

2023년 7월 24일  
투자전략

# 투자전략

## 8월, 역발상의 수지타산

8월 주식시장 색깔의 변화는 주도 업종의 비중을 늘리는 기회로 삼아야 한다는 생각이다. 상반기에 쌓은 수익률을 약간 까먹을 각오는 필요하다.

### 페이스 조절 필요

하반기 국내외 물가는 하락하기보다 반등할 가능성이 높아 보인다. 미국의 7월 소비자물가 상승률은 6월 2.96%에서 3.36%로 반등할 것으로 예상된다. 한국의 소비자물가 상승률 역시 기저효과로 인해 상승 반전할 것이라는 전망이 우세하다. 상반기 글로벌 자산시장의 반등을 이끌었던 가장 주요한 요인이 약해진다. 국내 주식시장도 페이스 조절이 필요해 보인다.

### 반도체의 역할

KOSPI 상승을 이끈 건 반도체다. 삼성전자와 SK하이닉스 두 기업의 2022년 대비 2024년 이익 증분이 34.8조원으로 KOSPI 증분의 절반이나 된다. 상반기 주가의 반등은 Capex가 축소되며 업황 바닥에 대한 기대가 높아졌기 때문이다. 비용을 줄이면 적자는 줄일 수 있지만 이익을 늘리는 건 또 다른 문제다. 국내 반도체 기업들의 이익 전망은 더디게 회복되고 있다.

### 역발상의 실익

7월 들어 주도주로의 쏠림이 완화되는 모습이다. 8월엔 쏠림이 더 완화될 가능성이 크다. 중국 경기에 대한 기대감이 올 초 수준으로 하락해 있는데, 오늘 가능성이 높다. 8월 예정된 MSCI 리밸런싱도 5월 이후 추세를 강화했는데, 되돌려질 가능성이 있다.

8월 주식시장이 반대로 움직여도 포트폴리오와 포지션을 바꿨을 때 실익은 크지 않을 것이라고 생각한다. 1) 글로벌 인플레이가 장기적으로 하락 추세에 진입했고 2) 주도 업종의 중소형 소부장은 실적 전망이 긍정적이고 3) 순환매에 적극 가담하려면 내수 소비주들의 비중을 늘려야 하나 단기간 펀더멘털의 개선을 기대하기 어렵기 때문이다.

## 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.

## 페이스 조절 필요

인플레 저점에서  
반등 가능성

하반기 전망에서 제시한 KOSPI 밴드 2,350~2,750을 유지한다.

지수가 밴드 상단에 근접하면서 조정 압력이 생기고 있는데, 자연스런 현상으로 판단한다. 주식시장에 대한 긍정적 시각을 유지하지만 주가지수가 밴드를 상향 이탈할 리스크는 크지 않아 보인다.

8월에 소외됐던 주식들이 반등할 가능성이 있다. 주도주로의 쏠림도 심해져 있다. 그러나 순환매에 동참하는 건 신중해야 한다고 생각한다.

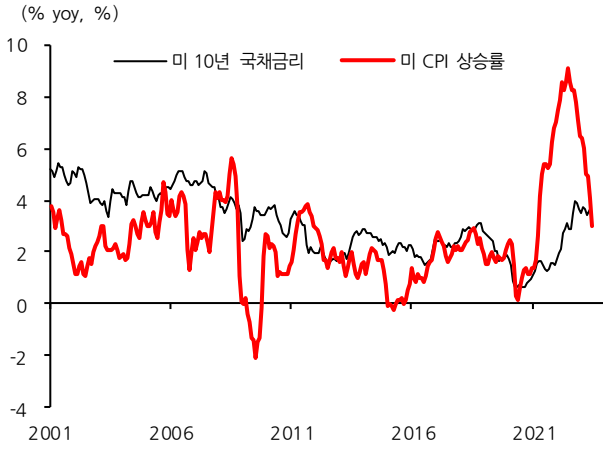
올해 들어 글로벌 인플레이션이 완화되고 AI가 등장하면서 글로벌 주식시장이 올랐다. 이 과정에서 소비자물가 상승률은 단기 바닥에 도달했고 반도체에 투영된 AI 주식들의 밸류에이션도 높아졌다.

