

2022년 7월 14일
투자전략

투자전략

바닥과 나의 거리

KOSPI가 저점을 확인하고 반등하기까지의 과정은 다음과 같다. 직업 투자자들이 주식을 비우고 → 애널리스트들이 전망을 낮추고 → 기업들이 부진한 실적을 공개하고 → 일반인들의 주식에 대한 관심이 식는다.

주식을 사서 잠시 손실을 볼 수 있지만 기다릴 수 있는 투자자라면 매수를 미룰 필요는 없다.

고점대비 하락률 30%

현재 KOSPI 고점대비 하락률은 30%다. 30%를 넘는 적은 지난 1991년 이후 일곱번 있었는데, 1992년 8월(서울 올림픽 이후 경상수지 적자전환), 1998년 6월(외환위기), 2001년 9월(닷컴버블 붕괴), 2003년 3월(이라크 전쟁과 북핵 사태), 2008년 10월(금융위기), 2020년 3월(COVID-19 확산) 그리고 지금이다.

20주 이격도 88%

20주 이격이 컸던 국면들을 강도별로 나열하면 외환위기 때 60%, 금융위기 때 63%, COVID-19 확산 때 74%, 닷컴버블 붕괴 때 75%, 미국 신용등급 강등 때 84%다. 불과 며칠 전인 7월 1일 88%를 기록했다.

이익 수정 비율 -14.6%

COVID-19가 확산됐던 2020년 4월 이익 수정 비율은 -42.9%를 기록했는데, 2000년 이후 가장 낮았다. 금융위기 때에도 -30%를 밑돌진 않았다. 이번에도 이익 수정 비율이 -20% 후반까지 떨어지면 마무리 국면으로 봐도 될 것 같다.

주도업종 30위내 7개 → 4개

저점에서 시총 상위 종목들의 업종이 더 고르게 분포하는 경향이 있다. 시총 상위 30위를 기준으로 현재 업종 분포는 2020년 3월 저점보다도 고르다.

직업 투자자들의 주식비중 88.8

등락에 민감한 투자자들이 현금을 더 늘리기 어려울 정도로 많이 보유하고 있다는 건 시장의 우려를 대부분 포트폴리오에 녹였다는 것이다.

대중의 심리, 21년1월의 4분의1

주식시장의 바닥은 대중의 관심에서 멀어질 때 드러난다. 주식에 대한 대중의 관심은 투자심리가 최고조였던 2021년의 4분의 1 수준이다.

주식전략

▶ Strategist 박승영
park.seungyoung@hanwha.com
3772-7679

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치 센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

고점대비 하락률 30%

31년 동안 30%짜리 조정
일곱번

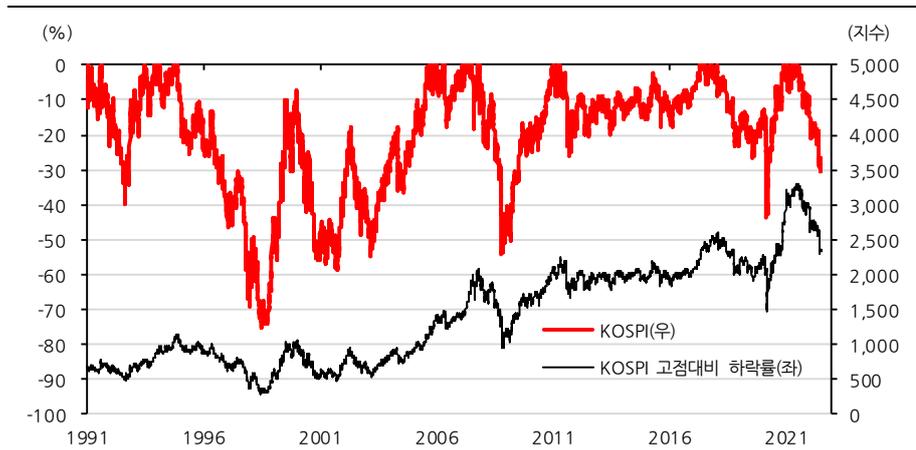
KOSPI가 저점을 확인하고 반등하기까지 다음의 과정을 거칠 것이다. 직업 투자자들이 주식을 비우고 → 애널리스트들이 전망을 낮추고 → 기업들이 부진한 실적을 공개하고 → 일반인들의 주식에 대한 관심이 식는다.

