

Market Outlook

'20년 하반기 증시를 어떻게 볼 것인가?

Chief Strategist 조익재
[2122-9190/ijcho@hi-ib.com]

RA 박우열
[2122-9201/p.wooyeol@hi-ib.com]

- 당사는 하반기 글로벌 경기 모멘텀을 역N자형으로 보고 있다. 즉, 3분기는 2분기 대비 빠른 회복을 보였다가 4분기에는 다소 약화된다는 뜻이다
- 당사는 이처럼 하반기 글로벌 경기 모멘텀이 역N자형이라는 전제 하에서 몇가지 주제에 대해 분석하였고, 이에 대한 결론은 다음과 같다

① 3분기 글로벌 경기의 반등 속도 :

당사는 지금까지의 부양책과 Lockdown 해제 효과로 적어도 가을까지 경기 회복이 진행될 것으로 본다
이때 주가는 이익 회복과 유동성 효과로 인해 최대 2350 포인트까지 상승할 수 있다고 본다

② 4분기 경기 모멘텀의 약화 가능성 :

선행지수가 반등하더라도 글로벌 경기는 코로나19 이전 수준으로 완전히 회복되기 어려울 것이다
글로벌 소비 회복이 내구재까지 강하게 회복되지 못할 것이므로 재고 부담이 남고, 이는 가동률 및 고용 회복의 약화를 야기할 것이다

③ 4분기 글로벌 완화정책의 Unwinding 가능성 :

만약에 코로나19가 거의 진정되면 4분기에는 상반기의 완화 정책을 거두려는 논의가 시작될 것이다
경기 회복이 예상보다 강하지 못하더라도 FRB의 QE4 강도는 감속될 것이다

④ KOSPI 전망과 섹터 전략 :

당사는 KOSPI가 3분기 2350, 4분기 주춤하다가 내년 2500 포인트까지 오를 수 있다고 본다
3분기는 경기민감 가치주의 회복이 있을 것이고, 4분기는 다시 성장주 주도 장세가 나타날 것이다

Market Outlook : 20년 하반기 증시를 어떻게 볼 것인가

I. 하반기 증시를 어떻게 볼 것인가

II. 글로벌 경기 반등은 이미 5월부터 시작되었다

III. 3분기 후반부터 경기 회복속도가 느려질 수 있다

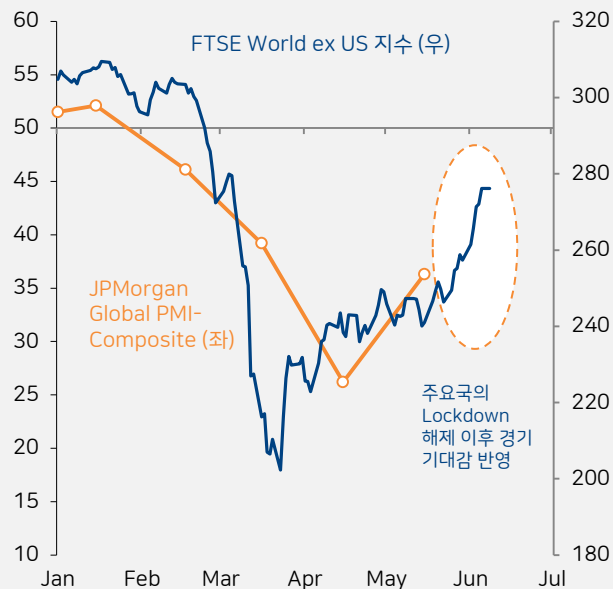
IV. 4분기에는 정책 unwinding 논의가 부각될 수 있다

V. KOSPI 전망과 섹터 전략

글로벌 증시 review : 못 오른 나라들까지 오르기 시작

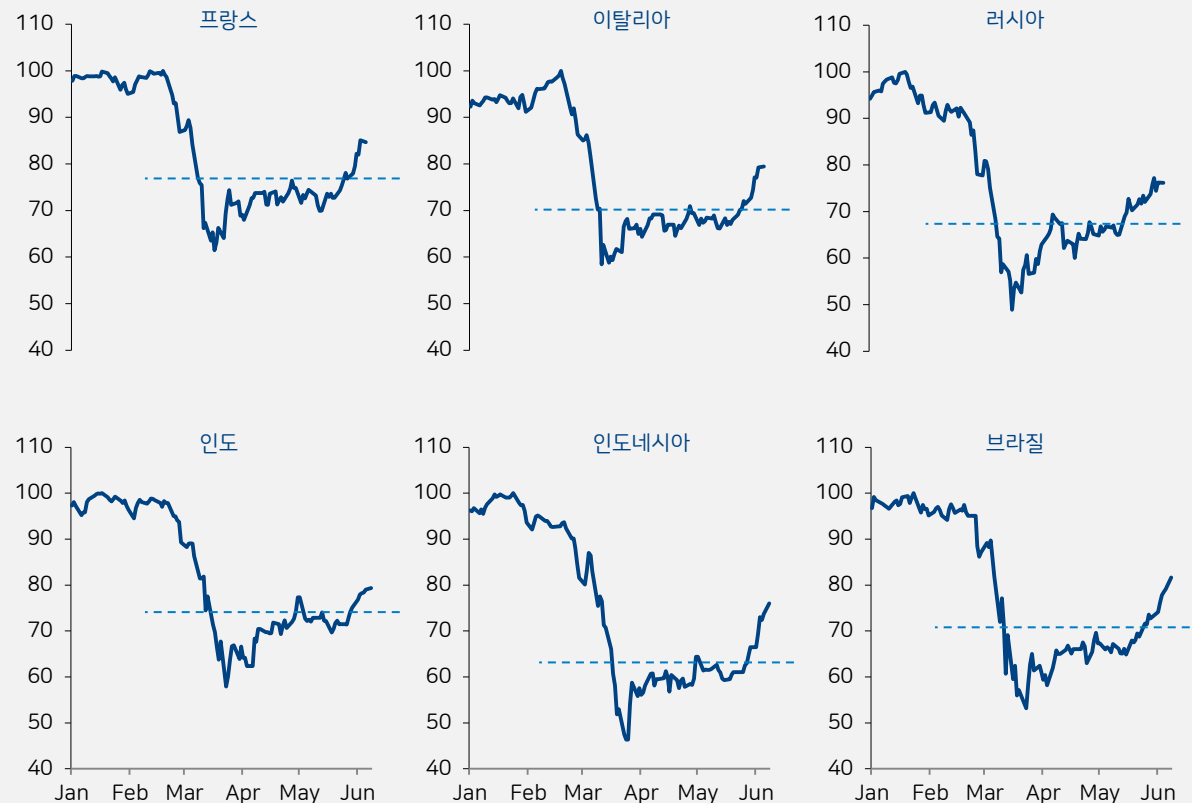
- 하반기 전망을 하기 전에 상반기 증시를 되돌아 보면, 한마디로 급락 후 급등이었다. 코로나19 말고도 수많은 악재가 발생했음에도 불구하고 꾸준하게 주가가 반등한 것이다. 국내외 경기와 기업이익이 크게 훼손된 상태에서 이처럼 주가만 오르다 보니 Valuation의 고평가라는 말이 최근 자주 언급되어 왔다
- 그러나 지난 5월 주요국들이 Lockdown을 해제한 이후 PMI가 반등하면서 이러한 우려감은 완화되기 시작하였다. 경기 회복 신호가 나타나면서 최근에는 그 동안 주가가 오르지 못한 laggard 국가들까지 주가가 오르면서 강세장이 확산되기 시작하였다. 경기에 대한 기대감이 커지고 있는 것이다

1 미국을 비롯한 주요국들이 지난 5월 Lockdown을 해제한 이후 경기 회복 기대감이 커지면서 非미국 증시의 상승 속도가 빨라지고 있다



2 성장주 비중이 높은 미국 증시를 제외할 경우 글로벌 증시는 5월까지 거의 오르지 못한 상황이었다. 그러나 Lockdown 해제 이후 이러한 laggard 국가들의 주가가 빠르게 상승하기 시작하였다

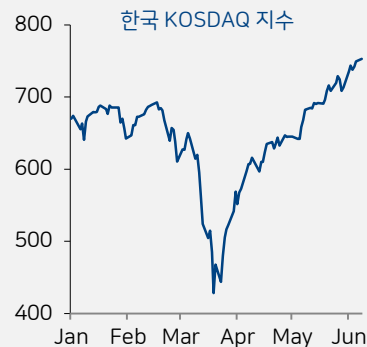
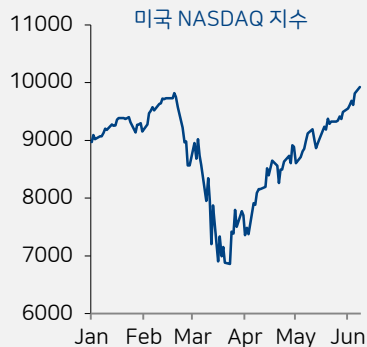
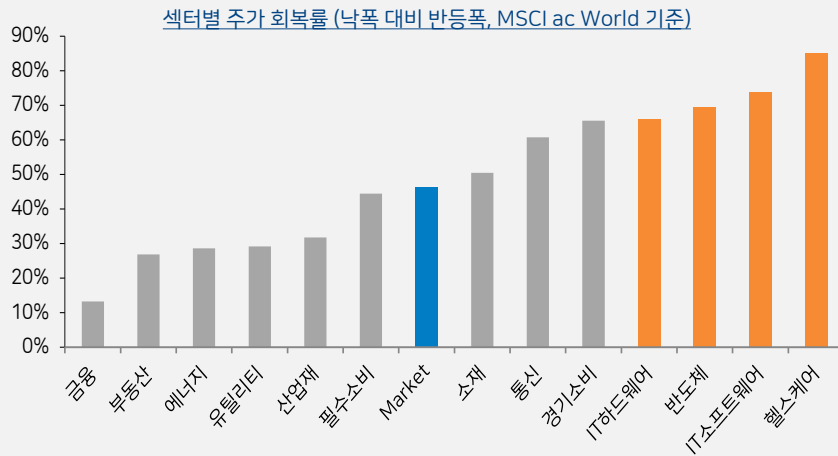
국가별 증시 동향 (최고점=100)