작년 6~7월을 고점으로 국내외 소비자물가 상승률이 피크아웃하면서 지난달부터 주요국 채 금리를 밀었다. 국채를 캐리할 수 있게 되면서 자산시장은 안정됐다. KOSPI의 리스크 프리미엄은 작년 6월 7.2%에서 지금은 4.5%까지 떨어졌다. 역사적 평균 6.7%, 코로나 이후 평균 6.0%보다 낮다.

하반기 국내외 물가는 하락하기보다 반등할 가능성이 높아 보인다. 클리블랜드 연방준비은행은 미국의 7월 소비자물가 상승률을 3.36%로 예상하고 있다. 한국의 소비자물가 상승률 역시 기저효과로 인해 상승 반전할 것이라는 전망이 우세하다.

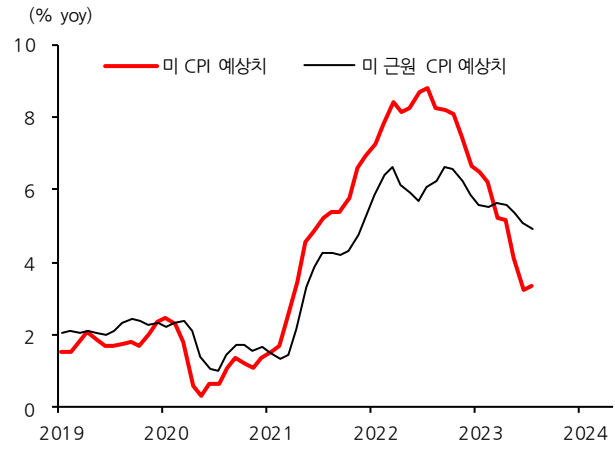
상반기 글로벌 자산시장의 반등을 이끌었던 주요 요인이 약해진다. 국내 주식시장도 페이스 조절이 필요해 보인다.

[그림1] 미국 물가 상승률, 금리보다 낮아져



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 인플레이션 추가 하락은 제한적일 전망



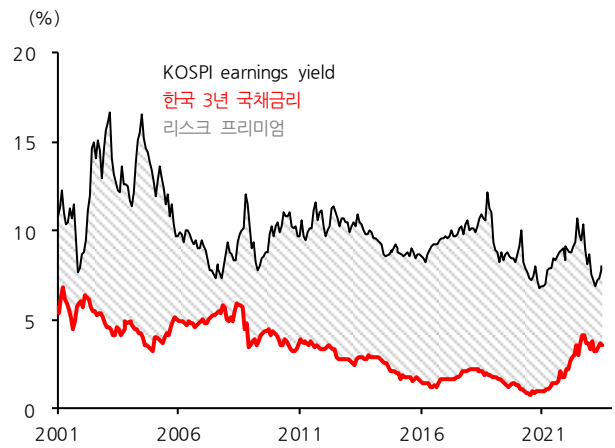
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한국 물가 상승률도 금리보다 낮아졌고



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 주식의 리스크 프리미엄은 4%까지 하락



자료: CEIC, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

## 반도체의 역할

반도체, 밸류 정상화를 넘어  
이익 정상화로

밸류에이션 멀티플이 정상화됐기 때문에 주가지수가 더 오르려면 이익이 늘어야 한다. KOSPI의 12개월 예상 순이익 컨센서스는 3월 이후 상향되고 있지만 2024년 비중이 높아져서다. 2023년 순이익 컨센서스 하향은 멈췄고 2024년 순이익은 189.7조원으로 69.1조원 증가할 것으로 예상되고 있다.

KOSPI의 상승을 이끈 건 반도체다. 업종별로는 조선, 철강의 상승률이 높지만 이들의 시가총액은 각각 40조원 대, 50조원 대로 반도체의 10분의 1 수준이어서 지수에 미치는 영향은 크지 않다.

