

2023년 4월 21일  
투자전략

## 투자전략

5월, 매도

5월에 팔고 떠나. 그리고 9월 경마 때 와(Sell in May and go away, and come on back on St. Leger's Day)". 1950년대 런던 금융시장에서 시작된 격언이다. 한국 주식시장에도 잘 들어 맞는다.

### 이례적이었던 2023년 연초 효과

2010년 이후 KOSPI 월별 등락을 보면 5월에 하락할 확률이 가장 높다. KOSDAQ은 더하다. KOSDAQ의 연초 효과는 KOSPI보다 크다. 이런 계절성은 올해에도 반복되는 중이다. 4월 20일까지 월 평균 등락률은 KOSPI +3.6%, KOSDAQ +7.6%다. 지난 12년 평균인 +0.9%, +1.6%보다 훨씬 높다. 코스닥은 이례적이었다.

### 과열된 시장 주의 요구

일부 개인 투자자들이 2차 전지를 중심으로 변동성을 키워 놓은 상태여서 주의가 요구된다. 평상시 국내 주식시장의 개인 참여 비율은 50% 안팎이다. 그러다 한번씩 새로 유입된 개인들로 인해 주식시장이 과열된다. 국내 주식시장의 개인 비중은 작년 10월 45%로 저점을 기록한 뒤 서서히 높아지기 시작해 4월 들어서는 60%를 넘어섰다. KOSPI가 3,000p를 상회하던 2021년 9월 이후 가장 높다.

### 안도감만으론 부족

연초 주식시장의 반등은 더 나빠지지 않는다는 안도감에서 시작됐다. 주식시장이 더 오르려면 그걸로는 부족하다. 이젠 글로벌 경기가 개선되고, 수출이 증가 반전하고, 실적 컨센서스가 상향돼야 한다. 그러기까진 아직 시간이 필요하다. 본격적인 반등은 여름에 확인할 수 있을 것이다.

### 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.

## Sell in May

5월 주식시장  
조정 전망

*“5월에 팔고 떠나. 그리고 9월 경마 때 와(Sell in May and go away, and come on back on St. Leger’s Day)”*

런던 금융시장에서 시작된 격언이다. 한국 주식시장에도 잘 들어 맞는다.

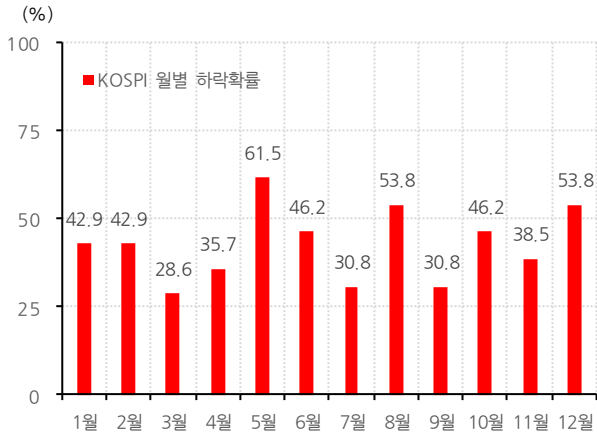
2010년 이후 KOSPI 월별 등락률 보면 5월에 하락할 확률이 61.5%로 가장 높다. 8월과 12월이 53.8%였고 다른 달들은 50%가 안됐다. 평균 등락률은 5월 -0.88%로 8월 -1.06% 다음으로 낮았다.

KOSDAQ도 다르지 않았다. 5월이 하락 확률 61.5%로 12달 가운데 가장 높았다. KOSDAQ의 연초 효과는 KOSPI보다 더 크기 때문에 파악된다. KOSDAQ의 1~4월 하락 확률은 30.3%로 KOSPI의 37.5%보다 낮았다. 1~4월 평균 등락률도 +1.60%로 KOSPI의 +0.90%보다 0.70%p나 높았다.

계절성은 올해에도 반복되는 중이다. 4월 20일까지 월 평균 등락률은 KOSPI +3.6%, KOSDAQ +7.6%다. 지난 12년 평균보다 훨씬 높다. KOSDAQ은 이례적이라는 표현이 어울린다.

