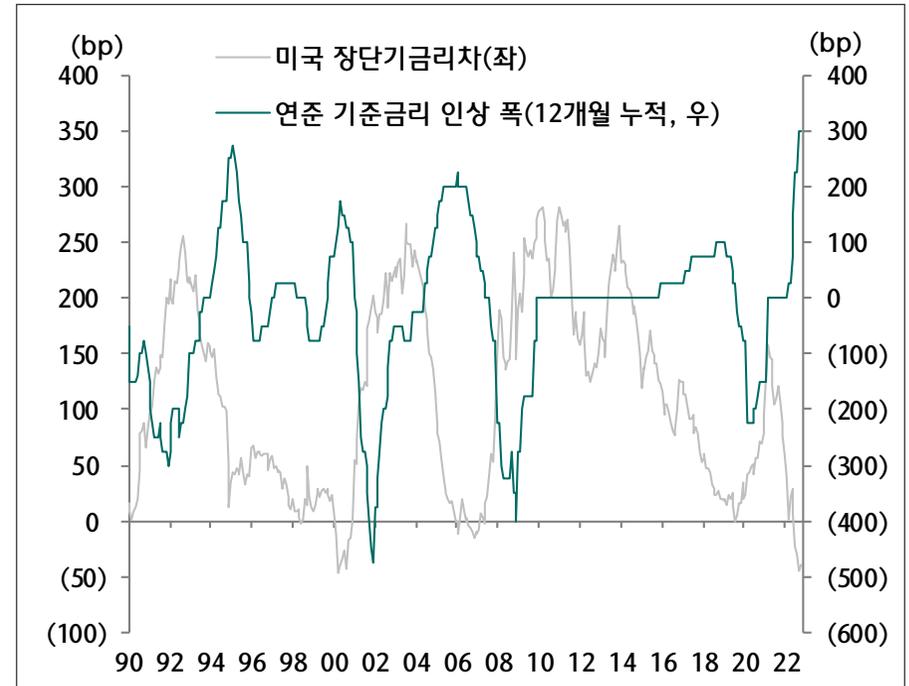
- 2022년 달러(달러인덱스 연초 이후 10월 현재 +17%)와 국제 유가(WTI +12%) 동반 상승: 기존 달러 강세(약세)-유가 약세(강세)에서 벗어난 모습을 보임
- 2022년 연준, 경기침체 우려(7~10월 현재 미국 장단기금리차 마이너스)에도 불구하고 기준금리 대폭 인상(0.25% → 3.25%): 과거 미국 장단기금리 역전 시 연준은 기준금리 인하로 정책 전환

2022년, 달러와 국제 유가 동반 강세



자료: Bloomberg, 하나증권

2022년 미국, 경기침체 우려에도 불구하고 기준금리 인상

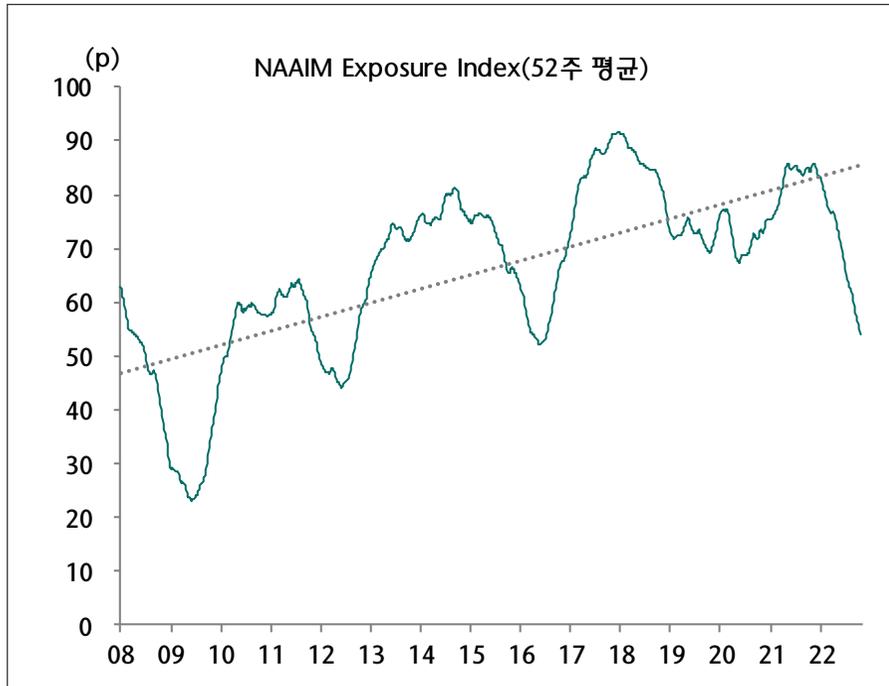


자료: Bloomberg, 하나증권

## 2022년, 주식시장은 최악을 경험

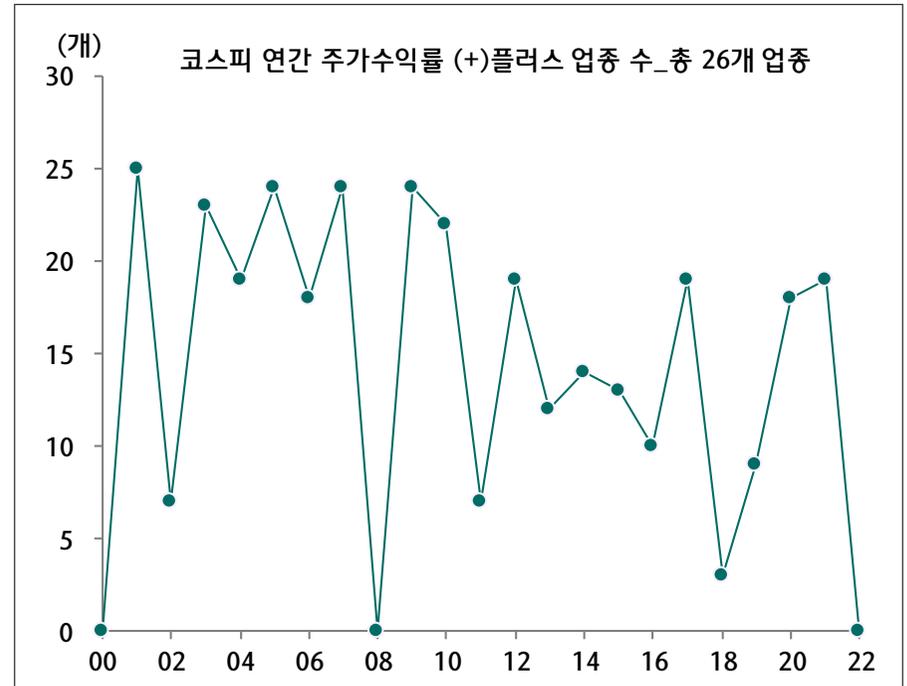
- 2022년 미국 펀드매니저들의 주식 비중은 54%(NAAIM Exposure Index 기준)까지 하락하며 2017년 이후 최저 수준 기록
- 2022년 코스피 26개 업종의 연간 주가수익률 모두 (-)마이너스 기록: 2000년(Tech 버블 붕괴)과 2008년(글로벌 금융위기)에도 모든 업종 연간 주가수익률 (-)마이너스 기록

미국 펀드매니저들의 주식 비중은 2017년 이후 최저 수준



자료: The National Association of Active Investment Managers, 하나증권

2022년, 코스피 전 업종 마이너스 수익률 기록

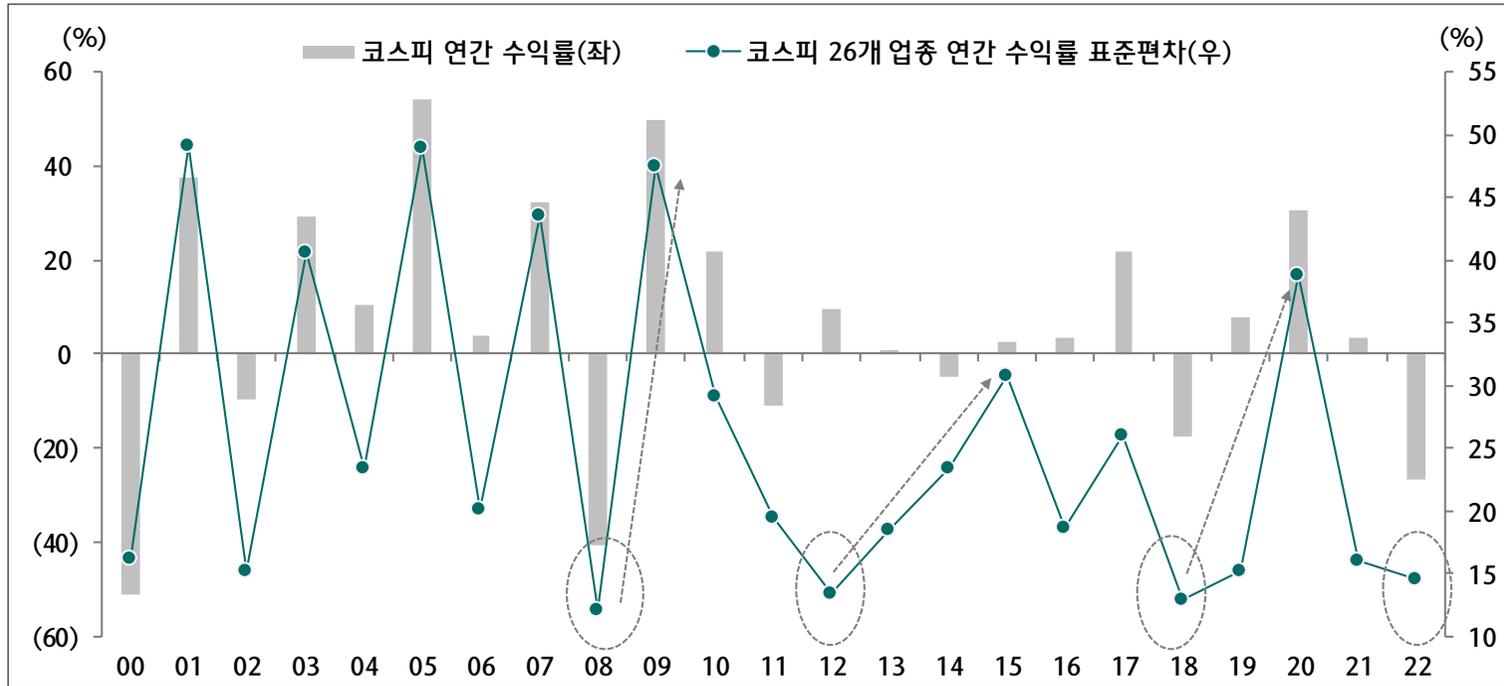


주) 2022년 10/26일 기준  
자료: Quantiwise, 하나증권

## 2022년, 업종별 수익률 무차별 ↔ 2023년, 업종별 수익률 차별 심화

- 2022년 코스피 모든 업종이 동반 하락하면서 업종별 주가수익률 편차는 2000년 이후 최저 수준에 근접
- 코스피 수익률에 상관 없이 2022년과 같이 업종별 주가수익률 편차가 하락한 익년도 수익률 편차는 상승하는 경향이 있음

2023년, 코스피 업종별 수익률 차별 심화 예상

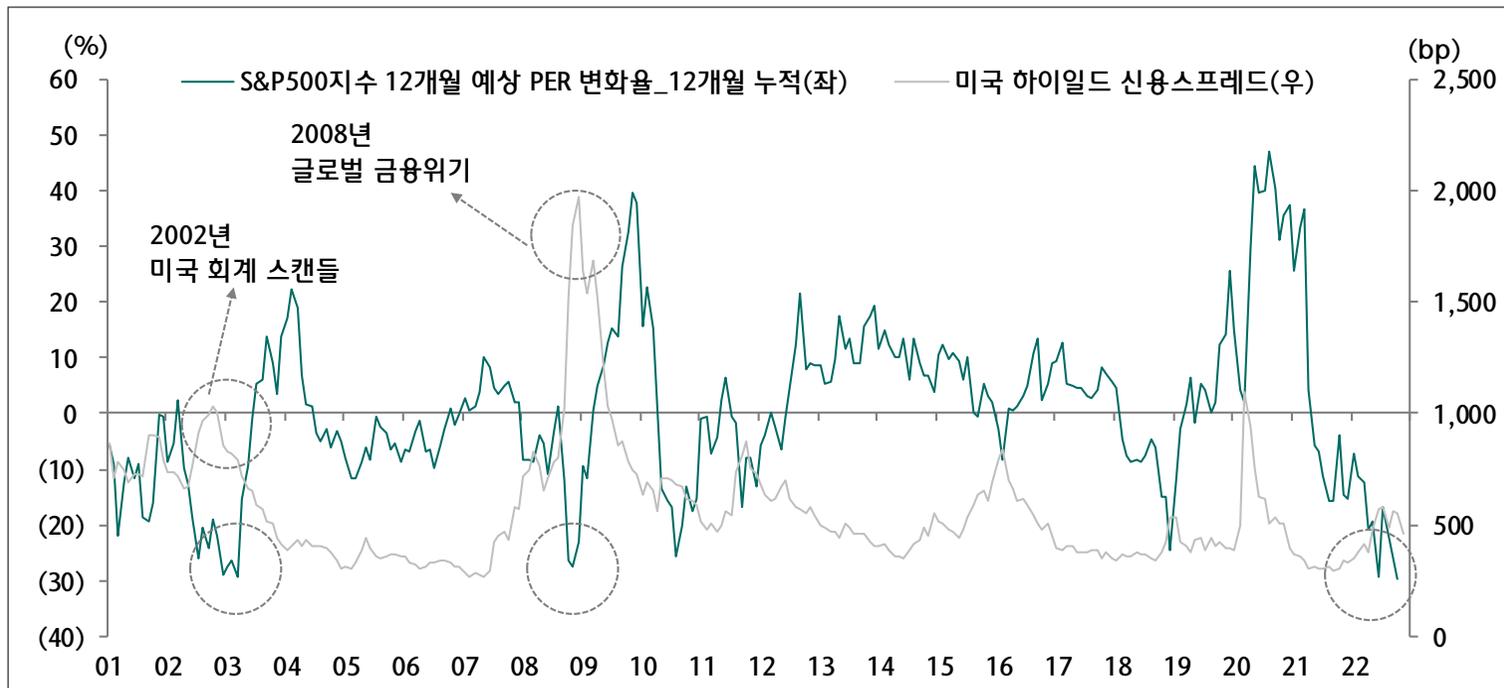


자료: Quantiwise, 하나증권

## 2022년 S&P500지수 PER 하락은 [금리 상승+경기 침체+신용 위험] 반영

- 2002년 S&P500지수 12개월 누적 PER 변화율 저점 -29%: 하이일드 신용스프레드 고점 1,036bp, 엔론과 월드컴 파산
- 2008년 S&P500지수 12개월 누적 PER 변화율 저점 -28%: 하이일드 신용스프레드 고점 1,970bp, 리먼브라더스 파산
- 2022년 S&P500지수 12개월 누적 PER 변화율 저점 -30%: 미국 하이일드 신용스프레드 고점 552bp

### 현재와 유사한 정도의 밸류에이션 조정: 기업 디폴트 위험이 급증했던 2002년과 2008년

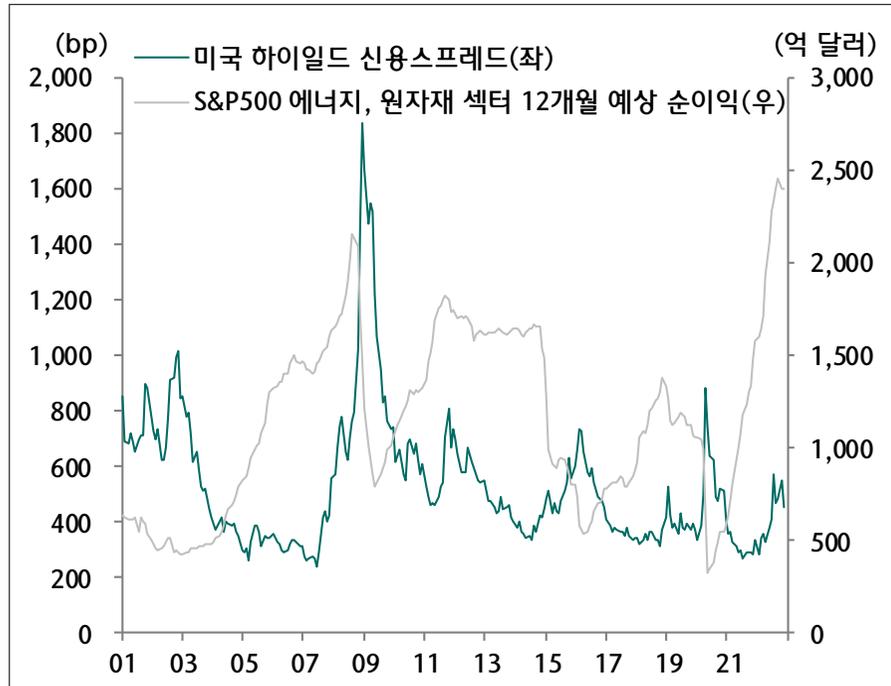


자료: Bloomberg, 하나증권

## 2022년 미국 하이일드 신용스프레드 상승이 제한된 이유

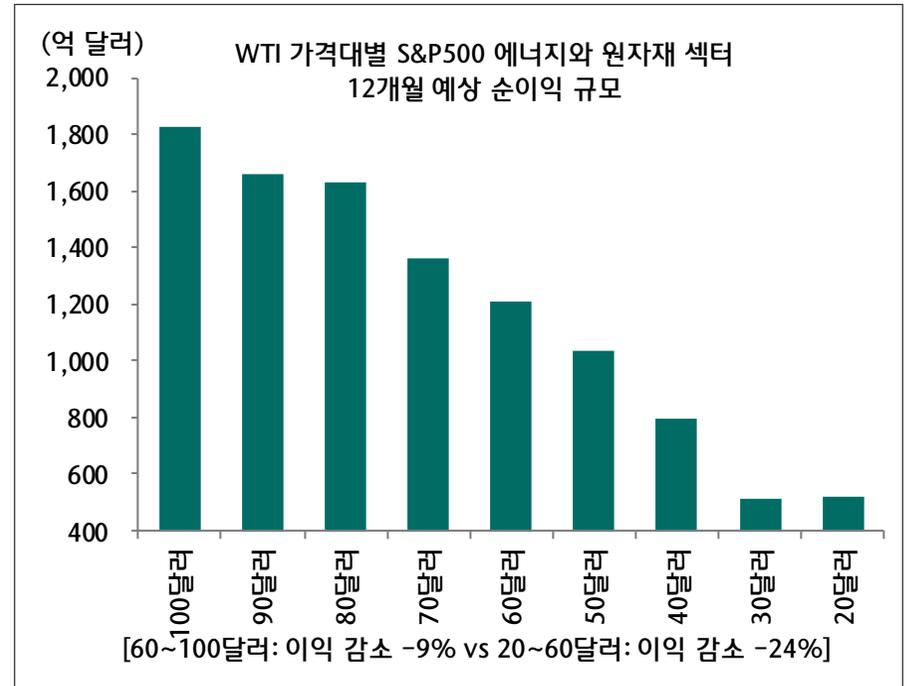
- 미국 하이일드 신용스프레드를 구성하고 있는 대표적인 산업은 에너지/원자재(17%)로 비중이 큼
- 2022년 9월 S&P500 에너지와 원자재 섹터 12개월 예상 순이익은 2,400억 달러로 사상 최고치 경신
- WTI 가격 80달러 유지 시 에너지 관련 기업 이익 급감 우려는 제한적 → 미국 하이일드 신용스프레드 상승 제어
- 참고: WTI 가격 60달러 이하에서 하락 시 에너지 관련 기업 이익 급감

에너지/원자재 섹터 이익 급증 → HY 신용스프레드 상승 제어



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 하나증권

국제 유가 60달러 이하에서 하락 시 에너지 섹터 이익 급감



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 하나증권

## 미국과 유럽 금융기관 유동성 부족 문제 부각

- 시중금리 상승 이후 부실기업의 자금 조달이 어려워지고, 부동산 가격 하락 우려가 부각되며 미국과 유럽 금융섹터 하이일드 신용스프레드 상승
- 특히 유럽 금융섹터 하이일드 신용스프레드의 경우 830bp를 넘어서며 재정위기 당시 고점에 육박

### 금리 상승 → 경기침체 → 신용위험까지 확산

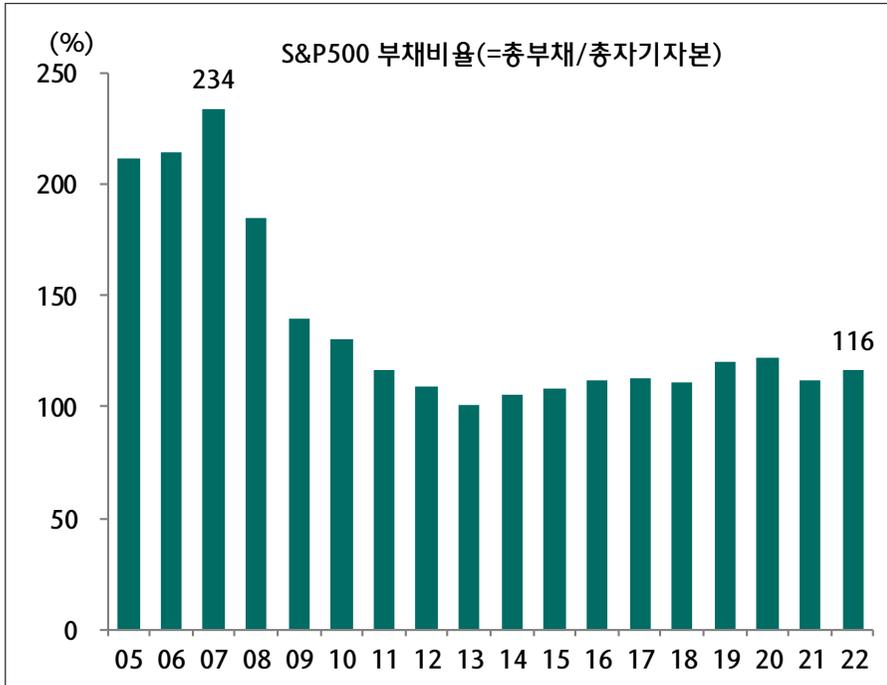


자료: Bloomberg, 하나증권

## 미국 기업: 부채는 축소, 이자상환 능력은 최고치

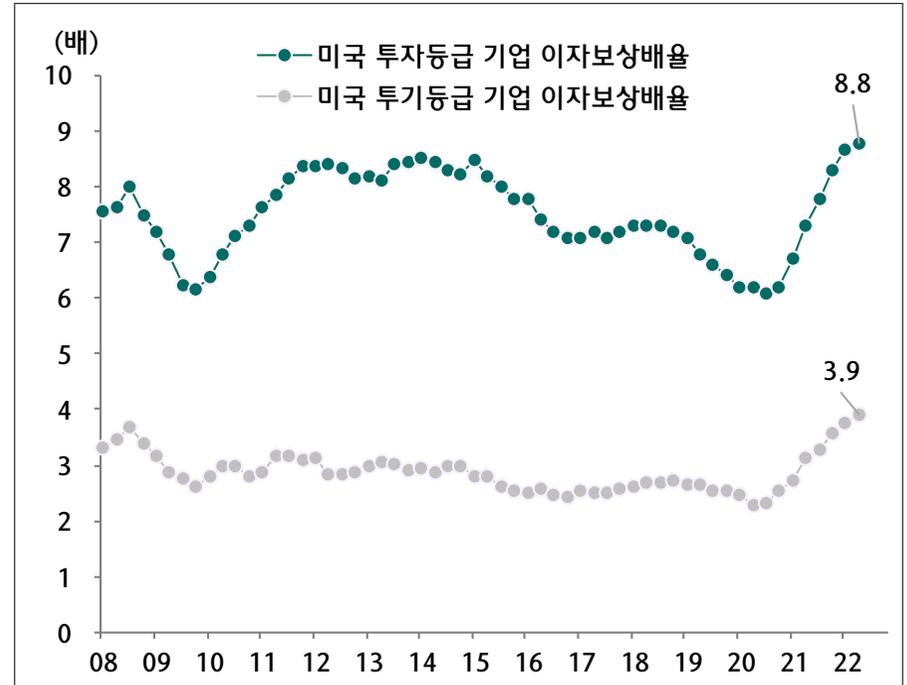
- S&P500 기업 부채비율은 2007년 234%를 정점으로 꾸준히 낮아지고 있음. 2022년 3분기 기준 116%
- 미국 투자등급과 투기등급 기업들의 이자보상배율은 각각 8.8배와 3.9배로 2008년 이후 최고치

미국 기업들의 부채비율은 2007년을 정점으로 꾸준히 하락



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 기업들의 이자상환 능력은 최고치 경신 중

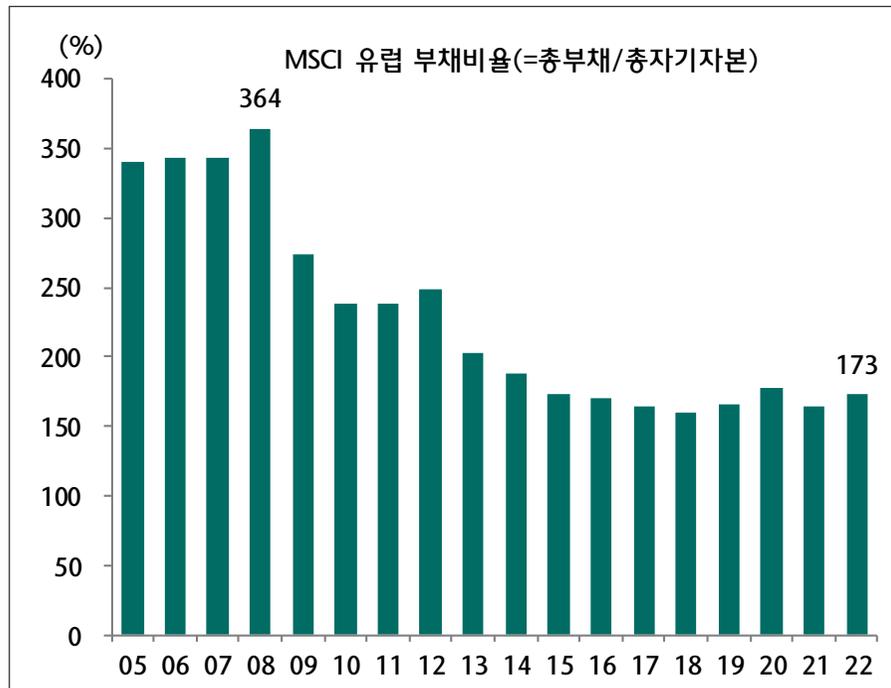


자료: Bloomberg, 하나증권

## 유럽 기업: 부채는 축소, 이자상환 능력도 양호

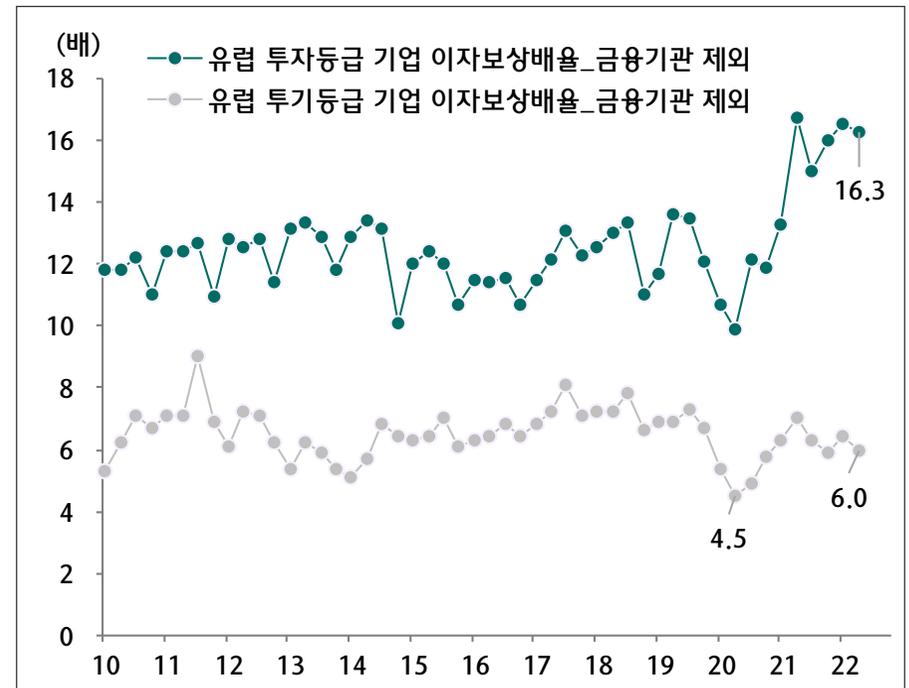
- MSCI 유럽 기업 부채비율은 2008년 364%를 정점으로 꾸준히 낮아지고 있음. 2022년 3분기 기준 173%
- 유럽 투자등급과 투기등급 기업들의 이자보상배율(EBITDA/Interest Exp)은 각각 16.3배와 6.0배
- 유럽 투기등급 기업들의 경우 이자보상배율은 2021년 2분기 7.0배에서 최근 하락하긴 했지만 위기 국면 저점(4.5배) 보다는 높음