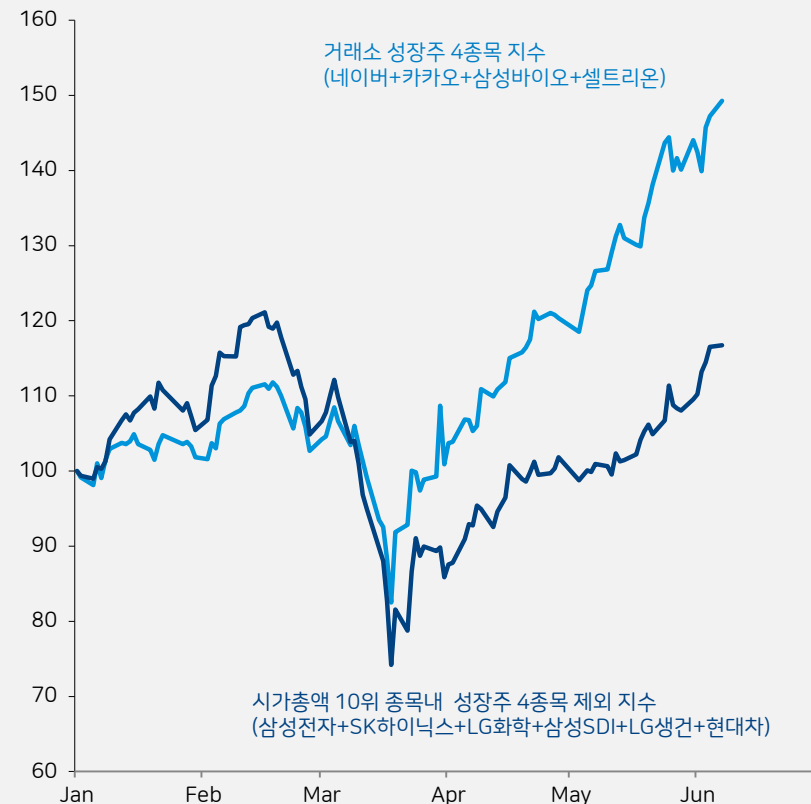
상반기 증시는 산업적 차별화였다. 경기 반영은 지금부터가 관건

- 나라마다 주가의 상반기 반등 폭이 크게 달랐던 것은 섹터의 차별화가 컸기 때문이다. 즉, 이번 반등 국면에서 언택트 관련 IT S/W, H/W 섹터와 바이오/헬스케어 주가가 압도적인 아웃퍼폼을 보였는데, 이들 섹터가 그 나라 시가총액에서 차지하는 비중이 크냐 작으냐에 따라 지수 상승폭이 달랐다는 뜻이다
- 이렇게 볼 때 하반기 증시는 본격적인 경기 game이 될 것이다. 당사는 ① 코로나19 이후 글로벌 경기의 회복 속도, ② 이것에 좌우될 경기민감 섹터의 향방이 중요하다는 입장이다. 물론 지금까지 반등을 주도한 ③ 성장주들의 Valuation의 추가 확장 여부도 중요하다고 본다. 우선, 당사가 보는 하반기 경기 모습에 대해 먼저 설명하기로 하겠다

3 상반기 나라별 주가 상승폭이 달랐던 것은 섹터 차별화가 심했기 때문이다. 미국과 한국 처럼 IT, 바이오 등 성장주 비중이 높았던 국가들의 주가가 많이 올랐다



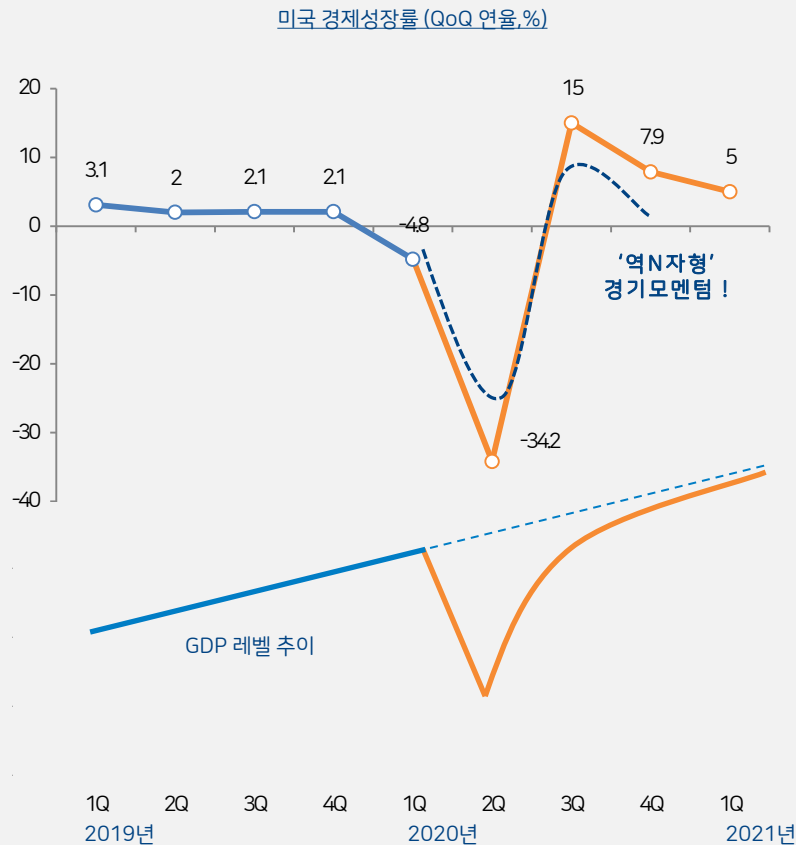
4 하반기 증시는 지금까지 성과가 좋았던 성장주의 추가 상승 여부도 중요하지만, 글로벌 경기에 연동하는 경기민감주의 향방이 더 중요하다고 판단된다



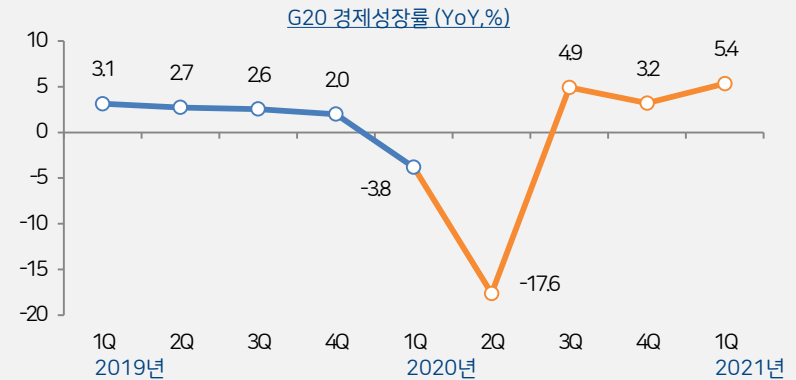
하반기 글로벌 경기 모멘텀을 그려 보면...

- 요즘 코로나19 이후 경기 회복의 모습을 놓고 여러 형태의 얘기가 많은데, 그런 관점에서 굳이 표현하자면 당사는 '역N자'형으로 보고 있다. 즉, 올 2분기가 가장 최악의 경기 상황이고, 이에 대한 반작용으로 3분기는 반등이고, 4분기는 그보다 Slow한 모습이 될 것이라는 뜻이다. 이는 YoY, QoQ 모두 동일한 모습일 것으로 예상된다
- 경기 모습이 이렇게 되는 것은 대부분 주요국들이 4, 5월에 Lockdown을 해제했기 때문에 2분기 대비 3분기 경기 반등이 예약된 것이나 다름없기 때문이다. 주가가 최근에 꺾이지 않는 것도 이 때문이다. 그러나 당사는 3분기 중후반 이후 경기에 대해서는 점검이 필요하다는 입장이다

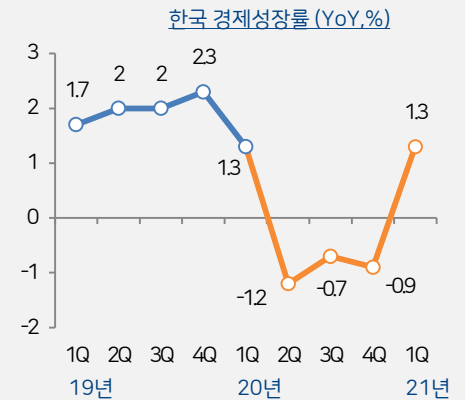
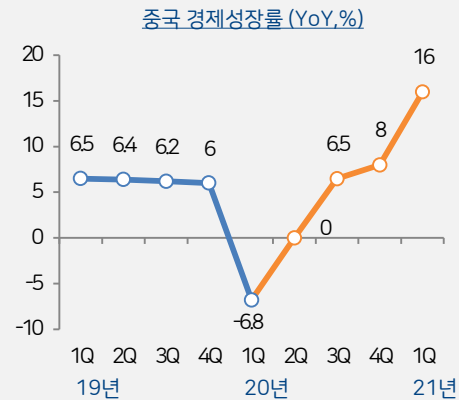
5 당사는 올해 미국 경기 모멘텀을 역N자형으로 보고 있다. 3분기에 회복 속도가 빠르다가 후반에는 약화될 것으로 본다



6 글로벌 경기도 비슷한 모멘텀으로 전망하고 있다. 2분기가 최악이 될 것이다



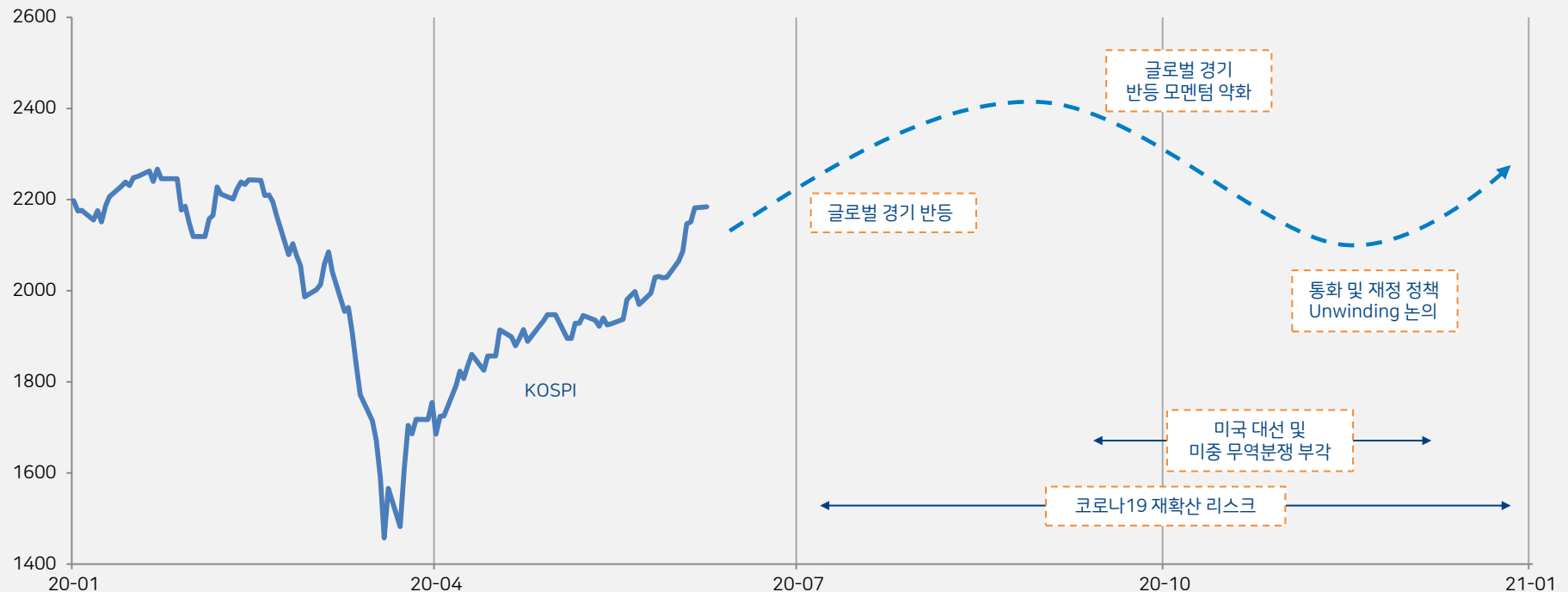
7 중국의 경우 2분기가 1분기보다 개선될 전망이고, 우리나라는 이보다 약세로 본다



'20년 하반기 증시를 어떻게 볼 것인가?