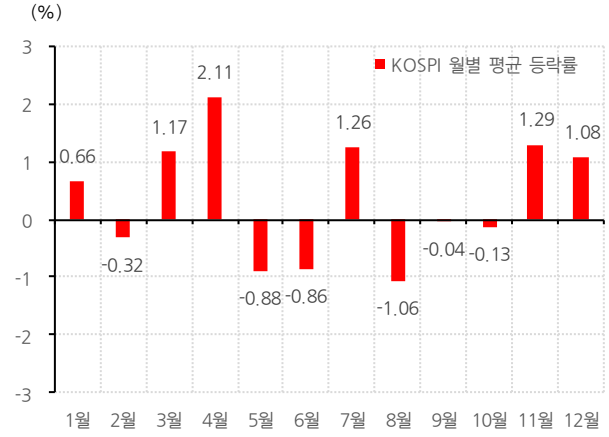
2023년에도 5월 주식시장은 부진할까. 필자는 그럴 것이라고 생각한다. 5월까지 6거래일 남겨두고 있는데, 지금부터 주식을 줄이고 위험 관리에 집중할 필요가 있다.

[그림1] KOSPI, 5월 하락 확률 1년중 가장 높아



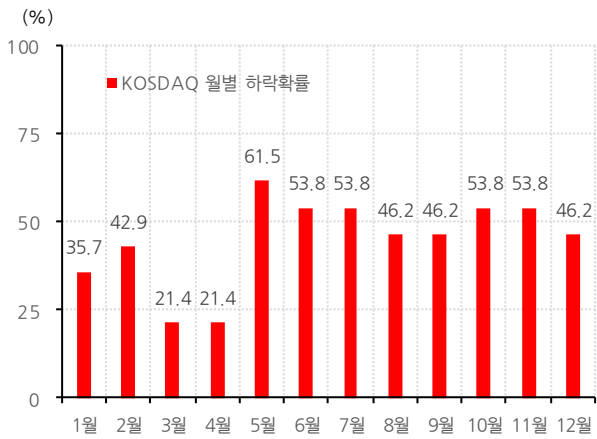
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 평균 등락률도 마이너스



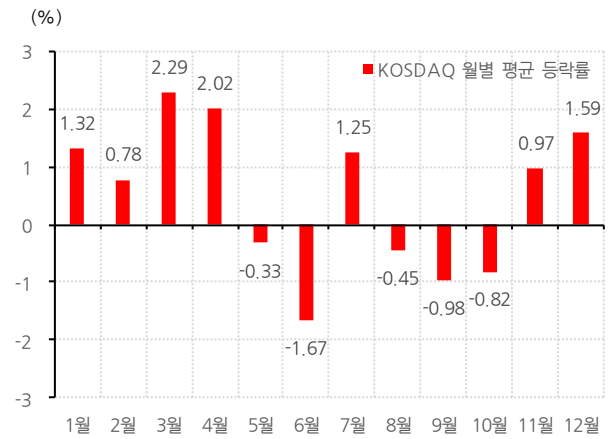
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] KOSDAQ은 KOSPI보다



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 계절성 더 뚜렷



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

5월 이벤트,  
실적발표와 FOMC

국내 주식시장이 5월부터 부진한 이유는 실적에서 찾을 수 있다. 1분기 실적이 발표되면 연간 실적에 대한 감을 잡을 수 있고 보통은 떠 있는 당해 실적 컨센서스가 하향되기 시작한다.

코스닥이 5월에 더 하락하는 이유도 실적 때문이다. 코스닥 기업들은 성장성이 높은 대신 이익은 적는데, 실적 발표 시즌이 되면 실적이 좋은 주식으로 수급이 몰릴 수밖에 없다.

5월이 돼서도 주가가 오르는 경우는 두 가지를 생각해 볼 수 있다. 첫째, 실적 컨센서스가 상향되는 경우다. 글로벌 경기가 바닥을 지나 V자로 반등할 때 나타난다. 2010년, 2016년, 2017년, 2021년이 해당된다.

