

2023년 8월 28일
투자전략

주식전략

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

투자전략

9월, P의 게임

9월 국내 주식시장은 반등을 예상한다. 8월 조정은 양호한 미국 경기로 물가가 오르고 금리가 상승한 결과다. 9월부터 미국 경제와 금리의 탄력이 둔화될 것으로 예상된다. 예민하게 반응해 온 시장에 반등의 계기가 돼 줄 것이다.

9월, 반등 전망

미국 가계의 초과 저축이 소진돼 가고 있다. 따라서 가계 구매력은 4분기부터 정상화될 가능성이 높고 시장이 불편해 하는 미국 물가의 반등도 3분기를 넘기지 않을 것이다. 중국 가계의 상황은 정반대다. 쓰지 않은 초과 저축이 쌓여 있다. 중국 정부가 소비 진작책을 계속 내놓고 있는 것도 소비를 자극할 것이다.

재고 재축적에 기대다

9월 이후로 재고 재축적 사이클에 기대를 걸어 볼 만하다. 2021년 말~2022년 초 미국의 제조업 재고 증가율, 중국의 산업재고 증가율은 고점을 기록한 뒤 줄곧 하락해 사이클상 저점 부근까지 내려와 있다. 재고 재축적은 하반기 국내 기업이익의 개선을 기대하게 한다. KOSPI 주가와 기업이익은 글로벌 제조업 사이클을 선행해 왔다.

9월 투자전략, P의 게임

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

9월 투자전략을 매수 타이밍과 업종 선택으로 나눠 제시한다. 매수 타이밍은 미 국채 기간 프리미엄 정상화를 가정한 상단인 10년 금리 4.65%, 개인 투자자들이 국내 주식시장에 참여하는 비율의 역사적 상단인 60%이다.

업종 선택의 기준으로 두 가지를 제시한다. 재고 재축적의 수혜가 기대되는 운송과 순수화학 등 경기민감주가 반등 가능성이 있어 보인다. 한편으로 중국 소비주에 대한 관심을 지속할 필요가 있다. 중국 가계에 쌓여 있는 초과 저축이 소비의 재원으로 활용될 것으로 기대한다.

[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.

9월, 반등 전망

미국, 초과저축 소진으로
소비 둔화 전망

9월 국내 주식시장은 반등을 예상된다. 8월 조정은 양호한 미국 경기로 물가가 오르고 금리가 상승한 결과다. 9월부터 미국 경제와 금리의 탄력이 둔화될 것으로 예상된다. 예민하게 반응해 온 시장에 반등의 계기가 돼 줄 것이다.

금리의 방향은 글로벌 위험자산 가격 전반에 영향을 미치는 한편 주식시장의 쓸림이 지속될 지도 결정한다. 오름세가 지속되면 성장성이 높은 일부 업종과 종목들로 쓸림이 계속되겠지만, 반락하면 매기는 확산될 것이다.

미국 가계의 초과 저축이 소진돼 가고 있다. 금융위기 이후부터 코로나 직전까지 미국 가계 저축률 평균인 7.8%를 정상 수준으로 가정하고 미국 가계의 초과 저축을 추정하면, 2021년 8월 25.4조달러까지 쌓였던 초과 저축은 올해 6월 6.3조달러까지 감소했다. 7월 미국 지표가 양호했고 월 1조달러씩 감소하는 추세를 감안하면 3분기 말 초과 저축은 거의 남아있지 않을 것이다.

따라서 가계 구매력은 4분기부터 정상화될 가능성이 높다. 시장이 불편해 하는 미국 물가의 반등도 3분기를 넘기지 않을 것이다. 9월 13일에 확인되는 8월 CPI 상승률은 3.8%까지 땔 것으로 예상되고 있다. 수치가 확인되면 시장은 4분기 물가 상승률 반락에 초점을 맞출 것이다. 블룸버그에서 집계하는 CPI 상승률 컨센서스는 3분기 3.4%, 4분기 3.1%다.

중국, 쌓아놓은 초과저축
소비로 전환 예상

중국 가계의 상황은 정반대다. 쓰지 않은 초과 저축이 쌓여 있다. 미국과 같은 기준을 적용하면 2020~22년에 쌓인 중국의 초과 저축은 6.4조위안에 달한다. 2020년보다 2022년이 더 많다.