지금 주식시장은 두 번째 단계를 지나가는 것으로 보인다. KOSPI는 작년 7월 6일 3,305까지 올라 사상최고치를 기록한 뒤 일년 동안 조정을 받았다. 고점대비 하락률은 30%에 달했다. 30%를 넘은 적은 지난 1991년 이후 일곱번 있었는데, 1992년 8월(서울 올림픽 이후 경상수지 적자전환), 1998년 6월(외환위기), 2001년 9월(닷컴버블 붕괴), 2003년 3월(이라크 전쟁과 북핵 사태), 2008년 10월(금융위기), 2020년 3월(COVID-19 확산) 그리고 지금이다.

지금 주식시장이 경험 중인 조정의 강도가 글로벌 위기나 침체에 가깝다는 의미로 해석할 수 있다. 뒤집으면 주식시장이 바닥에 근접해 가고 있다고도 볼 수 있다.

그럼에도 지금 주식시장은 거시경제 상황과 금리, 정책 등에 집중하고 있다. 그래서 주가의 반등도 멀리 있다고 느끼는 것 같다. 거시경제의 안정과 금리 피크아웃, 중앙은행들의 스탠스 변화가 주식시장의 안정성을 높이는데 중요함은 당연하다. 다만 주가가 하락하면서 주식 자체의 매력이 커지고 있다는 사실도 놓쳐서는 안될 것이다. 그간 KOSPI가 악재를 얼마나 반영했고 반등까지 얼마나 남았는지 가늠해 봐야 한다.

[그림1] KOSPI, 고점대비 30% 이상 하락한 사례 총 일곱번



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

20주 이격도 88%

20주 이격 88%까지 하락

주가는 천천히 오르고 빨리 내려서 주가가 저점을 찍을 땐 과거 평균과 이격이 크게 벌어진다. 단기 저점은 20일 이격을 많이 보지만 중기 저점은 20주 이격으로 가늠하는 것이 보통이다.

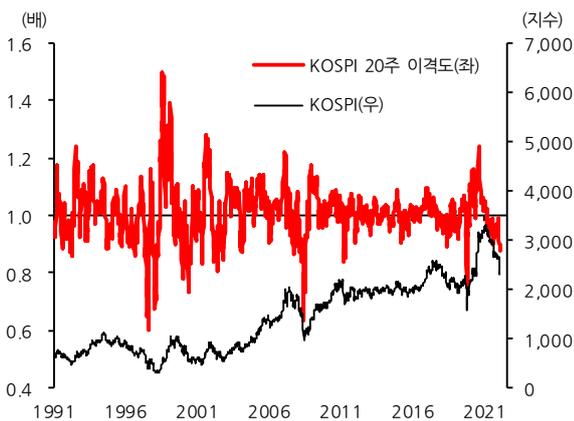
20주 이격이 컸던 대표적인 국면을 강도별로 나열하면 외환위기 때 60%, 금융위기 때 63%, COVID-19 확산 때 74%, 닷컴버블 붕괴 때 75%, 미국 신용등급 강등 때 84%다. 불과 며칠 전인 7월 1일엔 88%까지 벌어졌다.

이번 조정의 원인이 예상 못한 사건이 발생했기 때문이 아니라 경기가 둔화되고 통화정책이 긴축으로 전환된 데에서 비롯된 것이기에 이격은 과거에 비해 작다.

앞으로 예상치 못한 이벤트가 발생할 것이라는 우려가 있다. 하지만 그 이벤트가 발생할 확률을 꼼꼼히 따지는 것이 우선이다. 주간 단위로 1,627개의 관측 값이 있고 20주 이격률 88%는 91번째로 낮은 수치이다. 20주 이격 값은 대부분이 90%에서 110% 사이에 위치한다. 주가는 이미 정상으로 볼 수 있는 범위를 벗어나 있다고 보는 편이 더 합리적이다.

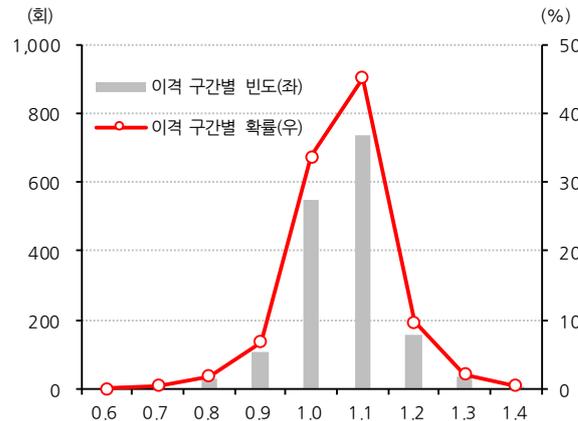
이격이 좁혀지는 과정에서 주가가 반드시 오르는 것은 아니다. 조정 기간이 길어지면 이격이 멎개지기도 한다. 주가가 오르지 못하더라도 조정의 모습은 최소한 기간 조정일 가능성이 크다.