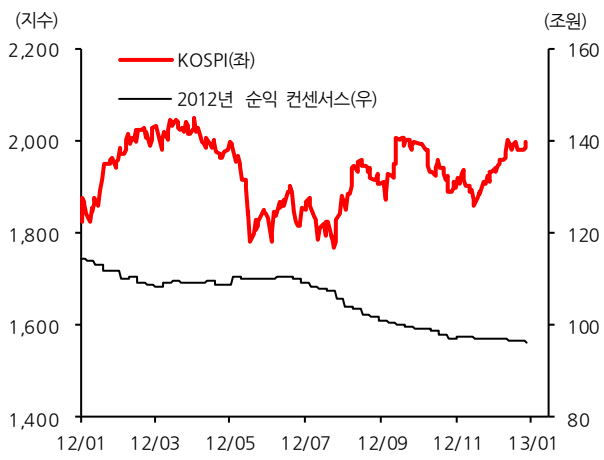
둘째, 금리인하나 QE 등으로 유동성이 늘면 주가가 오를 수 있다. QE3가 진행되고 한국은행이 기준금리를 재인하한 2014년, 코로나로 전세계가 유동성을 늘린 2020년엔 5월에 실적 컨센서스가 하향됐지만 주가는 상승했다.

지금의 주식시장 주변 여건을 둘러보면 글로벌 경기는 바닥에 근접하고 있지만 실적 컨센서스가 바로 돌아서진 않을 것 같다. 그렇다고 금리인하를 기대할 수 있는 상황도 아니다.

5월의 이벤트로 3일 열리는 FOMC가 있다. FOMC는 기준금리를 25bp 올리고 추가로 얼마나 올릴 지를 논의할텐데, 예상되는 추가 인상 폭은 0bp에서 50bp로 넓지 않다. FOMC는 주가 하락 요인도, 상승 요인도 아니다.

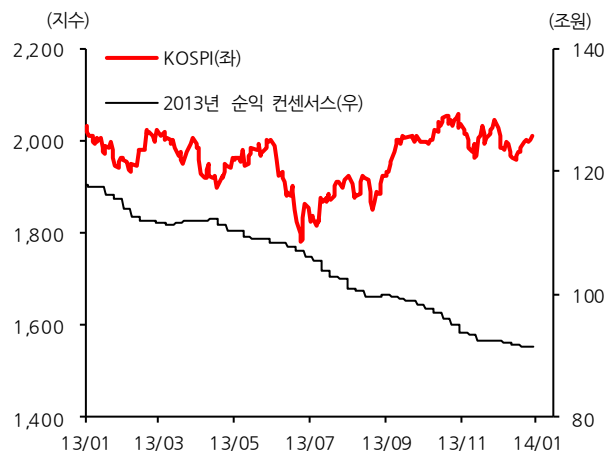
더 나빠지지 않고 있다가 정확한 표현이다. 좋아지기를 기다려야 한다. VIX가 17%까지 하락했고 VKOSPI도 15%로 2020년 초 이후 최저 수준이다. 주식시장의 낮아진 내재 변동성은 시장에 방향성이 없음을 반영하고 있다.

[그림5] 2012년 컨센서스와 주가



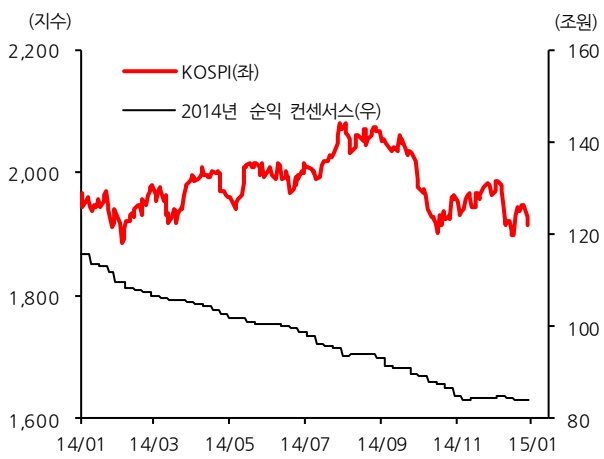
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 2013년 컨센서스와 주가



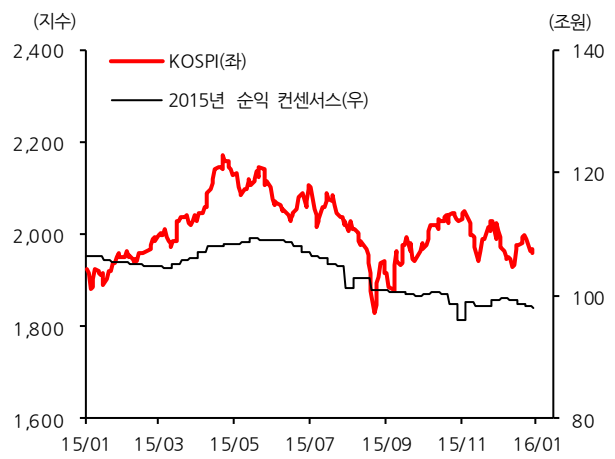
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 2014년 컨센서스와 주가