중국인들은 미국인들과 달리 소비에 소극적인데, 저축의 성격이 다르기 때문일 것이다. 내가 번 돈은 아껴쓰지만 남에게서 받은 돈은 쉽게 써버리고, 조금씩 모은 돈은 잘 쓰지 않지만 한번에 생긴 큰 돈은 잘 쓴다.

소비는 물가의 방향에도 영향을 받는다. 물가가 오르고 있으면 지금이 싸다고 생각해 소비를 앞당기지만 물가가 내리는 중이면 더 싸질 때까지 소비를 미룬다. 중국의 소비는 물가에 후행해서 늘어날 가능성이 높다. 중국 정부가 소비 진작책을 계속 내놓고 있는 것도 소비를 자극할 것이다.

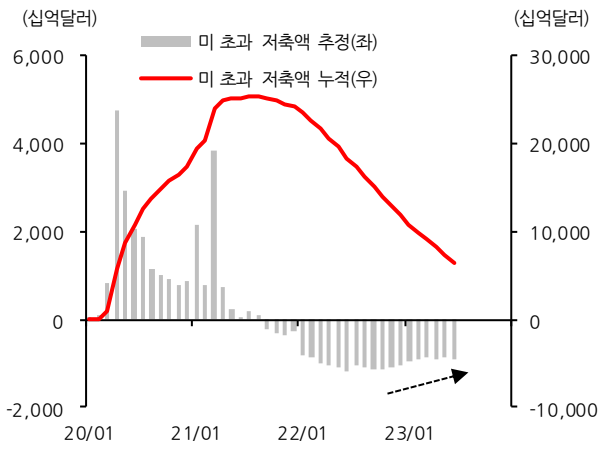
높아진 금리로
미 기업투자 정상화

높아진 금리는 자체로 미국의 경제 활동을 둔화시킬 것이다. 특히, 8월에 장기금리가 상승한 점이 부담이다.

차입한 자금의 만기는 사용 기간에 대응된다. 미국 기업이 발행한 회사채의 만기는 70% 이상이 2~10년, 10년 초과가 20% 가량을 차지한다. 미국 BBB 등급 이상 신용 스프레드는 2023년 들어 200bp를 밑돌고 있다. 올해 미국 장기 국채금리는 올해 들어 단기 국채금리보다 낮았다. 미국 기업들은 낮은 장기 국채 금리를 지렛대로 삼아 회사채를 발행해 투자의 재원으로 사용했을 것이다.

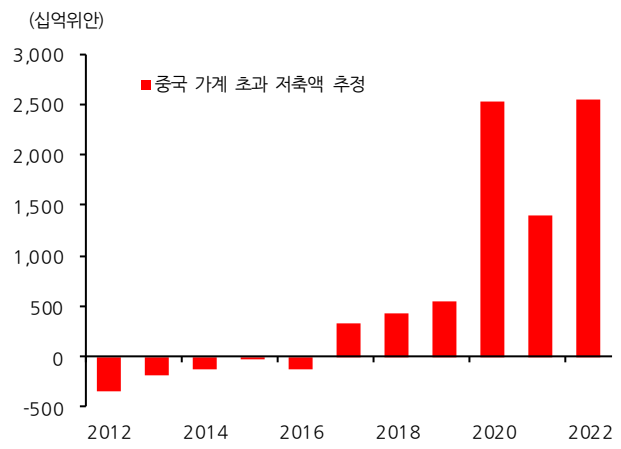
미 재무부는 향후 장기채 발행 비중을 높일 계획이고, 미 국채 시장의 기간 프리미엄도 정상화되고 있다. 지난 3년 간 미국 기업들이 누려온 낮은 장기 국채금리, 타이트한 신용 스프레드의 수혜는 줄어들 것이다. 이는 투자의 둔화로 이어질 것으로 예상된다.

