

2022년 11월 21일
투자전략

투자전략

반가움에 속지않기

KOSPI의 급반등이 마무리되고 있다. 주식시장은 물가 하락과 경기 반등을 기다리며 기간 조정 양상을 보일 것으로 판단한다.

급반등은 마무리

KOSPI는 기간조정이 필요해 보인다. KOSPI가 반등하는 과정에서 시장 리스크 프리미엄이 6.47%에서 4.84%로 급락했다. 4.84%의 시장 리스크 프리미엄은 2021년 초 기록한 3.93%보다 0.8%p 높고 2020년 11월 8일 이후 가장 낮은 수준이다. 2020년 11월 8일 국고 3년 금리는 0.94%였다. 금리 하락이 제한적인데 리스크 프리미엄이 떨어졌다는 건 반등의 신뢰를 낮추는 요인이다.

이젠 방향보다 속도

지금부터 대응은 주식시장에 후행적일 필요가 있다. 각국 중앙은행은 물가상승률의 하락을 확인한 뒤 긴축을 멈추고 싶어하는 것 같고 국내 기업 이익 컨센서스는 한국 경기선행지수에 후행해서 조정돼 왔다. 앞으로는 방향성이 아니라 속도가 중요해질텐데, 당사 전략팀은 그 속도가 느릴 것으로 보고 있다.

달라진 업종비중, 지수하락 제한

물가 압력이 상존하고 금리가 높은 수준을 유지해도 KOSPI는 가격 조정을 겪기 보단 기간 조정을 거칠 것이다. 10월 초 소재 업종의 시총이 커뮤니케이션 업종의 시총을 넘어섰다. 소재 업종의 주가는 2021년 초와 비교하면 4% 밖에 내리지 않았다. 커뮤니케이션은 26% 하락했다. 주가지수의 조정은 부진한 섹터의 시총 비중이 낮아지고 이를 대체하는 섹터의 시총 비중이 높아지면서 멈추게 된다. 지난달 변곡점을 지났다고 판단한다.

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 경보출처로부터 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.

2021년 초 수준의 위험자산 선호

KOSPI 급반등 분해 KOSPI는 기간조정이 필요해 보인다. 10월 말부터 급반등한 KOSPI는 지난 14일 장중 2,500선에 다가서기도 했다.

기술적으로 저점대비 주가지수가 20% 이상 오르면 강세장에 진입했다고 하는데, 2,586p까지는 아직 5~6% 더 올라야 한다.

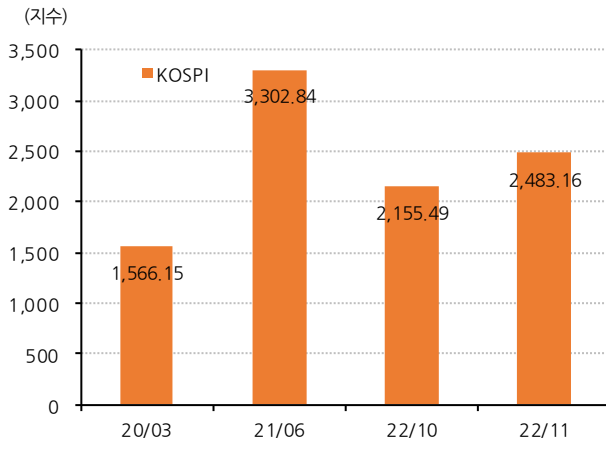
내용도 반등의 지속성을 의심케 한다. 10월 이후 KOSPI의 반등을 예상 EPS와 예상 PER로 분해하고, PER을 다시 무위험 수익률과 시장 리스크 프리미엄으로 나눠봤다. EPS는 229에서 215로 6% 하향됐고, PER은 9.39배에서 11.53배로 높아졌는데, 같은 기간 한국 국고 3년 금리는 4.19%에서 3.83%로 0.26%p 밖에 빠지지 않았다.