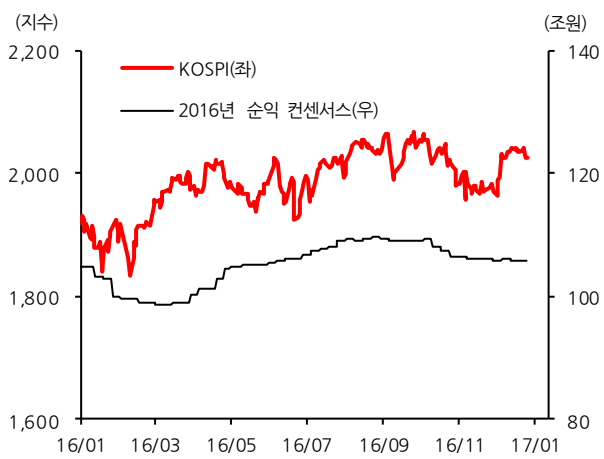
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 2015년 컨센서스와 주가



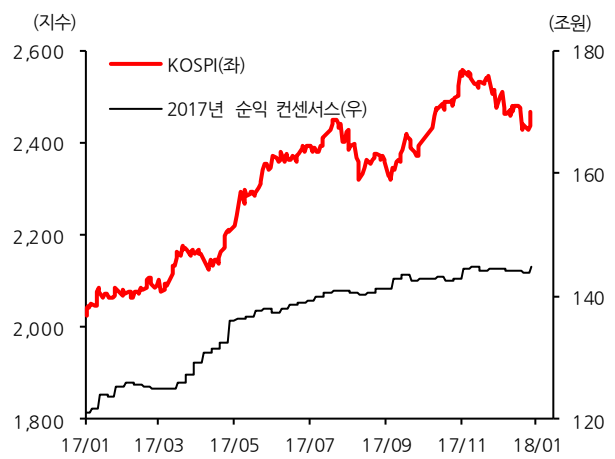
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 2016년 컨센서스와 주가



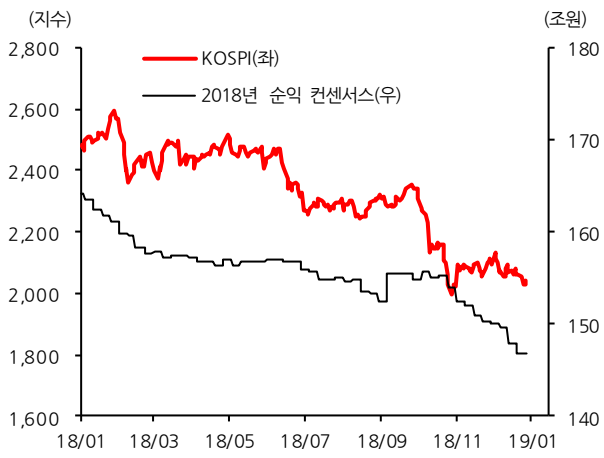
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 2017년 컨센서스와 주가



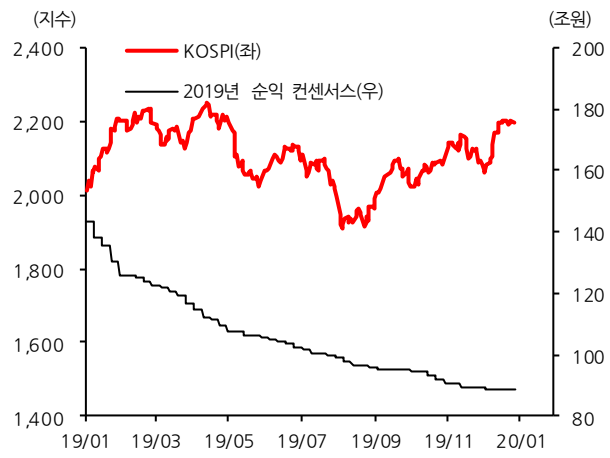
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 2018년 컨센서스와 주가