- 당사는 하반기 글로벌 경기 모멘텀이 역N자형이라는 전제 하에서 다음 몇가지 주제에 대해 분석하였다
 - ① 3분기 글로벌 경기의 반등 속도 : 당사는 지금까지의 부양책과 Lockdown 해제 효과로 적어도 가을까지 경기 회복이 진행될 것으로 본다
 - ② 4분기 경기 모멘텀의 약화 가능성 : 선행지수가 반등하더라도 글로벌 경기는 코로나19 이전 수준으로 완전히 회복되기 어려울 것이다
 - ③ 4분기 글로벌 완화정책의 Unwinding 가능성 : 만약에 코로나19가 거의 진정되면 4분기에는 상반기의 완화 정책을 거두려는 논의가 시작될 것이다
 - ④ KOSPI 전망과 섹터 전략 : 단기 2350, 4분기 주춤하다가 내년 2500 포인트 전망

8 하반기 KOSPI의 흐름과 주요 이슈 : 글로벌 경기가 역N자형이기 때문에 주가도 비슷한 흐름으로 전개될 것으로 판단된다



Market Outlook : 20년 하반기 증시를 어떻게 볼 것인가

I. 하반기 증시를 어떻게 볼 것인가

II. 글로벌 경기 반등은 이미 5월부터 시작되었다

III. 3분기 후반부터 경기 회복속도가 느려질 수 있다

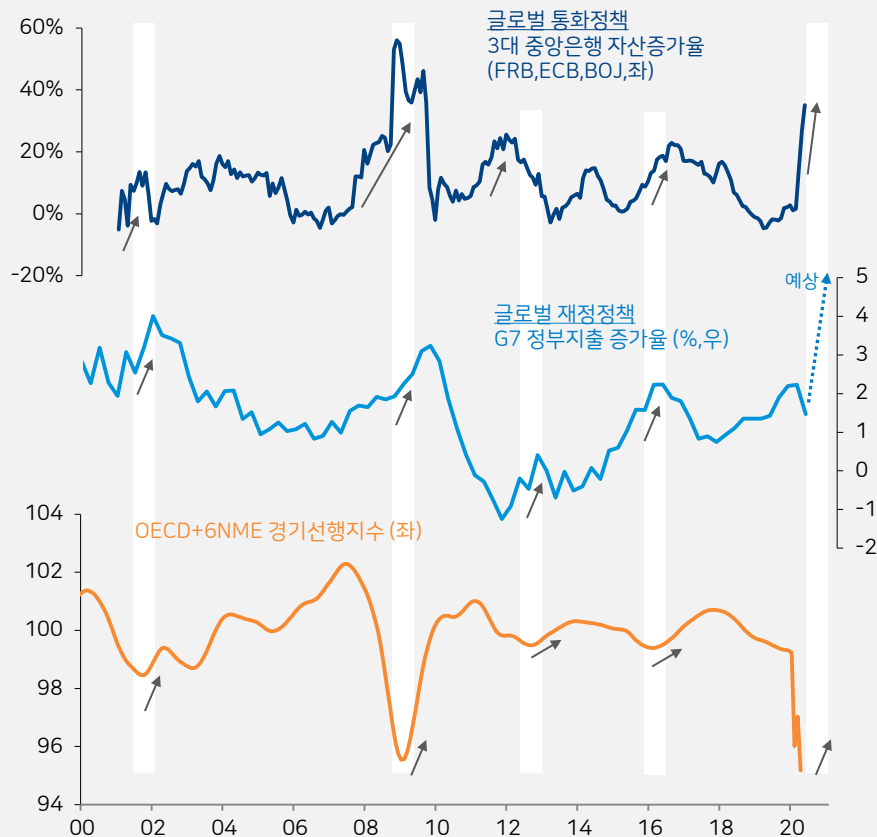
IV. 4분기에는 정책 unwinding 논의가 부각될 수 있다

V. KOSPI 전망과 섹터 전략

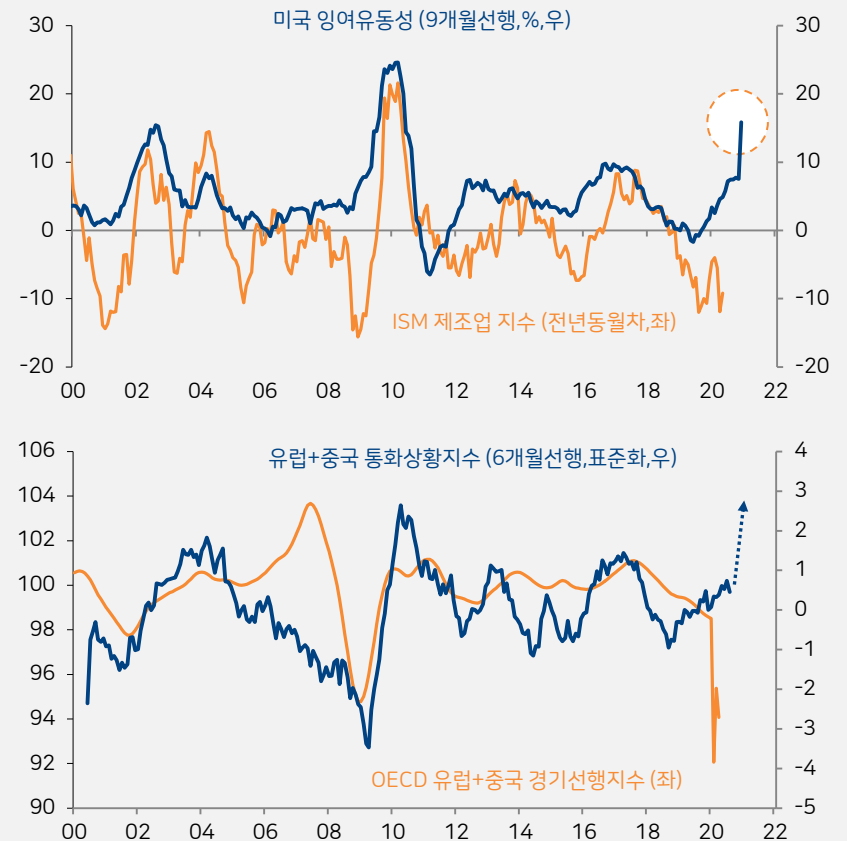
선행지수 반등은 이미 시작되었다 : 부양책 + Lockdown 해제

- 당사는 하반기 경기 전체를 놓고 볼 때, 선행지표들의 반등이 적어도 가을 정도까지는 빠른 속도로 진행될 것으로 보고 있다
- 주요국들이 지난 5월에 Lockdown을 해제했기 때문에 그 기간 동안 폭락했던 주요 경제지표들이 급반등할 수 밖에 없다고 보기 때문이다. 더구나 코로나19가 발생한 이후 각국들이 쏟아 부은 통화 및 재정 정책의 강도가 역대급이었기 때문에 선행지수의 반등이 당분간 지속될 것으로 보고 있다
- 이번 2장에서는 최근 미국, 유럽, 중국의 경기가 어떻게 움직이고 있는지 살펴 보기로 하겠다

9 당사는 지금까지 각국이 쏟아 부은 통화 및 재정 정책에 힘으로 글로벌 경기가 반등할 것으로 보고 있다. 게다가 주요국들이 Lockdown을 해제했기 때문에 선행지표들은 이미 반등이 시작되었다는 판단이다



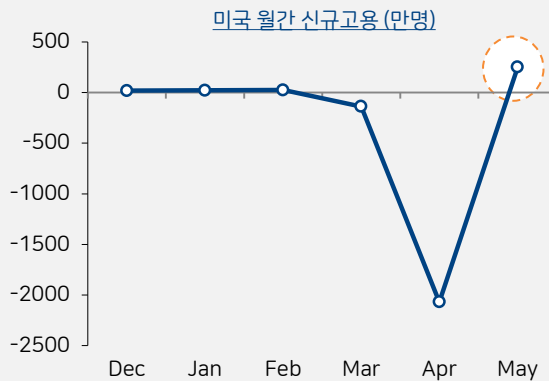
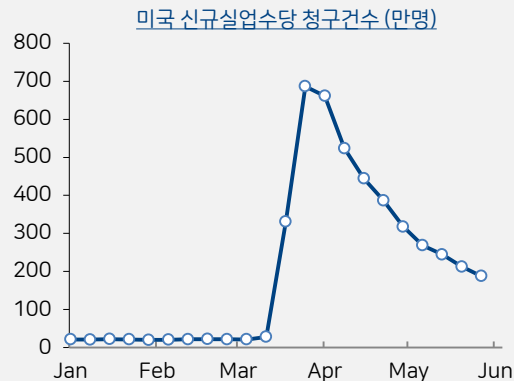
10 특히 이번 글로벌 완화 정책의 강도가 역대급이었기 때문에 코로나19의 재확산 우려에도 불구하고 주요 지표의 반등이 당분간 지속될 것으로 판단된다



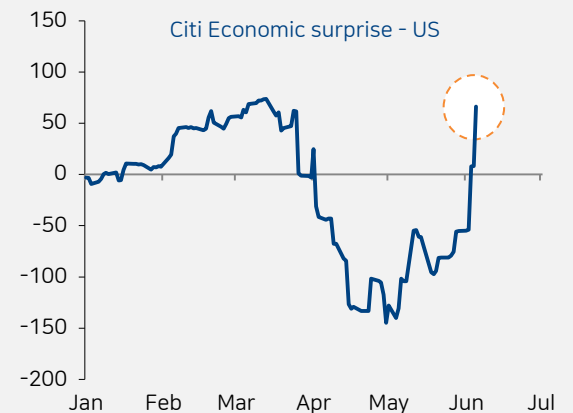
① 미국 : 이미 경제지표 서프라이즈가 나타나기 시작했다

- 미국을 보면 이미 주요 경제지표의 반등이 나타나고 있다. 그동안 시장이 가장 우려했던 미국의 고용에서 서프라이즈가 나타났는데, 5월 신규고용이 830만명 감소라는 예상과 달리 250만명 증가한 것으로 나타났다. 신규실업수당의 증가 속에서 payroll이 반등한 것은 Lockdown 해제 이후 일자리로 복귀하는 미국인이 늘고 있다는 증거다
- 당사는 이것이 이번 경기의 '특수성'이라고 보고 있다. 코로나19 이후 전세계가 경제 활동을 '중단'시킨 상황이었기 때문에 이를 '해제'한 이후 반등이 나타나는 것이 당연하다는 뜻이다. 미국의 경우 5월 ISM 지수가 반등하면서 Economic surprise 지수도 플러스로 진입한 상황이다