유럽 기업들의 부채비율은 2007년을 정점으로 꾸준히 하락



자료: Bloomberg, 하나증권

유럽 투기등급 기업들의 이자상환 능력은 다소 약화



자료: Bloomberg, 하나증권

## 은행 규제 강화: 보통주자본과 유동성커버리지 비율 높은 수준 유지

- 글로벌 금융위기 이후 은행들의 자본 규제는 바젤3로 강화: 미국과 유럽 은행의 보통주자본비율(CET)은 8%로 이상으로 규제
- 한편 유동성커버리지 비율(LCR: 고유동성/향후 1개월간 순현금 유출액 비율)은 100% 이상으로 규제
- 크레디트 스위스, 도이치은행 정도를 제외할 경우 현재 CDS프리미엄도 2007년 이후 고점대비 평균 30% 수준에 불과

지역	기업명	보통주자본비율 Tier1 (최근일자, %)	유동성커버리지비율 (최근일자, %)	CDS 프리미엄(bp)		연간 EPS 추정치(달러)	
				2007년 이후 최고점	2022년 10월 현재	2022년	2023년
미국	제이피모간체이스	12.5	113	232	106	11.5	12.8
	뱅크오브아메리카	11.0	118	483	112	3.2	3.7
	웰스파고 & 컴퍼니	10.3	123	304	105	3.9	5.1
	모간스탠리	14.8	128	1360	126	6.6	7.5
	골드만삭스 그룹	14.3	125	545	134	34.5	38.2
	씨티그룹	12.2	117	666	128	7.1	6.8
	PNC 파이낸셜 서비스	9.3	-	109	56	14.4	16.0
	U.S.뱅크프	9.7	129	140	65	4.3	5.0
	캐피털 원 파이낸셜	12.1	-	570	167	19.7	18.1
	M&T 은행	10.7	-	-	-	13.7	19.5
유럽	HSBC 홀딩스	13.6	134	184	91	0.8	1.0
	알리안츠	-	-	191	62	16.7	23.3
	BNP 파리바	12.2	134	360	86	8.2	7.1
	UBS 그룹	14.2	161	362	111	2.0	2.2
	방코 산탄데르	12.3	165	488	94	0.5	0.5
	ING그룹	14.7	138	270	58	1.1	1.3
	인테사 산파올로	12.7	100	628	141	0.2	0.3
	로이즈 बैं킹 그룹	14.7	142	379	95	0.1	0.1
	BBVA	12.6	170	509	96	0.9	0.8
	카익사방크	12.4	323	221	98	0.3	0.4
	바클레이즈	13.6	156	279	138	0.4	0.3
	우니크레디트	16.4	172	687	160	1.7	2.0
	스탠다드차타드	13.9	140	340	85	1.0	1.2
	소시에테 제네랄	12.9	140	440	101	4.7	4.3
	도이치은행	13.0	133	186	160	1.6	1.7
크레디트 스위스	13.5	191	373	269	-0.3	0.6	

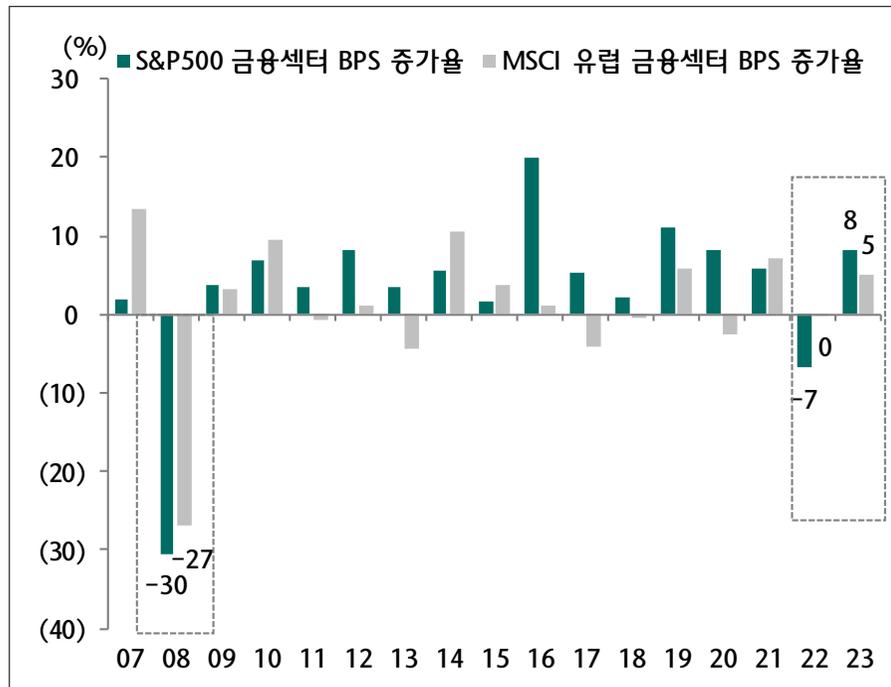
자료: Bloomberg, 하나증권

Strategist/선진국전략 이재만

## 2023년 미국과 유럽 금융기관 자산 증가 전망

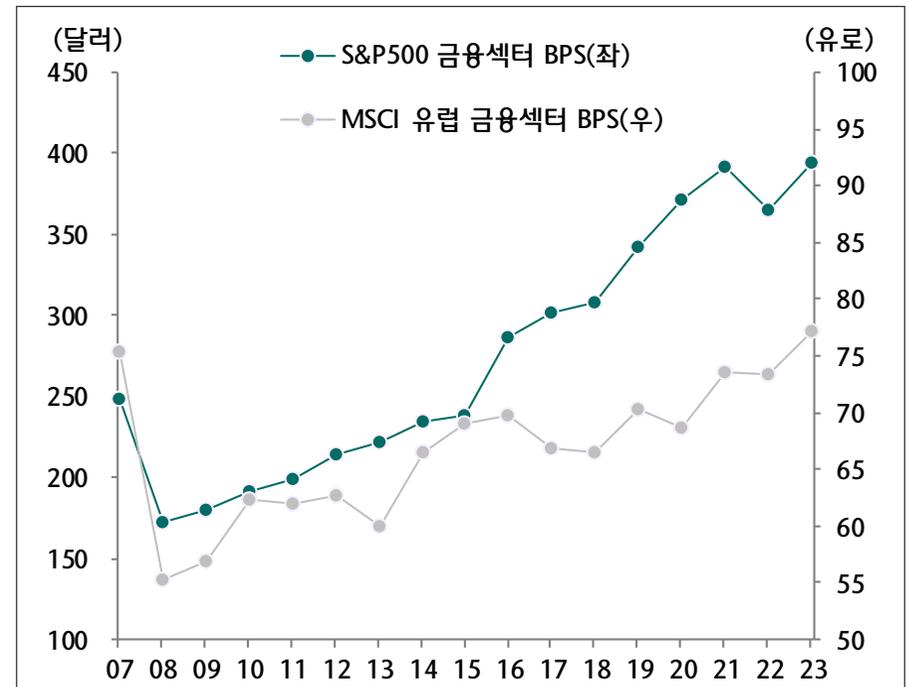
- 미국과 유럽 금융섹터 BPS는 2023년 동반 증가 전망
- 2008년 글로벌 금융위기 당시 미국과 유럽 금융섹터 BPS는 전년대비 -30%와 -27% 감소

글로벌 금융위기와 같은 금융기관 자산 감소 가능성 낮음



자료: Bloomberg, 하나증권

2023년 미국과 유럽 금융섹터 BPS 사상 최고치 경신 전망

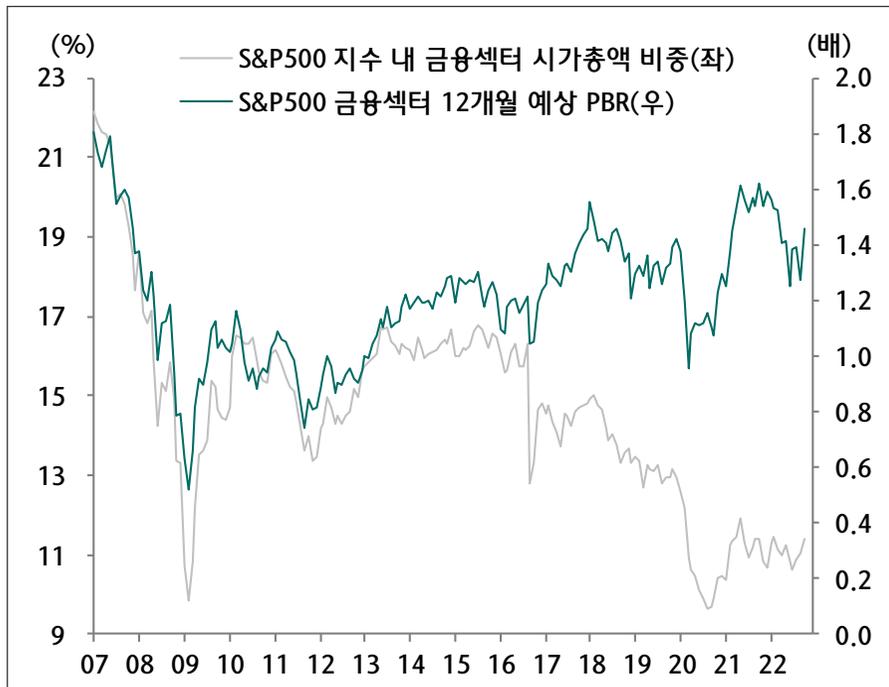


자료: Bloomberg, 하나증권

## 미국과 유럽 주식시장: 금융섹터에 대한 의존도는 크게 낮아져 있음

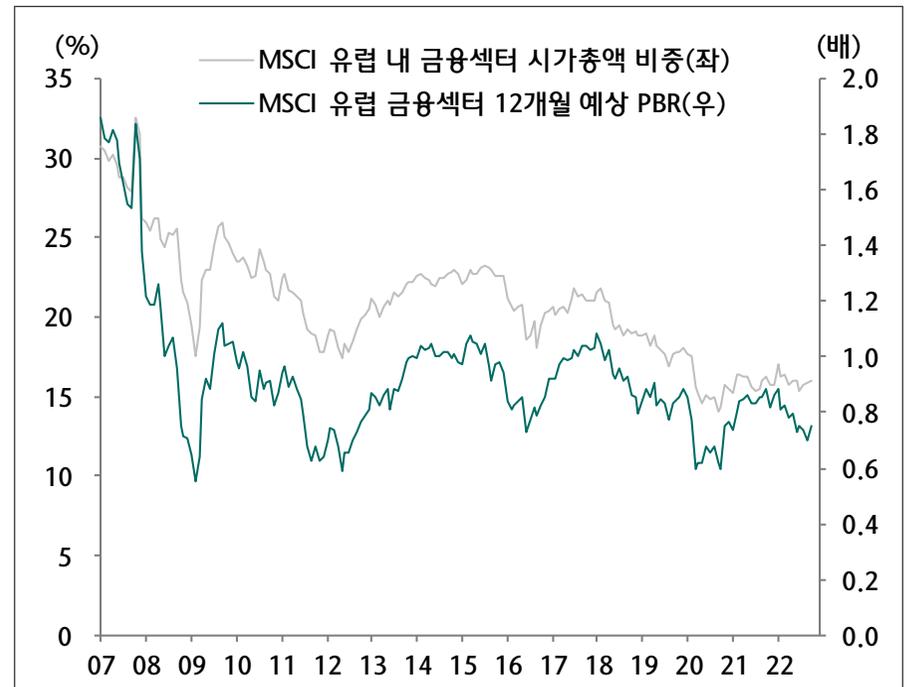
- S&P500지수 내 금융섹터 시가총액 비중은 2016년 이후 추세적으로 낮아지고 있음: 2007년 1월 시가총액 비중 22% → 16년 1월 16% → 22년 10월 현재 11%
- MSCI 유럽 내 금융섹터 시가총액 비중도 장기적으로 축소 진행 중인 상황: 2007년 1월 시가총액 비중 31% → 16년 1월 21% → 22년 10월 현재 16%

미국 증시 내 금융섹터 비중은 장기적으로 축소 진행 중



자료: Bloomberg, 하나증권

유럽 증시 내 금융섹터 비중도 장기적으로 축소 진행 중

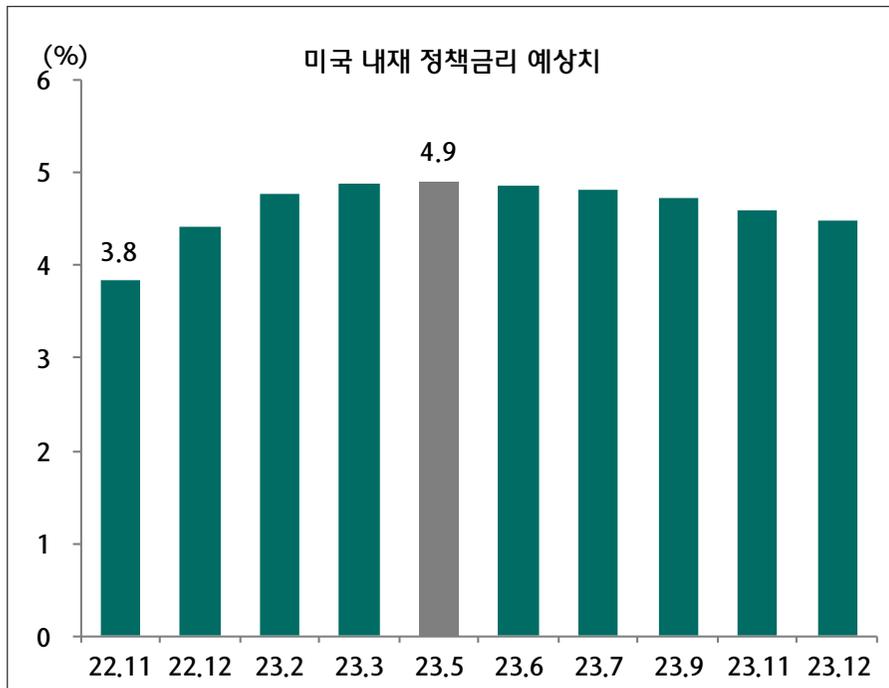


자료: Bloomberg, 하나증권

## 2023년 S&P500지수 저점: PER 14.9배

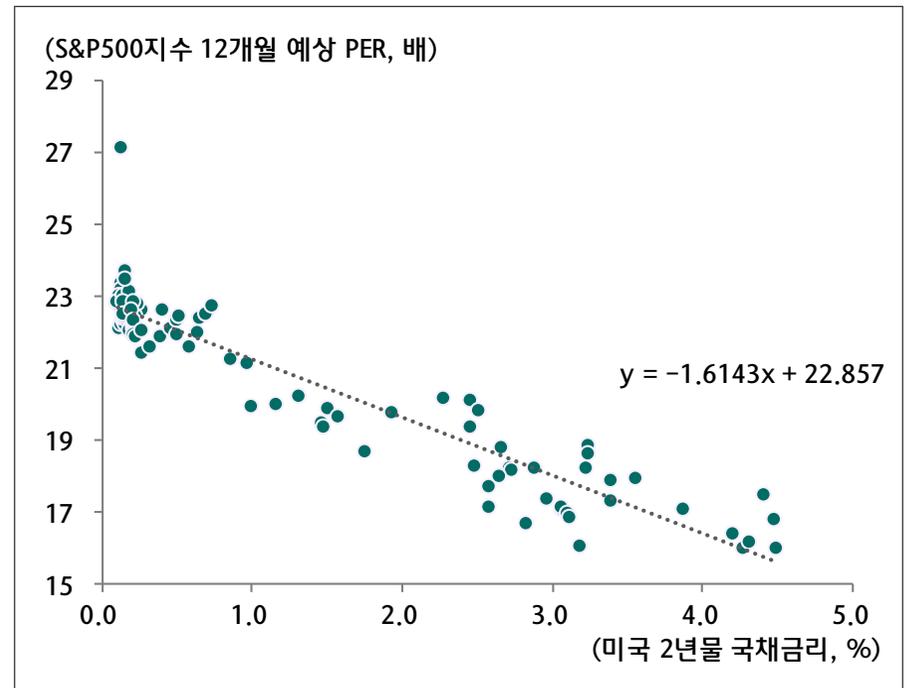
- 미국 추가적인 금리 상승을 가정. 미국 선물시장에서 반영한 기준금리는 2023년 5월 기준 4.9%(최고점)
- 회귀식을 통해 추정: 미국 2년물 국채금리가 4.9%까지 상승하는 시나리오 적용, S&P500지수의 PER 저점은 14.9배
- 2023년 EPS 추정치 240달러, 이를 적용한 2023년 S&P500지수 하단은 3,600p

미국 기준금리 4.9%, 2년물 국채금리도 4.9% 가정



주) 2022년 10/28일 기준  
자료: Bloomberg, 하나증권

미국 2년물 국채금리 4.9%, S&P500지수 PER 14.9배

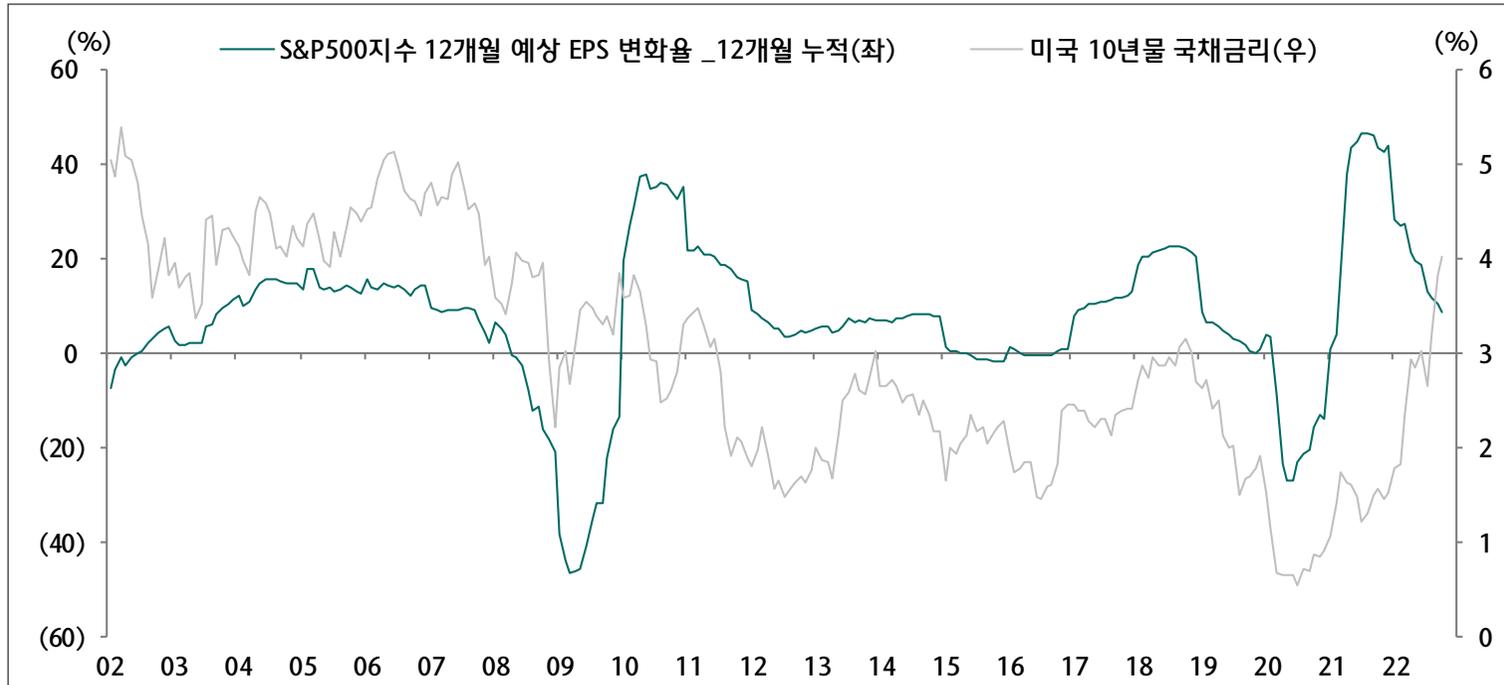


자료: Bloomberg, 하나증권

## 금리 수준이 높거나 상승할 때 주가수익률은 이익증가율이 결정

- 금리가 상승하거나 그 수준이 높다면 밸류에이션 리레이팅을 기대하기 어려움
- 주가(지수)는 [EPS\*PER]라는 점을 감안 시 2023년에는 이익증가율이 지수와 지수 내 업종 수익률 차별화에 가장 중요한 변수

### 금리가 상승하거나 수준이 높을 때 주가는 이익이 결정

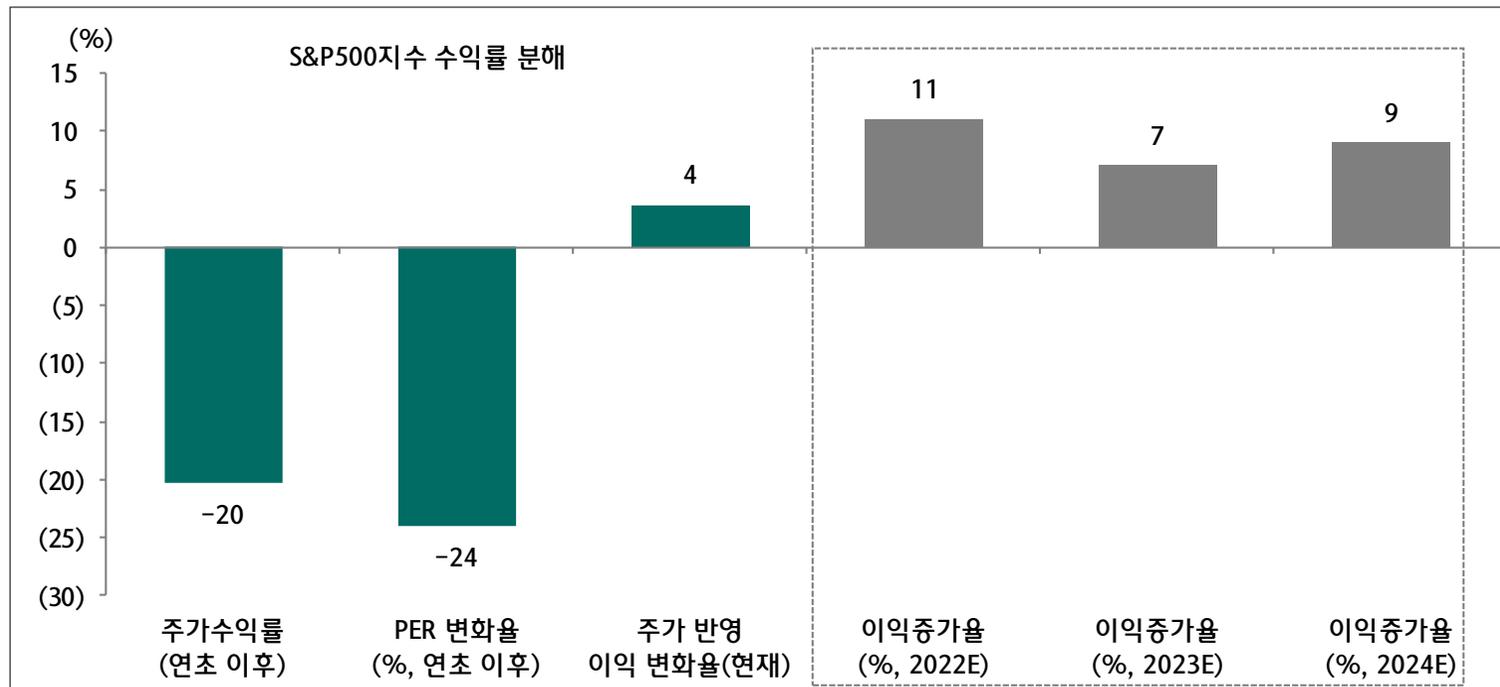


자료: Bloomberg, 하나증권

## 2023년 S&P500지수 EPS 증가율 +7%

- 2023년 1분기 이후 연준이 기준금리를 동결하면 2022년 진행됐던 주식시장의 극단적인 밸류에이션 조정은 일단락
- 2022년 연초 이후 10월 현재 S&P500지수 -20% 하락, PER -24%로 주가에 반영된 이익증가율은 +4%(예상치 +11%)에 불과
- 밸류에이션 조정 마무리 이후 2023년 이익증가율 전망치인 +7%에 지수 수익률이 수렴할 것으로 예상

2022년, S&P500지수 밸류 급락 과정에서 이익 과소 평가. 2023년, 밸류 급락 진정 이후 이익 반영

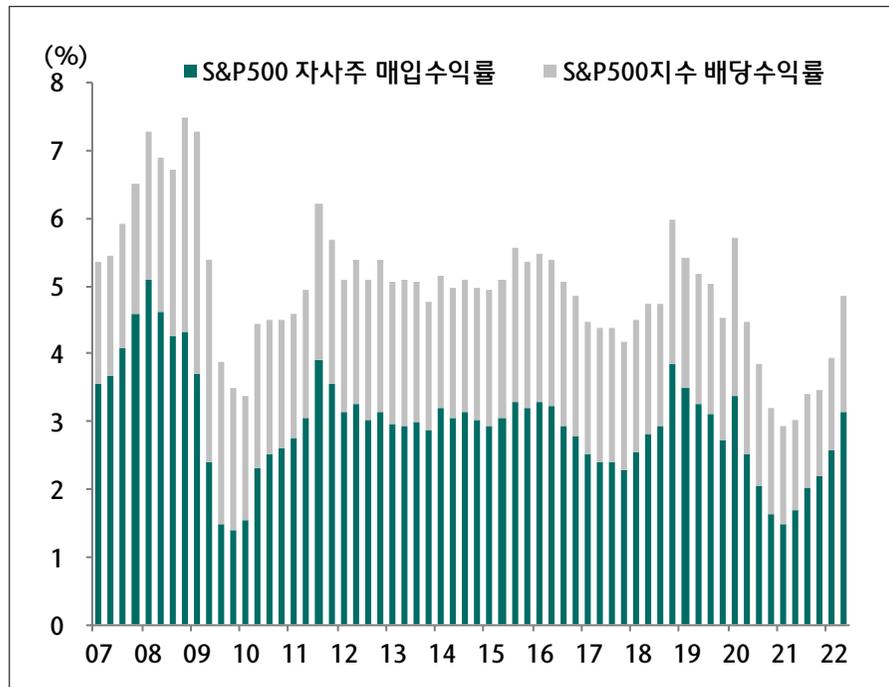


자료: Bloomberg, 하나증권

## S&P500지수의 숨겨진 $+\alpha$

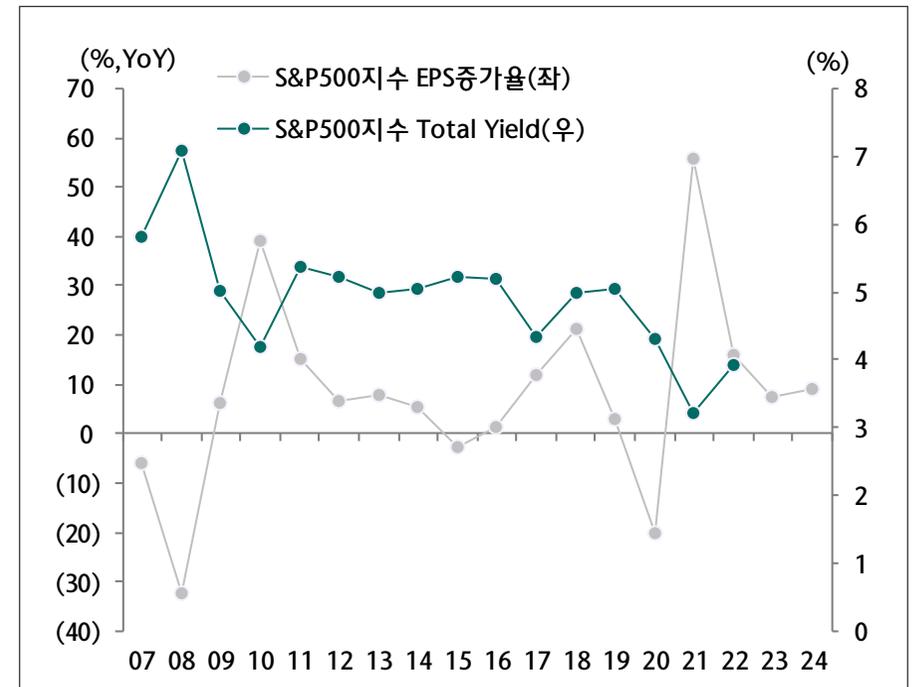
- 2022년 2분기 S&P500지수의 Total Yield는 4.9%(배당수익률 1.7% + 자사주 매입수익률 3.2%)
- 2023~24년 S&P500지수 EPS 증가율 전망치 +7~9%. 2007년 이후 S&P500지수 EPS 증가율 10% 미만에서 Total Yield 평균 5.1%
- 2023년 S&P500지수에 숨겨진 알파 수익률은 +5%를 가정할 필요