[그림2] KOSPI 20주 이격도 87까지 하락



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 20주 이격도 100% 중심으로 분포



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

이익 수정 비율 -14.6%

이익 전망 하향 시작

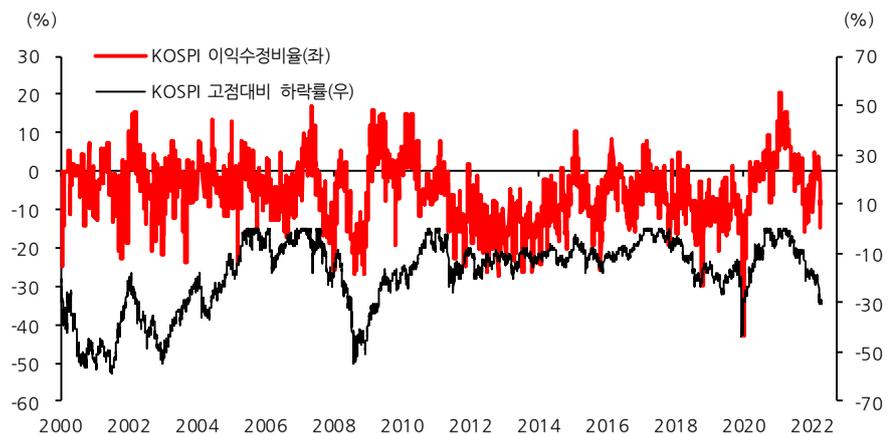
애널리스트들이 6월 말부터 이익 전망을 낮추기 시작한 것으로 보인다. 7월 들어서는 속도가 붙어서 이익 전망 상향 종목은 둘째주부터 감소하기 시작했고 하향 종목은 두 배 이상으로 늘었다.

이익 수정 비율을 EPS 기준 상향 종목 수에서 하향 종목 수를 빼고 전체 종목으로 나눠서 계산해 보면 6월 말엔 +4.0%였던 비율이 7월 11일에는 -14.6%로 급락했다. 하지만 -14.6%는 주가의 등락이 뚜렷하지 않을 때에도 자주 관측되는 수준이어서 아직 본격적으로 이익이 낮춰지고 있다고 보긴 어려울 것 같다.

COVID-19가 확산됐던 2020년 4월 이익 수정 비율은 -42.9%를 기록했는데, 2000년 이후 가장 낮았다. 금융위기 때에도 -30%를 밑돌진 않았기 때문에 이번에도 이익 수정 비율이 -20% 후반까지 떨어지면 마무리 국면에 들어갔다고 봐도 될 것 같다. 7월 12일 기준 이익 전망이 상향된 종목 수는 55개, 하향된 종목 수는 102개였다. 하향 종목이 140개로 늘면 -28%까지 떨어질 것으로 보인다.

올 2분기 이익 전망 수정은 작년 같은 기간에 비해 일주일 정도 늦게 시작됐다. 6월 들어 글로벌 경제 상황이 급변해 기업과 분석가 모두 이익을 추정하는데 시간이 걸렸을 것이다. 보통 이익 수정이 분기 초부터 한달 반 사이에 집중적으로 이뤄지는 걸 감안하면 앞으로 한달 동안 전망치가 하향될 것이다.