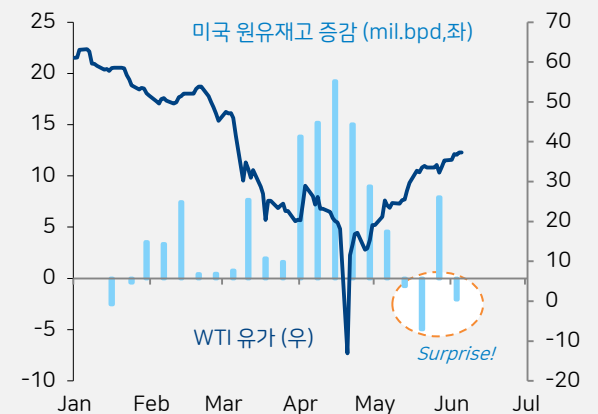
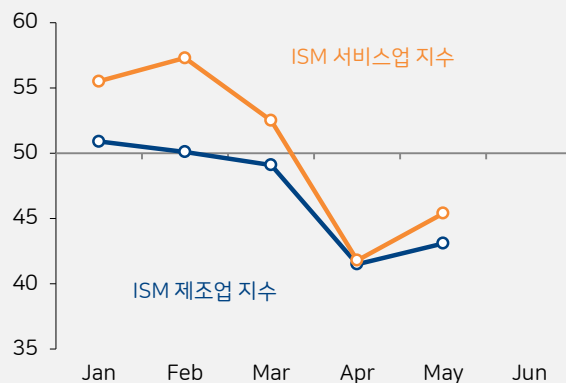
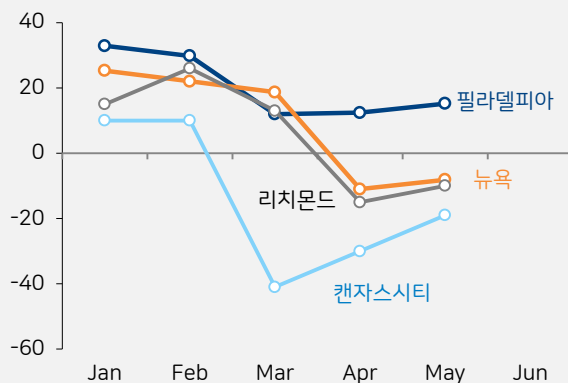
11 미국의 5월 고용이 뜻밖에도 증가세를 보였다 신규실업수당 청구가 여전히 180만명을 상회하는 가운데 신규 고용이 증가한 것은 Lockdown 해제 이후 일자리로 복귀하는 미국인이 늘어나고 있다는 증거라고 할 수 있다



13 이러한 지표들의 반등으로 미국의 Economic surprise 지수가 최근 플러스로 진입하였다



12 이미 5월 중반부터 발표된 미국의 주요 지역 PMI와 ISM지수가 반등하기 시작하였다

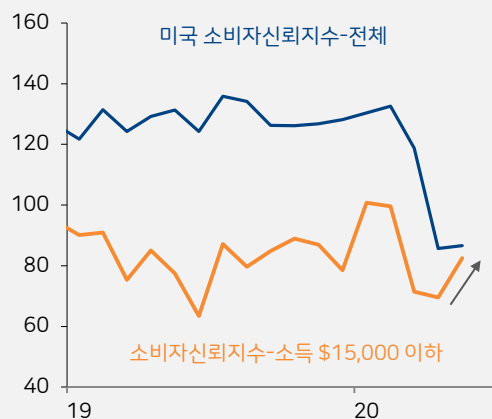
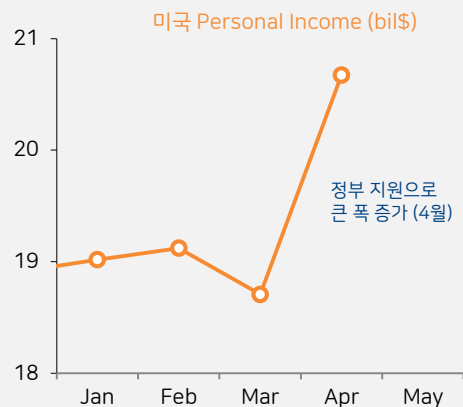


미국의 소비 부문도 5월부터 서서히 반등할 것으로 전망

- 당사는 미국 경기에서 가장 중요한 소비 부문도 5월부터 개선될 것으로 보고 있다. Lockdown 기간 동안 많은 사람들이 일자리를 잃었지만 정부의 지원으로 개인 소득이 증가하였고, 이로 인해 저소득층의 소비 심리가 반등한 상황이기 때문이다
- 당사는 이러한 상황을 감안할 때 미국 소비가 외식(비중 12%), 온라인 판매(13%), 주유소 판매(8%) 중심으로 급격하게 개선될 수 있다고 보고 있다. 물론 자동차 등 내구재 소비가 금방 회복되기 어려울 것으로 봐야 하지만, 미국의 소비증가율은 4월을 저점으로 5월부터 회복될 수 있다고 판단된다

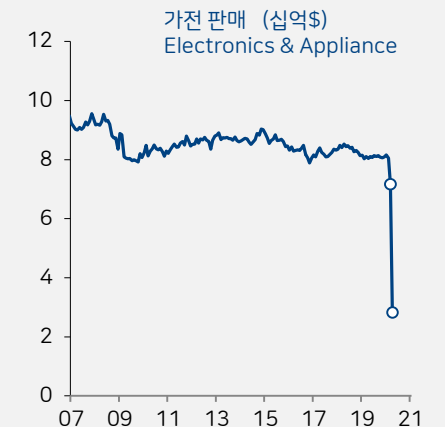
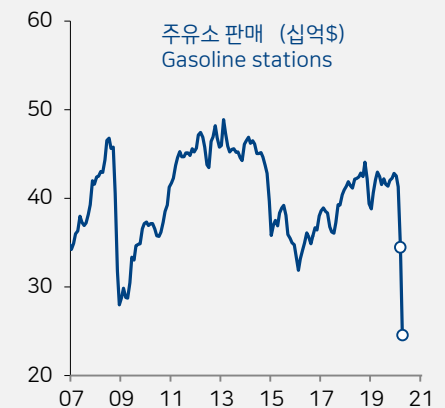
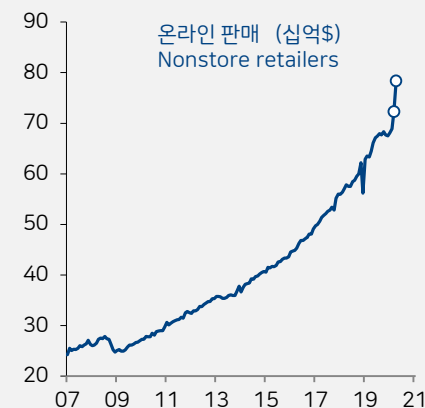
14

미국 소비의 반등이 나타날 것이다. 정부의 지원으로 소득이 늘어났고 저소득층의 소비 심리도 나쁘지 않기 때문이다



15

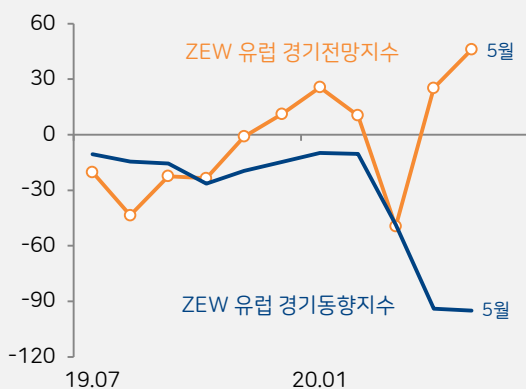
당사는 미국이 5월 중반 Lockdown을 해제했기 때문에 외식 소비, 주유소 판매 등을 중심으로 큰 반등이 있을 것으로 보고 있다. 다만 자동차 등 내구재 소비의 회복은 완만할 것으로 보인다



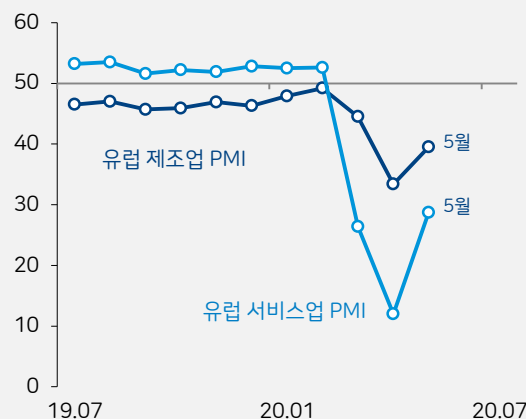
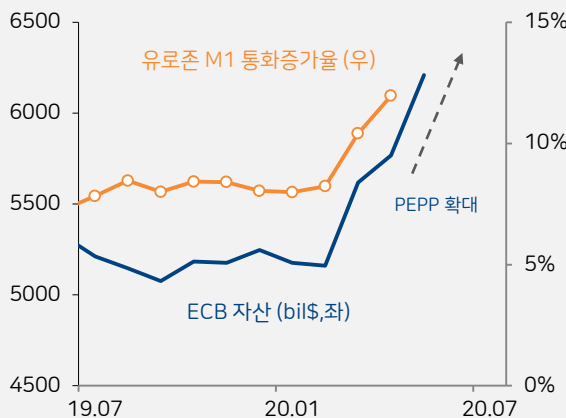
② 유럽 : ECB 부양책으로 기업 부문의 경기 전망이 개선되고 있다

- 유럽에서도 5월 lockdown을 해제한 이후, 미래 경기에 대한 전망이 크게 개선되었다. 현재 경기 동향에 대해서는 여전히 비관적이지만, 앞으로의 경기가 지금보다 개선될 것이라는 시각이 급증한 것이다. 특히 최근 ECB가 PEPP 증액을 선언했기 때문에 이러한 경제지표의 회복이 더 탄력을 받을 것으로 판단된다
- 유럽의 기업 부문은 이미 ECB 완화정책의 긍정적 영향을 누리고 있는 것으로 나타났다. 유로존 은행들의 대출 standard가 완화되면서 코로나19가 최악이었던 지난 4월에도 대출이 늘어난 것이다. 최근 이러한 분위기가 더 호전되면서 유로존 HY 스프레드 등 각종 리스크 지표들이 더 내려오고 있음에 주목할 필요가 있다

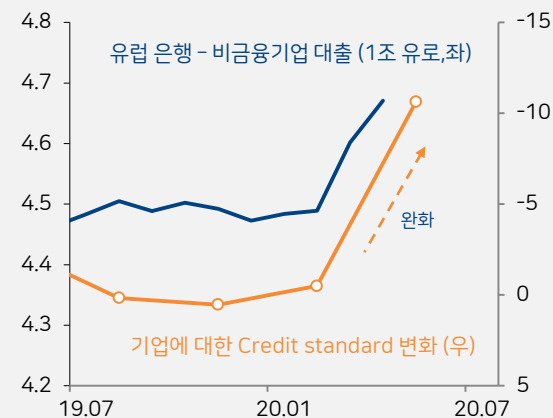
16 신규 감염자수가 진정되면서 5월 들어 유럽의 미래 경기전망지수가 반등하였다