2022년 2분기 S&P500지수 Total Yield 4.9%



자료: Bloomberg, S&P, 하나증권

S&P500지수 EPS 증가율 10% 미만, Total Yield 5%

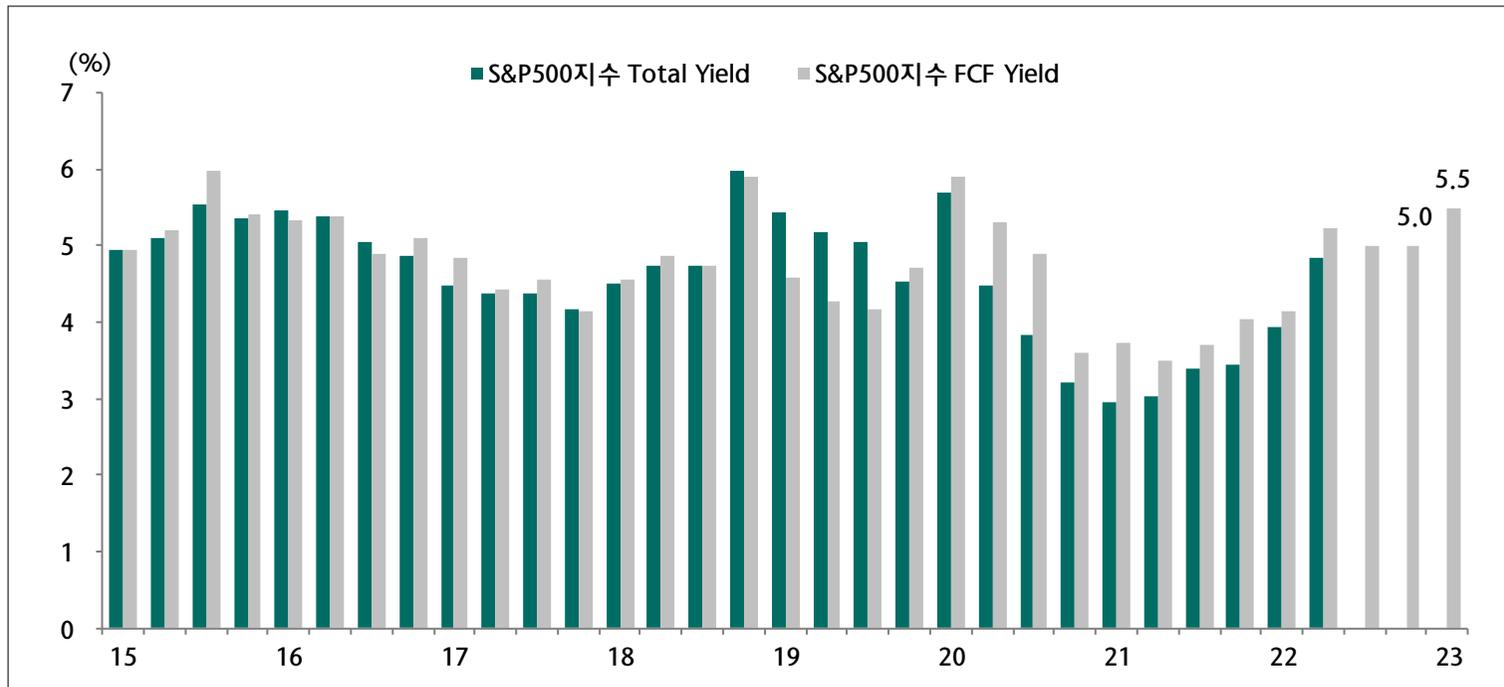


주) Total Yield는 최근 4개 분기 평균  
자료: Bloomberg, 하나증권

## 2023년 S&P500지수 기대수익률은 +12.6%

- S&P500지수의 Total Yield와 가장 유사한 수치는 FCF Yield(기업의 주주친화정책 여력을 가늠할 수 있는 변수)
- FCF Yield는 2022년 5.0%에서 2023년 5.5%로 상승 전망
- 2023년 S&P500지수의 기대수익률은 예상 이익증가율 +7.1%와 예상 Total Yield +5.5%를 합산한 +12.6%: 상단 4,300p

S&P500지수 Total Yield와 가장 유사한 수치는 FCF Yield: 2023년 FCF Yield 5.5%로 전망



자료: Bloomberg, S&P, 하나증권

## 2023년 S&P500지수 내 기대수익률이 높은 업종에 관심

- S&P500지수 구성 업종 중 2023년 EPS 증가율과 FCF Yield 전망치가 동시에 벤치마크(S&P500지수) 대비 높은 업종 선호: 자본재, 미디어, IT하드웨어/장비, 헬스케어장비, 반도체/장비

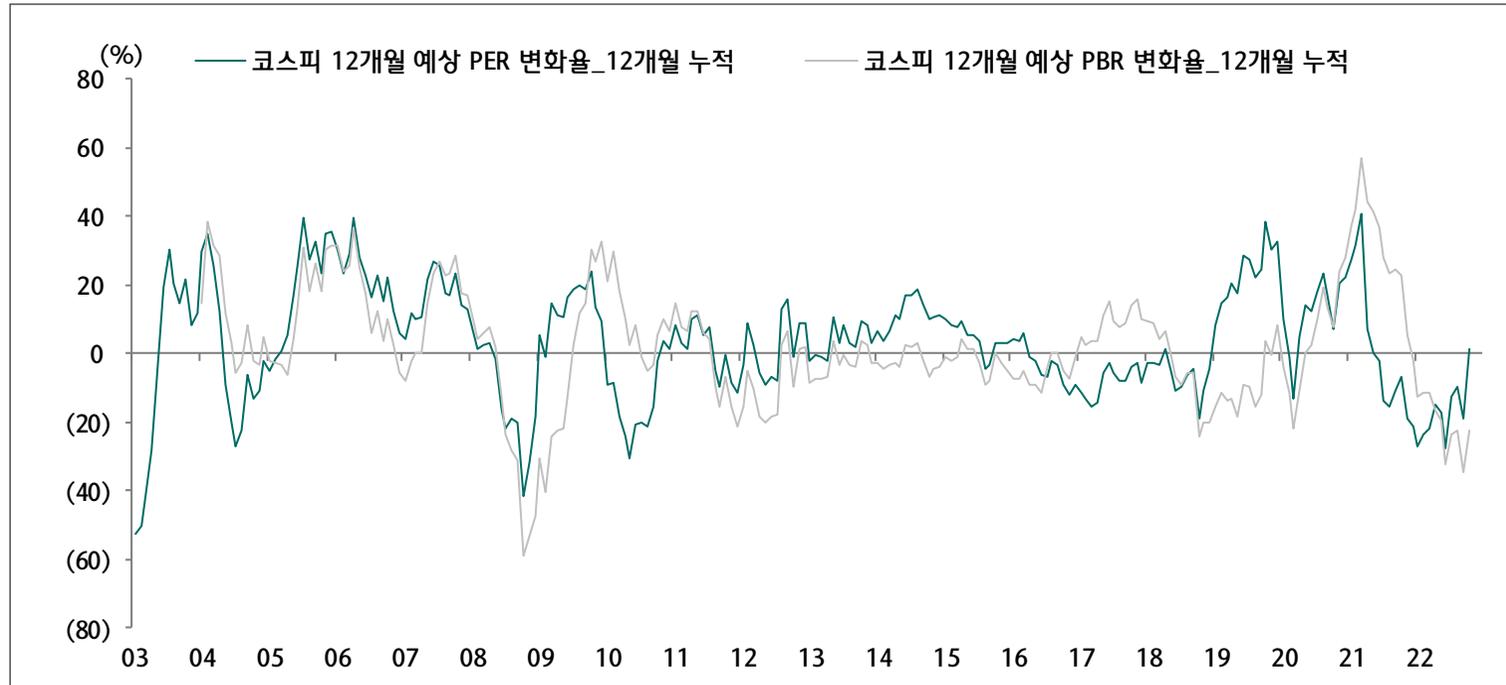
S&P500 업종	2022년 주가수익률 = [PER 변화율 + 주가 반영 이익 변화율]			2023년 기대수익률(%) 구성	
	주가수익률 (%, 연초 이후)	PER 변화율 (%, 연초 이후)	주가 반영 이익(EPS) 변화율(%)	이익(EPS) 증가율 (%, 2023년.E)	FCF Yield (%, 2023년.E)
자본재	-11.7	-16.7	5.0	16.5	5.8
미디어	-38.6	-33.8	-4.9	14.7	5.9
IT 하드웨어/장비	-18.5	-22.9	4.4	7.8	5.7
헬스케어 장비/서비스	-11.2	-15.1	3.9	7.6	5.8
반도체/장비	-42.4	-37.2	-5.2	7.4	5.9
S&P500	-20.3	-24.0	3.7	7.5	5.5
소비자서비스	-20.5	-27.0	6.5	112.4	4.6
유통	-26.0	-20.5	-5.5	34.4	3.8
소프트웨어/서비스	-26.7	-31.1	4.4	15.3	5.0
운송	-24.3	-31.7	7.5	13.7	4.6
정보통신서비스	-15.8	-15.1	-0.8	3.5	11.4
식품/생필품유통	-9.0	-11.6	2.7	10.2	4.0
가정용품/개인용품	-23.9	-20.4	-3.5	9.1	4.9
상업전문서비스	-14.9	-15.5	0.6	9.4	3.5
자동차/부품	-40.2	-47.4	7.2	9.2	2.8
음식료/담배	-1.0	-3.5	2.5	5.0	4.8
부동산	-33.1	-43.9	10.8	0.7	5.9
내구소비재/의류	-43.4	-32.3	-11.2	-2.5	7.9
유틸리티	-10.9	-17.3	6.4	6.6	-2.6
제약/생명공학	-6.6	-1.3	-5.3	-5.6	6.2
에너지	58.6	-10.5	69.1	-11.8	10.9
원자재	-20.6	-18.9	-1.7	-8.6	6

자료: Bloomberg, 하나증권

## 국내 증시, 밸류에이션 조정은 일단락

- 코스피 12개월 예상 PER 변화율(최근 12개월 누적 기준) 저점은 2022년 6월 -27%, PBR 변화율 저점은 9월 -35%
- 이후 2022년 10월 현재(PER +2%, PBR -22%) 다소 회복되는 모습을 보이고 있음

코스피 PER과 PBR 가파른 밸류에이션 조정 마무리 이후 반등

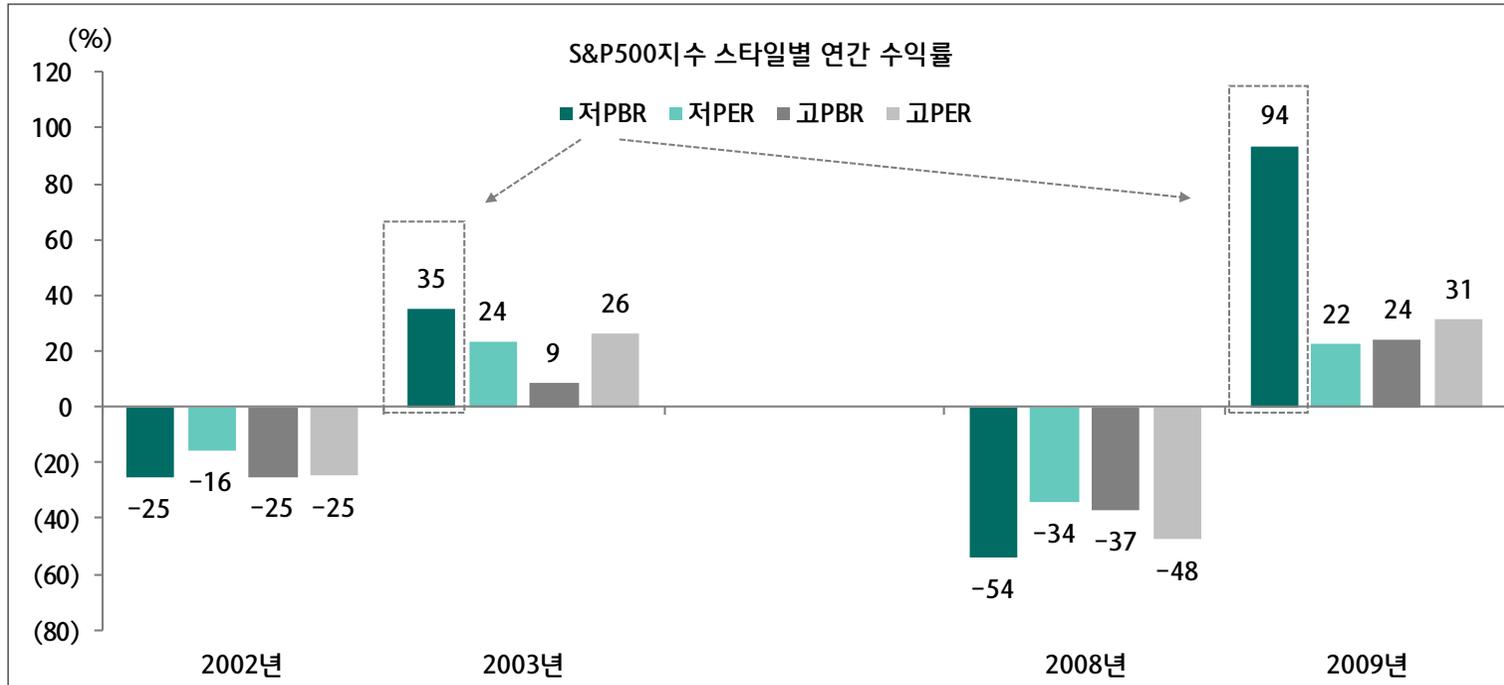


자료: Quantiwise, 하나증권

## 밸류에이션 급락 이후 반등은 저PBR이 주도

- 2002년, 2008년과 같이 밸류에이션 급락 이후 지수 반등을 주도했던 스타일은 저PBR
- 밸류에이션 급락 당시 주가가 가장 크게 하락했기 때문에 나타나는 현상

2002년, 2008년과 같이 밸류에이션 급락 이후 지수 반등을 주도했던 스타일: 저PBR

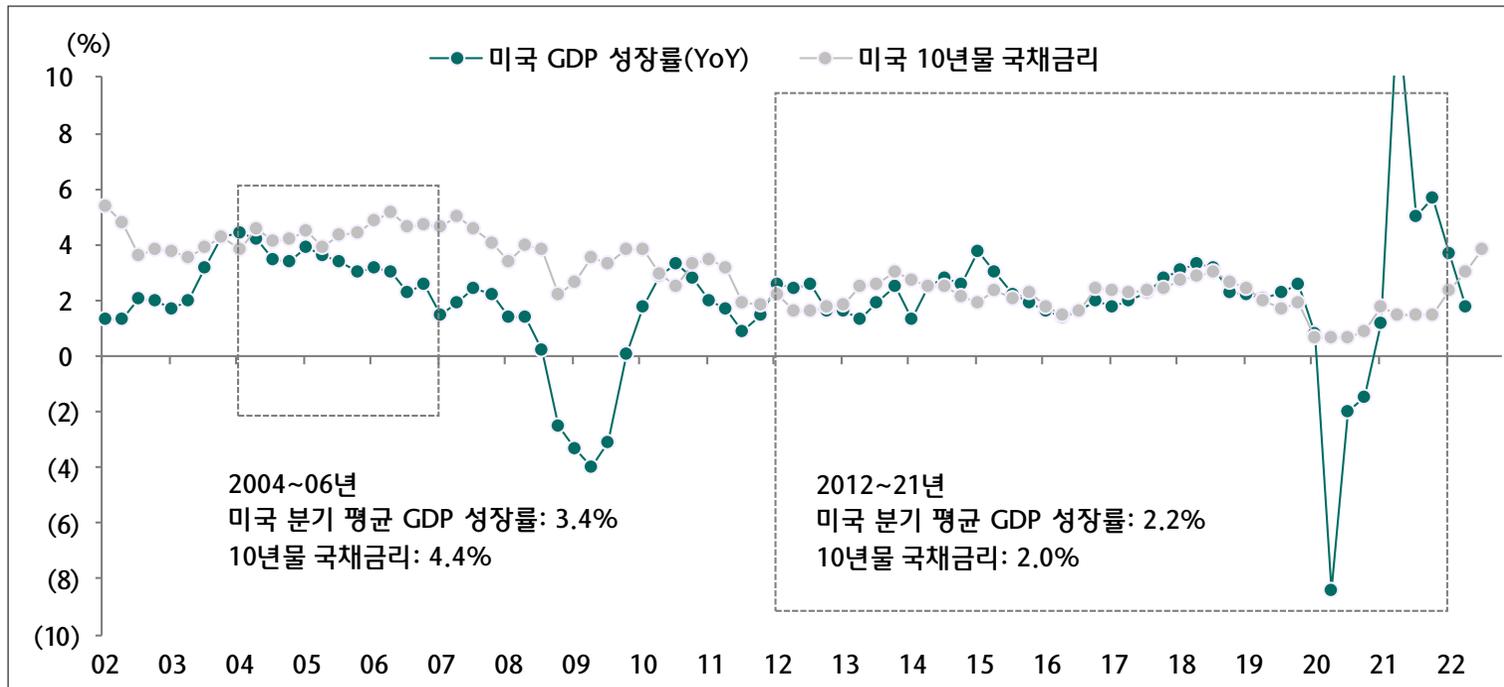


주) S&P500지수 기준 PBR과 PER 상/하위 25% 기준으로 분기별 종목 리밸런싱  
 자료: Bloomberg, 하나증권

## ‘금리가 성장률보다 높은 시대’와 ‘성장률이 금리보다 높은 시대’로 구분

- 글로벌 금융위기 이전인 2004년~06년 미국 분기 평균 GDP 성장률 3.4% vs 미국 10년물 국채금리 4.4%
- 글로벌 금융위기 이후인 2012년~21년 미국 분기 평균 GDP 성장률 2.2% vs 미국 10년물 국채금리 2.0%

금융위기 이전(금리가 성장률보다 높은 시대) vs 금융위기 이후(성장률이 금리보다 높은 시대)

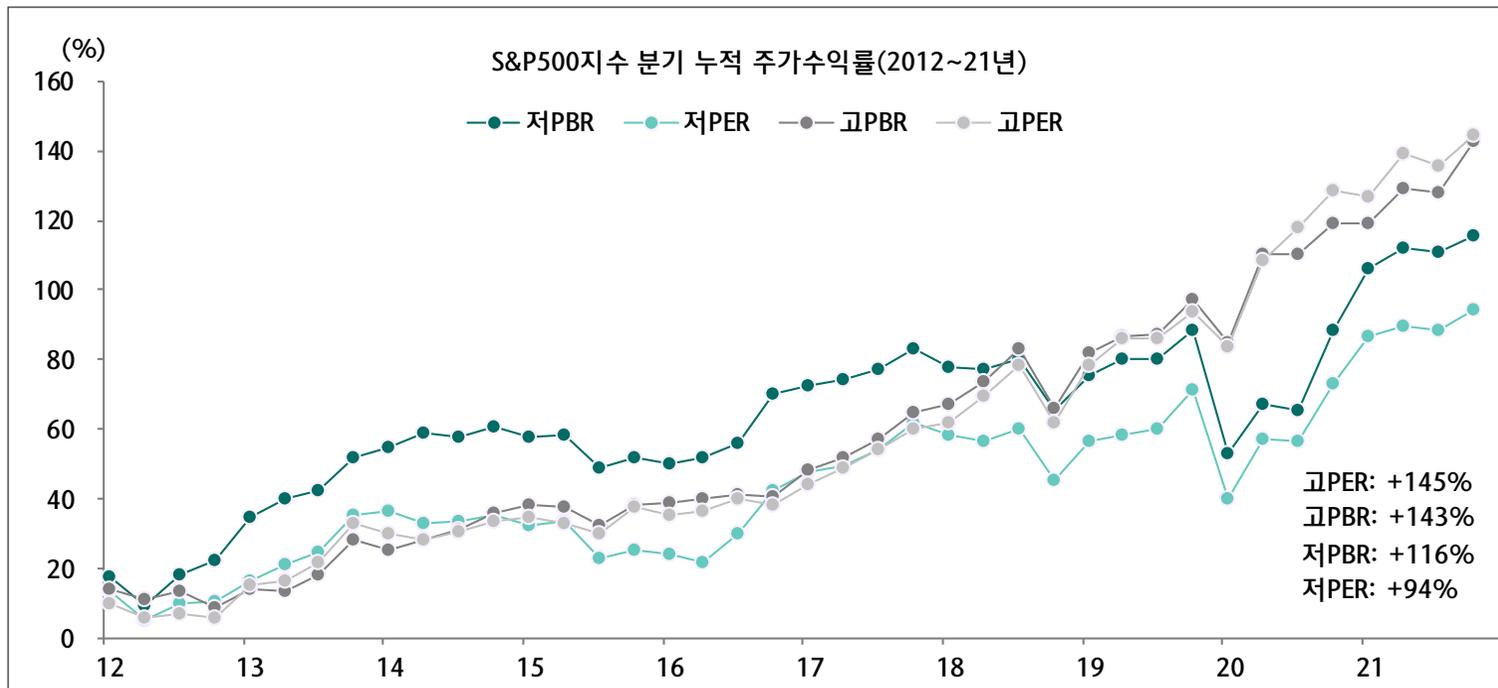


자료: Bloomberg, 하나증권

## 글로벌 금융위기 이후 성장률이 금리보다 높았던 시대: 고PER 강세

- 2012~21년 미국 GDP 성장률이 10년물 국채금리 보다 높았던 시대: S&P500지수 내 고PER 종목군 분기 누적 주가수익률은 +145%로 가장 높음

### 성장률이 금리보다 높았던 시대: 고PER 강세

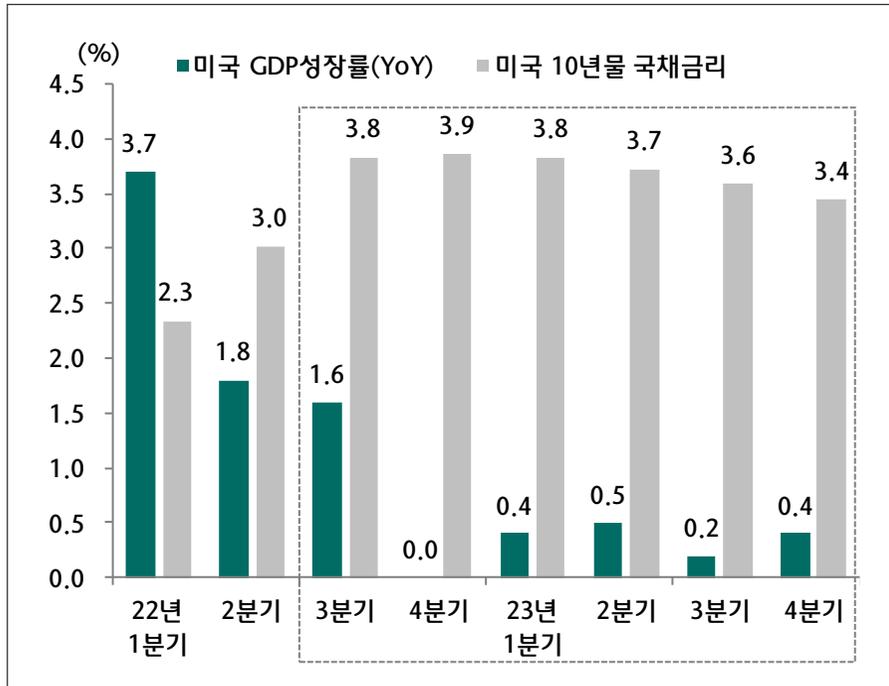


주) S&P500지수 기준 PBR과 PER 상/하위 25% 기준으로 분기별 종목 리밸런싱  
 자료: Bloomberg, 하나증권

## 앞으로 살아갈 시대는 ‘금리가 성장률보다 높은 시대’

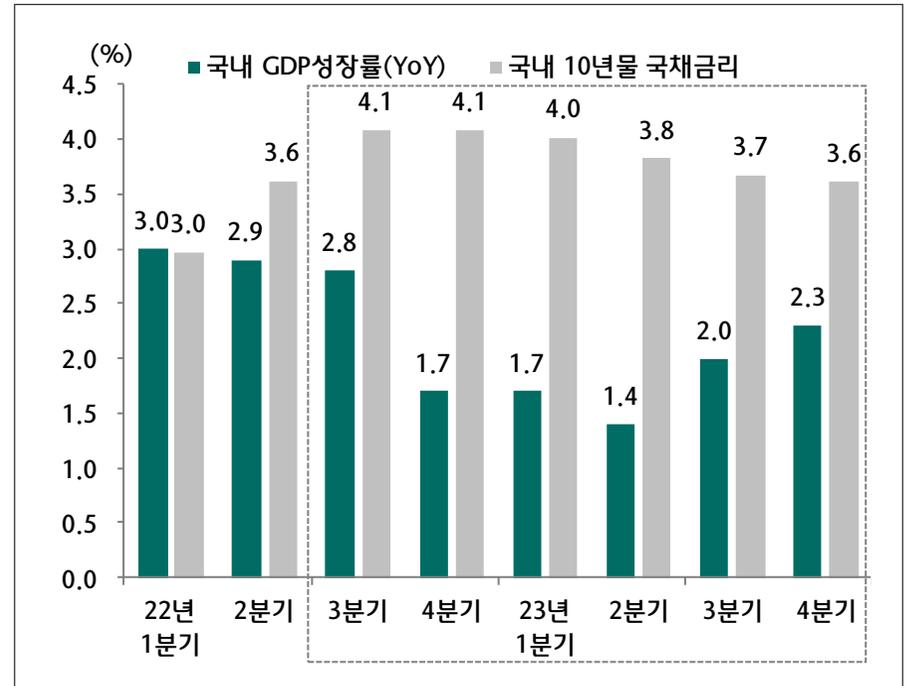
- 2023년 경기사이클이 회복하더라도 금리가 성장률보다 높은 수준을 유지할 것이라는 상황에는 큰 변화가 없음
- 글로벌 금융위기 이전에 주식시장을 주도했던 변수에 대한 관심 필요