2021년 초 수준의 위험자산 선호가 급격히 나타난 결과 PER을 끌어올린건 시장 리스크 프리미엄으로 6.47%에서 4.84%로 급락했다. 4.84%의 시장 리스크 프리미엄은 2021년 초 기록한 3.93%보다 0.8%p 높고 2020년 11월 8일 이후 가장 낮다. 2020년 11월 8일 국고 3년 금리는 0.94%였다.

금리 하락이 제한적인데 리스크 프리미엄이 떨어졌다는 건 반등의 신뢰를 낮추는 요인이다. 시장 참가자들이 주식에 요구하는 수익률은 안전자산에 요구하는 수익률에 연동된다. 특히 시장 참가자들이 주가 상승의 선결 조건으로 보고 있는 금리의 하락과 이익 전망 개선이 지난 한달 동안의 반등 과정에선 없었다.

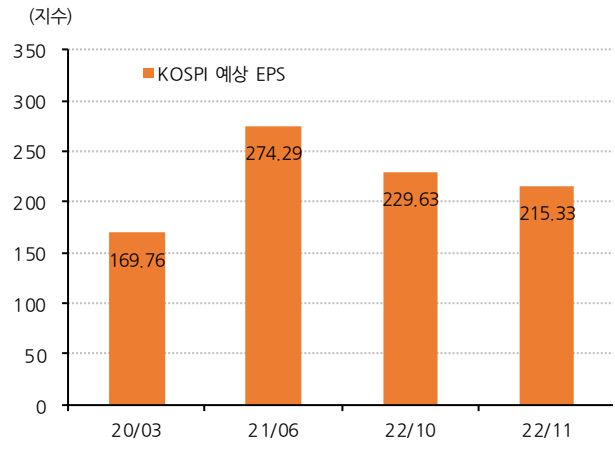
지난 한달여 주가 급반등의 원인으로 미 연방준비제도이사회(FRB)의 기준금리 인상폭 축소 기대, 미국 연기금들의 이머징마켓 주식 벤치마크 변경, 외국인 투자자들의 숏커버 등이 꼽힌다. 모두 수급과 관련된 변수들이다. Fed의 피벗은 아직 기대감 수준이고, EM BM 변경은 내년 3월, 외국인 숏커버는 올해 말로 기간이 한정된 이벤트들이다. 위험선호가 작년 1월 이상으로 높아지기는 어려우므로 급한 반등은 일단락됐다고 판단한다.

[그림1] KOSPI, 10월 이후 반등했지만



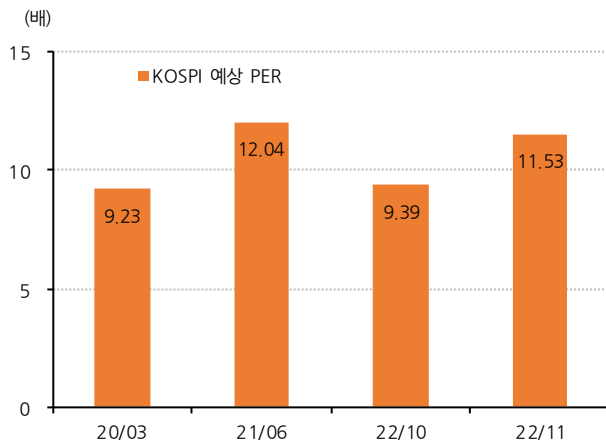
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 반등 기간에 이익 추정치는 하향됐고



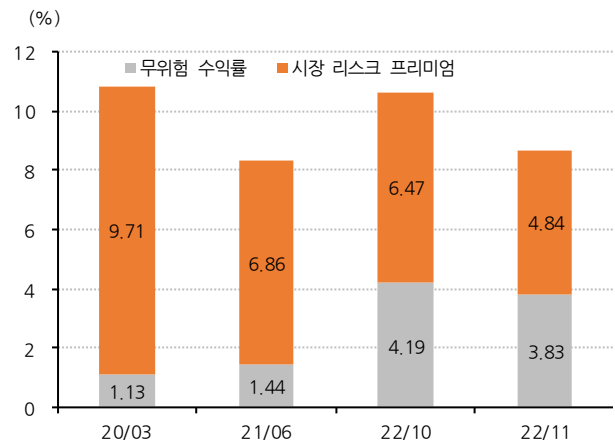
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 상승은 밸류에이션 멀티플 확장에 의존