17 특히 ECB가 최근 더 강력한 부양책을 선언했기 때문에 경기 회복이 더 탄력을 받을 것으로 보인다



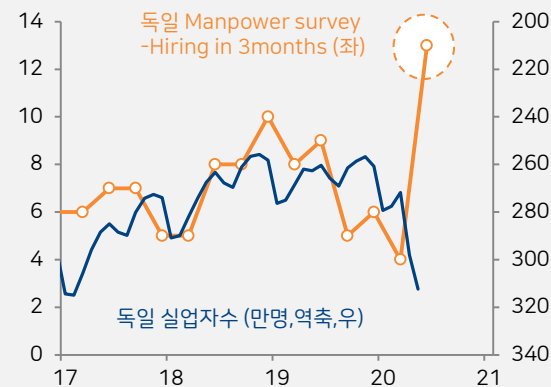
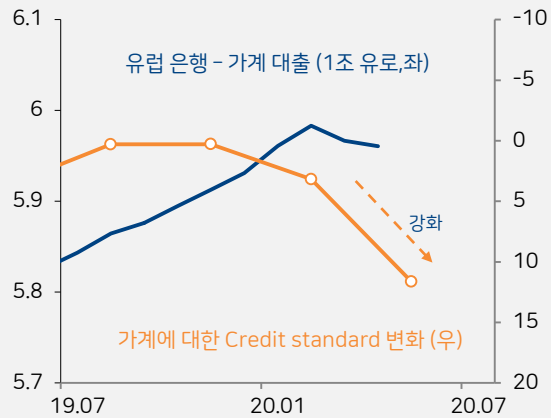
18 그동안의 완화 정책으로 기업에 대한 대출이 늘면서 유럽 하이일드 스프레드가 안정되고 있다



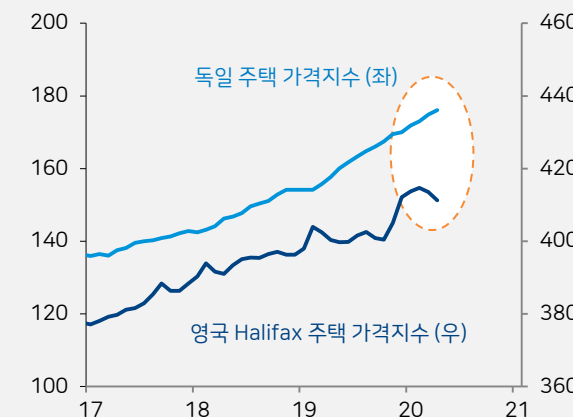
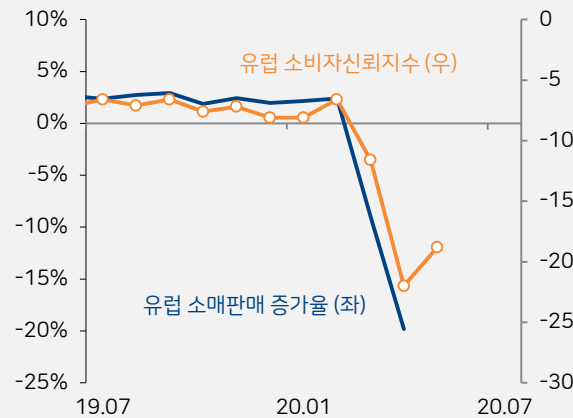
내수가 부진하지만, 2분기를 저점으로 성장률이 회복될 전망

- 기업 부문과는 달리, 유럽의 가계 대출은 standard의 강화와 함께 감소한 것으로 나타났다. 이는 코로나19로 인해 실업이 급증한 것이 원인으로 판단되는데, 최근 독일의 신규 고용 서베이가 크게 반등한 것을 볼 때 이 역시 개선될 것으로 보인다
- 유럽의 내수를 보면 Lockdown 해제 이후 소비 심리가 반등했기 때문에 소비도 조만간 반등할 것이고, 무엇보다도 주택경기가 흔들리지 않고 있기 때문에 크게 위축되지 않을 것으로 판단된다. 결론적으로 유럽의 성장률은 2분기를 저점으로 회복될 것으로 판단된다

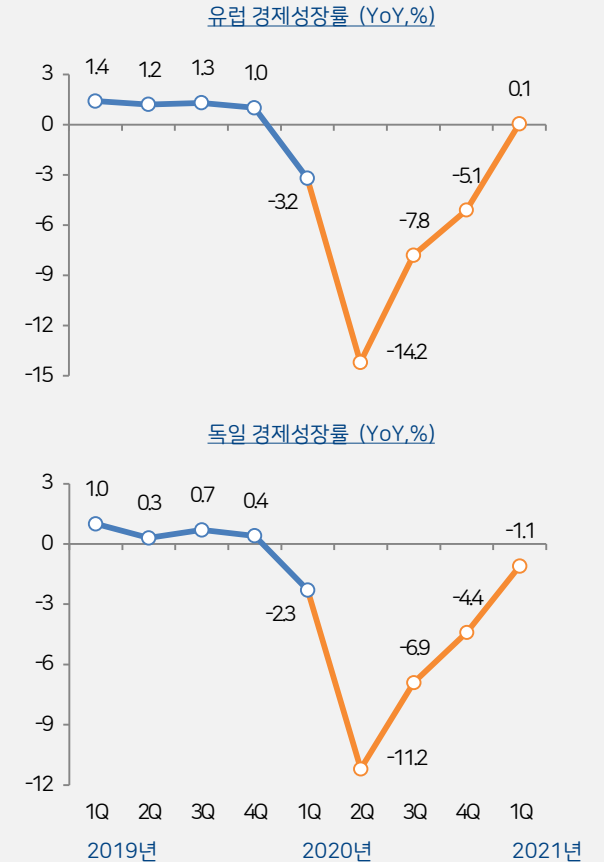
19 기업부문과 달리 유럽의 가계대출이 감소하였다. 그러나 향후 고용 전망을 보면 개선될 것으로 보인다



20 유럽의 소비 심리가 반등했고, 주택경기가 흔들리지 않았기 때문에 내수가 개선될 것으로 판단된다



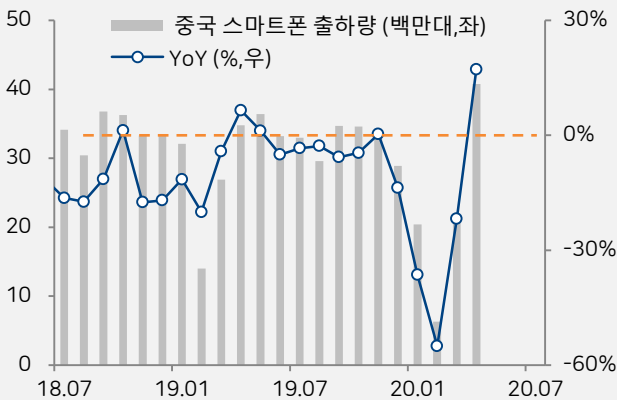
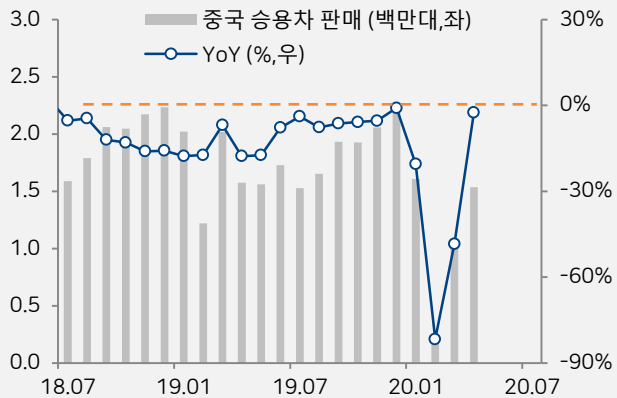
21 결론적으로 유럽의 성장률이 2분기를 저점으로 빠르게 회복될 것으로 보인다



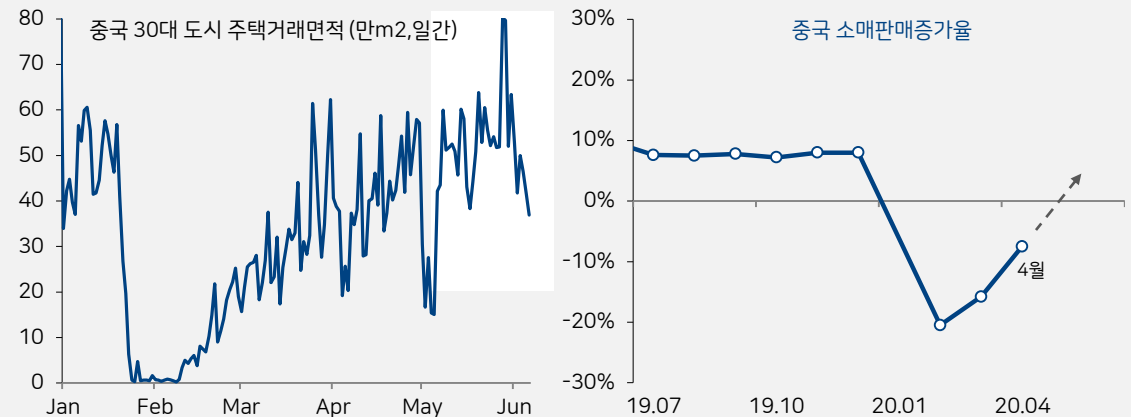
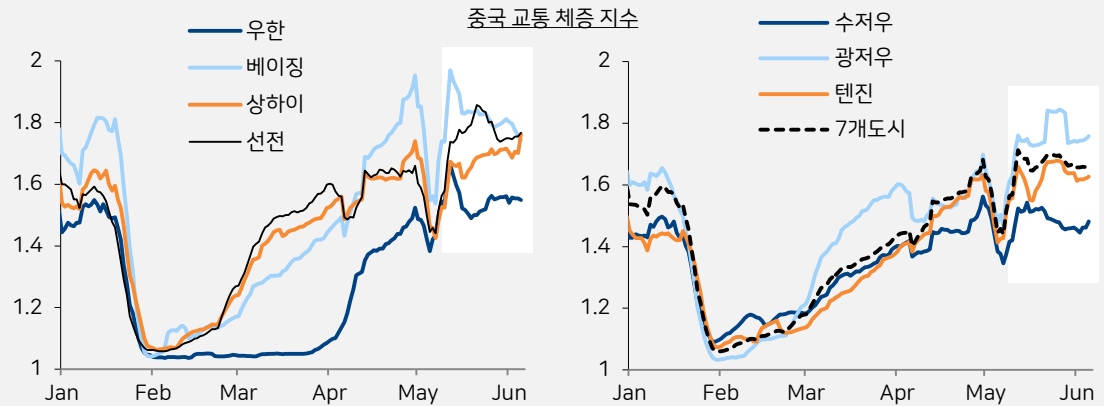
③ 중국 : 봉쇄 해제 이후 중국 소비가 살아나고 있다

- 중국은 미국과 유럽보다 한 달 먼저, 즉 지난 4월 Lockdown을 해제한 나라다. 그렇기 때문에 지난 2월과 3월 도시 봉쇄 기간 동안 중국의 소비는 최악의 모습을 보였으나, 봉쇄가 해제된 4월의 소비가 크게 개선되었다. 자동차와 핸드폰 등 고가내구재 소비가 전년동월비 포함 내지 플러스로 전환된 것으로 나타났다
- 이러한 흐름은 5월 들어 더 활발해지고 있는 것으로 보인다. 노동절 연휴 이후 중국의 경제 활동 지표들이 더 개선되고 있기 때문이다. 이는 중국 일부 지역에 코로나19의 재확산에 대한 우려감이 있었던 것과는 사뭇 다른 모습이다. 이렇게 볼 때 중국의 5월 소매판매 증가율이 더 개선될 것으로 판단된다