### 미국, 앞으로 ‘금리가 성장률보다 높은 시대’



자료: Bloomberg, 하나증권

### 국내, 앞으로 ‘금리가 성장률보다 높은 시대’

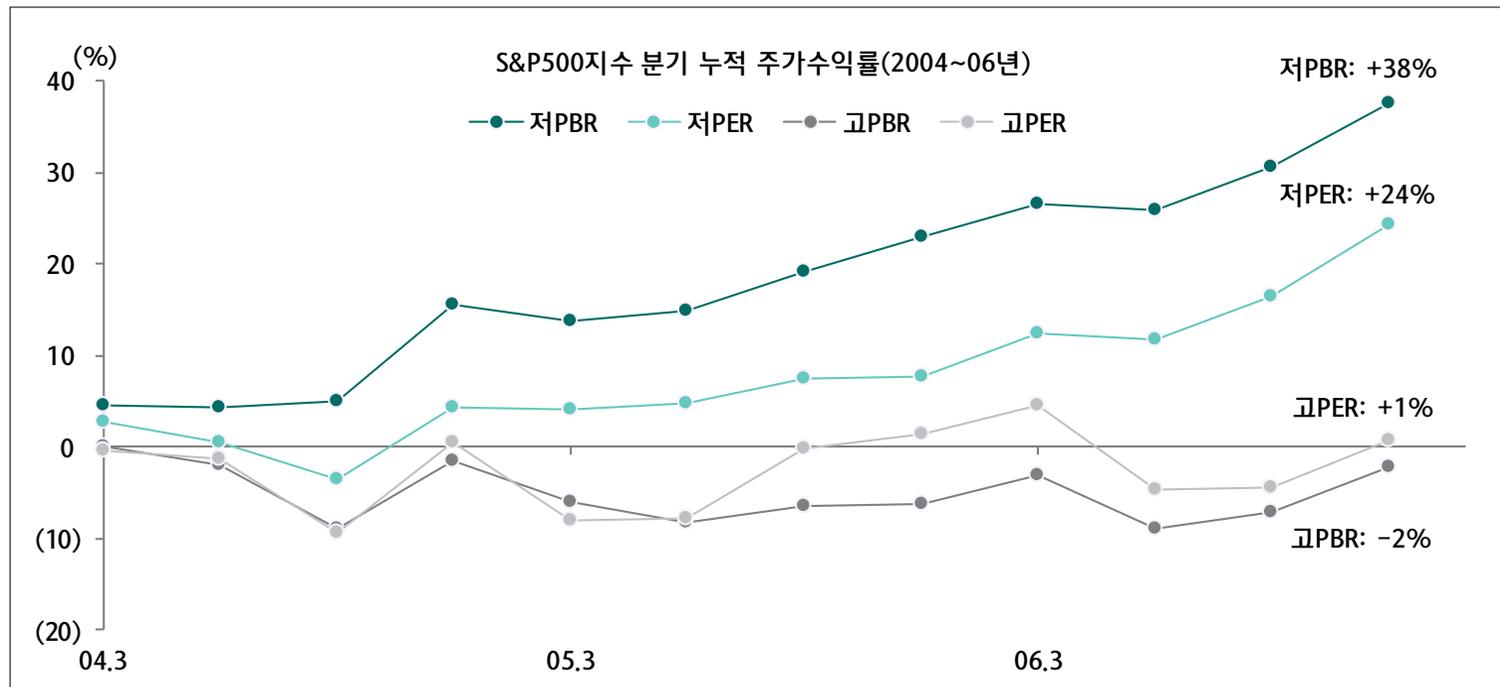


자료: Bloomberg, 하나증권

## 금리가 성장률보다 높았던 시대: 미국, 저PBR 강세

- 2004~2006년은 미국 GDP 성장률이 10년물 국채 금리보다 낮았던 시대. S&P500지수 내 저PBR 종목군 분기 누적 주가수익률은 +38%로 가장 높았음. 반면 고PBR 종목군이 가장 부진

금리가 성장률보다 높았던 시대: 미국, 저PBR 강세

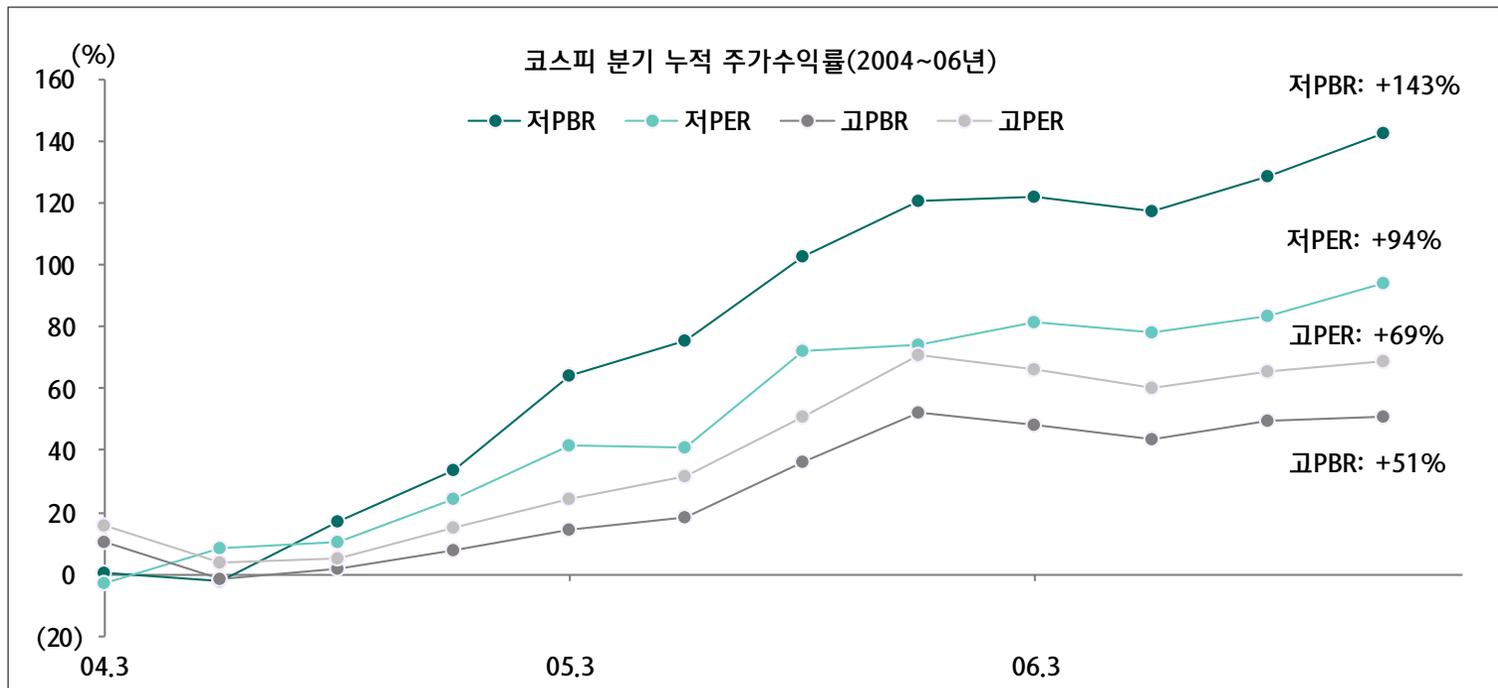


주) S&P500지수 기준 PBR과 PER 상/하위 25% 기준으로 분기별 종목 리밸런싱  
 자료: Bloomberg, 하나증권

## 미국 금리가 성장률보다 높았던 시대: 국내, 저PBR 강세

- 2004~2006년은 미국 GDP 성장률이 10년물 국채 금리보다 낮았던 시대. 코스피 내 저PBR 종목군 분기 누적 증가수익률은 +143%로 가장 높았음. 반면 상대적으로 고PBR 성과가 부진

미국 금리가 성장률보다 높았던 시대: 국내, 저PBR 강세

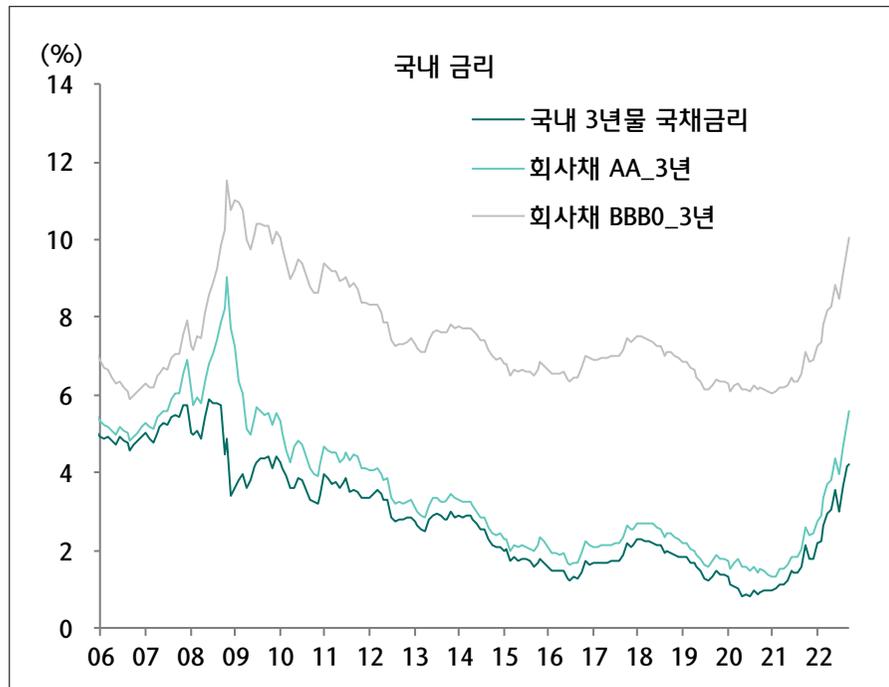


주) 코스피 기준 PBR과 PER 상/하위 25% 기준으로 분기별 종목 리밸런싱  
 자료: Quantiwise, 하나증권

## 국내 회사채 금리가 빠르게 상승하고 있음

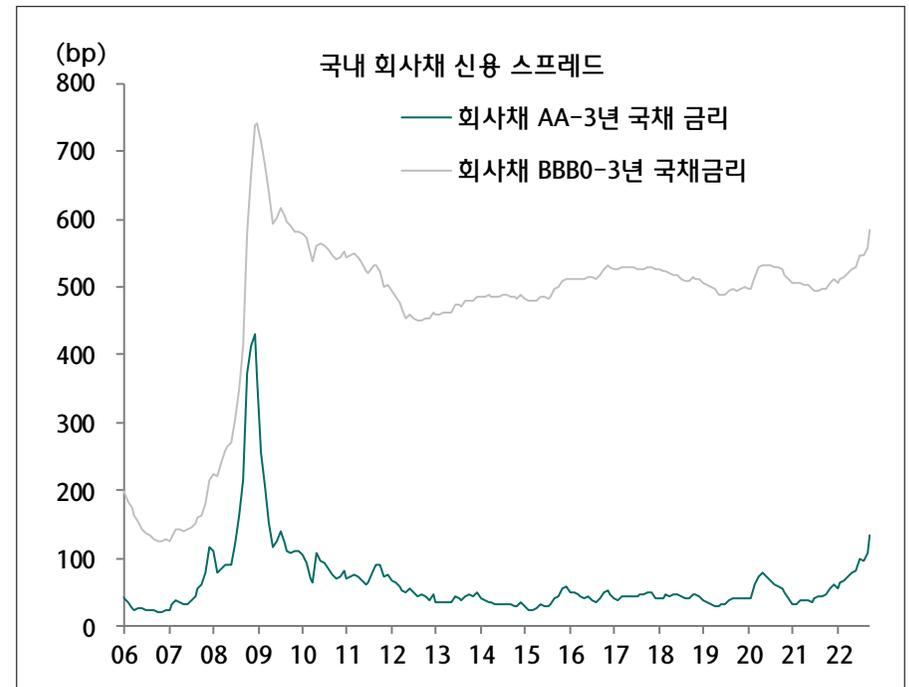
- 국내 국채 금리와 동반해 회사채 금리도 가파른 상승세를 보이고 있음: 2022년 10월 현재 AA등급 회사채 금리는 5.6%, BBB등급은 10%를 상회
- 국내 회사채 신용스프레드도 빠르게 상승하며 유동성 경색에 대한 우려 부각

국내 국채와 회사채 금리 빠른 상승세



자료: 인포맥스, 하나증권

국내 회사채 신용스프레드 가파른 상승세

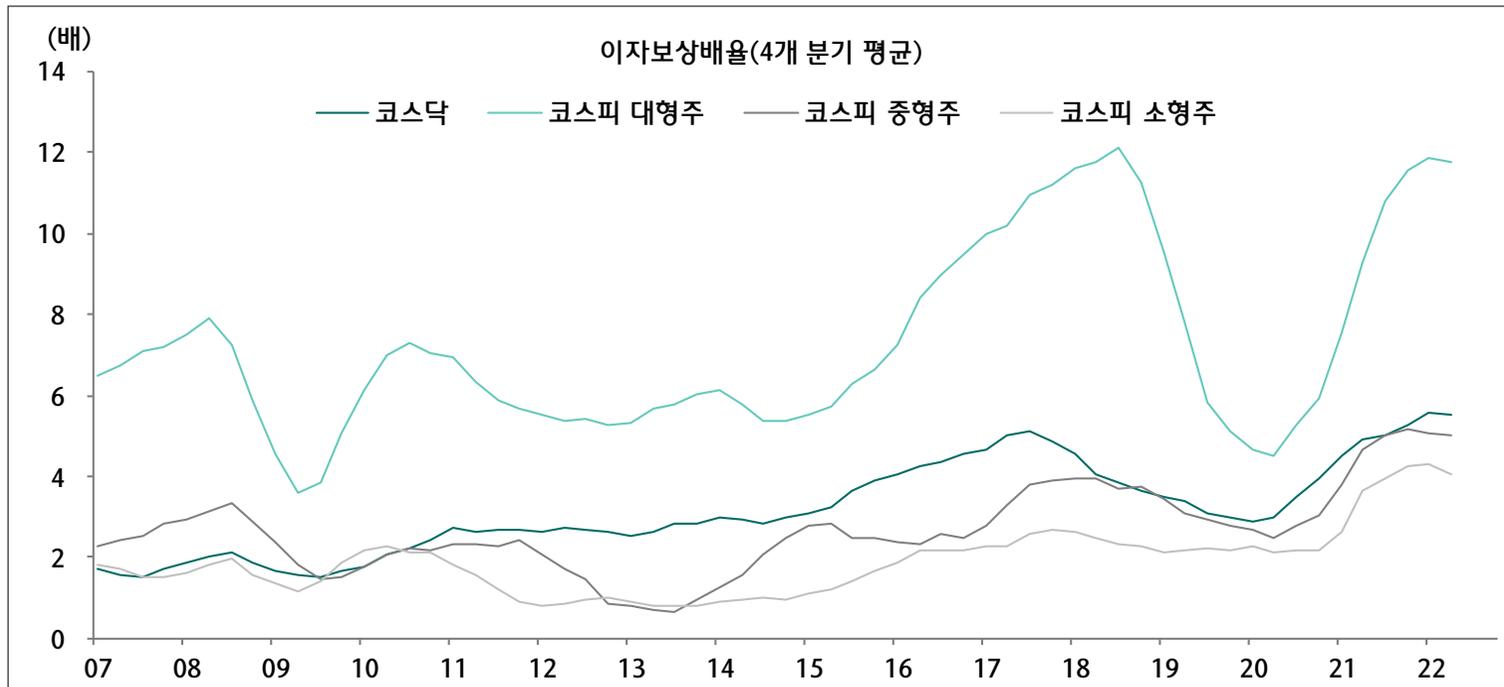


자료: 인포맥스, 하나증권

## 국내 상장기업들의 이자상환 능력에는 큰 문제가 없음

- 국내 상장기업 사이즈별 이자보상배율: 대형주 11.7배, 코스닥 5.5배, 중형주 5.0배, 소형주 4.0배로 2007년 이후 최고 수준을 유지하고 있음

국내 상장기업들의 이자상환 능력에는 큰 문제가 없는 상황



자료: Quantiwise, 하나증권

## 국내 은행의 건전성은 양호한 수준을 유지하고 있는 것으로 판단

- 국내 은행의 보통주자본비율과 유동성커버리지 비율은 각각 11%와 100% 이상을 유지하고 있음
- 국내 은행의 건전성은 양호한 수준을 유지하고 있는 것으로 판단

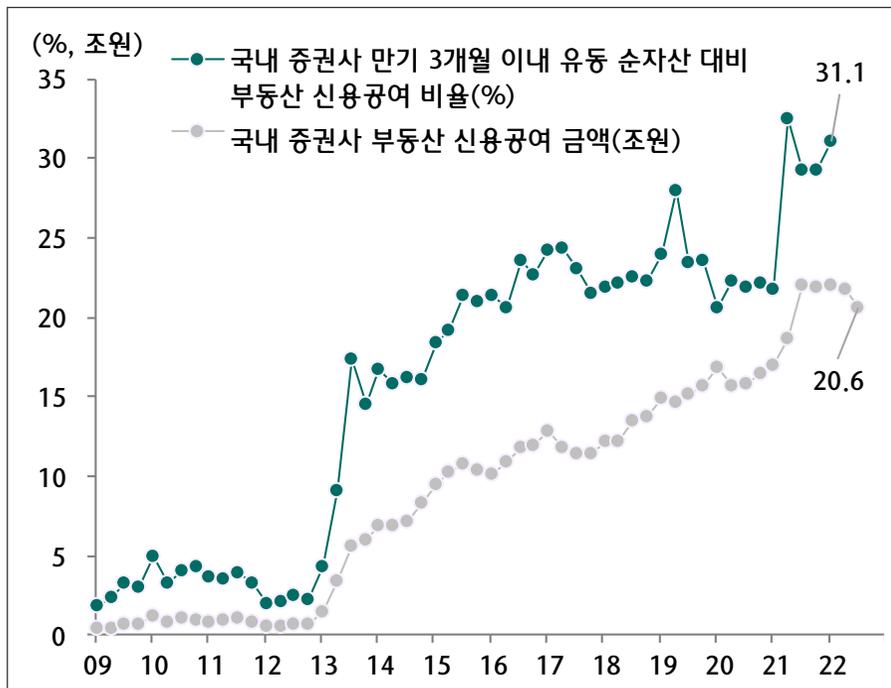
국내 은행	보통주자본비율(%)	유동성커버리지비율(%)
카카오뱅크	36.3	941.3
한국씨티은행	16.5	104.9
농협은행	15.5	125.5
케이뱅크	14.8	168.4
부산은행	14.8	103.7
하나은행	14.5	99.8
신한은행	14.0	98.1
광주은행	14.0	99.9
국민은행	13.9	92.1
경남은행	13.3	98.4
전북은행	12.8	117.5
SC제일은행	12.6	122.0
대구은행	12.5	106.9
우리은행	12.4	96.7
제주은행	12.1	109.4
중소기업은행	11.1	101.6
수협은행	10.6	99.1

주) 보통주자본비율 순서로 정렬  
 자료: 금융감독원, 하나증권

## 국내, 채권시장 안정화 정책 발표

- 최근 국내 증권사들의 부동산 신용공여 문제가 부각되고 있는 상황. 다만 증권사 유동성 대비 부동산 신용공여 비중은 31%로 절대적으로 높은 수준이라고 보기는 어려움
- 2022년 10월 채권시장 안정화 정책 발표: 채안펀드 가용자금 1.6조원(최대 20조원) 기반 시공사 보증 PF ABCP 매입과 PF ABCP 차환 등으로 유동성 조달이 어려운 증권사 지원책 등이 포함

### 국내 증권사 중심으로 PF ABCP 부실 우려 부각



주) 꺾기 증권사 3개월 내 유동 순자산(=만기 3월 내 유동자산에서 유동 부채 차감) 대비 부동산 신용공여(PF ABCP, ABSTB)  
 자료: 금융감독원, 인포맥스, 하나증권 Strategist/선진국전략 이재만

### 2022년 10월 채권시장 안정화 정책 발표

#### 2022년 10월 비상거시경제금융회의 개최 결과

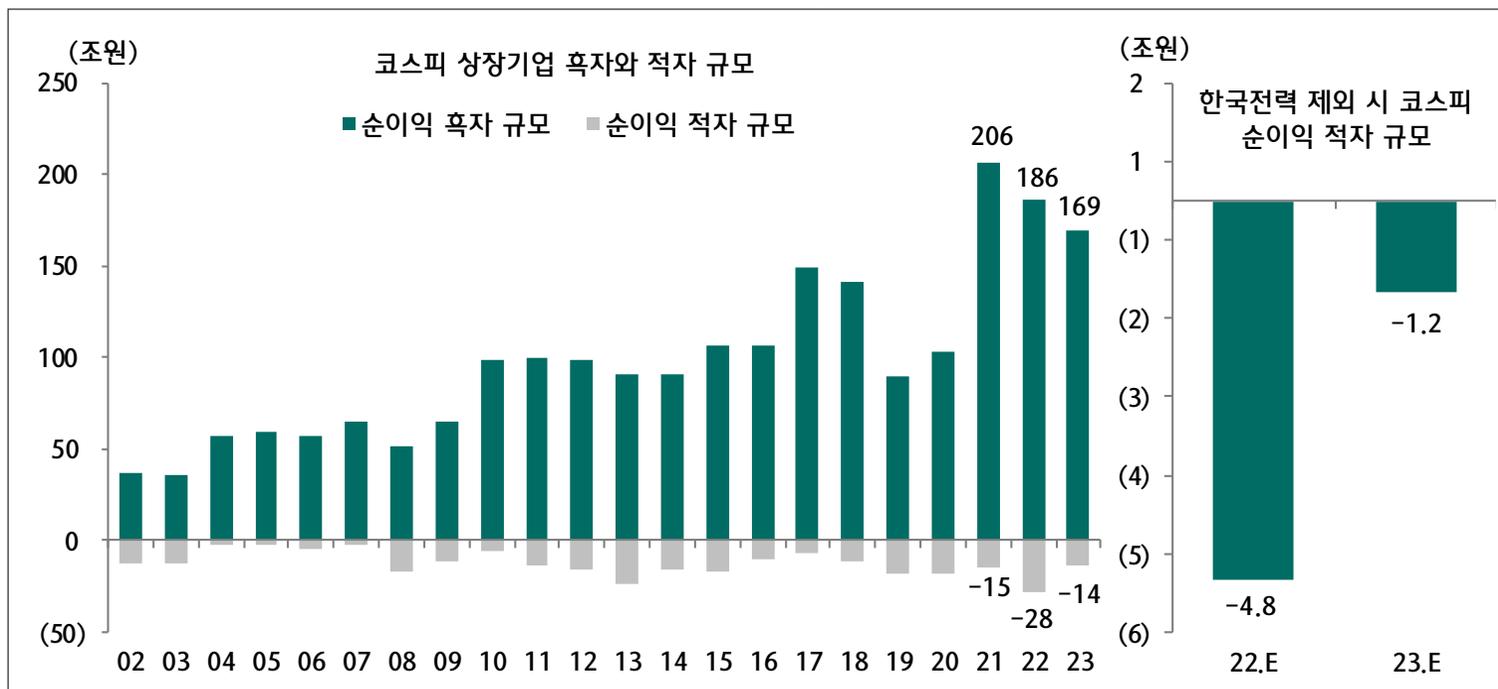
1. 유동성 공급 프로그램: 50조원+α 규모로 확대 운영
2. 채권시장안정펀드: 1.6조원 가용자금(최대 20조원)  
→ 회사채, CP, 시공사 보증 PF-ABCP 매입 포함
3. 회사채 및 CP 매입 프로그램의 매입 한도 확대(기존 8조원 → 16조원)  
→ 증권사 등 금융회사가 발행한 CP도 매입 대상에 포함
4. PF ABCP 차환 어려움 등으로 유동성이 부족한 증권사 지원  
→ 3조원 규모의 유동성 지원
5. 부동산 PF 시장 불안에 대해 적극 대응  
→ 지방자치단체 보증 ABCP, 모든 지자체가 지급보증 의무 성실히 이행

자료: 기획재정부, 하나증권

## 2023년 국내 기업 적자 규모 축소 예상 → BPS 훼손 가능성 높지 않음

- 코스피 상장기업 중 순이익 적자 기업 비율은 2022년 9%에서 2023년 3%로 줄어들 것으로 전망
- 적자 규모도 28조원(한국전력 제외 4.8조원)에서 14조원(1.2조원)으로 축소 전망

### 2023년 상장기업 적자 규모 축소 예상 → BPS 훼손 가능성 높지 않음

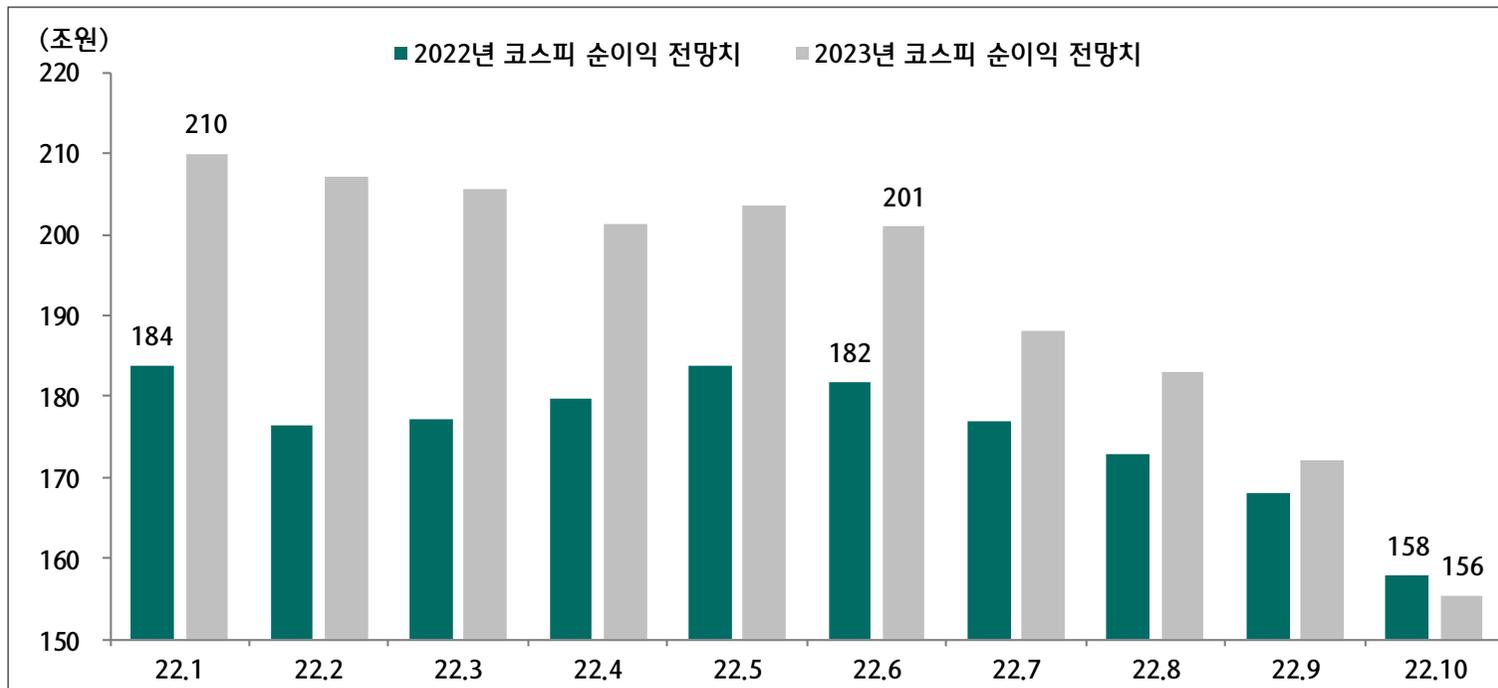


자료: Quantiwise, 하나증권

## 2023년 국내 기업 이익증가율은 (-)마이너스

- 2022년과 2023년 코스피 순이익 전망치 하향 조정 진행 중
- 연초 대비 2022년 10월 현재 순이익 전망치: 2022년과 2023년 각각 -14%(6월 말 대비 -13%), -26%(-23%) 하향 조정
- 2022년 코스피 순이익 추정치 158조원, 2023년 156조원: 2023년 코스피 순이익 증가율은 -1.5%