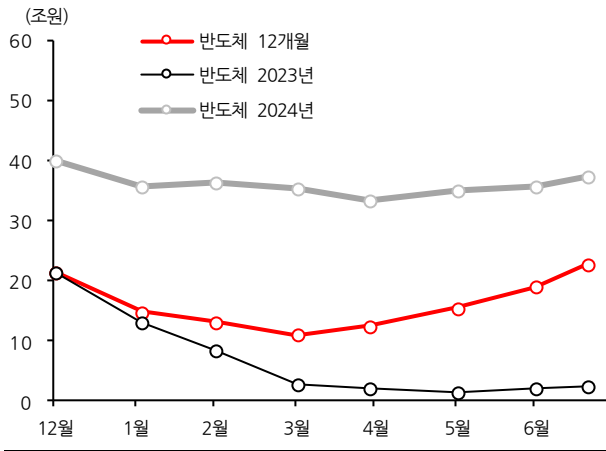
삼성전자와 SK하이닉스 두 기업의 2022년 대비 2024년 이익 증분이 34.8조원으로 KOSPI 증분의 절반이나 된다. 상반기 주가의 반등은 업황이 바닥을 확인했다는 기대감에서 비롯됐다. 특히 Capex가 줄면서 업황 바닥에 대한 기대가 높아졌다. 비용을 줄이면 적자는 줄일 수 있지만 이익을 늘리는 건 또 다른 문제다. 구매자들이 가격을 올려서 사줘야 하는데, 기업의 통제 범위를 벗어난다.

국내 반도체 기업들의 이익 전망은 상대적으로 회복이 더디다. MSCI 선진국 반도체 업종과 대만 TSMC의 12개월 예상 EPS가 하방 경직성을 보인 것과 대조된다. AI 붐으로 기대되는 메모리 반도체의 수혜가 과거 SNS 붐, 코로나 때보다 적을 것으로 예상돼서 일 것이다.

메모리 반도체는 주가가 먼저 오르고 이익이 뒤늦게 따라 상향되는 경향이 있다. 그래서 이익 변동이 컸던 기간에 12개월 예상 PER이 40배 부근까지 높아졌다가 10배 부근까지 하락하는 패턴을 보여왔다.

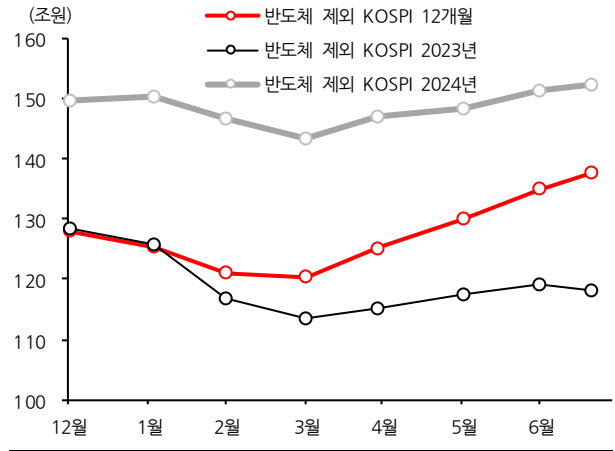
만약 삼성전자와 SK하이닉스의 주가가 현 수준을 유지하고 2024년 순이익 컨센서스도 움직이지 않으면 내년 초 국내 반도체의 12개월 예상 PER은 14배가 된다. 역사적 평균이 10배 부근이고 PER이 급등한 이후엔 10배 밑까지 하락했던 경험이 있다. 주가는 이익 추정치가 더 상향될 것이라는 기대를 반영하고 있다.

[그림5] 반도체 2024년 ~증익



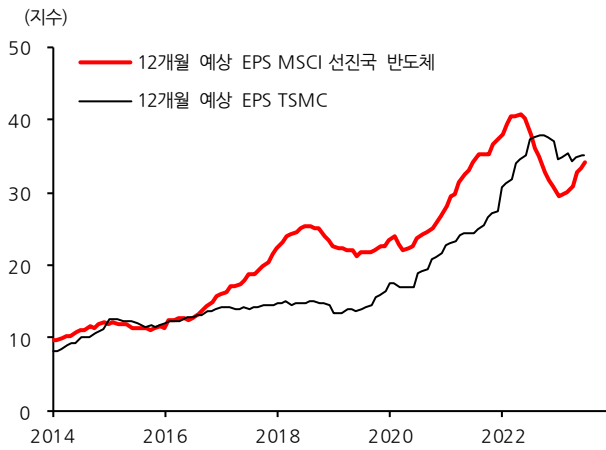
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 반도체 제외한 KOSPI도 ~ 증익