22 도시 봉쇄가 해제된 4월 들어 중국의 내구재 소비가 개선되었다. 자동차와 핸드폰 판매증가율이 반등하였다



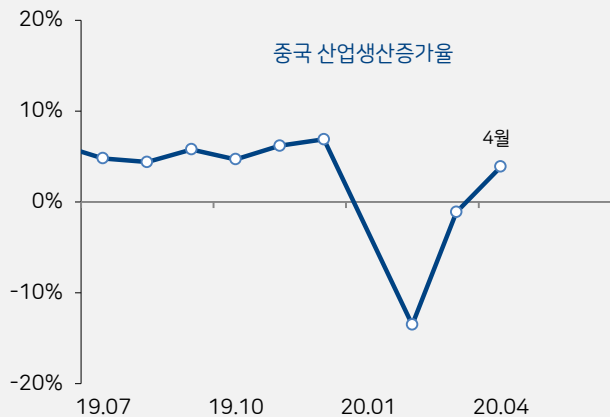
23 이러한 중국의 경제 활동은 5월 노동절 연휴가 끝나고 나서 더 활발해지고 있는 것으로 보인다. 이는 코로나19의 재확산 불안감이 있는데도 억눌렸던 심리가 서서히 회복되고 있기 때문인 것으로 보인다



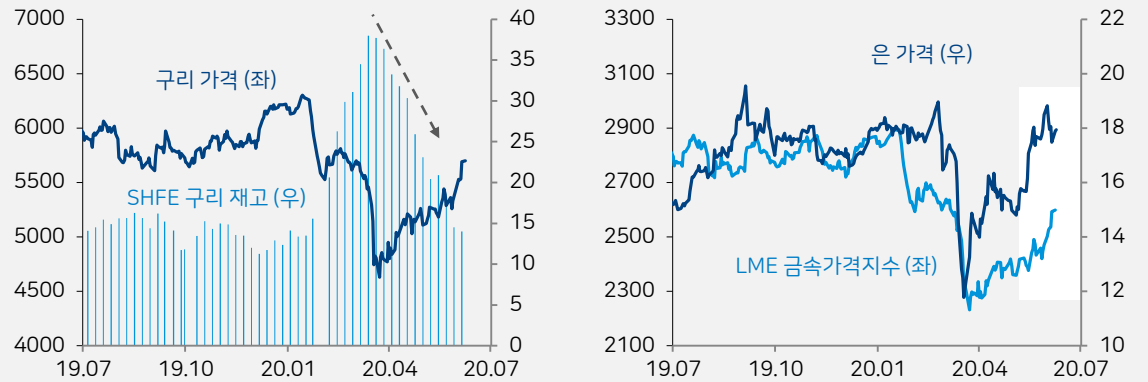
중국의 산업 생산도 최악을 지나는 중

- 4월 이후 중국의 소비 반등이 산업생산의 반등을 이끌었다. 중국의 산업생산증가율이 4월에 플러스로 반등했는데, 이것의 proxy라고 할 수 있는 발전소 석탄소모량이 5월 이후 더 늘어나고 있음을 볼 때 5월 수치도 나쁘지 않을 것으로 판단된다
- 중국의 산업생산이 반등함에 따라 각종 원자재 가격이 반등하기 시작했다. 최근 유가도 바닥에서 많이 올랐지만, 당사는 산업용 금속 가격의 반등에 주목하고 있다. 최근 구리를 비롯한 주요 금속의 재고가 크게 감소했고, 이에 따라 가격도 서서히 오르기 시작한 것이다. 이는 중국 산업생산에 우호적인 신호라고 할 수 있다

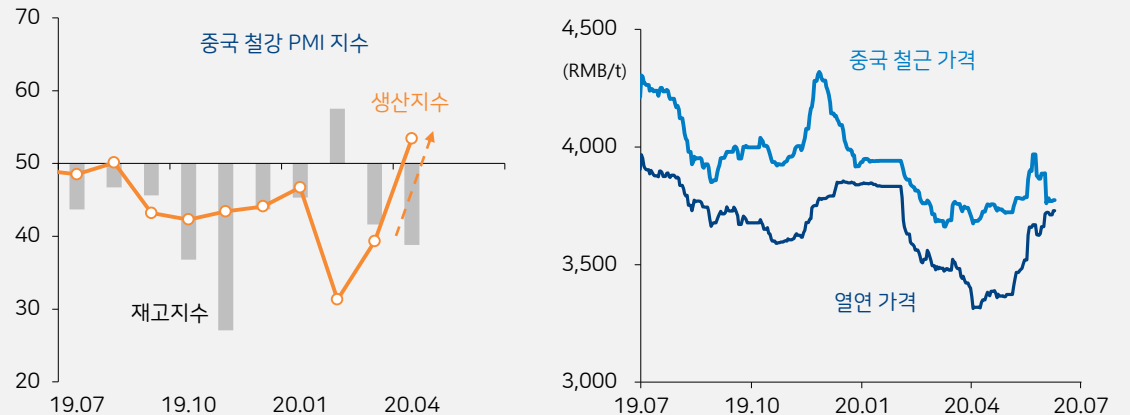
24 소비 활동의 반등에 따라 4월 산업생산도 반등하였다. 중국의 발전소 석탄 소모량이 5월 들어 더 늘어나고 있다



25 중국의 산업생산 반등 기대감으로 원자재 가격이 최근 반등 조짐을 보이기 시작했다



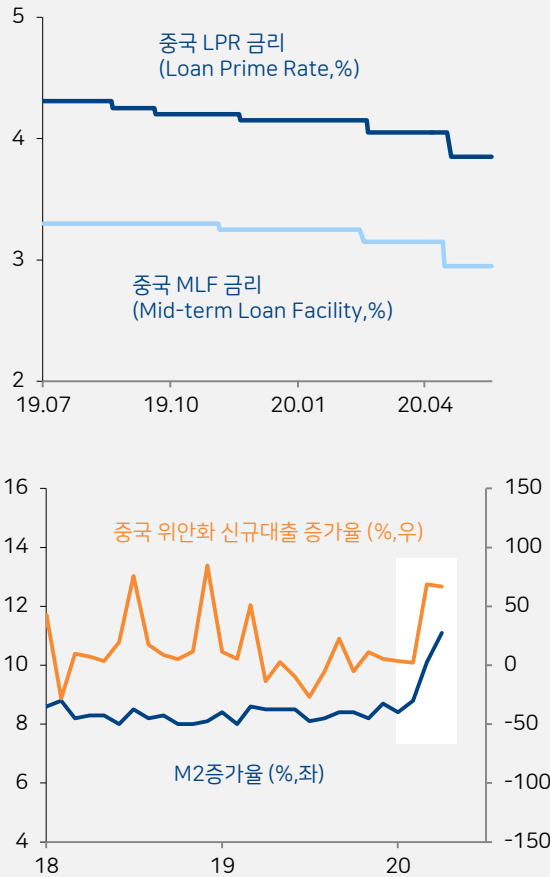
26 중국의 철강 경기도 4월 이후 재고 감소, 생산 회복 추세다. 이에 가격도 조금씩 회복되고 있다



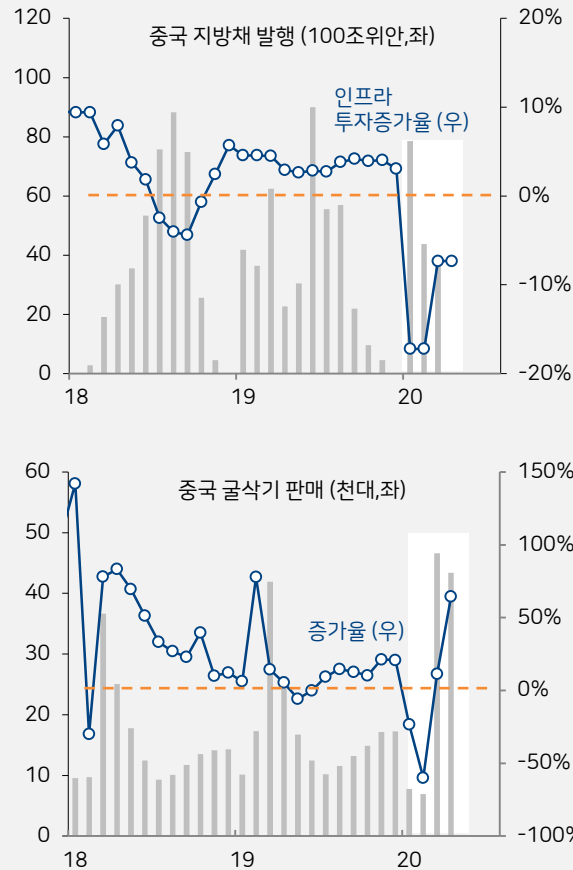
중국의 부양책 효과가 나타나는 것으로 판단

- 중국 경제 지표의 이러한 반등은 코로나19 확산 전후 정부의 통화 및 재정 부양책 영향이 컸다고 본다. 중국이 올해 정책금리를 두 번 인하한 결과 대출 및 통화증가율이 3월부터 반등세를 보이기 때문이다
- 아울러 인프라 투자의 확대 전략도 경기 반등에 일조한 것으로 보인다. 결론적으로 은행 대출증가율 뿐만 아니라 철도 물동량, 전력 생산 등이 반등하면서 4월 리커창 지수가 반등한 것으로 나타났다. 즉, 중국 경기는 지난 4월 도시 봉쇄를 해제한 이후 저점을 통과한 것으로 판단된다

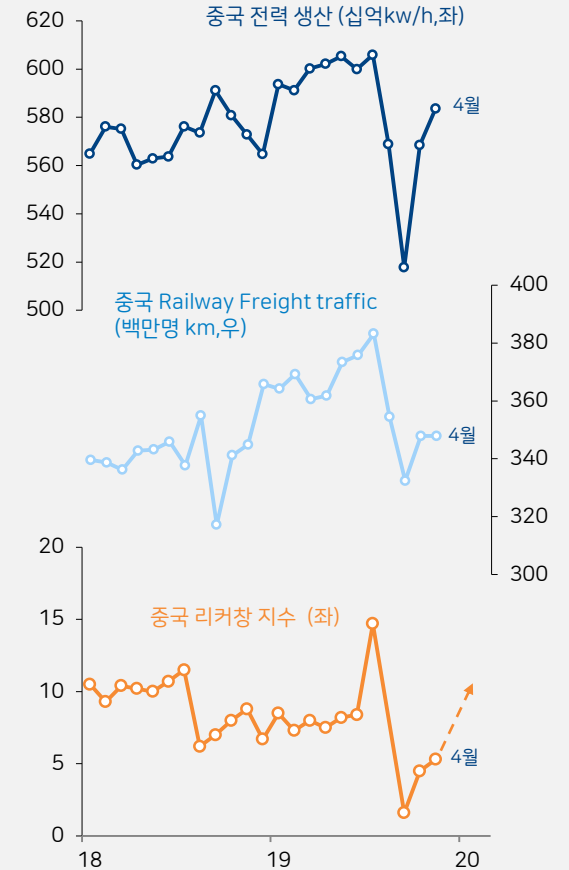
27 중국 지표의 반등은 통화정책 효과다. 중국이 올해 2번 금리를 인하한 이후 통화증가율이 반등하였다