2022년과 2023년 코스피 순이익 추정치, 가파르게 하향 조정 진행 중

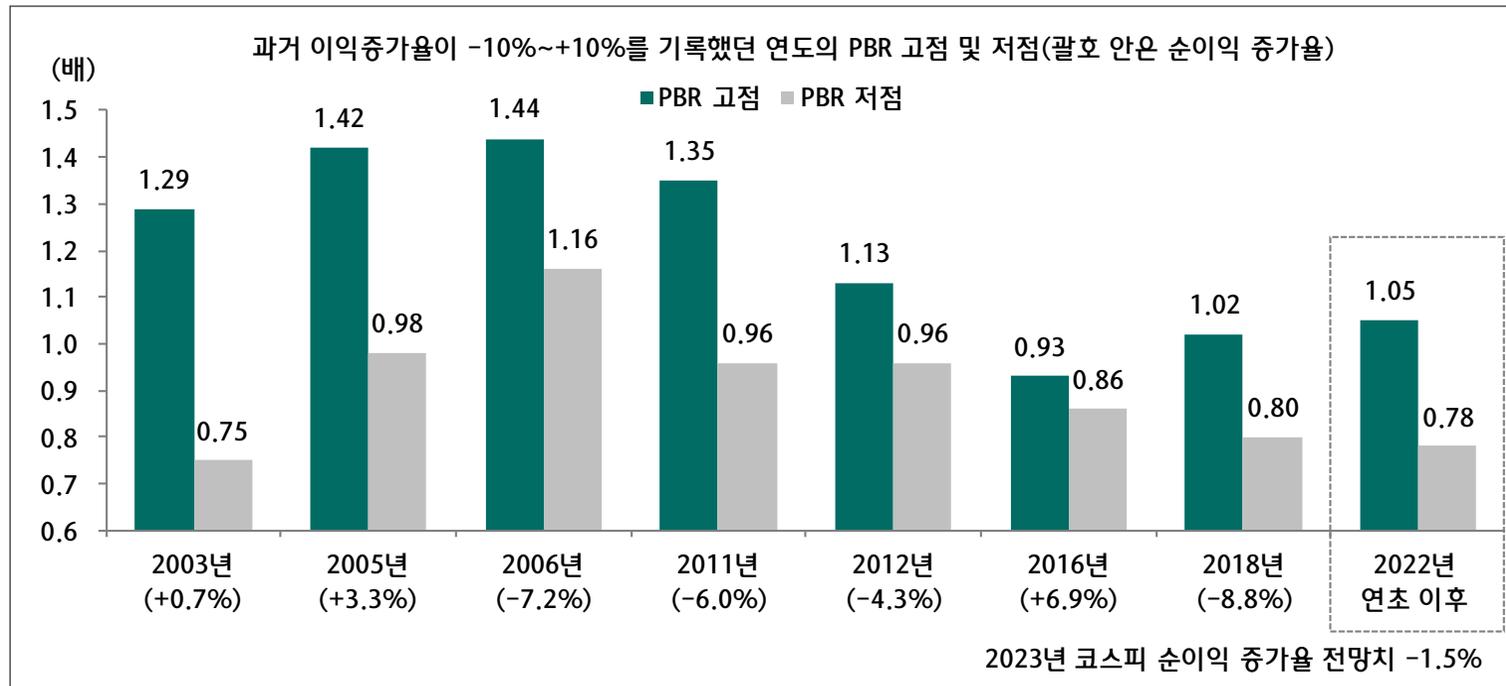


자료: Quantiwise, 하나증권

## 2023년 코스피 저점: PBR 0.75배

- 코스피 2023년 순이익 증가율 전망치가 (-)마이너스 라는 점을 감안, 과거 이익증가율 제로시대(코스피 연간 순이익 증가율 -10%~+10%)의 코스피 PBR 최저점 적용
- 2003년(코스피 순이익 증가율 +0.7%) 당시 코스피 PBR 최저점은 0.75배(2022년 저점 0.78배). 적용 시 2023년 코스피 하단 2,050p

### 2023년 코스피 저점: 이익증가율이 -10%~+10%를 기록했던 연도의 PBR 최저점 0.75배 적용

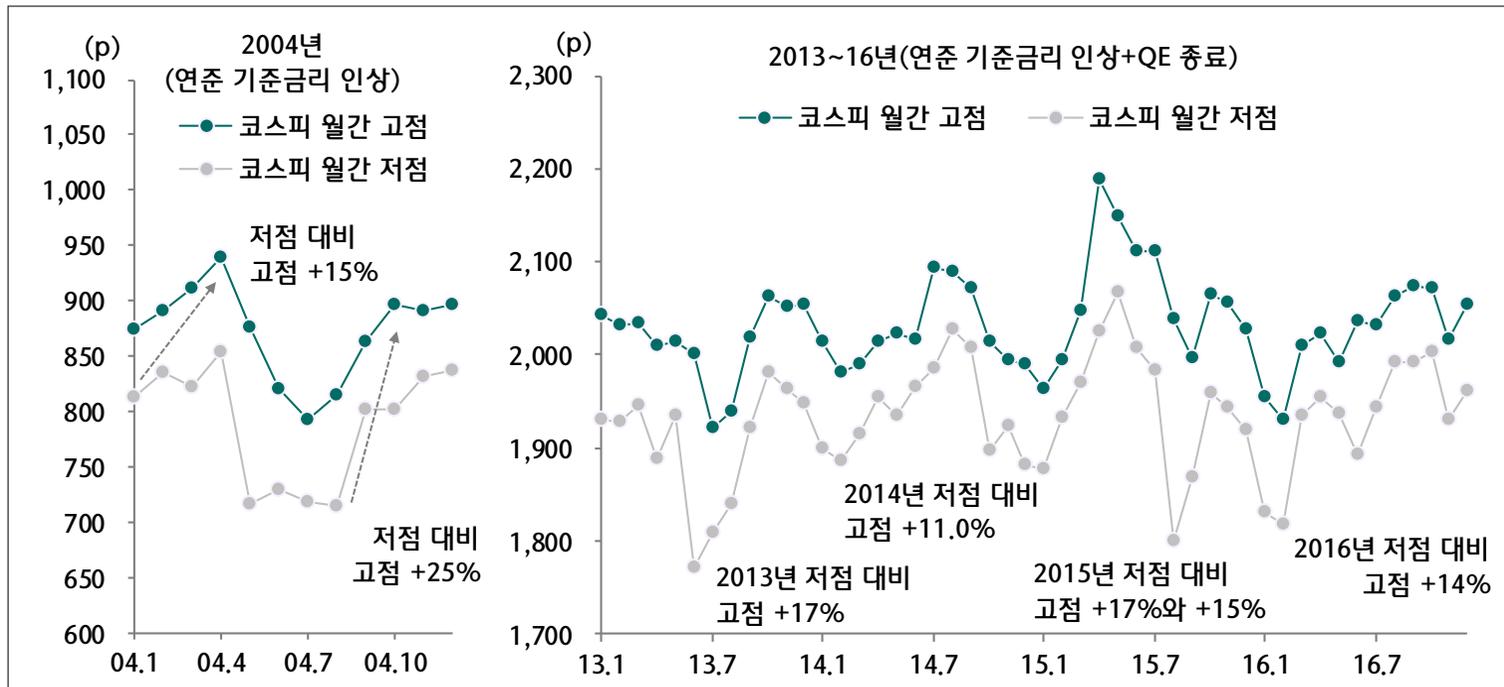


자료: Quantiwise, 하나증권

## 2023년 코스피 고점: 박스권, 저점 대비 고점까지 최고 수익률 +25%

- 연준 기준금리 인상(이후 높은 수준에서 동결)과 낮은 이익증가율로 인해 코스피는 박스권 흐름을 예상
- 2004년과 2013~16년 코스피 박스권 형성 당시 코스피 저점 대비 고점까지 최대 수익률은 +25%
- 2023년 코스피 하단 2,050p 가정 시 코스피 예상 상단 2,550p

### 과거 코스피 박스권, 저점 대비 고점까지 최고 수익률 +25%

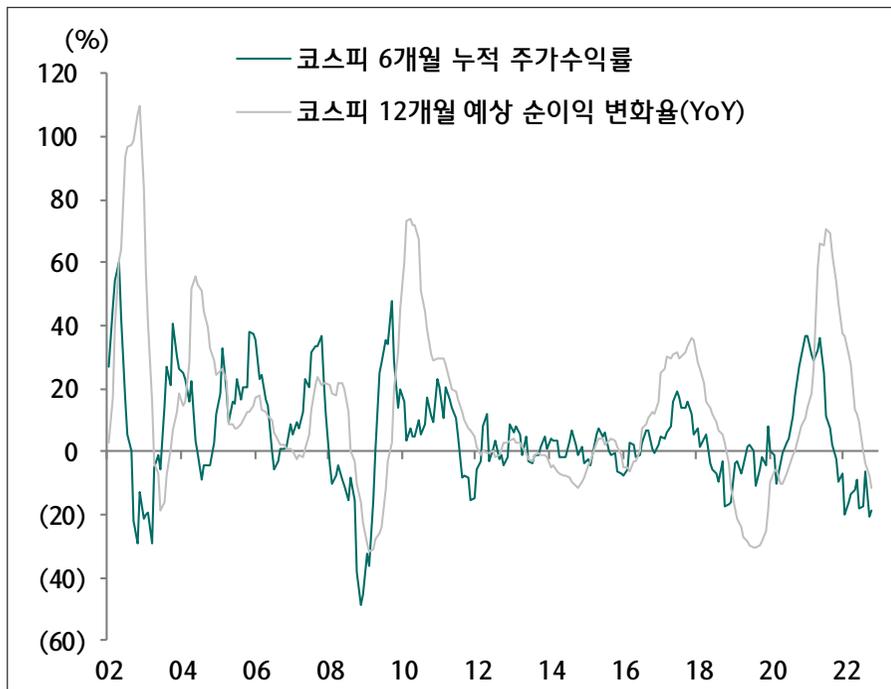


자료: Quantiwise, 하나증권

## 이익증가율 제로시대: 기대할 수 있는 건 기저효과 기반의 사이클 개선

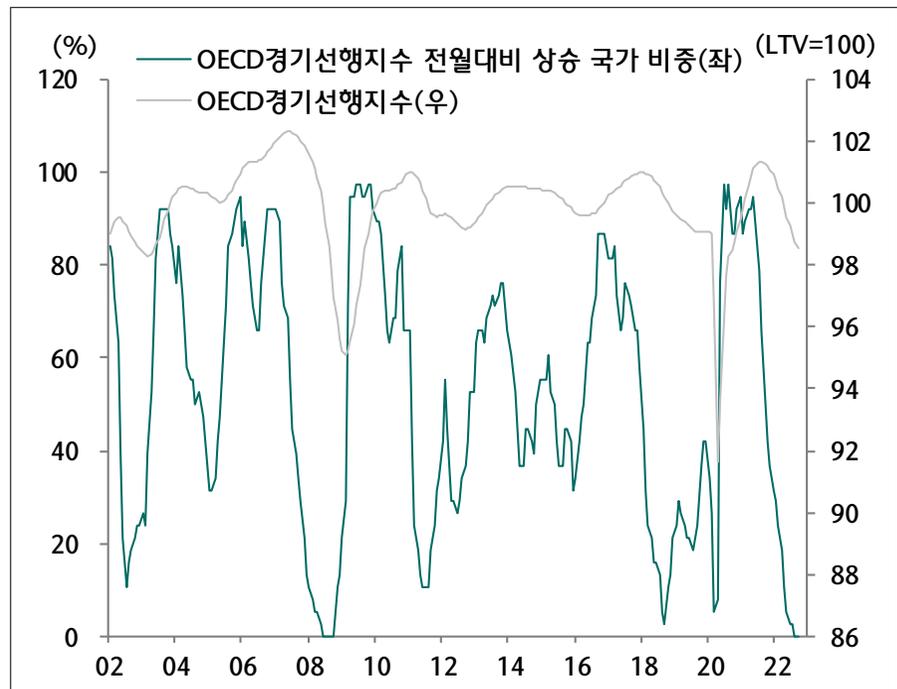
- 2023년 이익증가율 제로시대: 이익의 경우 기저효과 또는 극단적인 추정치 하향 조정이 진행됐다면 오히려 이익사이클 개선에는 긍정적인 영향을 줄 가능성도 있음
- OECD경기선행지수를 발표하는 37개 국가 중 전월대비 선행지수가 상승한 국가는 2개월 연속 Zero: 경기사이클 측면으로 보면 더 나빠질 것도 없는 상황. 글로벌 경기사이클도 기저효과를 기대할 수 있는 상황

이익에서 기대할 수 있는 건 기저효과 기반 사이클 반전



자료: Quantiwise, 하나증권

글로벌 경기가 더 나빠질 것도 없는 상황

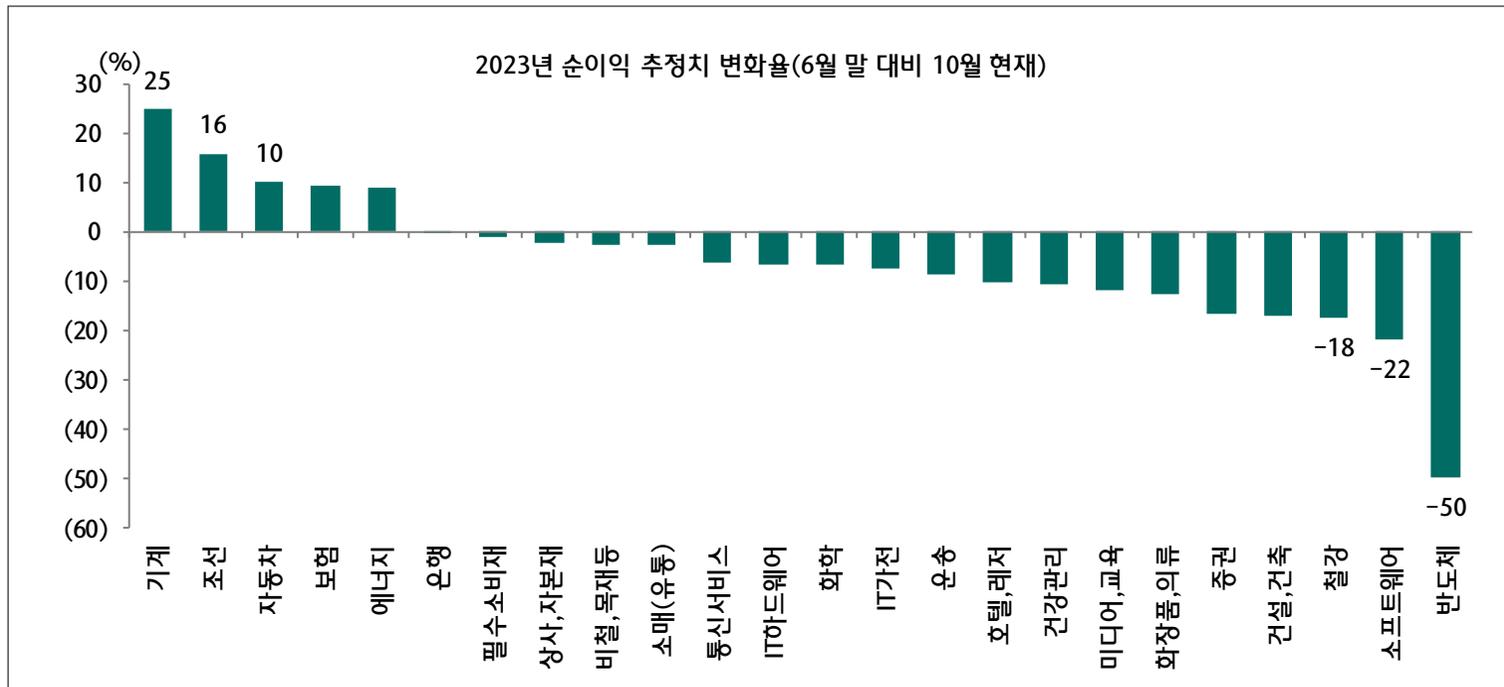


자료: OECD, 하나증권

## 2023년 기저효과: 이익추정치 풀등에 대한 관심 필요

- 기저효과는 기대치가 최악인 상황에서 나타날 수 있음
- 2023년 순이익 추정치 상향 조정 Top3 기계, 조선, 자동차
- 하향 조정 Top3 반도체, 소프트웨어, 철강

기저효과는 기대치가 최악인 상황에서 나타날 수 있음: 2023년 순이익 추정치 하향 조정 Top3 관심

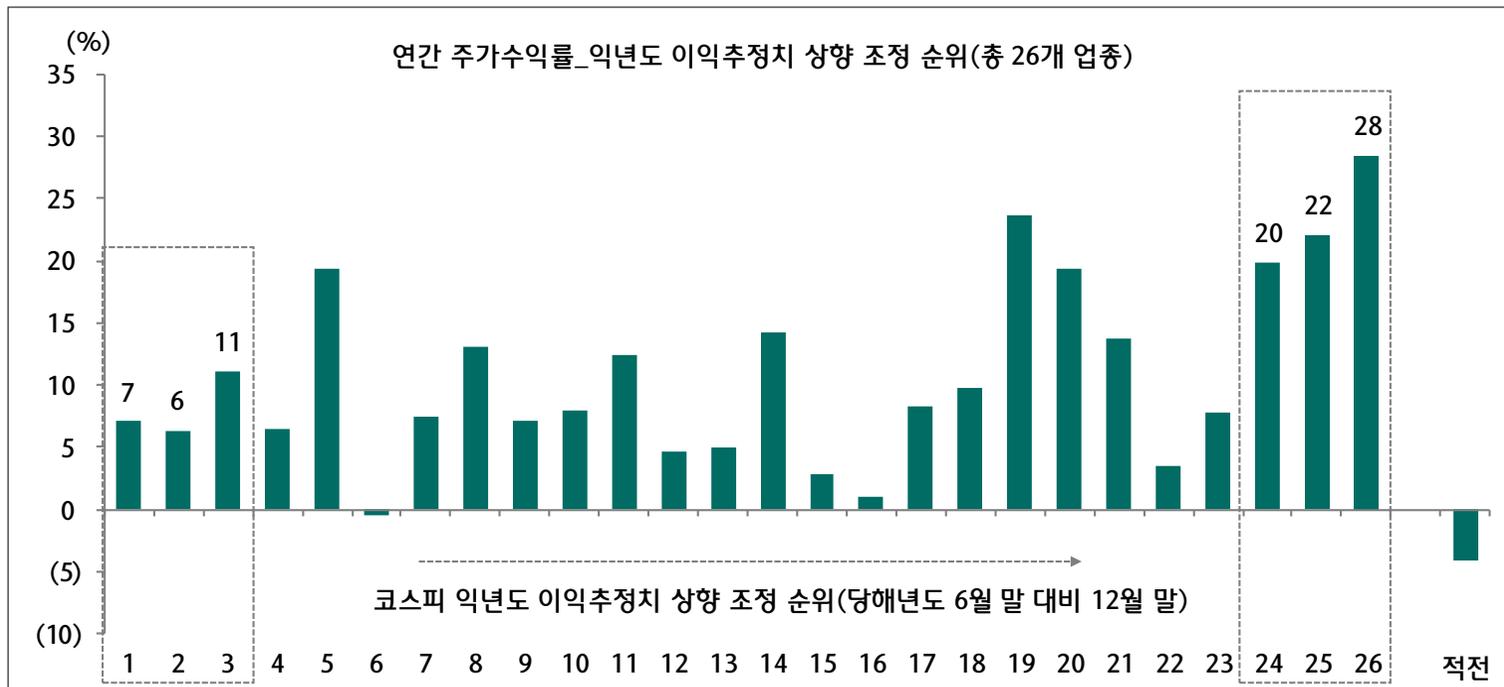


주) 2023년 디스플레이와 유틸리티는 순이익 적자로 제외  
 자료: Quantiwise, 하나증권

## 실제 주가수익률은 이익추정치와 반대로 움직이는 경향이 있음

- 2002년 이후 익년도 순이익 추정치 하향 조정폭(기간: 당해년도 6월말 대비 12월말까지)이 가장 컸던 24~26위 업종의 연간 주가수익률은 +20~+28%
- 순이익 추정치 상향 조정 Top3 업종의 연간 주가수익률 +6~+11% 보다 높았음

### 익년도 이익추정치 하향 조정 Top3 업종이 경험상 익년도 주가수익률은 상대적으로 가장 높았음

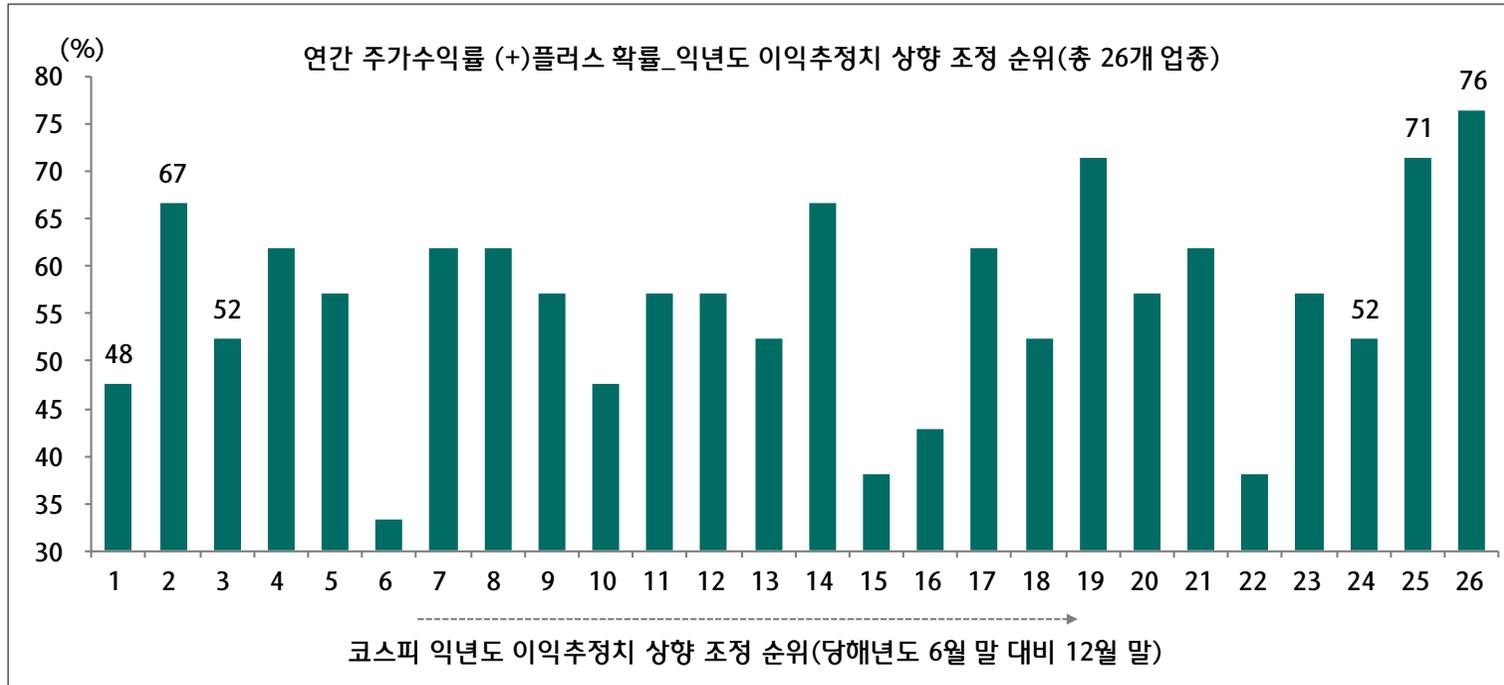


주) 2002년 이후 연간 평균 주가수익률  
 자료: Quantiwise, 하나증권

## 주가수익률은 이익추정치와 반대로 움직일 확률도 높음

- 특히 2002년 이후 익년도 순이익 추정치 하향 조정폭(기간: 당해년도 6월말 대비 12월말까지)이 가장 컸던 25~26위 업종의 연간 주가수익률이 (+)플러스를 기록할 확률은 무려 71~76%로 매우 높음
- 순이익 추정치 상향 조정 Top3 업종의 연간 주가수익률 (+)플러스 확률 48~67% 보다 높았음

### 익년도 이익추정치 하향 조정 Top2 업종: 연간 주가수익률 (+)플러스 확률도 70%를 상회

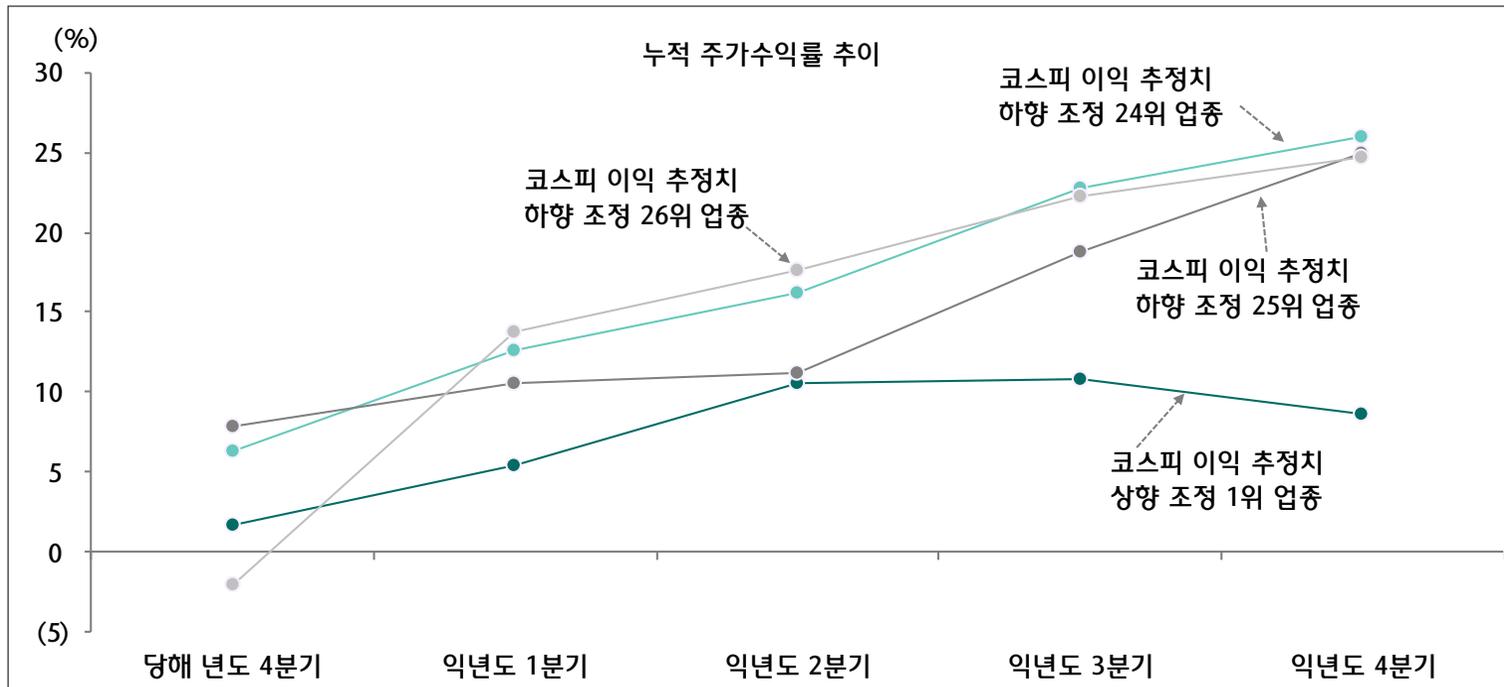


주) 2002년 이후 연간 주가수익률 기준  
 자료: Quantiwise, 하나증권

## 익년도 이익추정치 하향 조정 Top3 업종, 2분기까지 주가 강세

- 2002년 이후 익년도 순이익 추정치 하향 조정폭(기간: 당해년도 6월말 대비 12월말까지)이 가장 컸던 24~26위 업종의 분기별 주가수익률을 보면: 익년도 2분기까지 상대적으로 높은 주가수익률을 유지
- 특히 이익추정치 하향 조정 폭이 가장 큰 26위 업종의 경우 2분기까지 주가수익률이 가장 높음

익년도 이익추정치 하향 조정 Top3 업종, 익년도 2분기까지 주가 강세

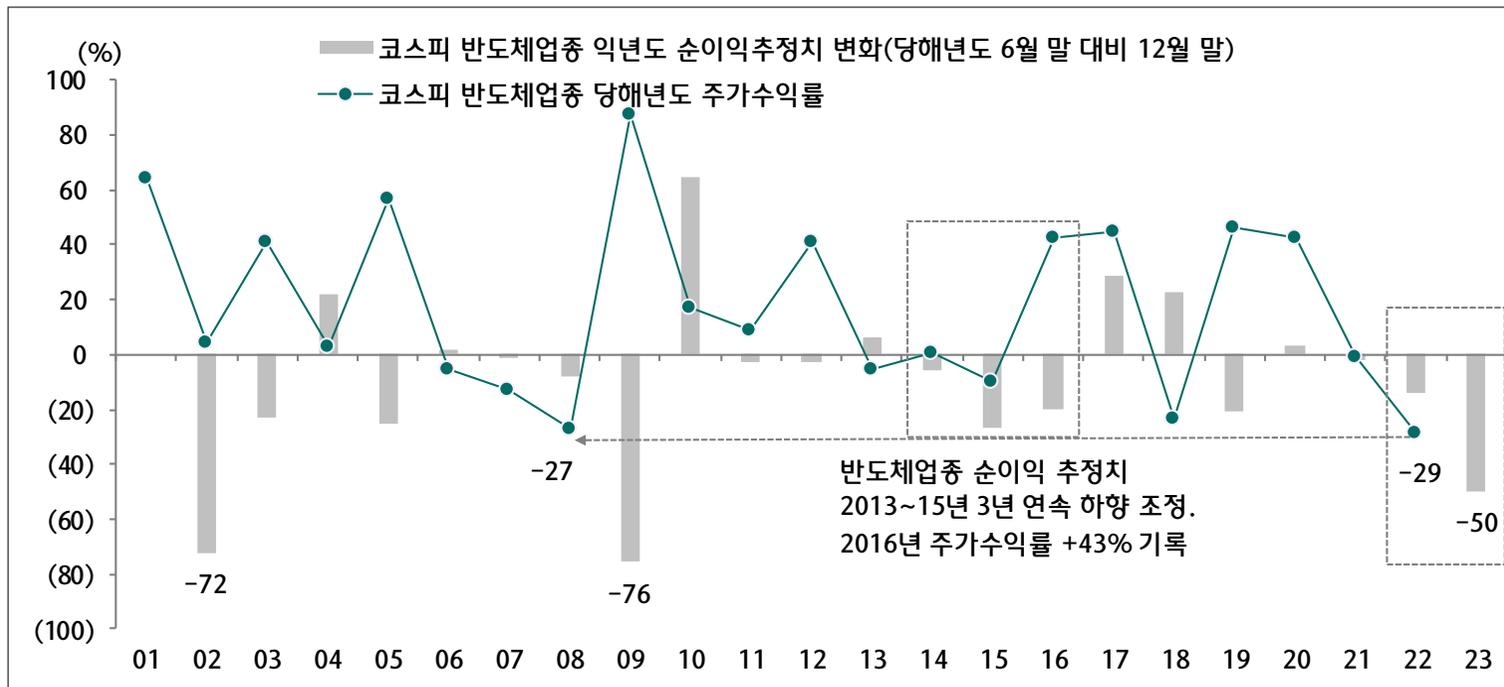


주) 2002년 이후 분기 평균 주가수익률  
 자료: Quantiwise, 하나증권

## 반도체: 장기적으로 진행된 이익추정치 하향 조정과 주가 부진

- 2023년 반도체 순이익 추정치 -50% 하향(6월말 대비 10월 현재)되며 3년 연속 익년도 순이익 추정치 하향 조정
- 2013~15년 3년 연속 익년도 순이익 추정치 하향 조정 후 2016년 반도체 주가수익률은 +43% 기록
- 2022년 반도체 주가수익률 -29% 기록(연초 대비 10월 현재): 2008년 글로벌 금융위기 연간 주가 하락폭(-27%) 보다 큼