[그림1] 미국 가계, 초과 저축 다 써 가고



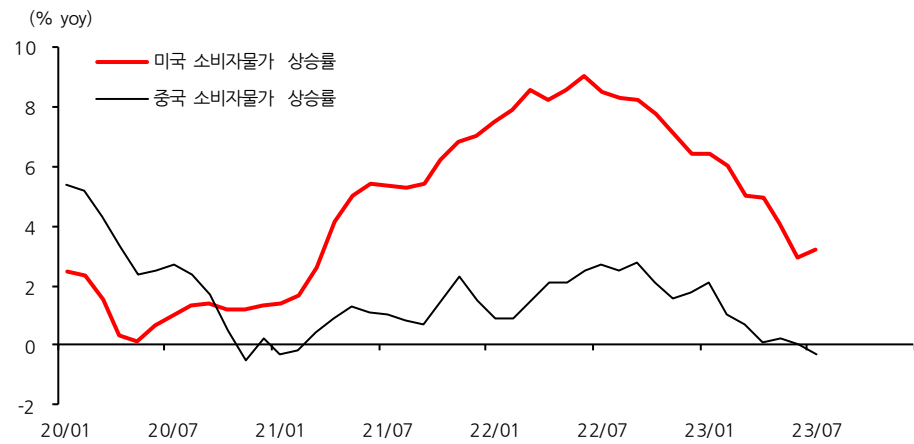
주: 저축률 7.8% 가정
 자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 중국 가계, 초과 저축 쌓여 있어



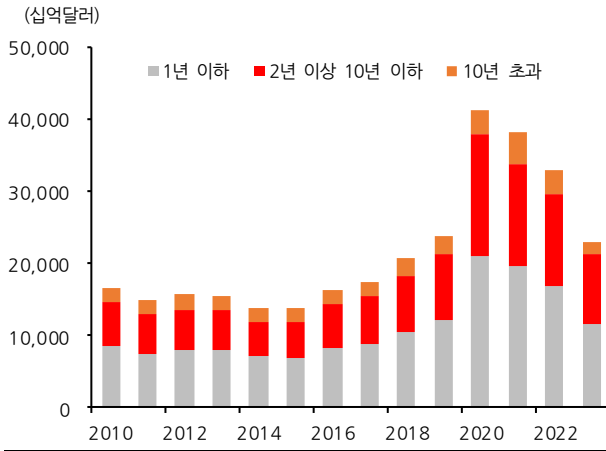
주: 저축률 28.6% 가정
 자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 물가 상승률, 미국 상승 중국 하락



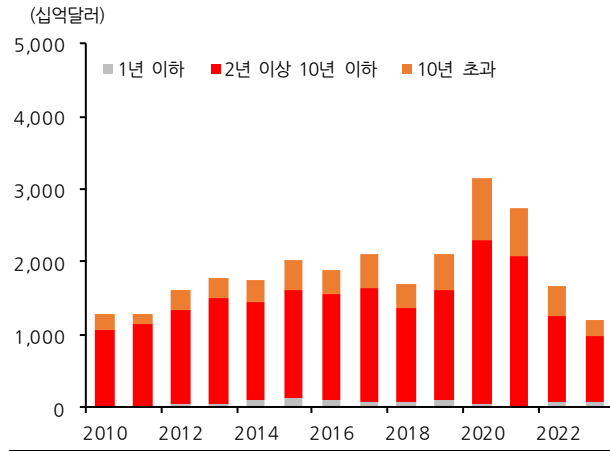
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 미 국채, Note 발행비중 3%p 상승



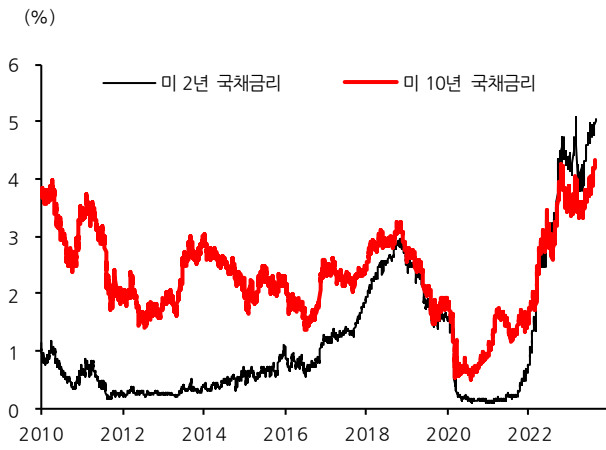
주: 총발행 기준
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 미 회사채 발행 2~10년에 몰려 있어