28 아울러 인프라 투자의 확대 전략도 경기 반등에 일조한 것으로 보인다



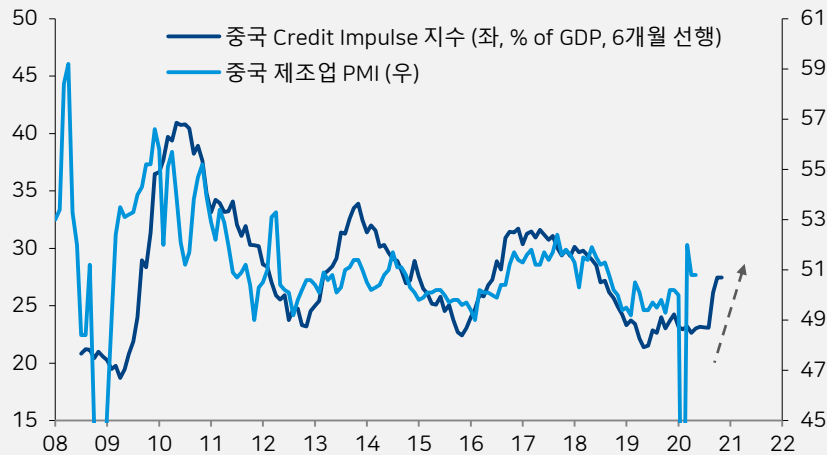
29 결론적으로 중국 경기를 보여주는 리커창 지수가 4월에 반등한 것으로 나타났다



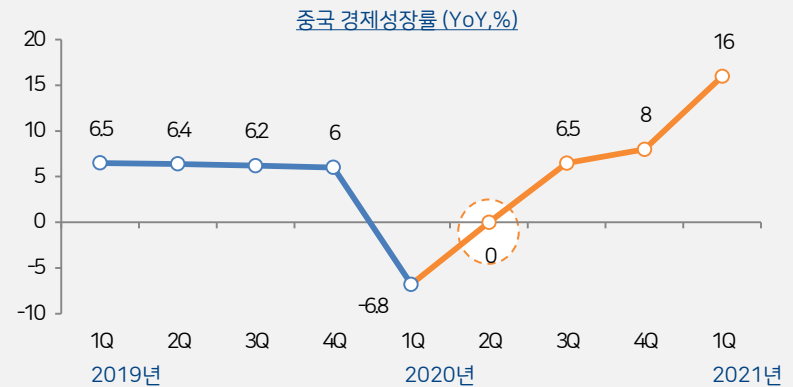
중국 경제성장률이 하반기에 플러스로 전환될 전망

- 지금까지 살펴본 바와 같이 도시 봉쇄 해제 이후 중국 경기가 돌아서고 있는 것은 분명하지만, 중국이 이번 양회에서 이례적으로 경제성장률 전망치를 제시하지 않은 것을 볼 때 불확실성이 남아 있는 것으로 보인다. 그러나 중국 경기에 6개월 선행하는 Credit impulse의 상승을 감안하면 성장률이 하반기에 플러스로 전환될 것으로 보인다
- 특히 당사는 중국의 성장률이 다른 국가들과는 달리 2분기가 1분기보다 호전될 수 있다는 점에 주목해야 한다고 본다. 최근 Caixin PMI의 급등이 이를 증명한다고 본다. 이처럼 중국 성장률의 흐름을 감안하면 우리나라 수출은 3분기 후반부터 개선될 전망이다

30 이번 양회에서 중국이 이례적으로 경제성장률 전망치를 제시하지 않았지만, 중국 경기에 6개월 선행하는 Credit impulse의 최근 상승을 볼 때 하반기 성장률이 플러스로 전환될 전망이다



31 중국의 성장률이 다른 나라와 달리 2분기부터 개선되는 점에 주목할 필요가 있다. 이 흐름을 감안하면 한국 수출은 3분기 후반부터 개선될 전망이다



Market Outlook : 20년 하반기 증시를 어떻게 볼 것인가

- I. 하반기 증시를 어떻게 볼 것인가
- II. 글로벌 경기 반등은 이미 5월부터 시작되었다
- III. 3분기 후반부터 경기 회복속도가 느려질 수 있다
- IV. 4분기에는 정책 unwinding 논의가 부각될 수 있다
- V. KOSPI 전망과 섹터 전략

Lockdown 해제 이후 미국 경제의 정상화 신호가 나타나고 있지만...

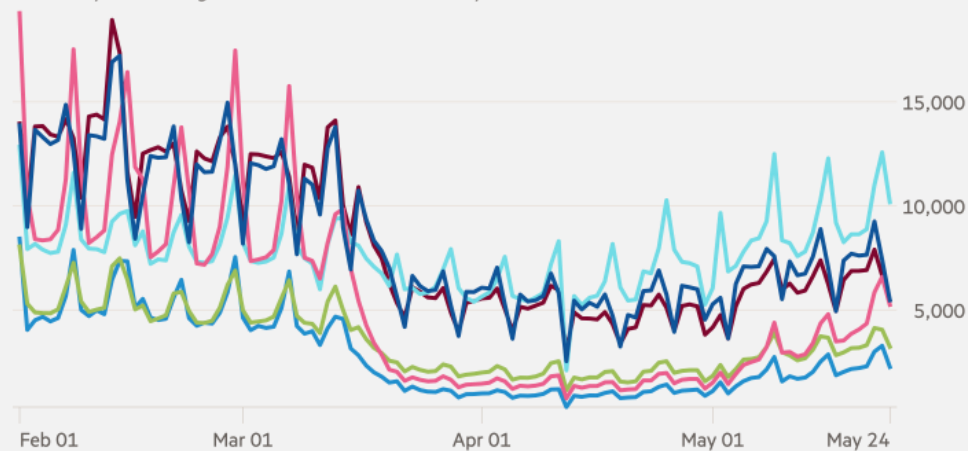
- 시장이 가장 우려했던 미국의 고용에서 서프라이즈가 나면서 Lockdown 해제 이후 경기 회복에 대한 기대가 한층 고조되고 있지만, 연말까지의 경기 회복은 마냥 순탄한 것만은 아니다. 미국인들의 소비가 회복되는 신호가 곳곳에서 감지되고 있지만, 아직도 최악의 상황에서 벗어나지 못하고 있는 산업도 많기 때문이다
- 무엇보다도 코로나19의 재확산 우려가 있기 때문에 대중이 모이는 곳의 영업은 여전히 부진한 것으로 나타났다. 결론적으로 이번 회복은 Lockdown 해제로 인한 반등이며, 코로나19에 대한 백신과 치료제가 빨리 나오지 않는다면 코로나 이전 수준의 완전한 경기 회복이 어렵다는 한계를 안고 있는 것이다

32 지난 5월 Lockdown 해제 이후 미국인들의 소비 활동은 서서히 정상화되고 있다. 그러나 미용, 오락, 취미 활동 등 필수 소비가 아닌 부분들은 회복 속도가 느린 편이다

Americans begin return to retailers

Visits to retailers, thousands

Services Clothing & Accessories Home Goods & Improvement
Beauty & Grooming Entertainment & Hobby Wellness & Fitness

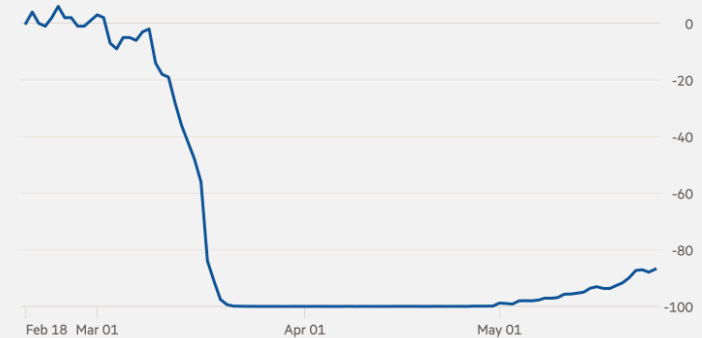


* Source : Financial Times에서 인용

33 코로나19에 대한 두려움도 남아 있는 것으로 보인다. 사람이 모이는 음식점, 공항 등의 상황은 여전히 부진한 것으로 나타났다

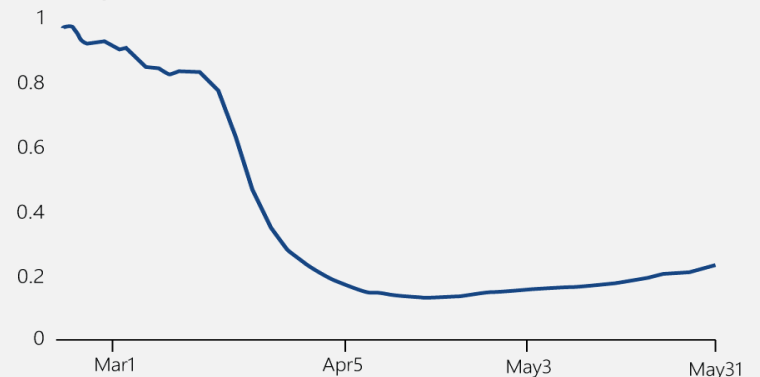
Restaurant reservations show signs of life

Seated diners year-over-year, %



* Source : Financial Times에서 인용

US Airport : Relative foot-traffic (visits)

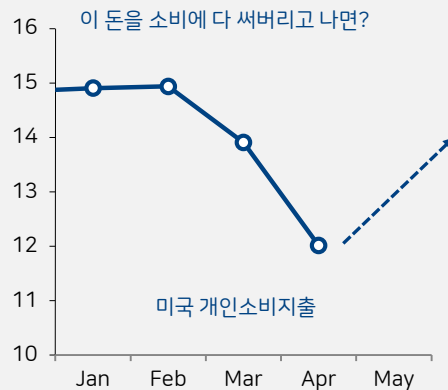
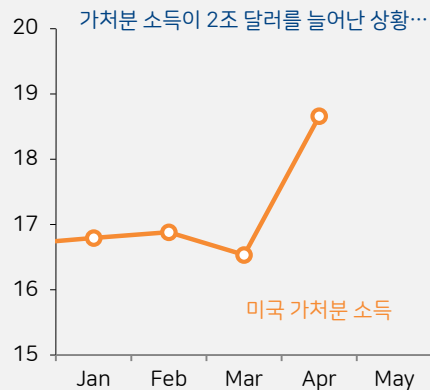
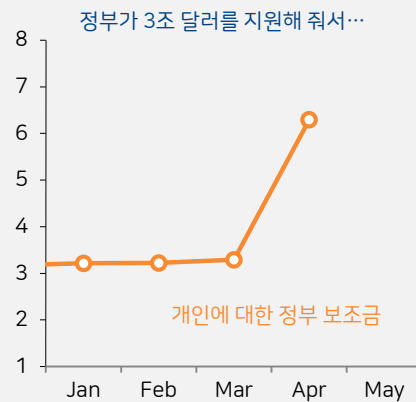
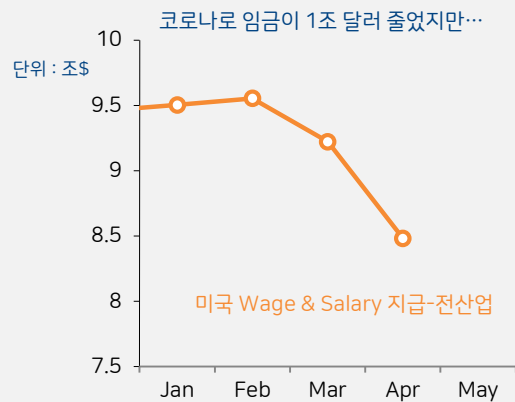