반도체: 이익추정치 3년 연속 하향 조정, 주가 2년 연속 부진

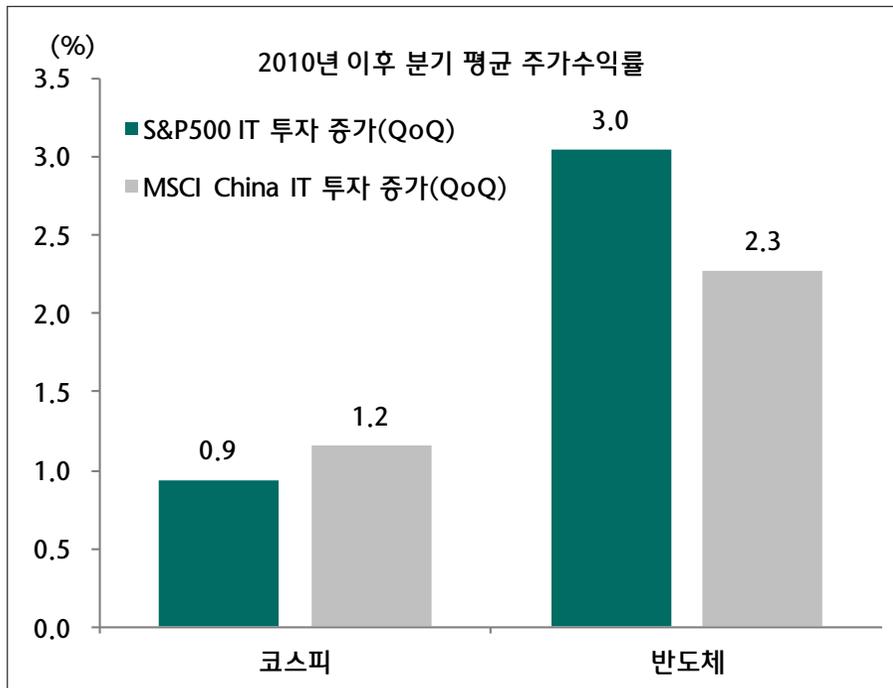


자료: Quantiwise, 하나증권

## 반도체 주가 모멘텀은 미국이나 중국 Tech 투자

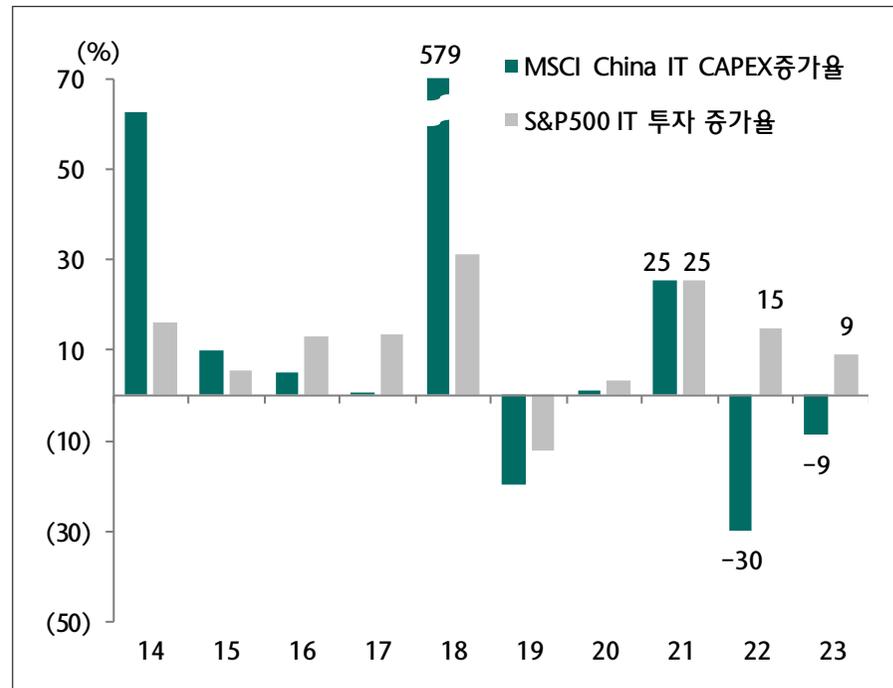
- 미국 또는 중국 IT섹터 투자 증가 시 국내 반도체 주가수익률이 코스피 대비 상대적으로 높았음: 중국 보다는 미국 IT섹터 투자 증가 시 국내 반도체 주가수익률이 상대적으로 높았다는 점도 특징적
- 중국 IT섹터 투자 증가율은 2022~23년 (-)마이너스 증가율을 기록하며 투자 부진 지속 예상
- 미국의 경우 2022년 +15%, 2023년 +9% 전망. (+)플러스 증가율이라는 점을 감안 시 기저효과 기대는 가능

중국과 미국 IT섹터 투자 증가 시 반도체 주가는 아웃퍼폼



자료: Bloomberg, 하나증권

중국 IT 섹터 투자증가율 (-)마이너스, 미국 (+)플러스 전망

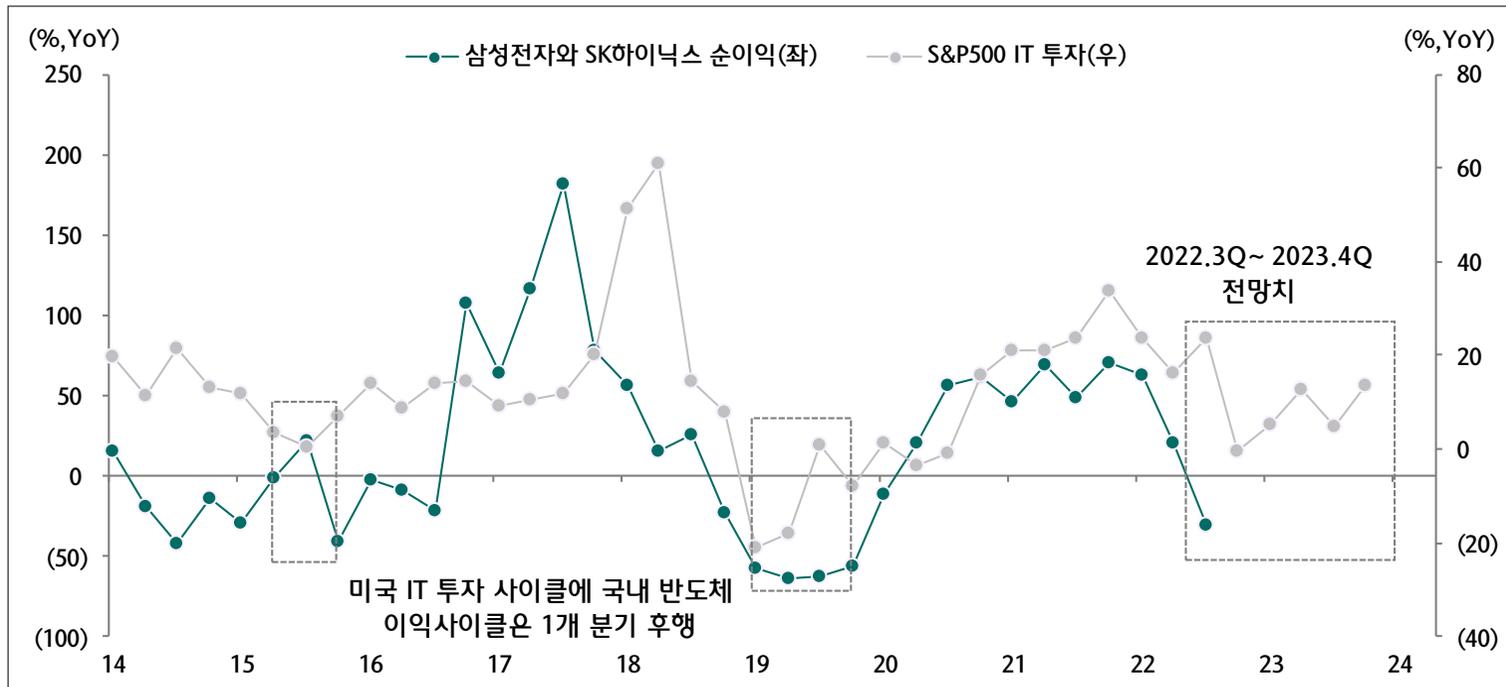


자료: Bloomberg, 하나증권

## 2023년 1분기 주도주: 반도체, 미국 Tech 투자사이클 반등

- 미국 IT 투자 사이클(YoY)의 저점은 2022년 4분기를 저점으로 2023년 1분기부터는 (+)플러스 전환 예상
- 국내 반도체 이익 사이클(YoY)과의 연관성 높음: 국내 반도체 이익 사이클은 미국 IT 투자 사이클에 1개 분기 후행
- 국내 반도체 이익사이클 저점은 2023년 1분기에 형성 예상

2023년 1분기 주도주: 반도체, 미국 Tech 투자사이클 반등

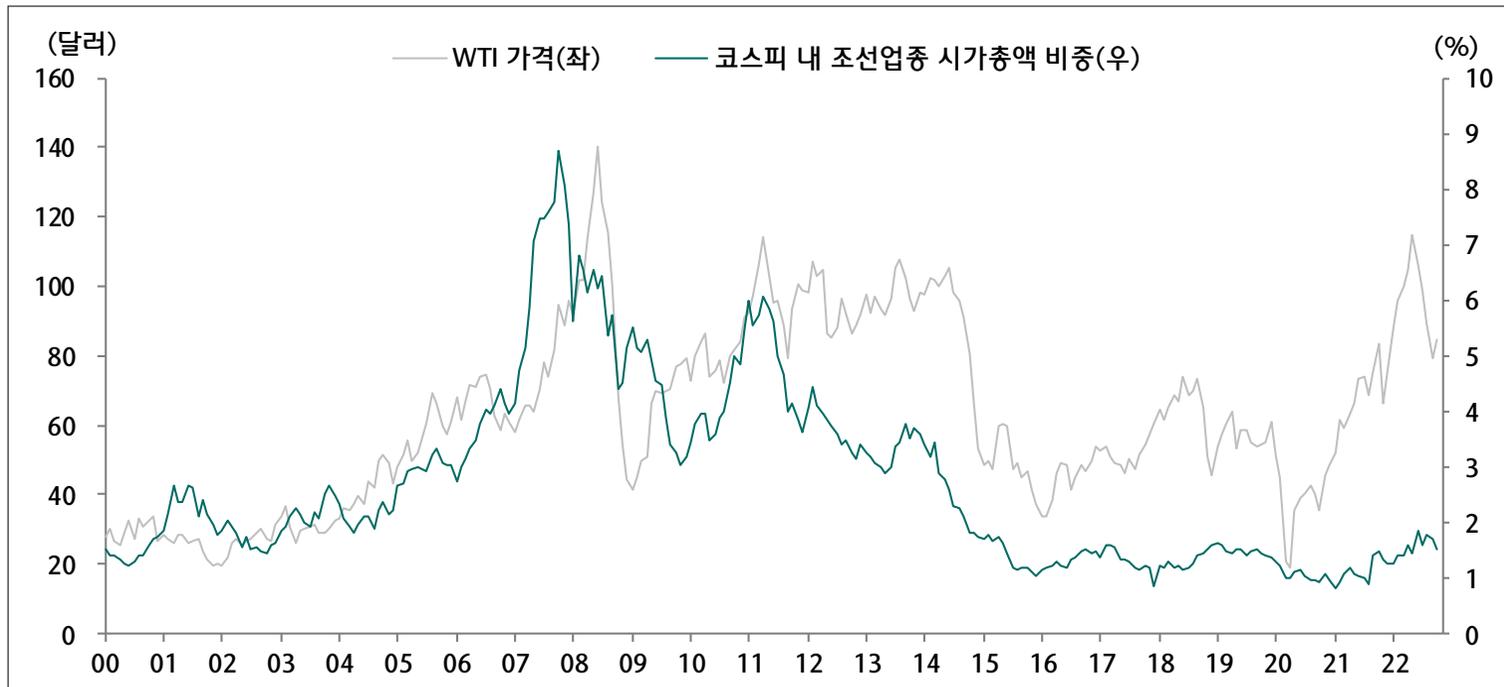


자료: Bloomberg, Quantwise, 하나증권

## 2022년 국제 유가 상승으로 국내 조선 강세(?)

- 2022년 국제 유가 상승을 기반으로 전통적 유가 관련주인 조선 업종 상대적으로 부각
- 코스피 내 조선 시가총액 비중 2021년 12월 1.3%에서 2022년 10월 현재 1.5%(8월 1.8%)로 상승

### 2022년 위기에 강했던 조선

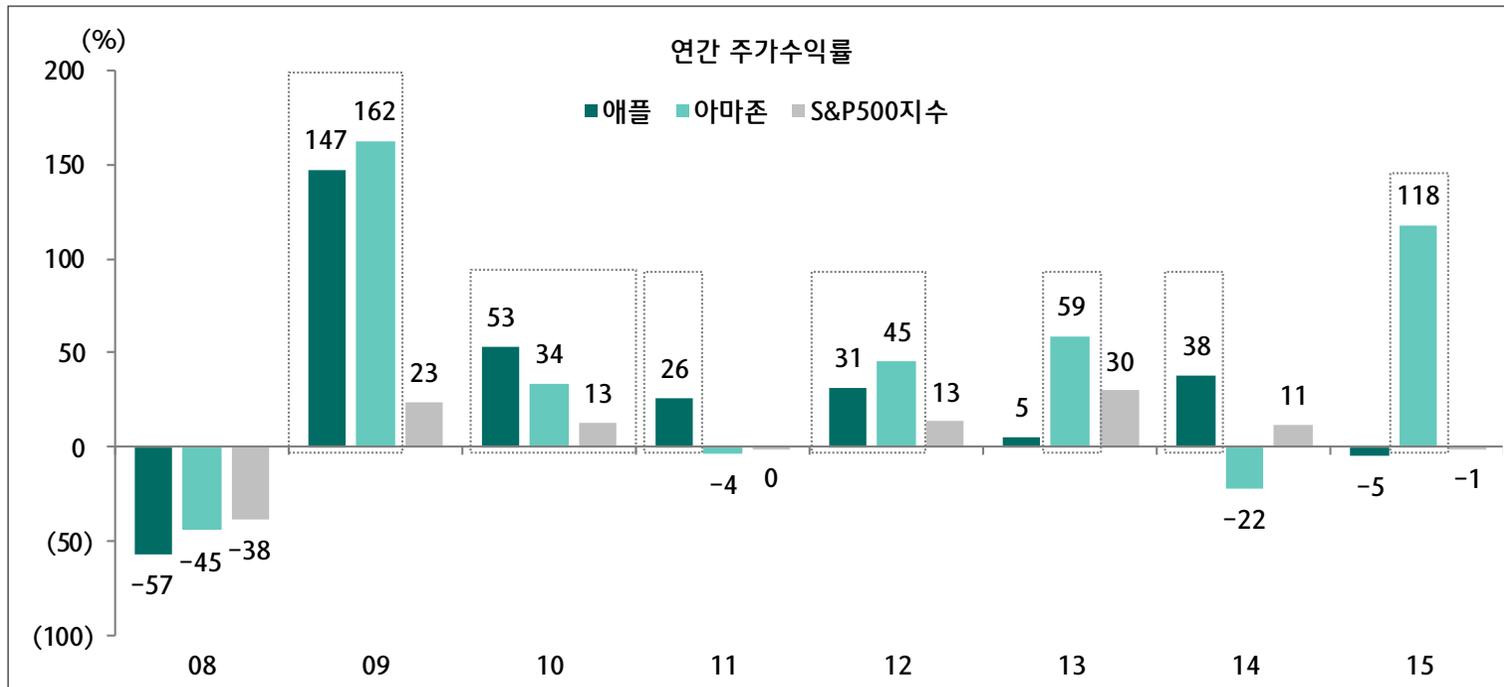


자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나증권

## 과거 위기에 강했던 기업은 위기가 끝나도 주도주(1): 애플과 아마존

- 2008년 글로벌 금융위기 당시 애플과 아마존 주가는 각각 -57%, -48% 급락
- 2009년 애플과 아마존 주가는 147%와 162% 급등하며 이전년도 급락을 모두 만회
- 2010~2012년까지 애플은 꾸준히 주도주 역할을 했고, 아마존은 2010년, 12~13년, 15년 당시 주도주 역할
- 애플 시총 순위(S&P500지수 내)는 2007년 말 11위에서 15년 말 1위로, 아마존은 82위에서 7위로 올라섬

글로벌 금융위기를 빠르게 극복하고 주도주가 됐던 애플과 아마존

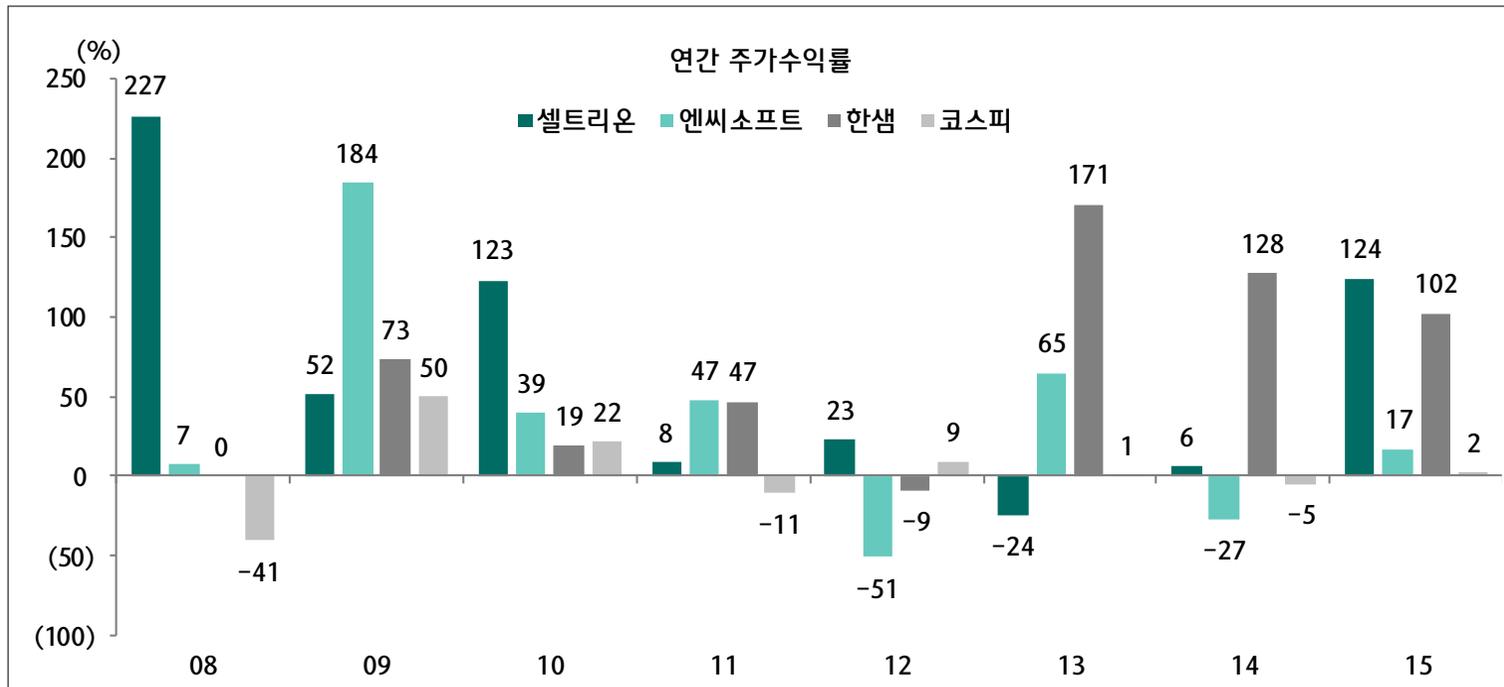


자료: Bloomberg, 하나증권

## 과거 위기에 강했던 기업은 위기가 끝나도 주도주(2): 셀트, 엔씨, 한샘

- 2008년 코스피 -48% 급락에도 셀트리온, 엔씨소프트, 한샘 주가수익률은 (+)플러스 기록
- 3개 기업은 2009~15년까지 꾸준히 높은 주가수익률을 기록하며 주도주 역할을 이어감
- 셀트리온은 2007년 말 코스닥 시가총액 894위에서 2015년 말 1위로 등극
- 엔씨소프트는 2007년 말 코스피 시가총액 128위에서 2015년 말 54위로, 한샘은 319위에서 48위로 변화

셀트, 엔씨, 한샘은 글로벌 금융위기 당시에도 주가수익률 플러스 기록. 이후 주도주 역할 이어감

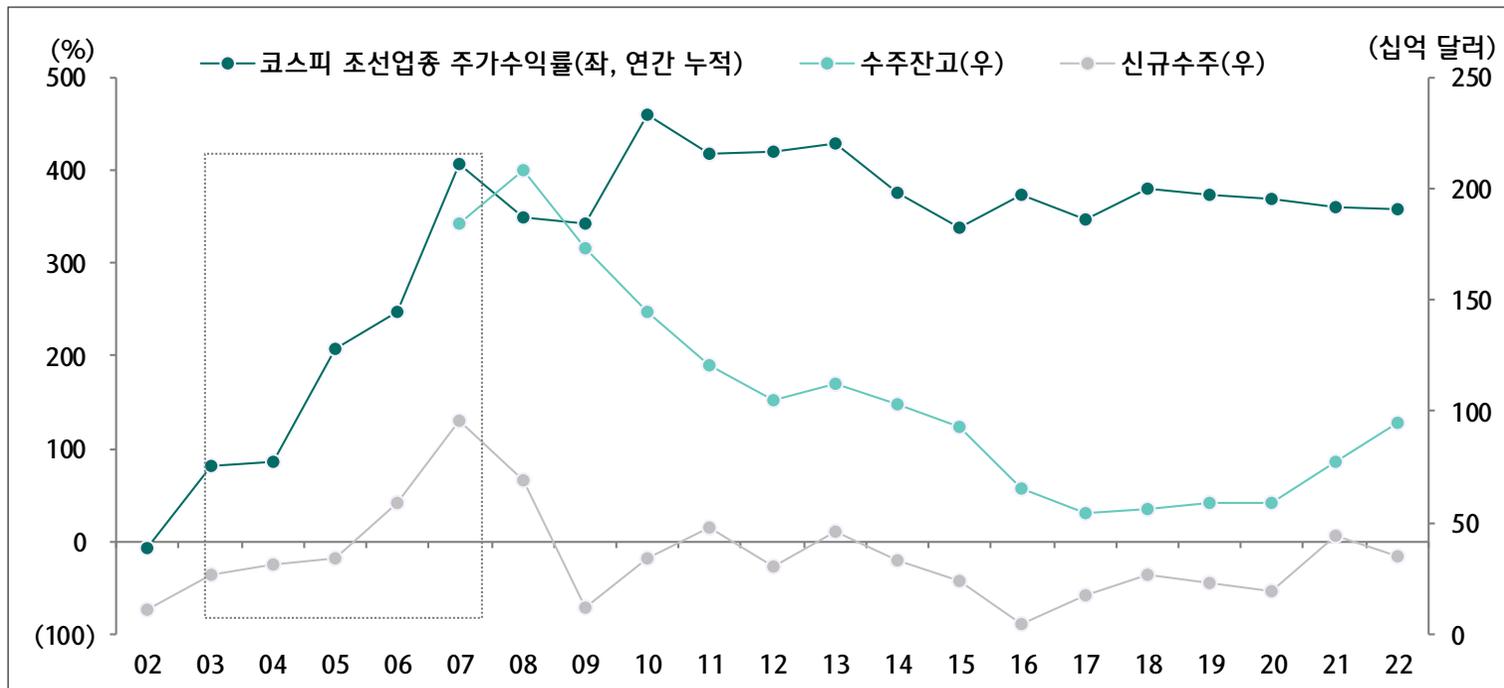


자료: Quantiwise, 하나증권

## 조선, 수주잔고와 신규수주 증가를 기반으로 매출 성장 기대

- 2003~07년 당시 조선업종 주가수익률은 5년 연속 (+)플러스 기록
- 당시 신규수주와 수주잔고 증가를 기반으로 성장을 주도하는 주도주 역할을 담당
- 2021년부터 신규수주와 수주잔고 재차 증가세로 전환

2003~07년, 5년간 조선은 신규수주와 수주잔고 증가를 기반으로 주도주 역할

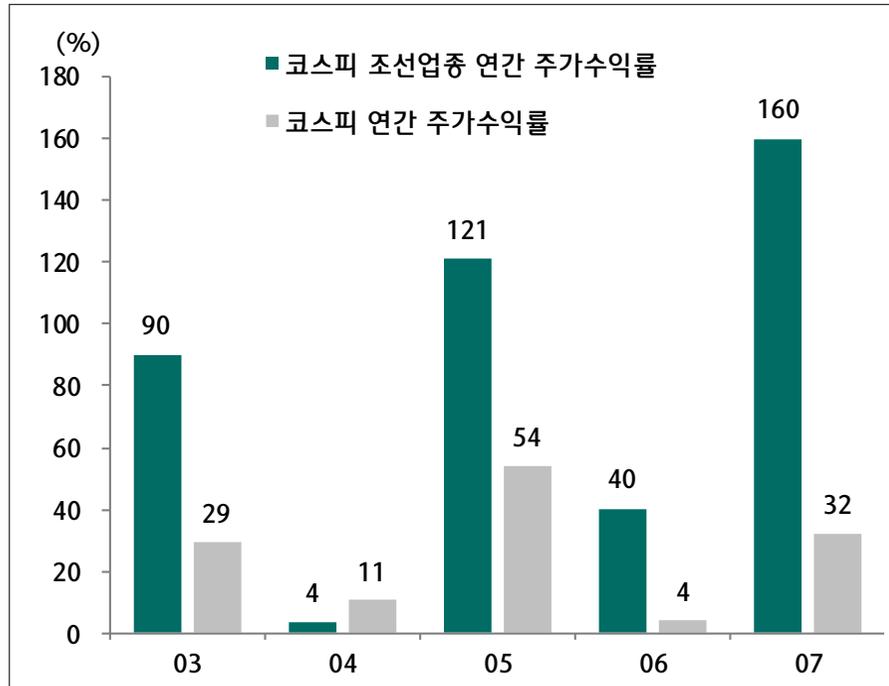


주) 2022년 수주잔고와 신규수주는 9월 기준  
 자료: Clarksons, Quantiwise, 하나증권

## 조선, 매출 보다는 영업이익률이 중요

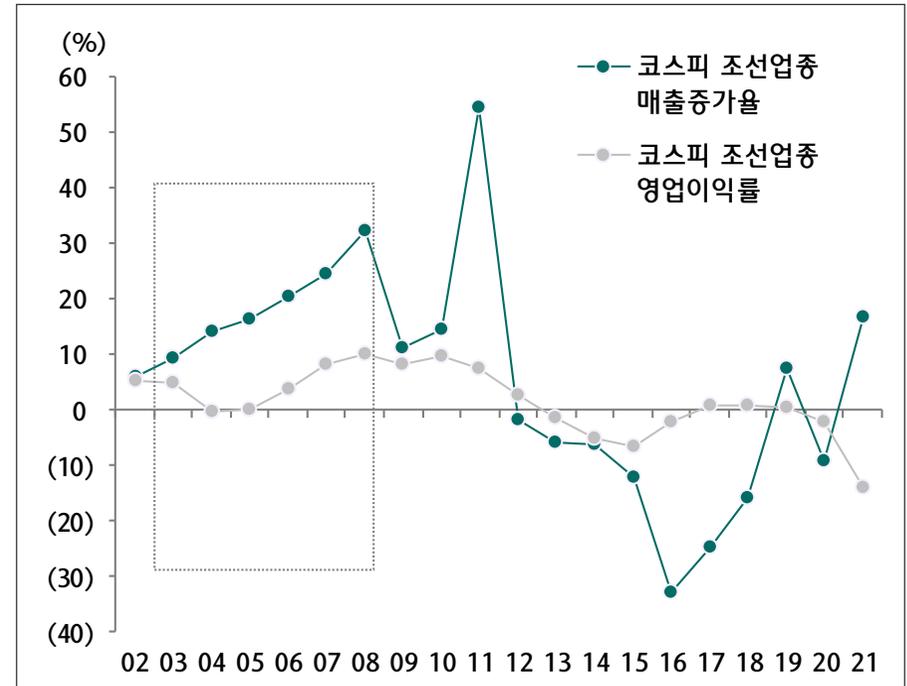
- 2003~07년 중 조선업종은 2004년 주가수익률이 상대적으로 부진했었음
- 2003~07년 조선업종 매출은 꾸준한 증가세를 유지했지만, 2004년의 경우 영업이익률 마이너스(-0.2%)를 기록했기 때문