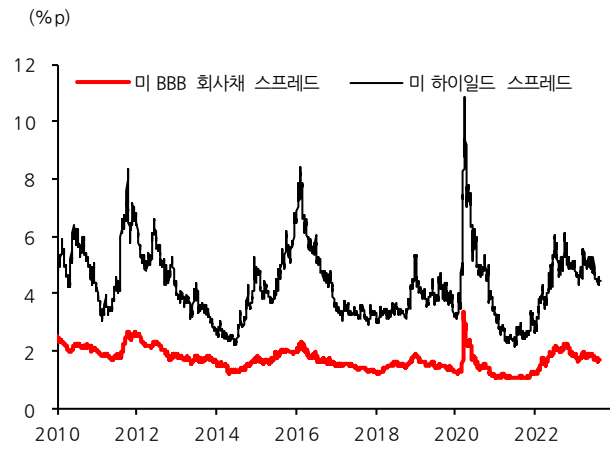
주: 총발행 기준
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 미 국채, Note 발행비중 3%p 상승



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 미 회사채 발행 2~10년에 몰려 있어



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

재고 재축적에 기댄다

인플레이 저점에서
반등 가능성

9월 이후로 재고 재축적 사이클에 기대를 걸어 볼 만하다는 생각이다. 2021년 말~2022년 초 미국의 제조업 재고 증가율은 15.3%, 중국의 산업재고 증가율은 19.9%를 기록한 뒤 줄곧 하락하고 있다. 6월 미국은 -0.4% 중국은 0.4%까지 각각 내렸다.

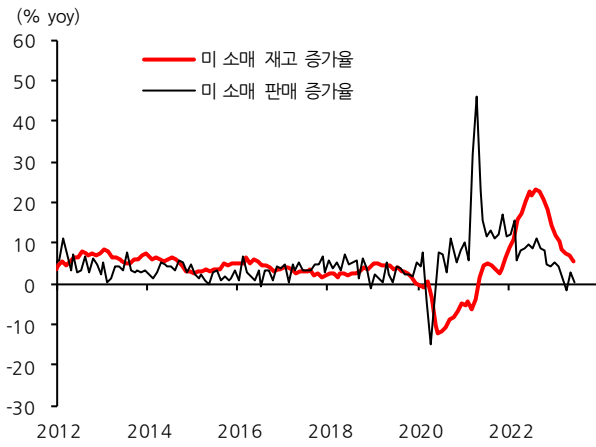
미국의 제조업 재고 증가율은 2015~16년 유가가 하락했던 기간에 -2.6%까지 하락했던 적이 있다. 코로나 기간엔 -1.2%에서 하락을 멈췄다. 미국 경제의 연착륙이 거론되고 있어 재고 감소 상황이 길어지진 않을 것 같다.

중국의 산업 재고 증가율은 글로벌 제조업 사이클과 동행한다. 2019년 11월과 12월 -0.3%를 기록했고 2016년에도 -1.6%가 저점이었다. 반등 확률이 높다고 판단한다.

재고 재축적은 하반기 국내 기업이익 개선을 기대하게 한다. KOSPI 주가와 기업이익은 글로벌 제조업 사이클을 선행한다. KOSPI 순이익은 2022년부터 감소세로 돌아섰고 지난 2분기에 증감율이 -47.6%까지 확대됐다. 3분기 순익 컨센서스는 7월 초 33.4조원에서 32.5조원까지 하향됐다. 이 수준이면 전년동기대비 증감율은 -5.5%로 축소된다.

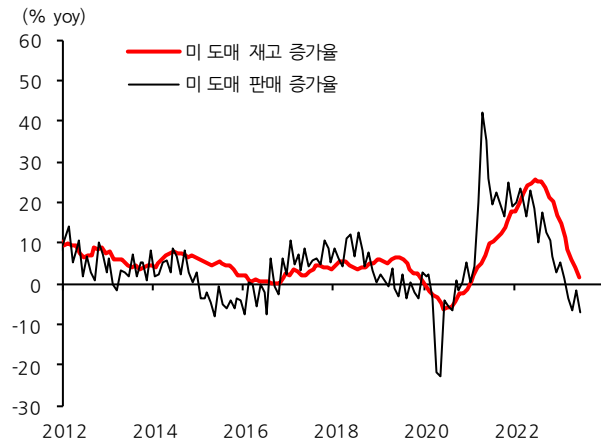
상반기엔 국내외 인플레이션이 피크아웃하고 금리가 내리면서 할인율의 떨어져 KOSPI가 반등했다. 3분기엔 경기와 물가, 금리의 하락이 멈추면서 마찰적 조정을 겪었다. 4분기부터 할인율이 더 높아지지 않는 가운데 기업이익이 개선될 것이라는 기대로 주식시장이 반등할 것으로 기대한다.