[그림4] KOSPI 이익수정 비율 -14.6%까지 하락



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

주도업종 30 위내 7개 → 4개

주도업종 시총상위서 밀려난 상태

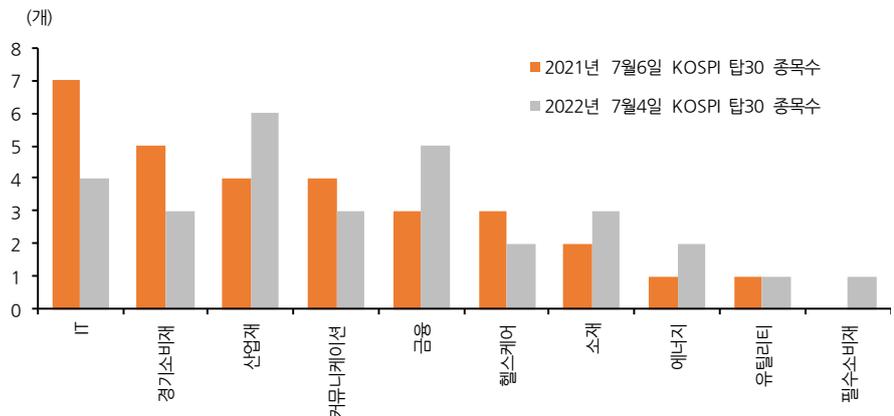
국내 주식시장 투자자들은 주도 업종, 주도주를 골라내는 걸 좋아한다. 주도주들을 묶어 이름을 짓기도 한다. 필자는 주도 업종으로의 쏠림과 완화가 주식시장 사이클을 가능하게 하는 데에도 좋은 기준이 될 수 있다고 생각한다. 특히 시가총액 상위 10개나 30개 안에 주도 업종 종목들이 몇 개 들어있는지를 보는 건 주식시장 전반의 분위기를 살피는 데에도 좋다.

주도 업종과 종목은 달라져 왔지만 쏠림과 완화는 언제나 있었다. 2000년 닷컴버블의 고점에선 시총 상위 10개 종목들 중에 통신주가 다섯 개였다. 2001년 저점에선 통신주가 세 개로 줄었고 대신 국민은행, 현대차, KT&G가 다시 10등 안에 들었다. 2007년 10월 고점에선 현대중공업, SK이노베이션, 두산중공업이 10위에 들었지만 일년 뒤엔 KT&G, 현대차, LG전자가 10위 안에 진입했다.

2021년 7월과 지금을 비교하면 시총 상위 10개 종목은 순위가 바뀌었지 들어오고 나간 종목은 없다. 그러나 30위로 범위를 넓혀 보면 IT 업종은 7개에서 4개로, 커뮤니케이션 업종은 4개에서 3개로 그 수가 줄었다. 산업재와 금융, 에너지, 필수소비재는 30위 이내의 종목수가 증가했다.

이상적인 업종 비율은 없지만 주가지수 저점에서 시총 상위 종목들의 업종이 더 고르게 분포하는 경향은 확인된다. 시총 상위 30위를 기준으로 현재 업종 분포는 2020년 3월 저점보다도 고르다. 주식시장 저점 부근에선 투자자들이 특정 업종이나 종목에 대해 확신하는 정도가 약해지기 마련이고 그러면 액티브 베팅은 줄어들 수밖에 없다. 지금 업종 간 분포는 주식시장이 저점에 가까워졌음을 가리킨다.

[그림5] 시총 30위 섹터 개수, 조정을 거치면서 고루 분포



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[표1] KOSPI 고점과 저점 시기의 시총상위 10위 변화

날짜	고/저	시총 1위	2위	3위	4위	5위	6위	7위	8위	9위	10위
1991년 7월 30일	고점	한국전력	POSCO	한일은행	우리은행	한국전력	우리은행	우리은행	삼성전자	신한은행	대우
1992년 8월 21일	저점	한국전력	POSCO	신한은행	한일은행	삼성전자	한국전력	우리은행	신한은행	하나은행	SK
1994년 11월 8일	고점	한국전력	POSCO	삼성전자	SK텔레콤	LG이	신한은행	SK	현대건설	삼성중공업	LG
1998년 6월 16일	저점	한국전력	삼성전자	POSCO	SK텔레콤	대우중공업	SK하이닉스	현대중공업	국민은행	삼성SDI	LG이
2000년 1월 4일	고점	KT	삼성전자	KTF	SK텔레콤	한국전력	POSCO	LG데이콤	SK하이닉스	한국통신	삼성전기
2001년 9월 17일	저점	삼성전자	SK텔레콤	한국전력	KT	POSCO	국민은행	KTF	현대차	한국주택은행	KT&G
2002년 4월 18일	고점	삼성전자	SK텔레콤	국민은행	KT	한국전력	POSCO	현대차	KTF	LG이	삼성전기
2003년 3월 17일	저점	삼성전자	KT	SK텔레콤	한국전력	국민은행	POSCO	LG전자	현대차	KTF	삼성SDI
2007년 10월 31일	고점	삼성전자	POSCO	현대중공업	한국전력	국민은행	신한지주	SK이노베이션	LG디스플레이	두산중공업	SK텔레콤
2008년 10월 24일	저점	삼성전자	POSCO	SK텔레콤	신한지주	한국전력	KB금융	KT&G	현대차	LG전자	현대중공업
2011년 5월 2일	고점	삼성전자	현대차	POSCO	현대중공업	LG화학	현대모비스	기아	신한지주	KB금융	SK이노베이션
2011년 9월 26일	저점	삼성전자	현대차	POSCO	현대모비스	기아	LG화학	현대중공업	삼성생명	신한지주	KB금융
2018년 1월 29일	고점	삼성전자	SK하이닉스	셀트리온	POSCO	현대차	LG화학	NAVER	삼성바이오로직스	KB금융	삼성물산
2020년 3월 19일	저점	삼성전자	SK하이닉스	삼성바이오로직스	NAVER	셀트리온	LG생활건강	LG화학	삼성물산	현대차	SK텔레콤
2021년 7월 6일	고점	삼성전자	SK하이닉스	카카오	NAVER	LG화학	삼성바이오로직스	삼성SDI	현대차	셀트리온	기아
2022년 7월 4일	저점	삼성전자	LG에너지솔루션	SK하이닉스	삼성바이오로직스	NAVER	현대차	LG화학	삼성SDI	기아	카카오