조선, 2004년 주가수익률이 상대적으로 부진했음



자료: Quantiwise, 하나증권

조선, 2004년 영업이익률 (-)마이너스 기록

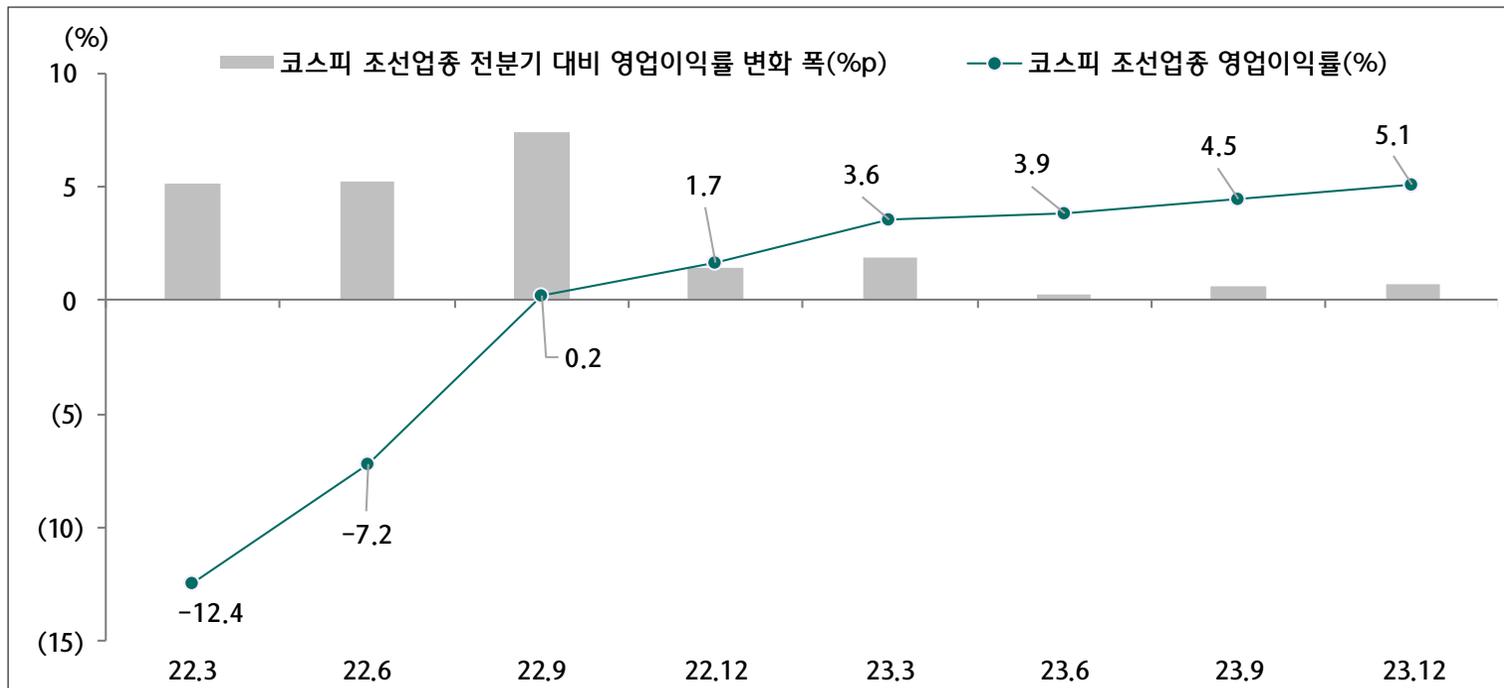


자료: Quantiwise, 하나증권

## 2023년 1분기 주도주(1): 조선, 영업이익률 개선 1분기까지 빠르게 진행

- 2023년 조선, 매출증가율 보다는 영업이익률 개선 정도에 의해 주가수익률이 결정될 것으로 전망
- 2022년 3분기부터 조선 영업이익률은 (+)플러스로 전환 예상되며 2023년 1분기까지 빠르게 개선 이후 2분기부터는 증가 속도 둔화 예상

2022년 3분기부터 조선 영업이익률 (+)플러스 전환, 2023년 1분기까지 빠르게 개선 예상

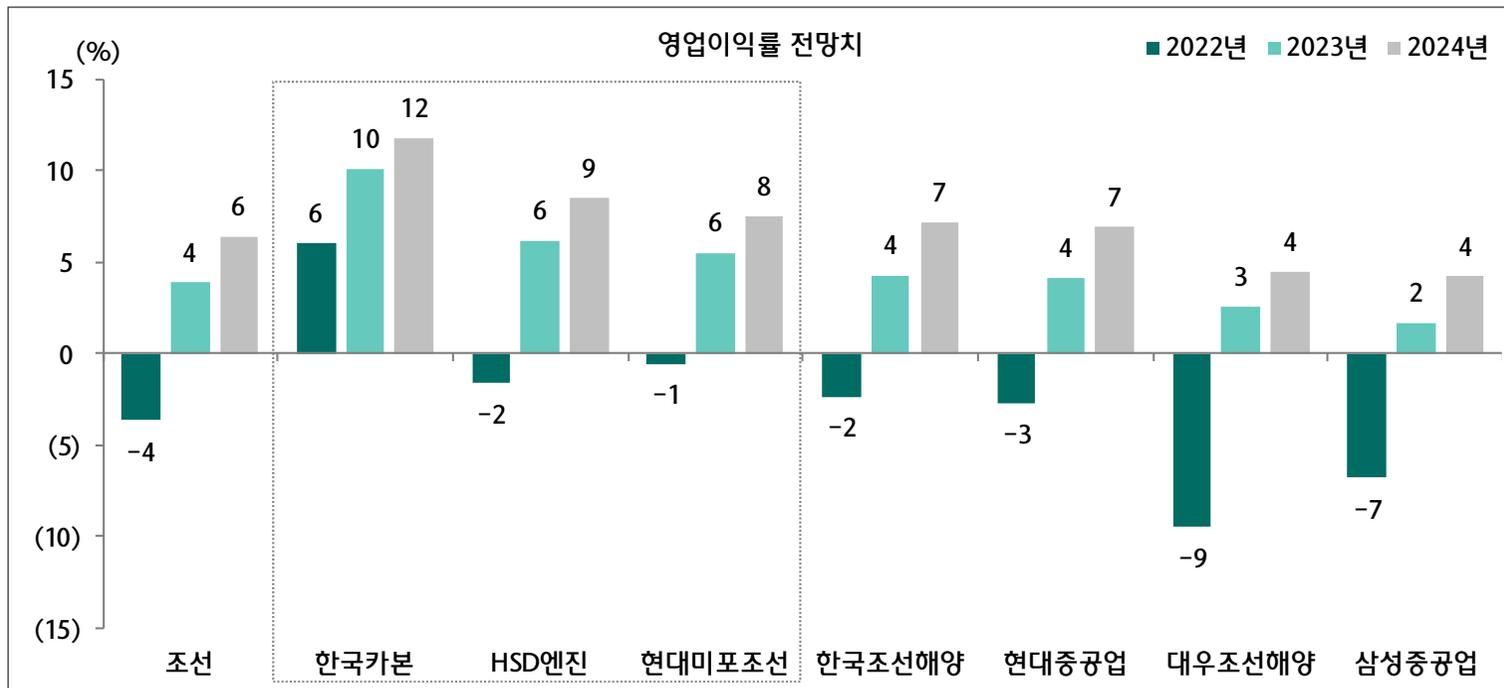


자료: Quantiwise, 하나증권

## 2023년 1분기 주도주(2): 조선, 영업이익률 가장 높은 기업

- 2023년 조선업종 내에서 영업이익률이 가장 높을 것으로 예상되는 기업은 한국카본(10%)
- 2022년 대비 23년 영업이익률 개선 폭이 크고 상대적으로 높은 수준을 유지할 것으로 예상되는 기업: HSD엔진과 현대미포조선

조선 승부수가 영업이익률이라면 영업이익률이 높고, 상대적으로 개선 폭이 큰 기업에 관심

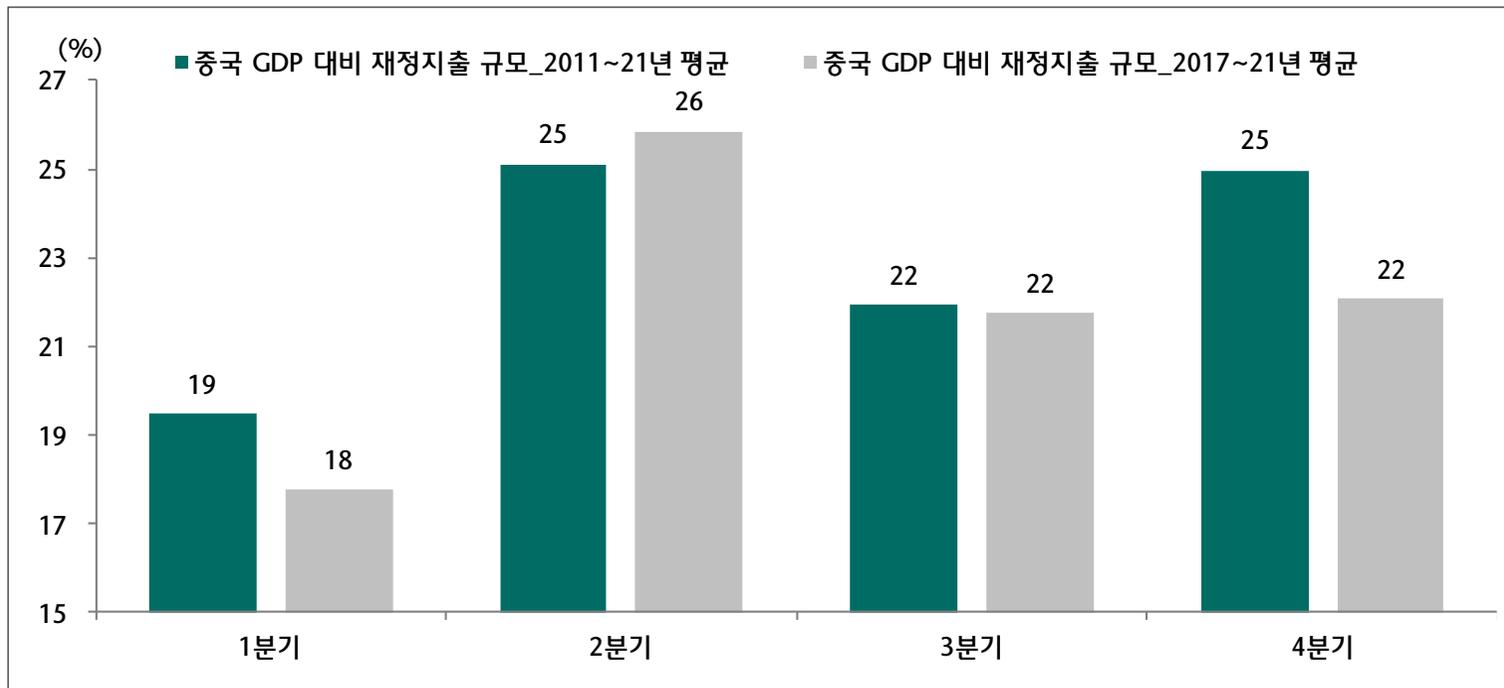


자료: Quantiwise, 하나증권

## 그래도 중국 모멘텀을 생각한다면, 2분기

- 중국은 일반적으로 3월 양회 이후 2분기에 정부 지출이 분기 기준으로 가장 높은 수준을 기록
- 2023년 2분기, 중국의 재정지출 확대가 주식시장에서는 기회가 될 수 있음

2023년 3월 중국 양회(전인대와 정협): 일반적으로 2분기에 정부 재정지출이 가장 크게 증가

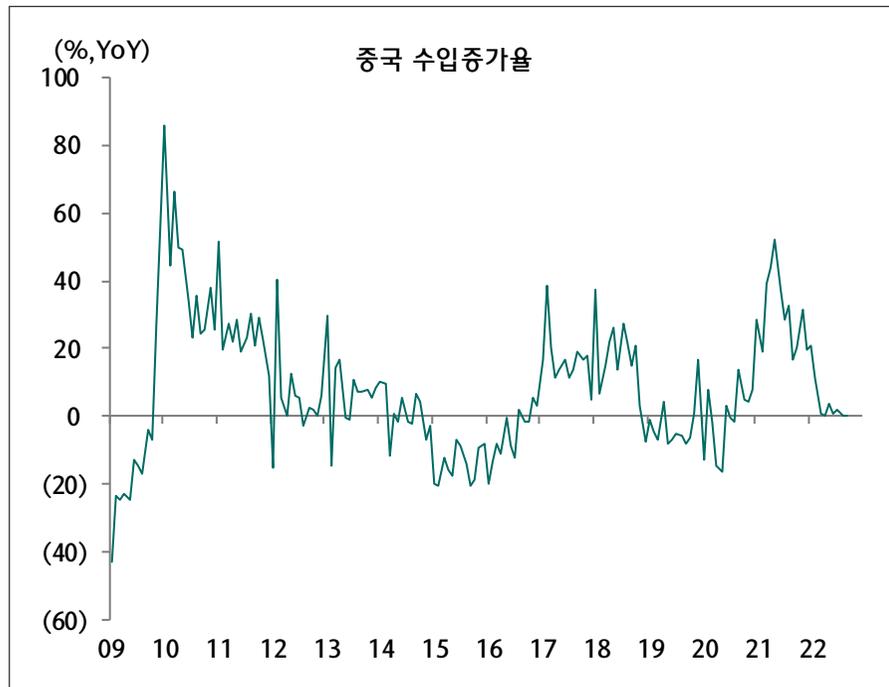


자료: Bloomberg, Wind, 하나증권

## 중국 정책 카드는 워드 코로나와 건설 경기 부양책

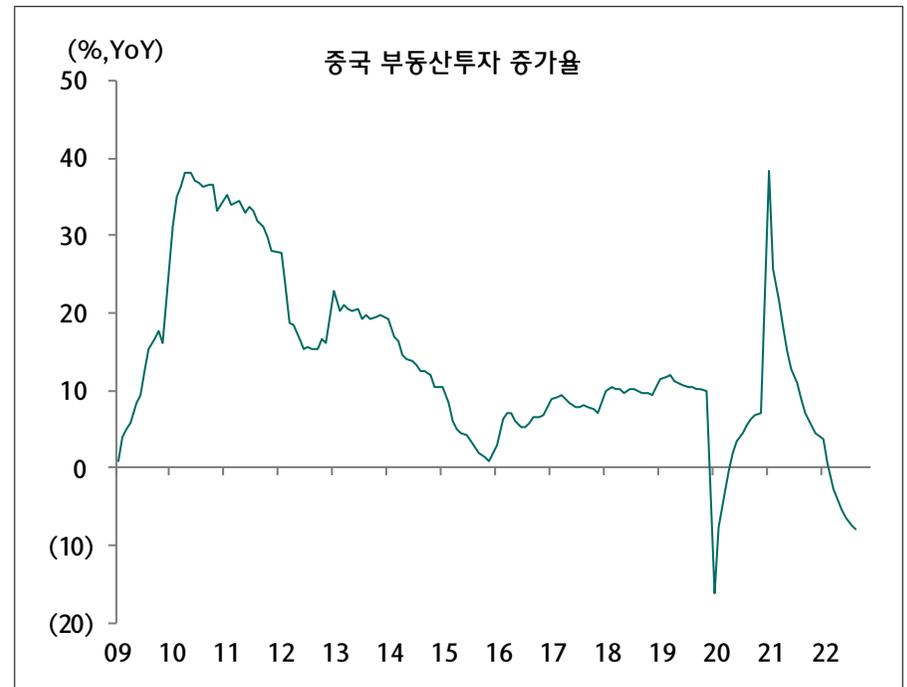
- 현재 중국의 문제는 제로(Zero) 코로나 정책 고수로 인한 소비 경기 부진: 2023년 워드(With) 코로나로 정책 전환 기대
- 현재 중국의 또 다른 문제는 부동산 경기 부진 지속: 2023년 건설 경기를 부양할 수 있는 정책 기대

2023년 중국 기대 카드(1) 워드 코로나



자료: Bloomberg, 하나증권

2023년 중국 기대 카드(2) 건설 경기 부양

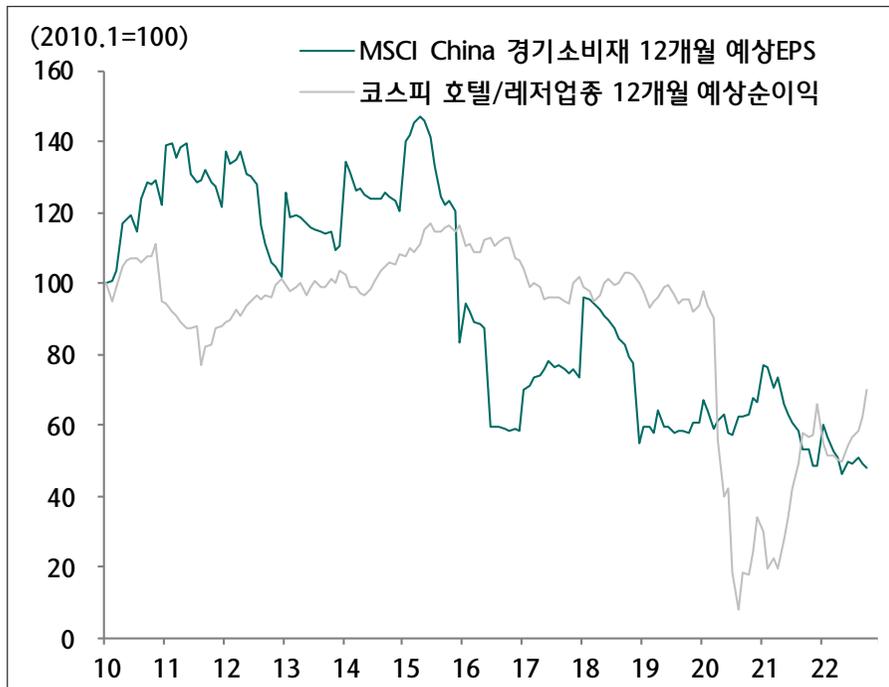


자료: Bloomberg, 하나증권

## 2023년 2분기 주도주(1) 호텔/레저, 중국 소비재의 이익 개선 기대

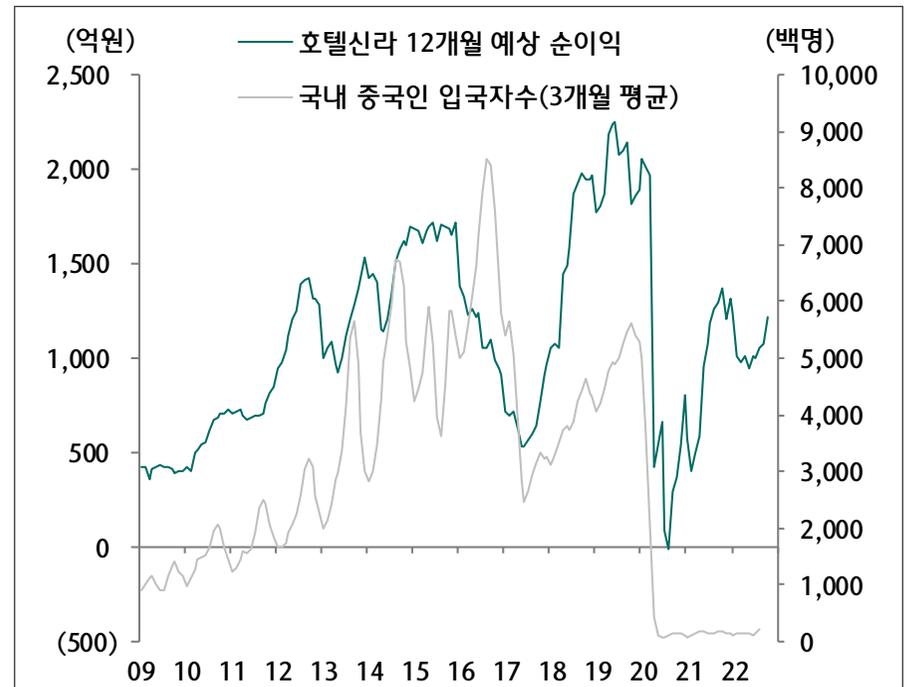
- 2023년 3월 중국 양회 이후 제로 코로나에서 위드 코로나로 정책이 변한다면 중국 경기소비재 이익 회복 기대
- 코스피 호텔/레저도 동반 이익 회복 가능: 현재 코스피 호텔/레저의 12개월 예상 순이익은 코로나19 이전 대비 70% 수준에 불과

위드 코로나: 중국 소비재와 국내 호텔/레저 이익 동반 개선



자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나증권

위드 코로나: 중국 입국자 증가 시 호텔신라 이익 정상화

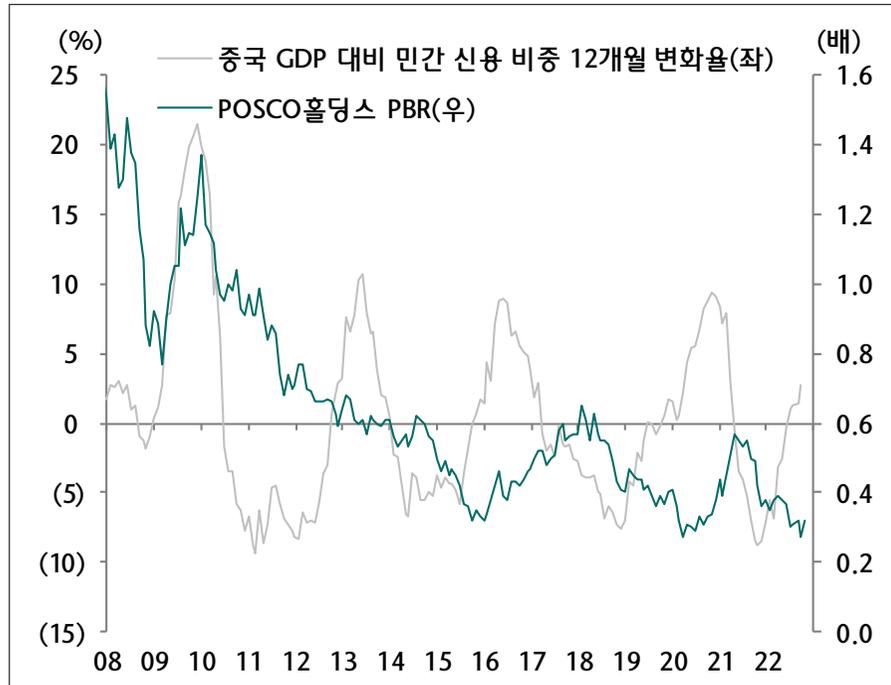


자료: Quantiwise, 통계청, 한국관광공사, 하나증권

## 2023년 2분기 주도주(2) 철강과 화학, 중국 유동성 확장 정책 수혜

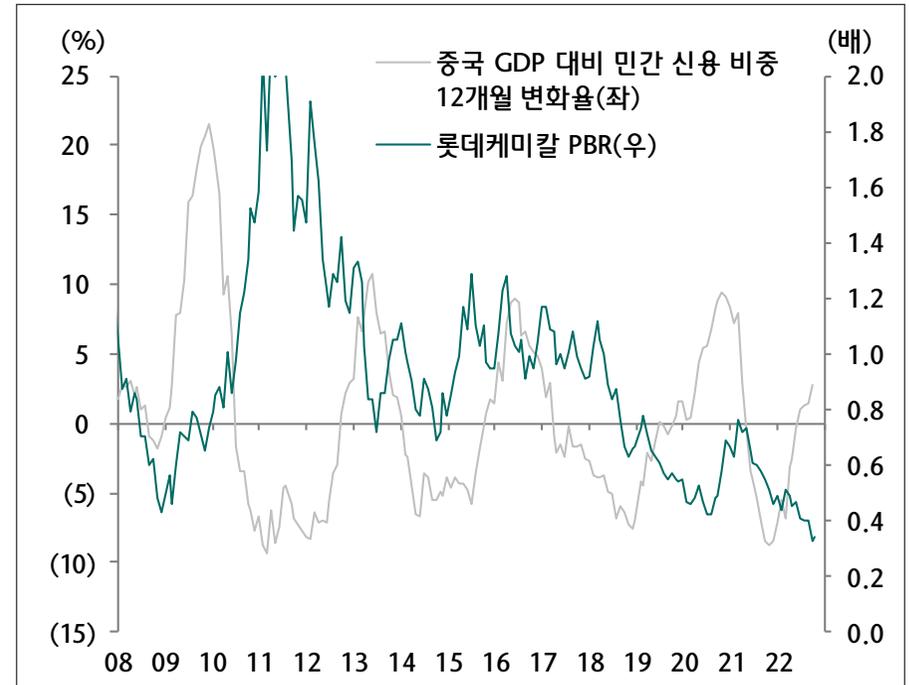
- 2023년 3월 중국 양회 이후 건설 경기를 부양한다면(1) POSCO홀딩스와 같은 철강 업종 부각: POSCO PBR 0.32배
- 2023년 3월 중국 양회 이후 건설 경기를 부양한다면(2) 롯데케미칼과 같은 순수화학 업종 부각: 롯데케미칼 PBR 0.34배
- 두 기업의 경우 2007년 이후 PBR 최저치를 경신하고 있음