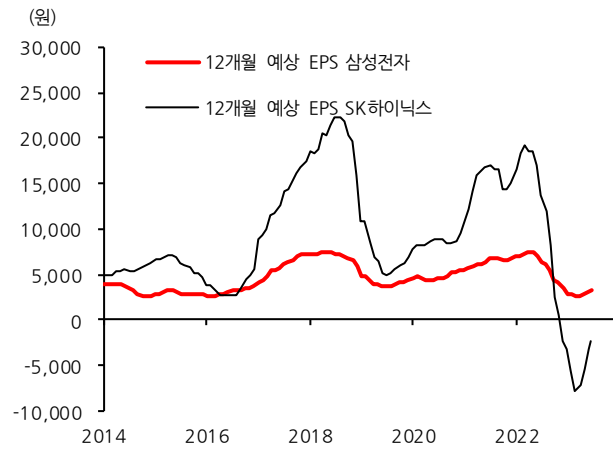
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 글로벌 반도체 보다



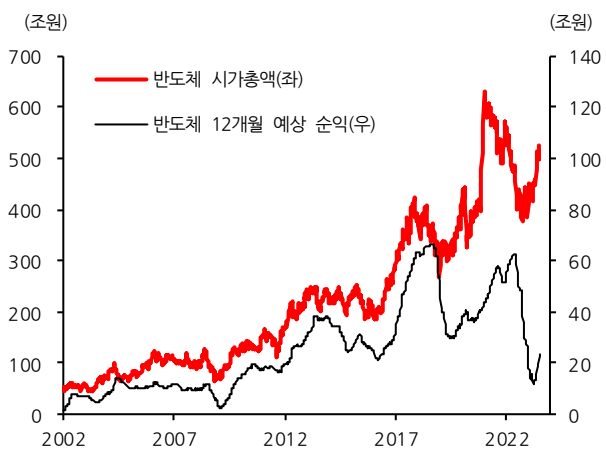
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 국내 반도체 이익 전망 변동성 높아



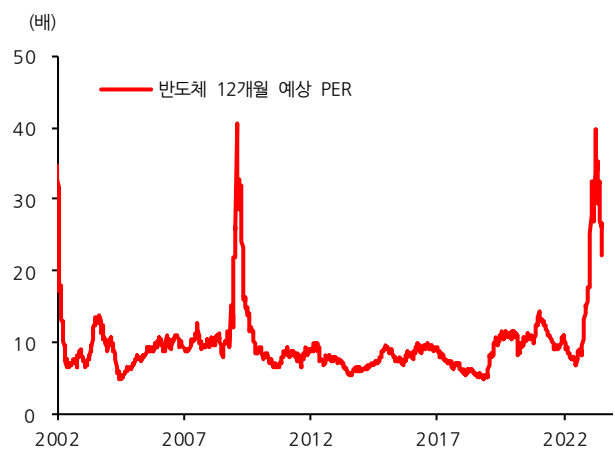
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 반도체 주가가 이익에 선행하고



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] PER 하락 중



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

## 역발상의 실익

**주도주로 쏠림 완화될 것** 7월 들어 주도주로의 쏠림이 완화되는 모습이다. AI 붐이 본격화된 5월 반도체 업종은 KOSPI를 7.6%p 아웃퍼폼했다. 6월엔 2.8%p로 아웃퍼폼 폭이 더 축소됐다. 7월 들어선 20일까지 1.57%p 언더퍼폼해 방향이 바뀌었다.

8월엔 쏠림이 더 완화될 가능성이 크다. 아직 쏠림이 심하기 때문이다. WRI26개 업종의 3개월 KOSPI대비 상대 수익률을 월 단위로 구해보면 올해 5~7월 석달 동안의 최고치와 최저치의 차이는 54.2%p였다. 평균 35.4%p보다 크고 2013년 3월 이후 125개월 가운데 9번째로 높다.

쏠림의 완화를 가져올 트리거는 두 가지이다. 첫째, 중국 경기에 대한 기대감이 올 초 수준으로 하락해 있는데, 오를 가능성이 높다. 중국 경기서프라이즈지수가 -100까지 떨어져 코로나 때를 제외하면 가장 낮다.

7월 들어 중국 정부가 가계소비 부양책과 민간기업 활성화 정책 등을 발표했다. 지난 3개월 간 가장 수익률이 부진한 업종이 화장품, 호텔, 유통 등 중국 소비와 연관성이 높은 업종들이다. 업황의 턴어라운드를 논하긴 어렵지만 기술적 반등은 가능할 것이다.