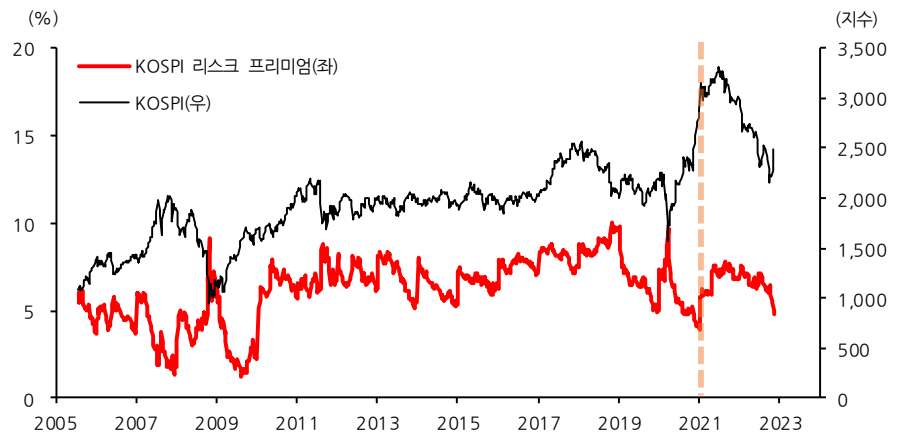
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 금리보다 리스크 프리미엄이 더 하락