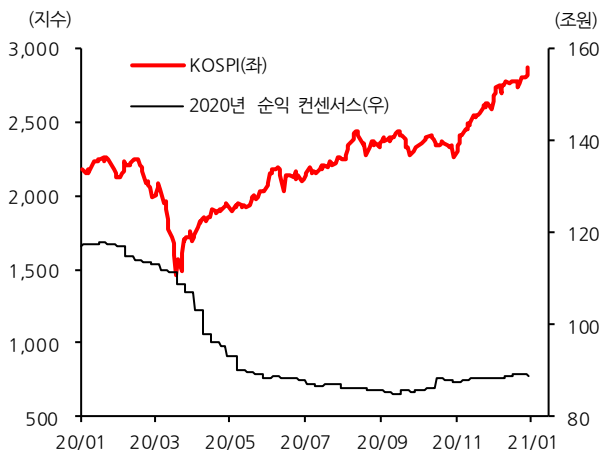
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 2019년 컨센서스와 주가



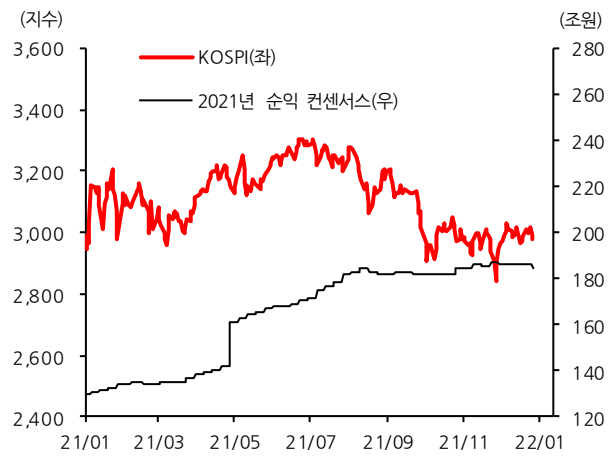
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 2020년 컨센서스와 주가



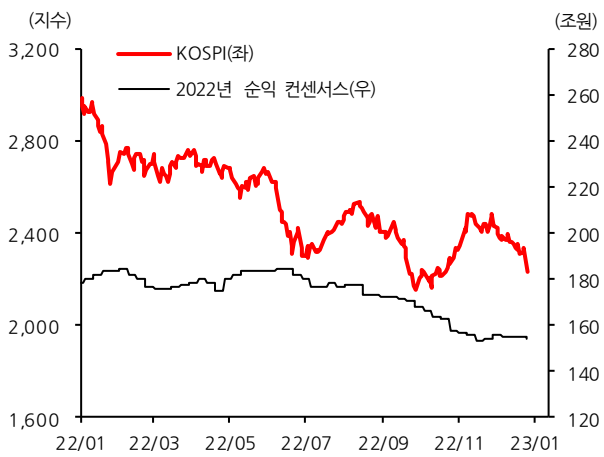
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 2021년 컨센서스와 주가



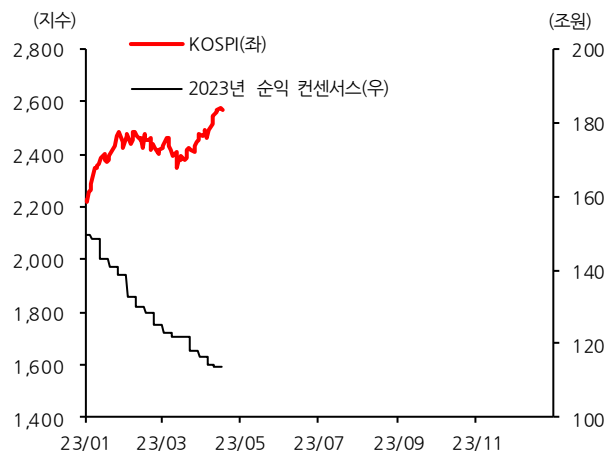
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 2022년 컨센서스와 주가