둘째, 8월에 예정된 MSCI 리밸런싱도 5월 이후 추세를 강화하는 요인이었다. 8월 정기 변경에서 한화오션, JYP엔터, 한미반도체, 에코프로가 편입되고 CJ, 이마트는 편출될 것으로 예상되고 있다. 지수 리밸런싱은 이벤트에 앞서 수급이 움직이고, 이벤트가 가까워지면 포지션이 청산되며 반대로 움직인다. 8월 말이 가까워질수록 CJ, 이마트로 반대 매수가 유입될 수 있다.

**시장 색깔의 변화** 8월 주식시장이 5~7월과 반대로 움직인다면 포트폴리오와 포지션을 바꿔야 할 지는 또 다른 결정이다. 필자는 실익이 크지 않을 것이라고 생각한다.

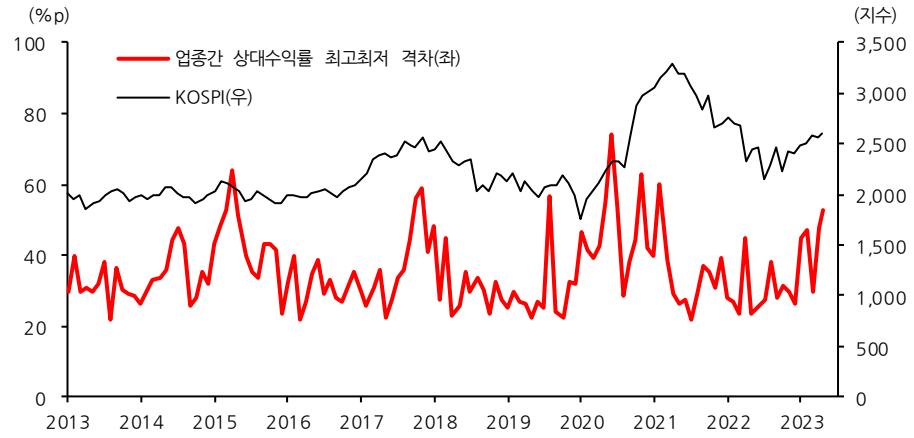
첫째, 글로벌 인플레이션은 장기적으로 하락 추세에 진입했다. 이는 성장주에 우호적인 환경을 유지시켜 줄 것이다.

둘째, 반도체 대형주는 실적의 변동성이 크지만 중소형 소부장은 실적 전망이 긍정적이다. 선호 섹터는 유지한 채 중소형주로 비중을 옮겨 신는 게 더 나아 보인다.

셋째, 순환매에 적극 가담하려면 내수 소비주들의 비중을 늘려야 하나 단기간 펀더멘털의 개선을 기대하기 어렵다. 중국의 정책이 실물 지표 개선으로 이어지려면 가계가 다시 레버리지를 늘리고 기업은 투자를 결정해야 하는데, 기간과 강도를 가늠하기 어렵다.

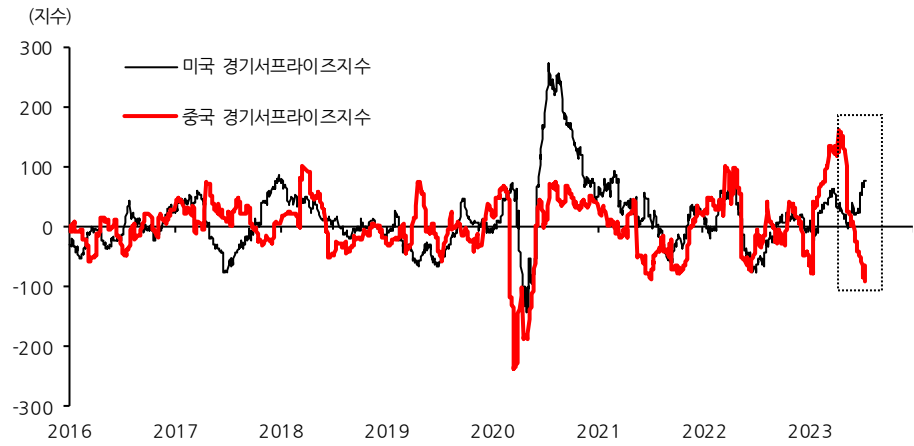
그래서 8월 주식시장 색깔의 변화는 주도 업종의 비중을 늘리는 기회로 삼아야 한다는 생각이다. 상반기에 쌓은 수익률을 약간 까먹을 각오는 필요하다.

[그림11] 업종간 수익률 격차 역대 10번째



주: WRI26 업종 기준  
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 중국 경기 기대감 다시 바닥



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터