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 리스크 프리미엄은 2020년 3월 수준에 근접



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

달라진 비중, 지수하락 방어

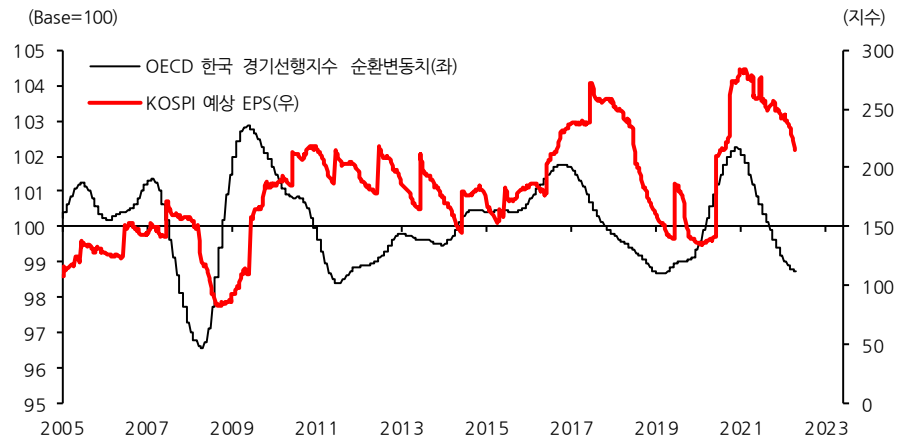
시장금리, 정책금리와 멀어지기 어려울 것	지금부터 대응은 주식시장에 후행적일 필요가 있다는 생각이다. 각국 중앙은행은 물가 상승률의 하락을 확인한 뒤 긴축을 멈추고 싶어하는 것 같다. 올해 초 인플레이션을 일시적이라고 오판했던 것에 대한 부담도 있을 것이다. 시장의 Fed 의중 예측도 빛나갔던 경우가 많아서 시장 금리도 정책 금리로부터 멀어지기 어려워 보인다.
물가와 금리의 방향보다 속도가 중요해질 것	국내 기업 이익 컨센서스는 한국 경기선행지수에 후행해서 조정돼 왔다(그림기). 이익 컨센서스 저점과 경기선행지수 저점 간 시차도 3개월 이상이다. 선행지표의 상승 반전을 확인한 뒤 주식 포지션을 늘려도 늦지 않을 것이라고 생각한다.
글로벌 경기에 민감한 산업 비중이 높은 국내 주식시장의 특성을 고려하면 물가 상승률이 반락하는 시기에 이익 전망의 하향 폭이 커질 수 있다. 보통 물가 상승률과 금리가 하락하면 가격(P)에 민감한 에너지, 소재 업종이 하락하고 수량(Q)이 쉽게 늘어나는 소프트웨어, 커뮤니케이션 업종이 상승한다. 최근 한달의 움직임이 이런 기대를 반영했을 것이다.	앞으로는 방향성이 아니라 속도가 중요해질 것이라고 생각한다. 물가 상승률이 하락하는 속도가 빨라진다면 연말까지 소프트웨어, 커뮤니케이션의 반등이 이어질 수 있겠지만 당사 전략팀은 그 속도가 느릴 것으로 보고 있다. 반등을 주도하는 건 POSCO홀딩스, LG화학처럼 배터리 소재 업스트림을 성장 동력으로 보유한 소재 업종일 가능성이 높다는 판단이다.
소재 시총이 커뮤니케이션 시총을 역전	물가 압력이 상존하고 금리가 높은 수준을 유지해도 KOSPI는 가격 조정을 겪기 보단 기간 조정을 거칠 것으로 본다.
	[그림9]는 국내 소재 업종과 커뮤니케이션 업종의 시가총액과 지수를 각각 비교해 놓은 것으로 지난 10월 초 소재 업종의 시총이 커뮤니케이션 업종의 시총을 넘어섰다. 소재 업종의 주가는 2021년 초와 비교하면 4% 밖에 내리지 않았다. 커뮤니케이션은 26% 하락했다.
	주가지수의 조정은 부진한 섹터의 시총 비중이 낮아지고 이를 대체하는 섹터의 시총 비중이 높아지면서 멈추게 된다. 시장의 분위기는 이어져도 주가지수에 반영되는 비중이 달라지면 악재는 호재가 되기도 하고 호재는 악재가 되기도 한다.

[그림6] 아직 금리의 하락 전환을 말하긴 이르고



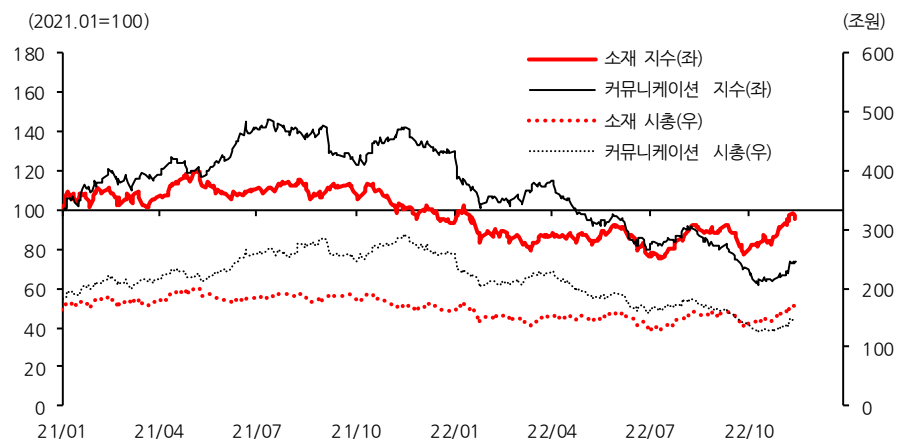
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 이익 추정은 경기선행지수에 후행



자료: OECD, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 소재 커뮤니케이션 시총 역전



주 : WMI500 분류기준

자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[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 리서치센터가 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.