[그림8] 미국 소매 재고 증가율, +5.6%까지 하락



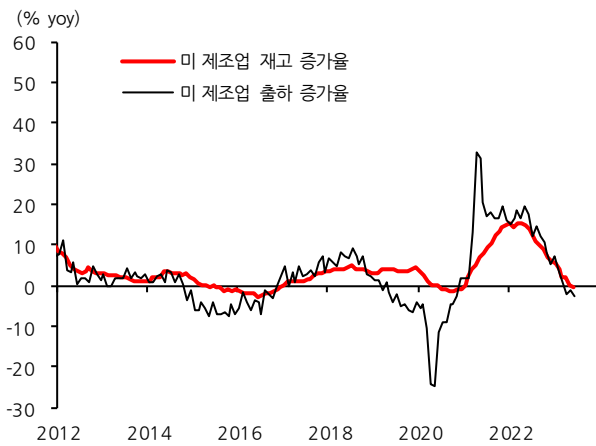
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 도매 재고 증가율, +1.6%로 하락



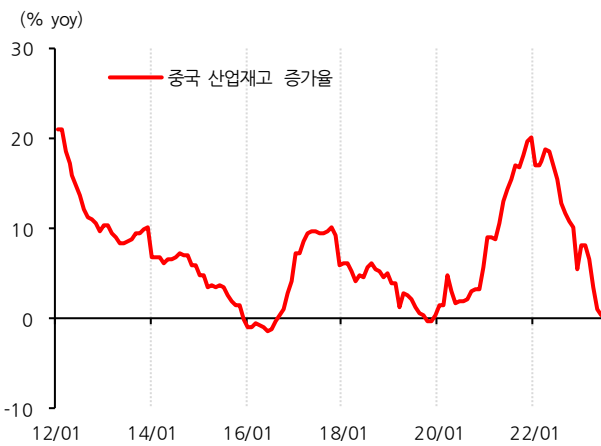
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 미 제조업 재고 증가율 -0.4%까지 하락



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 중국 산업 재고 증가율, +0.4%로 하락



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

투자전략, P의 게임

미 10년 국채금리 4.65%
개인 참여비중 60%

당사 전략팀이 하반기 전망에서 제시한 KOSPI 밴드 2,350~2,750을 유지한다. 미국의 높은 금리와 중국의 약한 정책은 경기 사이클의 고점을 낮추고 주기를 짧게 만드는 요인이다. 수량(Q)의 증가를 기대하기엔 모멘텀이 약하다. 가격(P)의 반등이 가능한지 여부를 투자 판단의 근거로 삼아야 할 것이다.

KOSPI의 연중 고점은 8월 1일 기록한 2,667이었다. 이때를 전후로 외국인 투자자들은 수수선물을 5조원 가량 순매도했고 거래가 감소하는 가운데 주식시장이 밀렸다.

9월 투자전략을 매수 타이밍과 업종 선택으로 나눠 제시한다. 매수 타이밍은 미 10년 국채 금리 4.65%와 개인 투자자들의 주식시장 참여비율 60%로 가늠할 수 있을 것이다. 4.65%는 미 국채의 기간 프리미엄이 정상화됐을 때를 가정한 금리의 상단이다. 60%는 개인 투자자들이 역사적으로 국내 주식시장에 참여하는 비율 범위의 상단이다. 금리의 상승은 개인 투자자들의 참여를 더 위축시킬 것이고 주식시장의 쓸림을 완화할 것이다.

주식시장 일각에서 테마주 순환매 양상이 나타나고 있는데, 감독 당국이 반기지 않을 뿐 아니라 새 자금이 유입되지 않으면서 테마주들이 돌아가며 조정을 받고 있다. 과열은 진정될 가능성이 높다.

업종 선택의 기준으로 두 가지를 제시한다. 재고 재축적의 수혜가 기대되는 운송과 순수화학 등 경기민감주가 반등 가능성이 있어 보인다. 한편으로 중국 소비주에 대한 관심을 지속할 필요가 있다. 중국 가계에 쌓여 있는 초과 저축이 소비의 재원으로 활용될 것으로 기대한다.