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 2023년 컨센서스와 주가



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

## 50% 개인 vs. 25% 개인

개인 참여비중 높아지며  
주식시장 과열

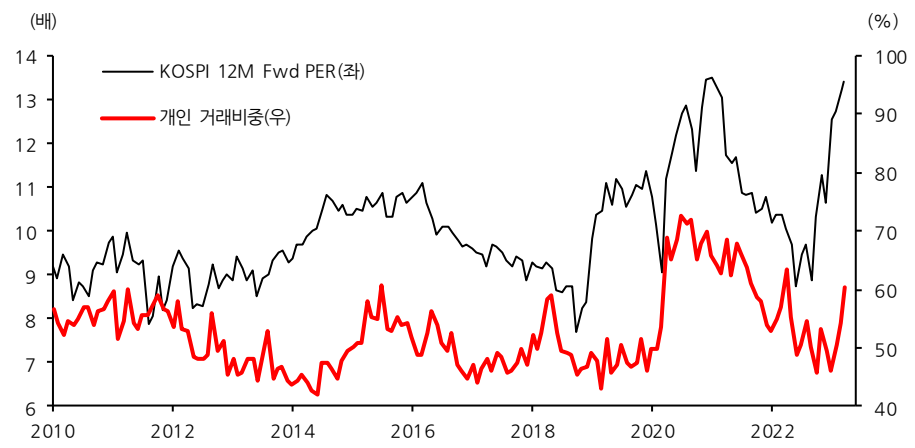
이런 시황에서 요구되는 자세는 덤덤하게 실적 컨센서스의 상향을 기다리는 것이다. 하지만 일부 투자자들이 2차 전지를 중심으로 변동성을 키워 놓은 상태여서 주의가 요구된다.

필자는 투자자를 기관, 외국인, 개인으로 분류하는 건 아무 의미가 없다고 생각한다. 개인 투자자는 특히 범위가 넓다. 해안이 깊은 고수가 있는가 하면 투기와 베팅을 주식으로 하는 사람도 있다.

평상시 국내 주식시장의 개인 참여 비율은 50% 안팎이다. 그러다 한번씩 개인 참여 비율이 50%를 크게 웃도는 때가 있는데, 새로 유입된 개인들로 인해 주식시장이 과열된다.

국내 주식시장의 개인 비중은 작년 10월 45%로 저점을 기록한 뒤 서서히 높아지기 시작해 4월 들어서는 60%를 넘어섰다. KOSPI가 3,000을 상회하던 2021년 9월 이후 가장 높다.

[그림17] 3월 이후 유입된 개인, 주식시장 과열로 이끌어



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

2차전지 5월 조정의 타깃

뒤늦게 시장에 들어온 개인들이 올려놓은 2차전지 관련주들이 5월 조정의 타깃이 될 것이라고 생각한다.

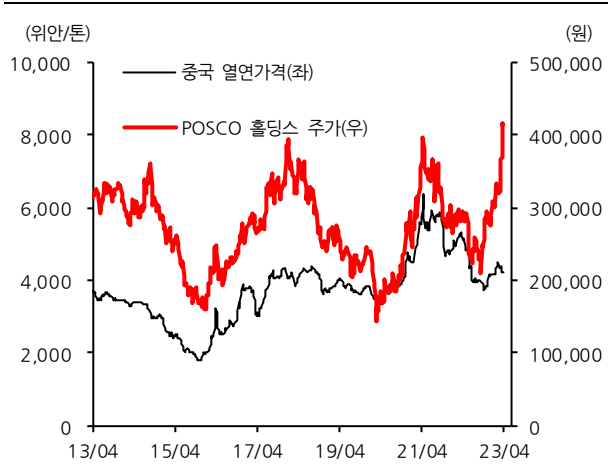
[그림18]은 POSCO홀딩스 주가와 중국 열연 가격이다. 지난 10년 간 POSCO홀딩스 주가는 철강 시황을 따라 움직였다. 그런데 3월 10일 이후 열연 가격은 하락 반전했지만 주가는 올랐다. 심지어 4월 들어서는 오름폭이 가팔라졌다. 급등을 설명할 수 있는 건 수급 외엔 없다. 13거래일 동안 개인 투자자들은 2.8조원 POSCO홀딩스를 순매수했고 외국인 투자자들은 2.7조원 순매도했다.