자료: 한화투자증권 리서치센터

직업 투자자들의 주식비중 88.8%

주식형 사모펀드 주식비중
2020년 9월 이후 하락

주식 투자를 직업으로 하는 사람들은 일반인들보다 주식시장에 민감하다. 이들은 KOSPI 대비 더 나은 수익률을 거두기 위해 노력하는데, 그 방법 중 하나가 현금과 주식의 비중을 조절하는 것이다.

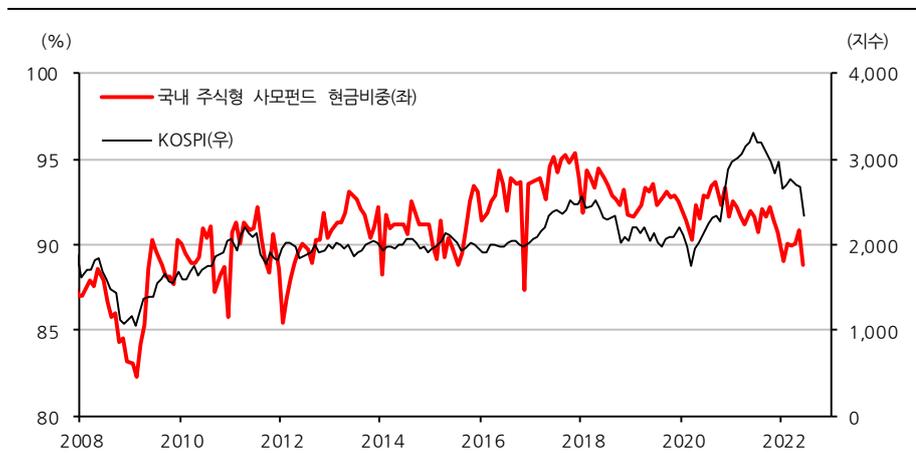
[그림2]는 국내 주식형 사모펀드의 주식 비중을 나타낸 것으로 금융위기 직후인 2009년 2월 82%까지 낮아졌다가 그 이후엔 85~95% 사이에서 움직이는 것을 볼 수 있다. 주식형 사모펀드들이 동일한 목표를 부여받은 것이 아니고 주식 비중을 움직일 수 있는 범위 역시 다를 것이기에 절대 수치에 의미를 두는 것 보단 주식 비중의 추이를 관찰하는 것이 의미가 있을 것이다.

2021년부터는 KOSPI가 신고가를 경신했음에도 주식 비중이 낮아진 것이 특징이다. 2020년 9월 93.6%까지 높아진 뒤 줄곧 떨어져 지난달 말에는 88.8%까지 낮아졌다. 이는 도널드 트럼프 전 대통령이 당선됐던 2016년 11월의 87.3% 이후 가장 낮은 수준이고 2013~15년 KOSPI가 박스권에서 움직였던 기간의 저점과 비슷한 레벨이다. 그리고 이런 대응의 결과는 일년 반이 지난 지금 KOSPI를 아웃퍼폼하는데 주요한 요인이 됐을 것이다.