[표1] 월간 자산 수익률

	전통자산						대체자산							
	국채		주식				헤지펀드	벤처	바이아웃	상업용부동산				원자재
	한국	미국	한국	ACWI	한국	캐리	전세계	전세계	전세계	전국	서울	서울	캐리	%mom
	총수익 % mom	총수익 % mom	가격 % mom	가격 % mom	가치 % mom	가치 % mom	% mom	Net IRR	Net IRR	가격 % qoq	캐리 % qoq	가격 % qoq	캐리 % qoq	
22/09	(0.93)	(3.45)	(12.88)	0.18	(9.74)	0.17	(3.23)	28.74	22.46	0.94	0.73	1.09	0.77	(7.62)
22/10	0.37	(1.39)	6.48	0.04	5.96	0.07	1.51							2.18
22/11	1.39	2.68	7.15	0.00	7.60	0.16	1.63							2.05
22/12	0.17	(0.52)	(9.31)	1.32	(4.05)	0.11	(0.81)	26.66	20.62	0.07	0.95	0.05	0.97	(0.72)
23/01	1.33	2.51	8.99	(0.00)	7.10	0.07	3.33							0.12
23/02	(0.89)	(2.34)	(0.78)	0.00	(2.98)	0.12	(0.83)							(2.97)
23/03	1.65	2.89	2.30	0.12	2.82	0.26	(0.52)	23.66	20.45	0.06	0.98	0.14	1.00	(0.78)
23/04	0.24	0.54	1.38	0.00	1.27	0.16	0.16							0.16
23/05	(0.06)	(1.16)	3.88	(0.01)	(1.32)	0.25	(0.70)							(5.34)
23/06	(0.25)	(0.75)	(0.35)	0.27	5.64	0.16	1.86	20.03	19.81	0.02	0.98	0.10		3.21
23/07	0.27	(0.35)	2.27	0.00	3.55	0.11	1.54							1.00
23/08	0.11	(1.09)	(3.41)	0.02	(4.48)	0.12								(2.25)

주: 8/24 종가 기준

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 월간 섹터 상대수익률

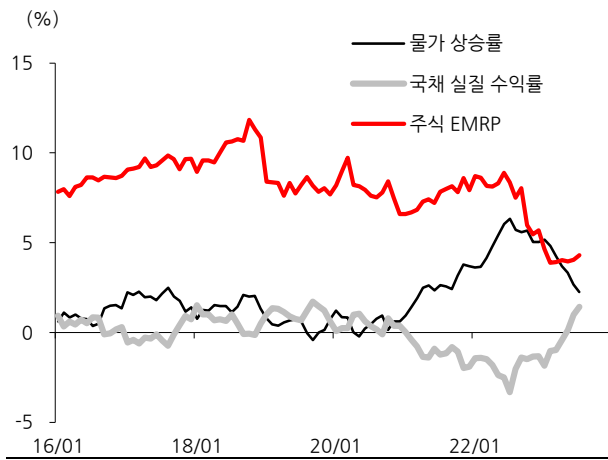
(단위: 십억 원, %)