개인 투자자들이 4월 들어 순매수한 종목 상위는 POSCO홀딩스 2조 8,870억원, 에코프로 4,270억원, NAVER 2,330억원, 엔캠 1,420억원, 에코프로비엠 1,180억원, LG화학 1,170억원, 엘앤에프 1,110억원 등이었다.

새로 유입된 25%의 개인이 주식시장을 과열시켰다. 조정을 이끌 주체는 원래 시장에 있던 50%의 개인일 것이다. 개인 투자자들은 4월 들어 KODEX200 선물 인버스 ETF를 3,680억원 순매수했고 KODEX 코스닥150 선물 인버스도 2,690억 순매수했다. 금액으로는 POSCO홀딩스와 에코프로에 이어 순매수 상위 3위, 4위다.

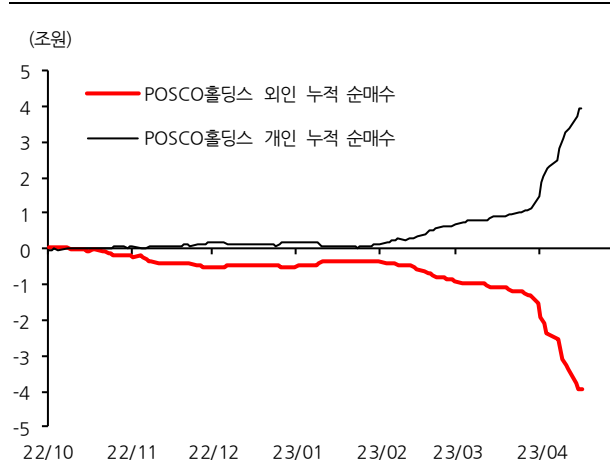
2차전지 관련주를 산 개인과 인버스 ETF를 산 개인은 같지 않을 것이다. 개인 투자자들 안에서도 시장에 대한 생각은 달라지고 있다.

[그림18] POSCO, 열연가격과 주가 괴리는



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 개인 매수의 결과



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



## 5월에 해야 할 일

실물 경기 개선  
기다려야 할 때

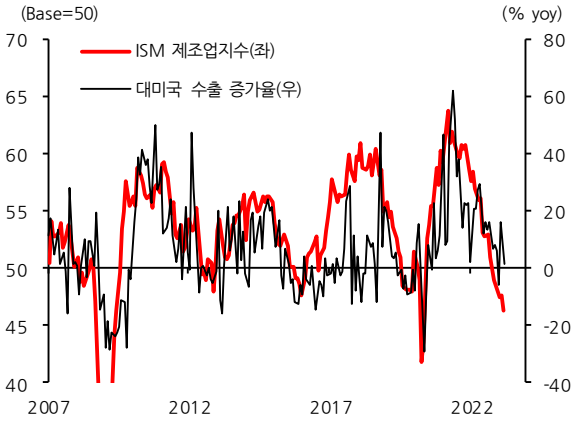
연초 주식시장의 반등은 더 나빠지지 않는다는 안도감에서 시작됐다. 주식시장이 오르려면 그걸로는 부족하다. 이젠 글로벌 경기가 개선되고, 수출이 증가 반전하고, 실적 컨센서스가 상향돼야 한다.

서베이 지표들에선 경기 반전의 조짐을 읽을 수 있지만 실물 지표들에선 아직 찾아보기 어렵다. 중국 제조업 PMI는 1월 50.1로 기준선을 넘어선 이후 2월 52.6, 3월 51.9를 기록했다. 하지만 한국의 대중국 수출 증가율은 -31.1%, -24.2%, -33.4%이었다. ISM 제조업지수는 46.3까지 떨어졌고 대미국 수출 증가율도 +1.6%로 밀렸다. 제조업지수의 방향을 따라 대중국 수출은 개선되고, 대미국 수출은 부진할 것이다.

서베이 지표와 실물 지표 간 시간 차이를 결정하는 건 재고 상황이다. 미국, 중국 모두 완제품 재고가 많다. ISM 제조업지수의 하부지수인 고객재고지수는 3월 48.9로 집계됐는데, 2017년 6월 이후 가장 높다. 중국 제조업 PMI의 완제품재고지수도 3월 49.5를 기록해 2월의 50.6에서 하락했지만 역사적 평균 47.3보단 높다.