그러나 주식 비중을 더 낮추기는 어려워 보인다. 주식시장의 변동성이 컸던 10년 전에도 주식 비중은 지금보다 겨우 3%p 낮았다. 최근 두달 주식형 공모 펀드들 가운데 KOSPI를 아웃퍼폼한 펀드의 비율은 70%에 육박한다. 아웃퍼폼의 가장 큰 이유는 높은 현금 비중으로 추측된다. 대다수 공모 펀드의 현금 비중은 5~10% 수준이다.

기관 투자자들이 실제 수급에 영향을 미치지 못하지만 등락에 민감한 투자자들이 현금을 더 늘리기 어려울 정도로 많이 보유하고 있다는 건 의미가 있다. 시장의 우려를 대부분 포트폴리오에 녹였다고 해석할 수 있다.

[그림6] 직업 투자자들의 주식비중 88%까지 하락



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

대중의 심리, 21년 1월의 28%

대중의 주식 관심
코로나 이전 회귀

마지막으로 주식시장의 바닥은 대중의 관심에서 멀어질 때 드러난다고 생각한다. 시계가 짧은 투자자들이 파는 주식을 호흡이 긴 투자자들이 사들일 때 시장의 변동성은 떨어지고 시장은 바닥을 잡는다.

고객 예탁금과 신용잔고는 대중들의 주식시장에 대한 관심과 기대를 각각 보여준다. 고객 예탁금은 2020년 하반기 47조원에서 2021년 1월 74조원까지 늘었고 거래소와 코스닥 시장의 신용잔고는 12.4조원에서 20.5조원까지 증가했다.

그러다 고객 예탁금은 작년 5월 이후 감소하기 시작해 현재 55조원까지 줄었고 신용잔고 역시 작년 초 27조원까지 증가했으나 6월 들어 주가가 급락하며 17조원 대로 감소했다. 고객예탁금이 7조원, 신용잔고가 5조원 각각 줄면 개인 투자자들이 본격적으로 유입되기 시작한 2020년 2분기 수준으로 돌아가게 된다.

수급과는 별개로 일반 대중들의 관심은 COVID-19 확산 이전 수준으로 돌아간 것으로 보인다. 구글에서 '주식'을 검색한 빈도를 통해 대중의 관심을 측정해 보면 여느 지표들과 마찬가지로 2021년 1월이 가장 높았고 그때를 100으로 보면 지금은 28까지 떨어져 있다. COVID-19가 확산 이전엔 30 언저리였다.

줄어든 관심은 '코인'을 검색한 빈도와 비교해 보면 외당는다. 코인 검색 빈도는 2018년 1월이 가장 높았고 작년 4월에 다시 한번 84까지 치솟았다. 지금은 19까지 떨어졌지만 2020년 10월의 8보단 여전히 두 배 이상 높다 코인 투자자들의 관심은 주식 투자자들에 비하면 높다.

[그림7] 대중의 주식 관심 코로나 이전 수준으로 회귀



자료: Google, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 코인에 대한 관심은 코로나 이전보다 높아



자료: Google, 한화투자증권 리서치센터

바닥의 모양 : 점, 직선, 곡선

바닥의 모양은 뾰족하지 않을 수도 있다

KOSPI 2,300 선은 기대감보다 경계심을 더 많이 반영한 수준이다. 고점대비 하락률과 20주 이격도가 위기 수준에 근접해 있고 직업 투자자들은 현금을 늘려놓았다. 일반 대중들의 주식에 대한 관심은 식었다. 애널리스트들이 이익 전망치를 낮추고 있다는 건 조정도 중반부를 지나고 있다는 의미이다.

이런 현상들은 주식시장이 저점에 근접했을 가능성을 시사한다. 하지만 대다수 주식시장 참가자들은 여전히 물가의 피크아웃과 통화정책 완화를 기다리고 있다. 그 이면엔 아직 발생하지 않았고 예상하지 못하고 있는 리스크까지 제거하고 싶다는 심리가 있을 것이다.

지난 31년 동안의 국내 주식시장 패턴을 살펴본 결과 지금 주식을 사면 잃을 확률보다 먹을 확률이 더 높다. 주식시장의 바닥을 잡고 싶고, 잡을 수 있다고 생각하는 투자자라면 기다려서 더 좋은 기회를 잡을 수도 있을 것이다.

하지만 경험적으로 주식시장의 바닥이 반드시 뾰족한 점 모양은 아니었다는 점도 상기해야 한다. 바닥의 모양은 둥글 수도 있고 직선일 수도 있다. 지금 사서 중간에 잠시 손실을 보더라도 기다릴 수 있다면 굳이 매수를 마를 필요는 없다.