업종	시가총액	22/09	22/10	22/11	22/12	23/01	23/02	23/03	23/04	23/05	23/06	23/07	23/08
에너지	47.1	(6.90)	4.82	(1.96)	(1.84)	(4.22)	(5.25)	6.70	(2.75)	(0.87)	(6.72)	6.96	(6.67)
화학	170.6	(2.43)	6.84	3.90	(6.26)	3.66	6.07	14.28	5.09	(9.70)	5.40	13.65	(4.72)
비철, 목재등	27.5	(0.59)	(0.88)	(3.63)	1.84	(7.50)	4.43	(1.99)	(0.72)	(6.58)	2.82	1.66	0.12
철강	66.8	(4.55)	5.74	11.37	0.51	1.01	6.00	10.16	2.07	(7.86)	5.86	46.46	(6.16)
건설, 건축관련	44.0	(4.60)	(6.35)	3.96	(2.76)	1.21	(1.84)	1.53	(0.98)	(3.01)	(0.70)	0.47	0.15
기계	57.3	(8.87)	(2.91)	8.61	0.87	(1.86)	(0.89)	5.51	3.34	(3.14)	8.10	(1.65)	(2.01)
조선	40.1	(3.27)	(10.78)	(3.86)	5.24	(1.20)	(2.47)	(6.94)	7.04	4.92	17.18	14.42	(8.42)
상사, 자본재	96.1	(1.86)	1.21	(3.54)	2.99	(4.36)	(3.00)	(2.31)	1.21	(2.83)	1.06	0.77	0.82
운송	42.5	(4.28)	(4.62)	3.60	3.66	(0.63)	(0.14)	(6.14)	(5.30)	(6.56)	7.10	(8.31)	0.45
자동차	132.4	1.31	(7.84)	(5.52)	(1.25)	0.57	7.36	1.27	3.16	(0.85)	3.31	(6.53)	(0.96)
화장품, 의류, 완구	61.1	(1.32)	(10.51)	7.20	11.42	(3.70)	(2.79)	(5.57)	(3.45)	(8.58)	(0.03)	(6.19)	9.73
호텔, 레저서비스	13.8	4.22	(12.65)	4.41	13.85	(5.84)	(3.97)	(5.15)	(7.21)	(5.30)	(3.20)	(11.00)	11.35
미디어, 교육	36.5	(1.37)	(8.90)	3.67	12.87	(1.77)	3.12	(11.00)	7.48	2.76	(3.85)	(3.86)	(3.25)
소매(유통)	23.3	4.05	(5.97)	(1.61)	10.23	(5.20)	(2.51)	(4.61)	(4.36)	(6.78)	(3.48)	(4.21)	9.49
필수소비재	51.2	9.66	(4.90)	(4.12)	6.61	(8.31)	(1.11)	(2.63)	(0.56)	(4.75)	(3.14)	(5.22)	8.64
건강관리	215.3	(0.98)	(2.58)	(8.46)	6.95	(7.75)	(1.15)	(1.45)	2.63	0.34	(5.02)	(1.94)	5.20
은행	102.9	0.60	0.30	3.77	2.01	5.86	(5.02)	(10.54)	(0.79)	(1.35)	(2.43)	0.21	4.07
증권	33.0	(0.99)	(3.47)	10.04	3.90	3.43	3.07	(10.61)	(1.11)	(0.03)	(3.74)	1.67	5.34
보험	39.3	5.86	0.48	(0.07)	8.44	(6.63)	5.45	(8.58)	7.12	(5.72)	1.14	(0.52)	4.81
소프트웨어	141.5	(5.41)	(13.04)	3.24	3.22	4.30	2.49	(6.70)	(4.14)	(3.58)	(6.59)	4.96	2.38
IT 하드웨어	66.5	(6.01)	(3.45)	0.85	(0.85)	0.87	2.65	1.64	(5.72)	1.96	1.99	(4.64)	1.03
반도체	563.5	0.87	3.37	(3.17)	(1.62)	3.11	0.50	2.75	0.39	7.65	2.83	(3.23)	1.00
IT 가전	247.7	(1.42)	17.59	(2.97)	(9.81)	7.54	8.33	7.67	(3.99)	0.50	(3.22)	4.01	(8.11)
디스플레이	19.6	(5.31)	(1.18)	1.40	(1.10)	(0.85)	10.84	8.72	(7.81)	3.98	(0.50)	(7.43)	(0.37)
통신서비스	23.8	9.17	(5.32)	(5.94)	1.69	(7.33)	(6.09)	(1.47)	(0.67)	1.06	(4.96)	(5.15)	9.26
유틸리티	21.8	3.85	(15.68)	10.33	11.18	(10.26)	(6.17)	(0.51)	(13.00)	(4.29)	4.34	(6.70)	(1.09)

주: 8/24 종가 기준

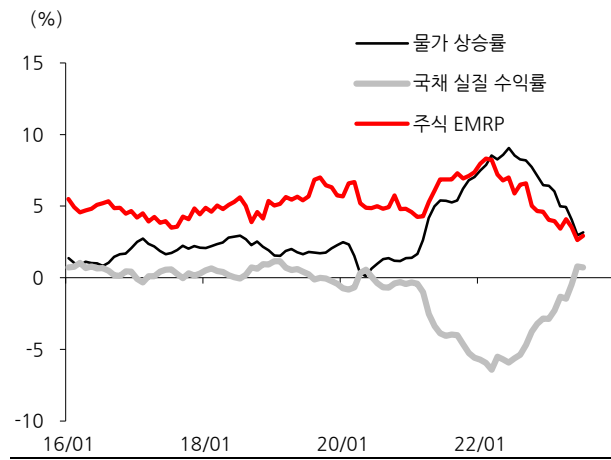
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 한국 자산 리스크 프리미엄



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 글로벌 자산 리스크 프리미엄



자료: 한화투자증권 리서치센터