중국 건설 경기 부양 관심 종목(1) POSCO홀딩스



자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나증권

중국 건설 경기 부양 관심 종목(2) 롯데케미칼

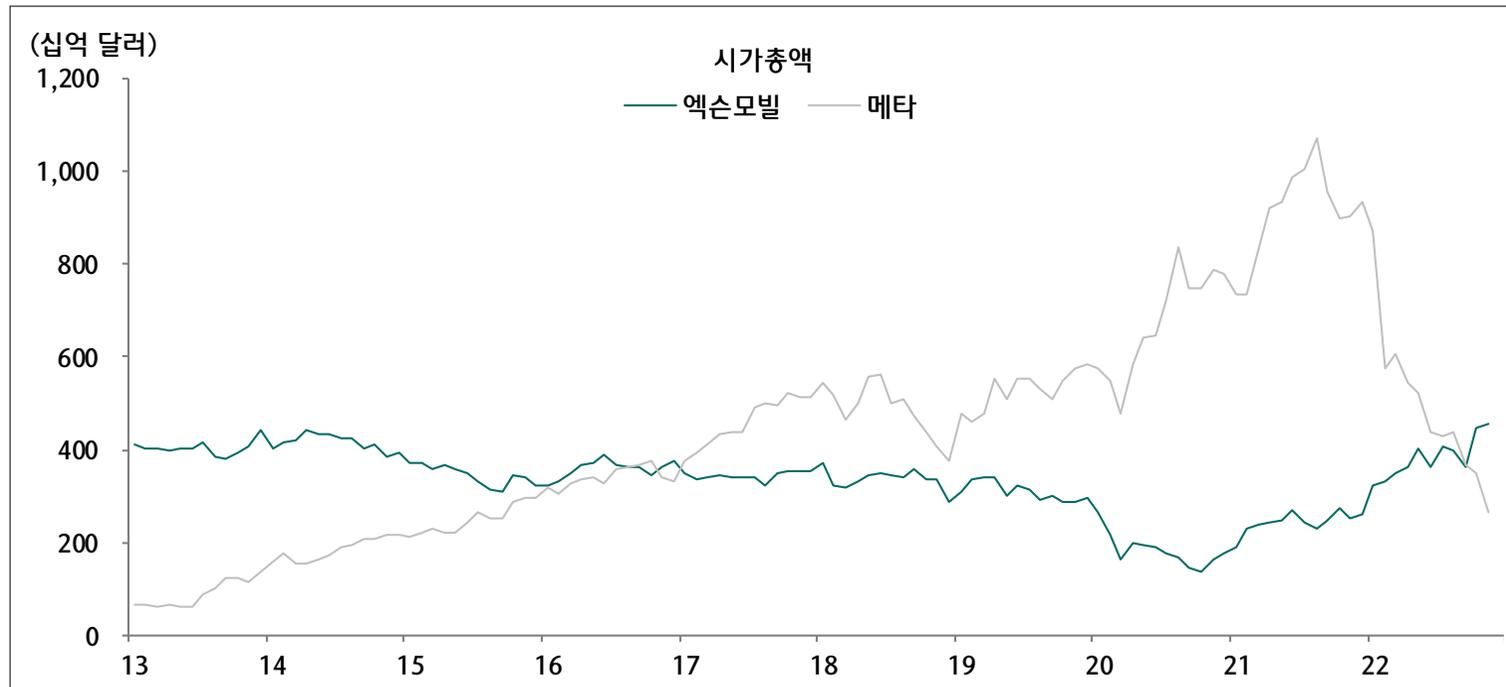


자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나증권

## 2022년 고전했던 기존 성장주

- 2022년 성장주 고전 시대: 2022년 10월 현재 엑슨모빌(4,559억 달러)이 메타(2,630억 달러, 2021년 고점 1.1조 달러)의 시가총액을 넘어섬
- 이는 연준 기준금리 인상을 기반으로 한 가파른 금리 상승과 밸류에이션 조정 때문에 생긴 결과물

### 엑슨모빌의 부상과 메타의 추락

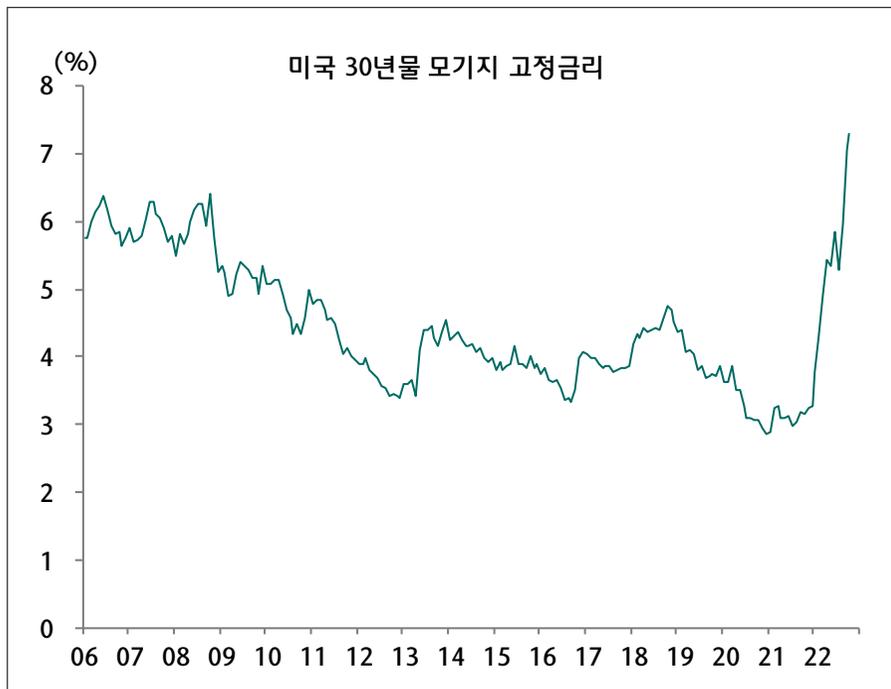


자료: Bloomberg, 하나증권

## 미국 모기지 금리 급등과 주택 체감지수 급감

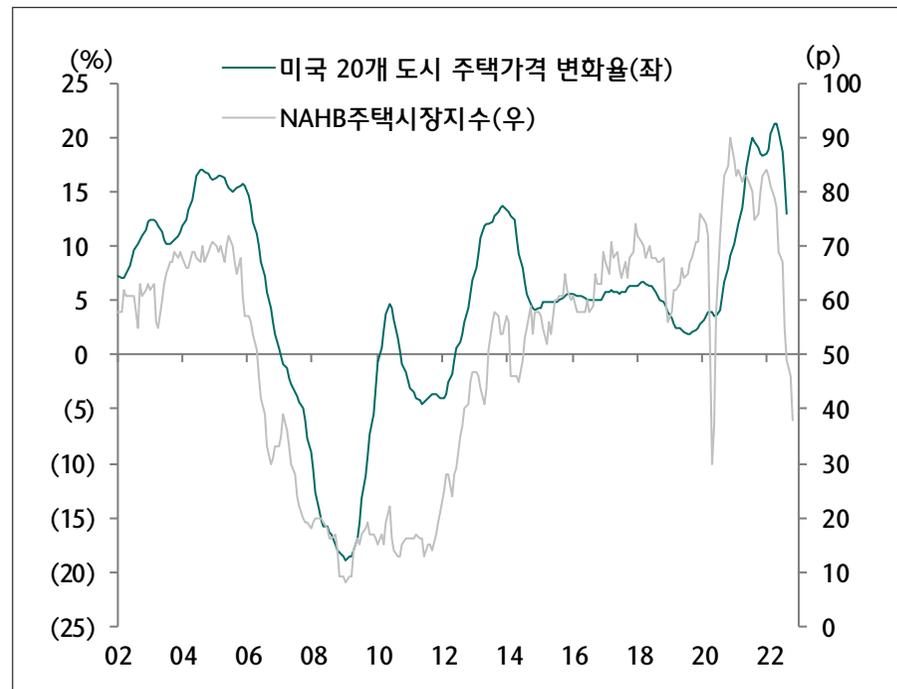
- 2022년 10월 현재 미국 30년물 모기지금리가 급등하면서 7%를 상회. 이는 2006~07년 보다도 높은 수준
- 모기지금리가 급등하면서 주택시장 심리는 냉각. 10월 NAHB주택시장 지수는 38p로 3개월 연속 위축 국면에서 하락
- 미국 주택가격도 MoM 기준으로 2개월 연속 (-)마이너스를 기록

미국 모기지금리는 급등하면서 7%를 상회



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 주택시장 부진 우려가 빠르게 부각되고 있음

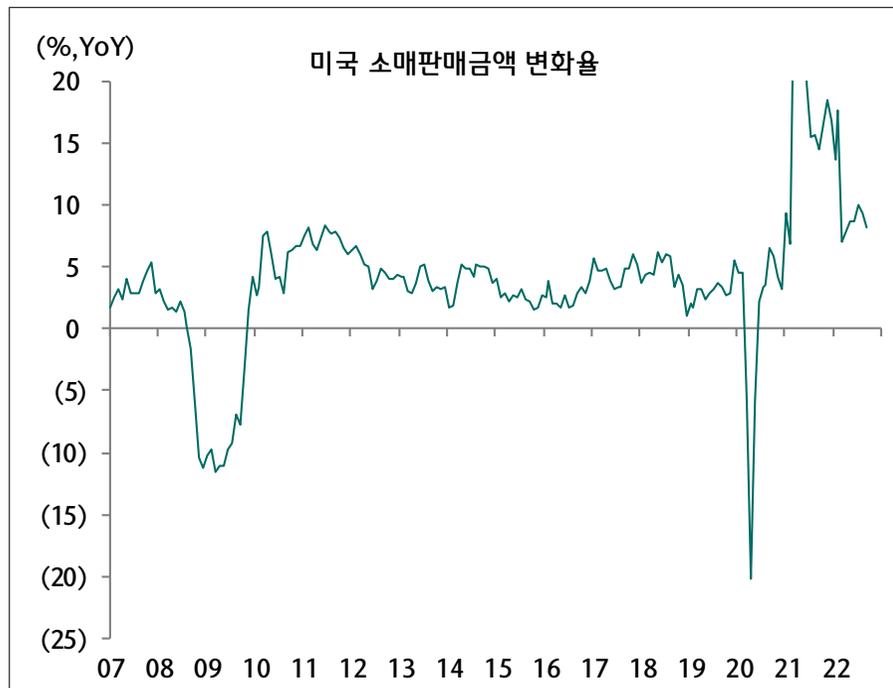


자료: Bloomberg, 하나증권

## 2023년 하반기 불안한 미국 소비와 고용

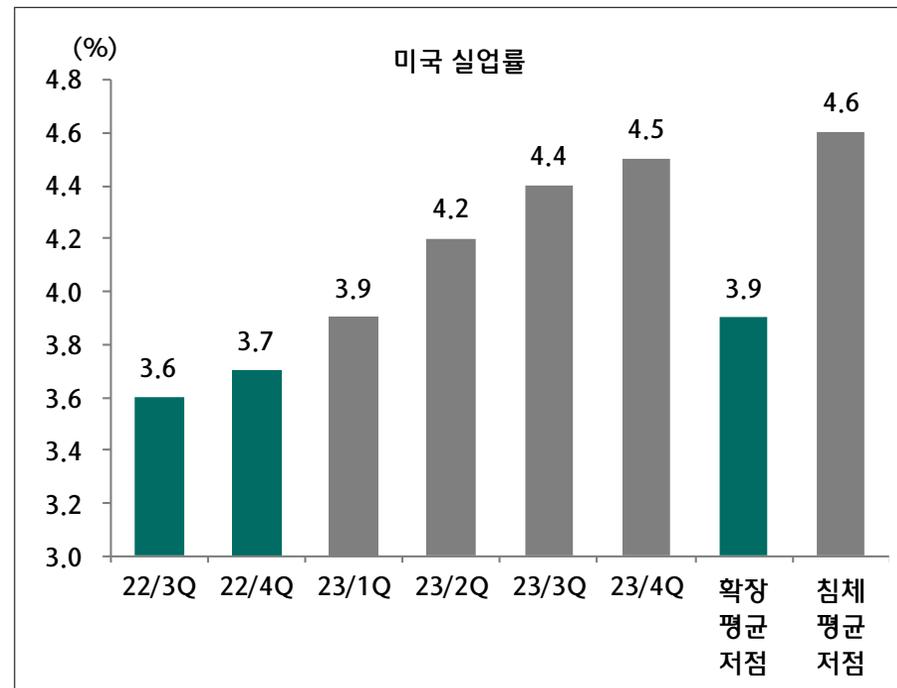
- 2023년 미국 가계 주택가격 하락과 관련 부대 비용 증가를 감안 시 소비경기가 2022년보다 좋기는 쉽지 않을 것
- 2023년 미국 실업률도 점진적 상승세를 보일 것으로 예상
- 2023년 4분기 미국 실업률 전망치는 4.5%, 이는 미국 경기침체 국면 실업률 평균 저점과 유사한 수준

2023년 미국 소비경기가 22년보다 좋기는 쉽지 않을 듯



자료: Bloomberg, 하나증권

2023년 미국 실업률은 꾸준히 상승할 것으로 전망



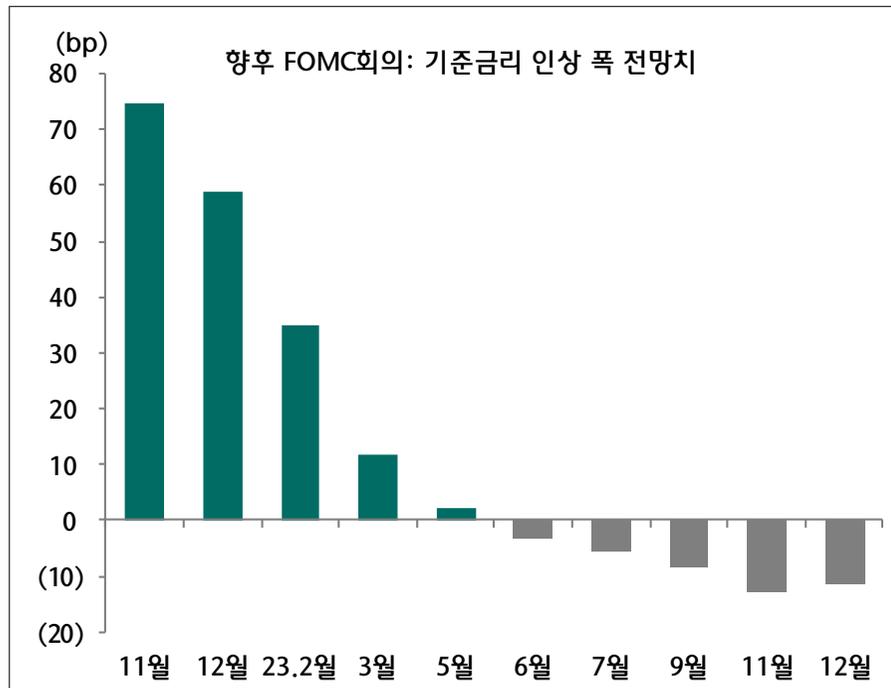
주) 경기 확장과 침체는 1990년 이후 NBER 기준 적용

자료: Bloomberg, 하나증권

## 2023년 연간 금리 수준은 높겠지만, 하반기 금리 사이클은 하락 예상

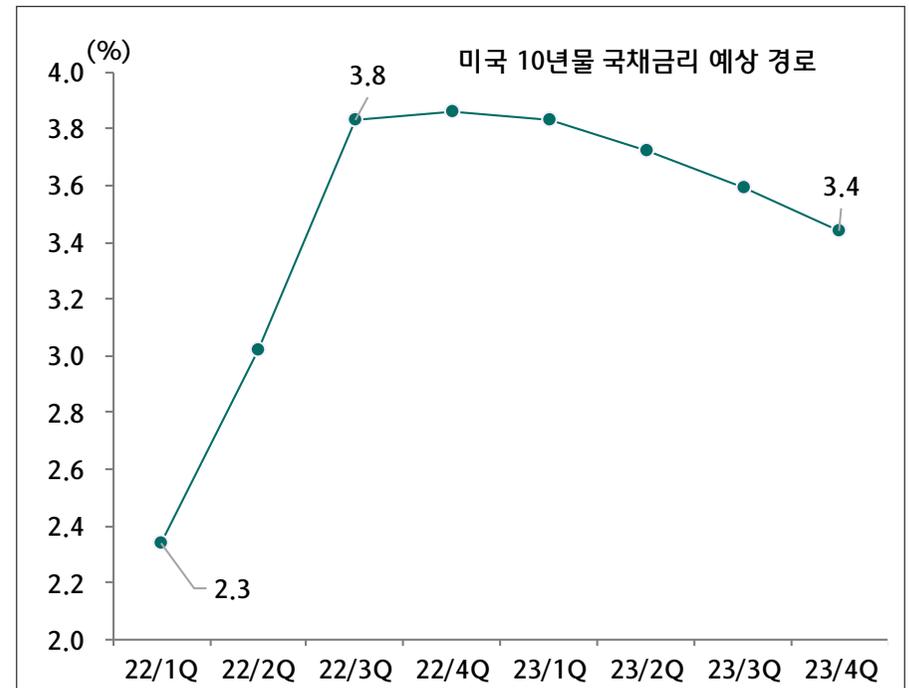
- 2023년 하반기 실물경기 악화 우려로 인해 연준 기준금리 인상(2023년 1분기)→ 동결(2분기)→ 인하(하반기) 경로 기대
- 참고로 1990년 이후 연준 기준금리 인상 후 동결에서 인하로 전환된 시간은 최장 18개월, 최단 5개월, 최근 7개월(2018년 12월까지 인상 → 2019년 6월까지 동결 → 2019년 7월 인하)
- 실제로 연준이 기준금리를 인하하지 않더라도 동결 이후에 미국 장기금리는 낮아진 경제성장률에 수렴할 것으로 예상

2023년 연준 정책금리 인상→ 동결→ 인하로 빠른 변화 기대



주) 2022년 10/28일 기준  
자료: Bloomberg, 하나증권

연준 기준금리 동결해도 낮은 성장률에 장기금리 하락 가능

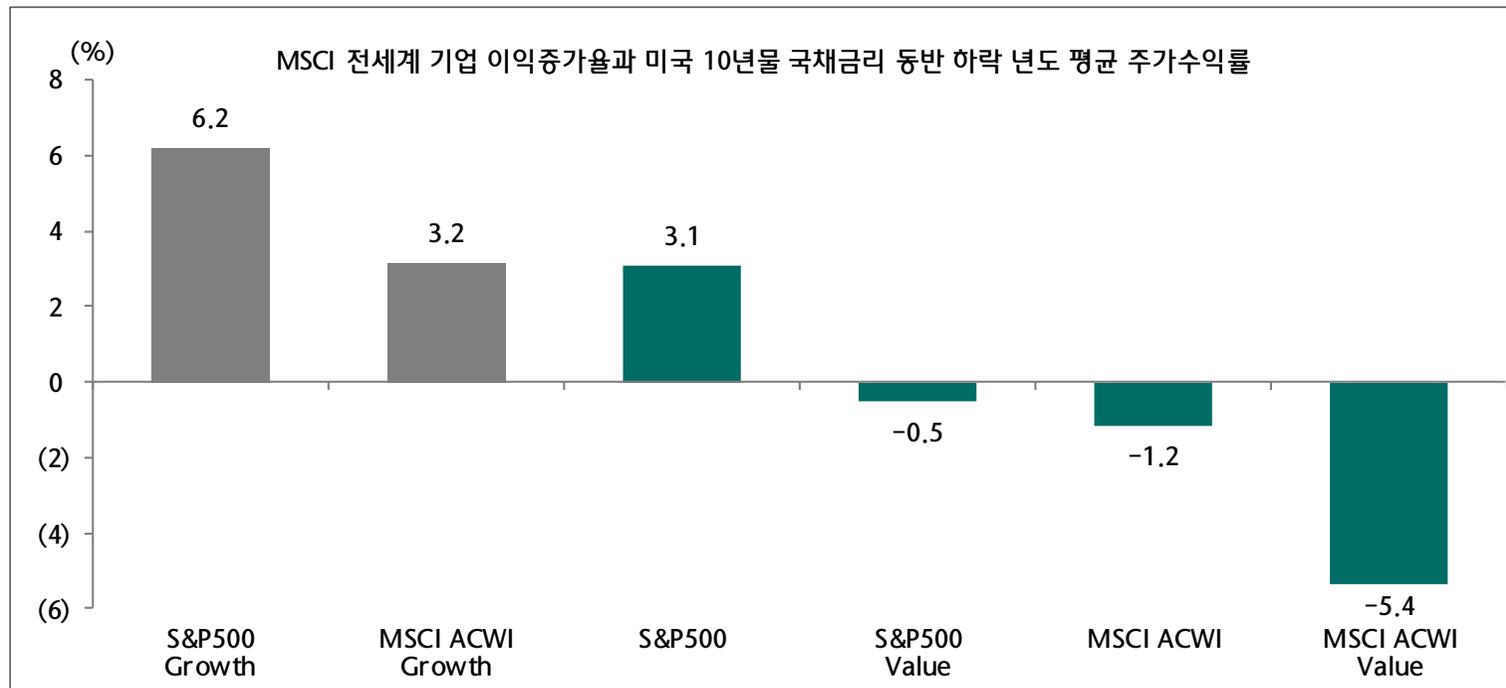


자료: Bloomberg, 하나증권

## 성장률이 낮아지고, 시중금리가 하락하면 성장주가 강세

- 전세계 기업 이익증가율과 미국 10년물 국채금리 동반 하락 국면에서 글로벌 증시 내 성장주 강세
- 2023년 3분기 중에는 성장주가 다시 부활할 수 있을 것으로 예상

### 전세계 기업들의 이익증가율과 미국 10년물 국채금리 동반 하락 국면에서 성장주 강세

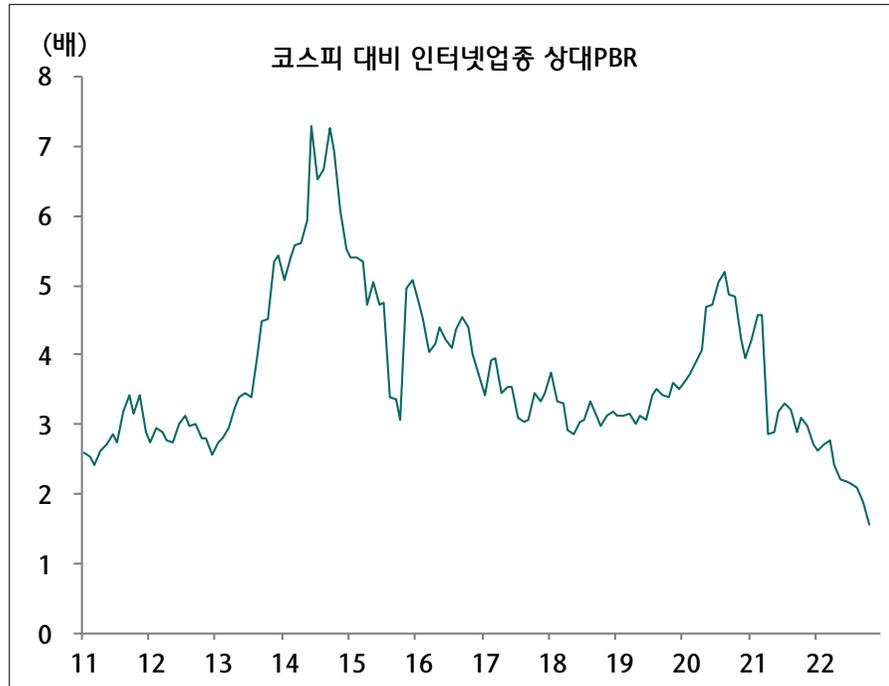


주) 2000년 이후 연간 평균 수익률 기준  
 자료: Bloomberg, 하나증권

## 국내 증시, 성장주 프리미엄이 사라진 인터넷과 미디어

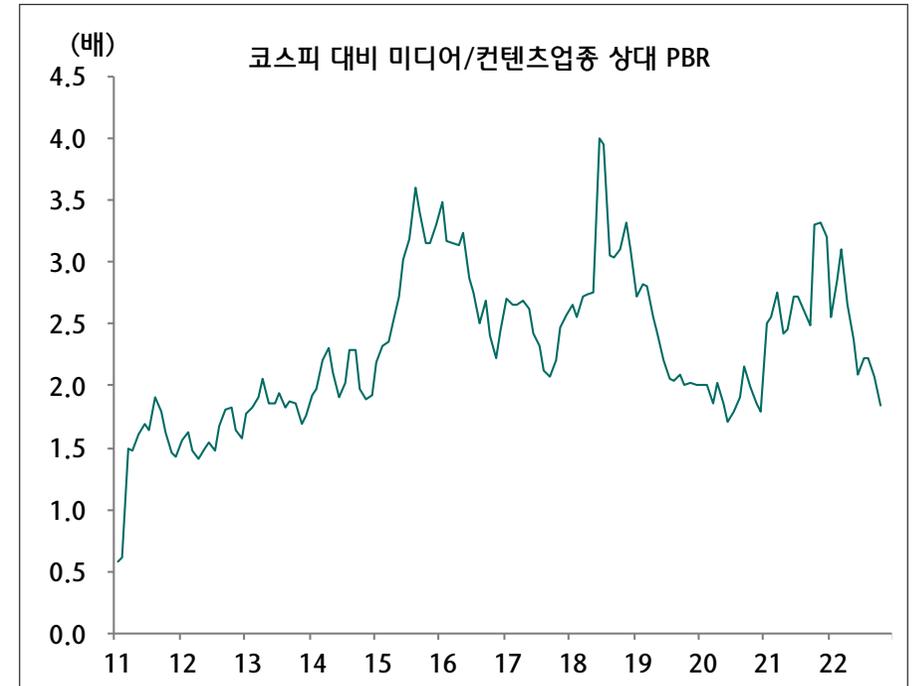
- 코스피 내 인터넷에게 주어졌던 밸류에이션 프리미엄은 이미 거의 소멸된 상황: 인터넷 상대 PBR 최저
- 코스피 내 미디어/엔터에게 주어졌던 밸류에이션 프리미엄은 이미 거의 소멸된 상황: 미디어/컨텐츠 상대 PBR 최저

성장주 프리미엄이 사라진 인터넷



자료: Quantiwise, 하나증권

성장주 프리미엄이 사라진 미디어/컨텐츠

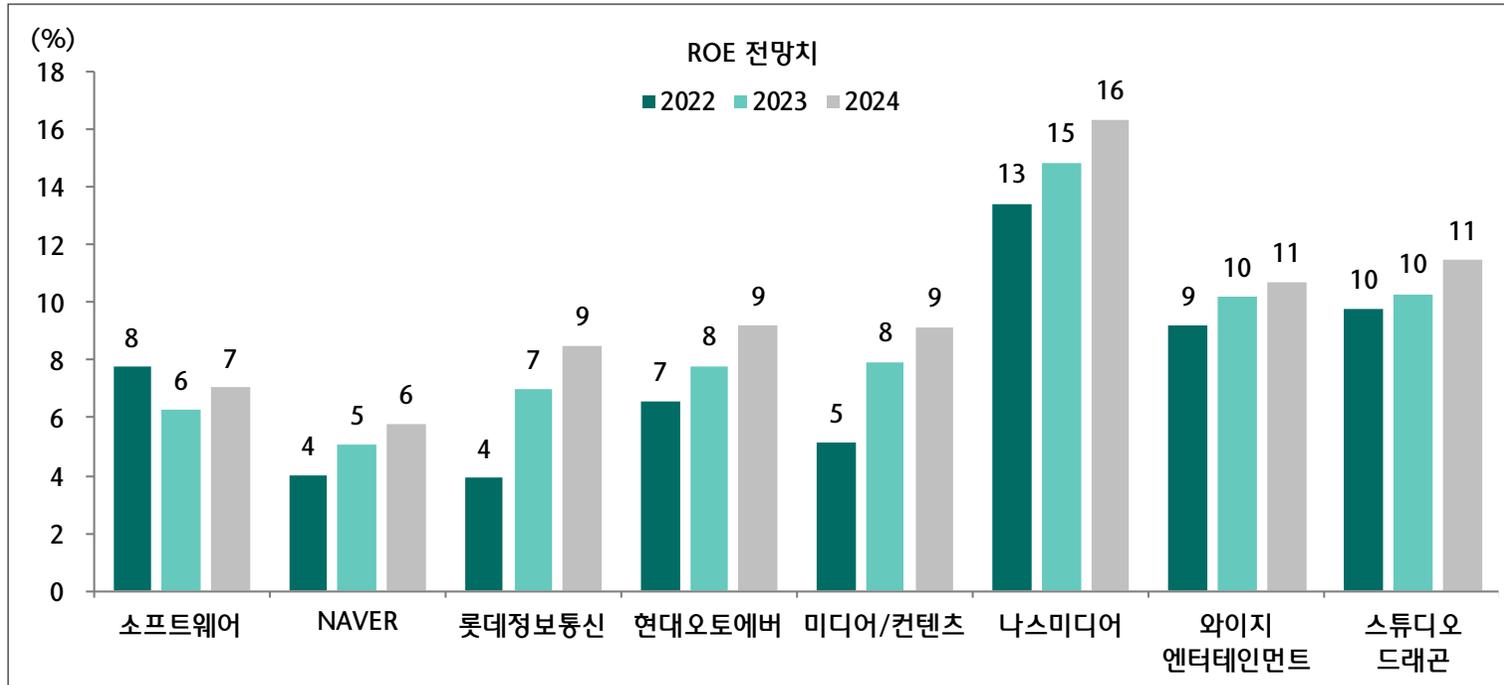


자료: Quantiwise, 하나증권

## 2023년 3분기 주도주: 인터넷과 미디어, 수익성 개선은 필수

- 2022년 10월 현재 예상치 기준, 2023~24년까지 꾸준히 ROE가 높아질 수 있는 소프트웨어 기업은 NAVER, 롯데정보통신, 현대오토에버
- 2022년 10월 현재 예상치 기준, 2023~24년까지 꾸준히 ROE가 높아질 수 있는 미디어/컨텐츠 기업은 나스미디어, 와이지엔터테인먼트, 스튜디오드래곤

2023년 3분기 수익성 개선이 수반될 수 있는 인터넷과 미디어 기업에 관심



자료: Quantiwise, 하나증권