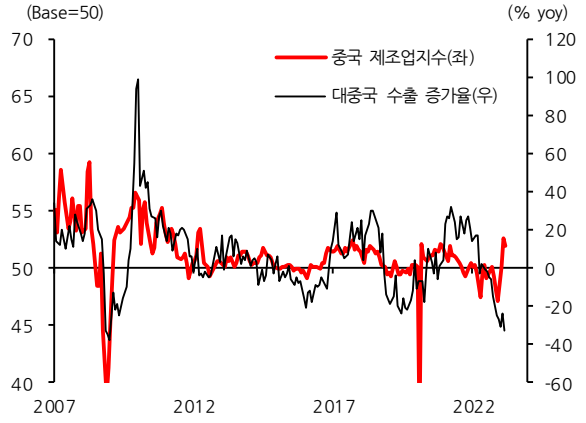
재고 감소 → 신규 주문 증가 → 생산 증가의 사이클이 확인될 때 국내 기업들의 실적 기대도 커질 수 있을 것이다. 아직은 시간이 필요하고 본격적인 반등은 여름에 확인할 수 있을 것이다.

[그림20] 한국 수출, 제조업지수에 후행



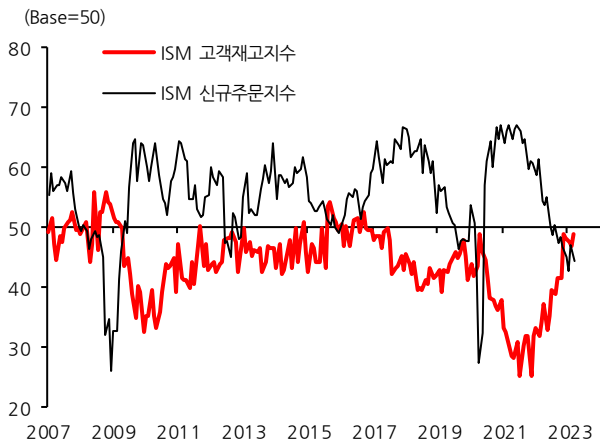
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 대미 부진, 대중 개선 예상



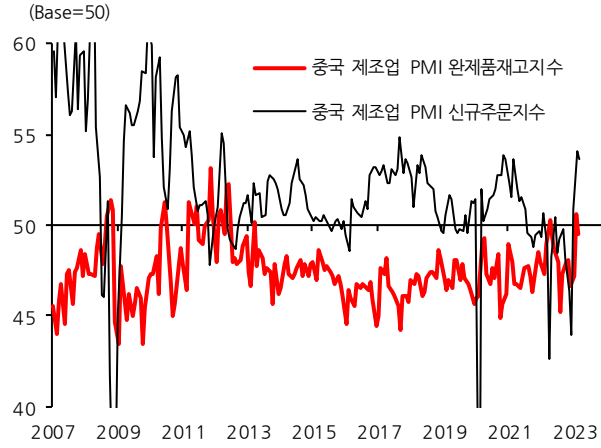
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 개선까지 시간 걸릴 것



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 재고 소진까지 기다려야



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

## 5월, 매도

현금, 금융, 자동차 등 대안

5월 조정을 예상한다. 1~4월 너무 많이 올랐다. 그렇다고 2023년 주식시장이 연중 고점을 봤다는 의미는 아니다. 글로벌 제조업 경기가 반등하는 3분기부터 본격적인 강세를 나타낼 것이다.

5월 조정을 매수로 대응하는 건 빠르다는 입장이다. 상승 폭이 예상을 뛰어넘었기 때문에 하락 폭도 예상보다 클 수 있다.

조정이 트리거를 맞히는 건 늘 어렵다. 납득할 만한 이유를 찾기보다 높아진 밸류에이션을 피해 있어야 한다는 자세가 바람직하다.

현금을 늘리는 게 가장 좋아 보인다. 경기방어주는 글로벌 경기가 저점 부근이어서 대안으로 부상하기 어렵다. 금융이나 자동차 같은 밸류에이션이 싼 KOSPI 대형주도 대안이 될 수 있을 것이다.

기다릴 수 있는 투자자라면 반도체와 반도체 장비, 소재를 조정시마다 늘리는 게 좋다고 생각한다. 여름을 지나면서 주도주로 부상할 가능성이 가장 높아 보인다.