* Source : SAFE GRAPH에서 인용

보복적 소비가 오래 가지 못할 가능성이 있다

- 앞서 2장에서 당사는 미국의 소비가 5월부터 반등할 수 있다고 보았다. 이렇게 본 이유는 미국인들의 임금 소득이 코로나19 이후 1조 달러가 줄었지만, 정부 지원 3조 달러로 인해 가처분소득이 2조 달러 늘었기 때문이다. 그러나 이를 소비에 다 써버린다고 해도 코로나 이후 3조 달러 감소한 PCE를 메우지 못한다는 판단이다
- 놀랍게도 최근 미국의 자동차 판매가 예상보다 강한 것으로 나타나고 있다. 이는 고가 내구재 소비가 약할 것으로 보는 당사의 예상과는 다른 모습인 것이다. 그러나 과거 주요 쇼크 이후 보복적 소비가 강세를 보이다가 약 3개월 이후 수그러드는 것을 감안하면 이는 오래 가지 않을 수 있다고 본다

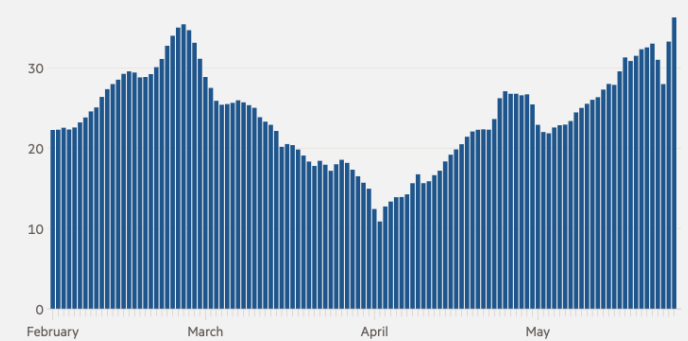
34 미국의 소비는 5월 Lockdown 해제 이후 회복될 것이다. 임금이 줄었지만 정부 지원으로 인해 가처분 소득이 2조 달러 늘었기 때문이다. 그러나 이를 다 쓴다고 해도 코로나 이후 3조 달러 감소한 PCE를 메우지 못할 것으로 보인다



35 예상과 달리 최근 미국에서 자동차가 잘 팔리기 시작했지만, 이러한 보복적 소비는 과거 경험에서 볼 때 일시적일 가능성이 있다

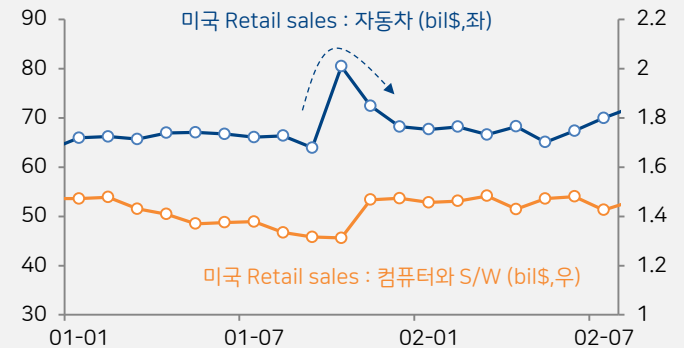
US car sales started picking up across the nation

New auto sales (7-day rolling average, thousands)



* Source : Financial Times에서 인용

'01년 9.11 테러 당시 보복적 소비는 3개월 만에 사라졌다



이렇게 되면 산업생산의 회복 속도가 V자형 보다는 느릴 것이다

- 당사는 하반기 경기가 지속적으로 회복되기 위해서는 어느 나라든 간에 산업생산 및 가동률의 반등이 중요하다고 본다. 이것이 실질적으로 회복 되어야만 고용의 지속 회복이 가능하기 때문이다. 이러한 관점에서 본다면 주요 내구재 소비 증가가 필요하지만, 앞서 언급한 바와 같이 이 부문의 지속성을 장담하기 어렵다고 본다
- 다시 말해 글로벌 제조업 경기의 반등에 있어서 재고 소진이 중요한데, 전방 산업의 소비 호조가 일시적인 것에 불과하다면 신규 주문 증가와 이에 따른 생산의 반등이 V자형 모습을 유지하기 어렵다는 뜻이다. 당사는 이러한 회복 모멘텀의 둔화가 올 가을 이전부터 나타날 수 있다고 본다

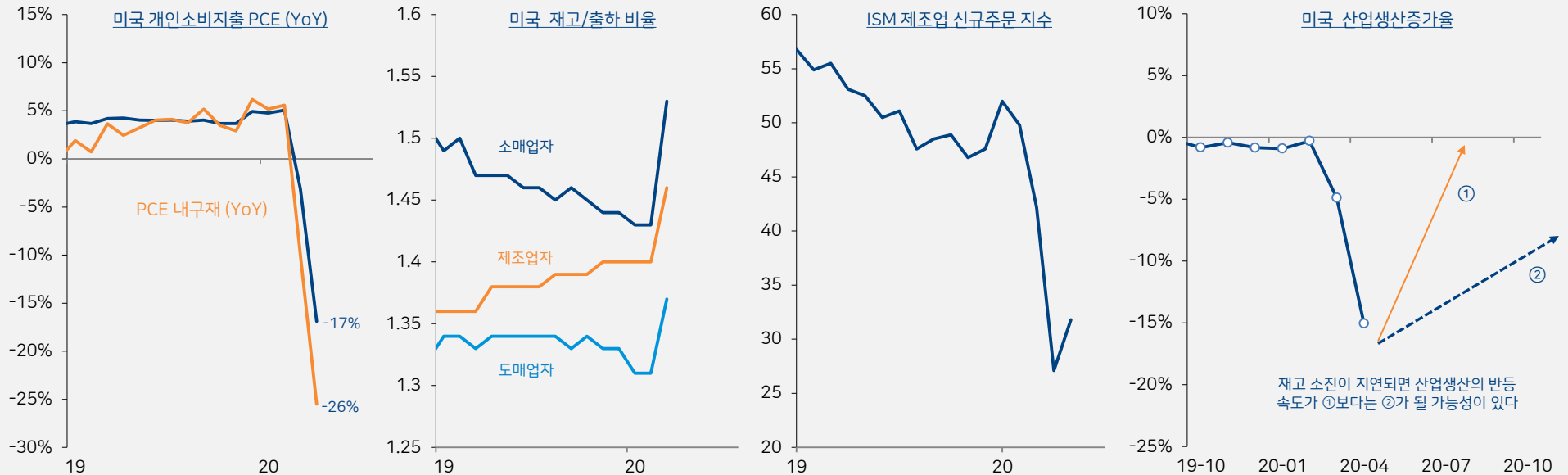
36 Lockdown 해제 이후 내구재 소비가 약하거나 호조가 일시적이라면, 재고 소진이 지연되어 신규 주문 증가와 이에 따른 산업생산의 반등이 V자형 모습을 유지하기 어려울 수 있다고 본다. 미국처럼 서비스 산업 비중이 큰 나라는 이런 문제가 제한적이지만, 글로벌 제조업 경기 측면에서 보면 이는 중요한 사안인 것이다

내구재가 안 팔리면

재고 소진이 지연되어

신규 주문이 급반등하기 어려워진다

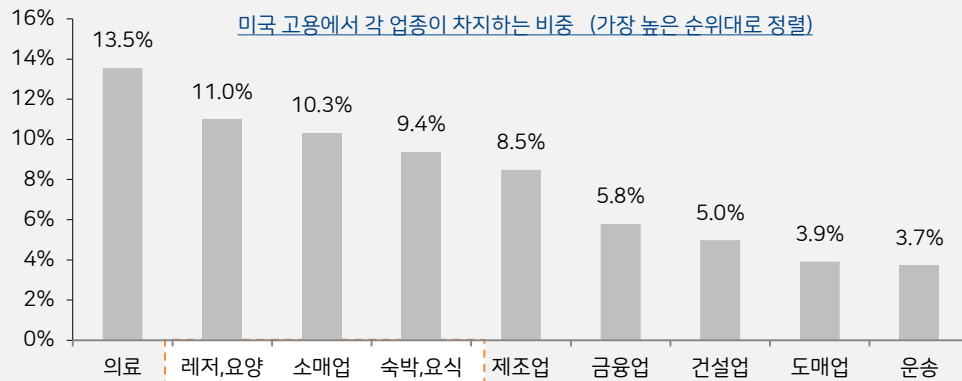
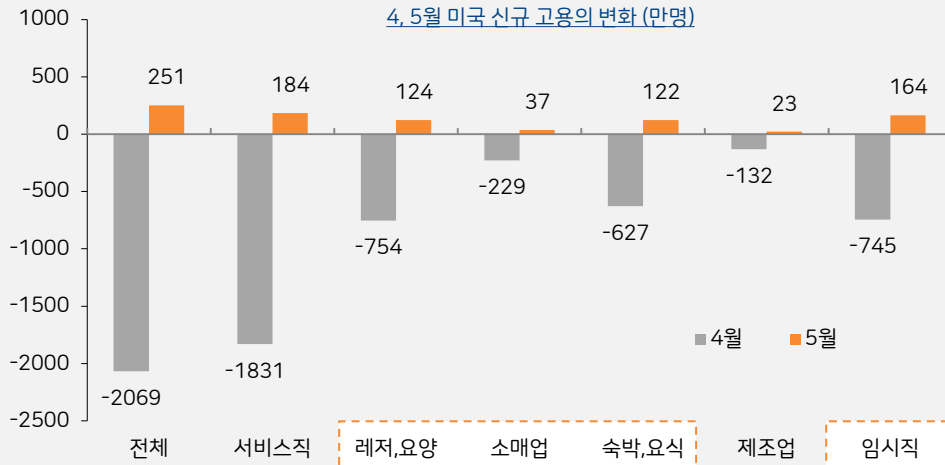
신규 주문의 강도는 향후 산업생산의 반등 각도에 큰 영향을 미친다



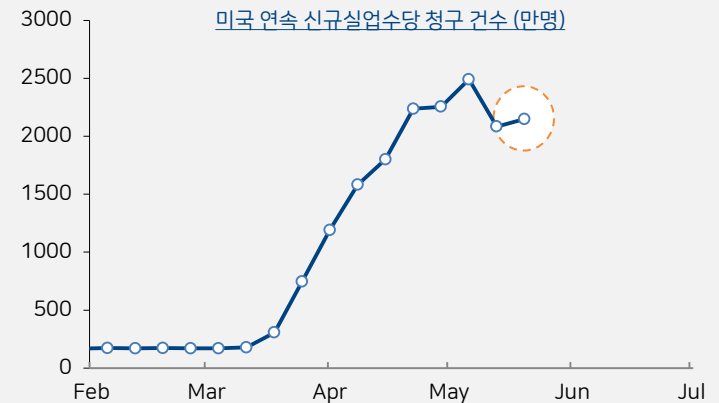
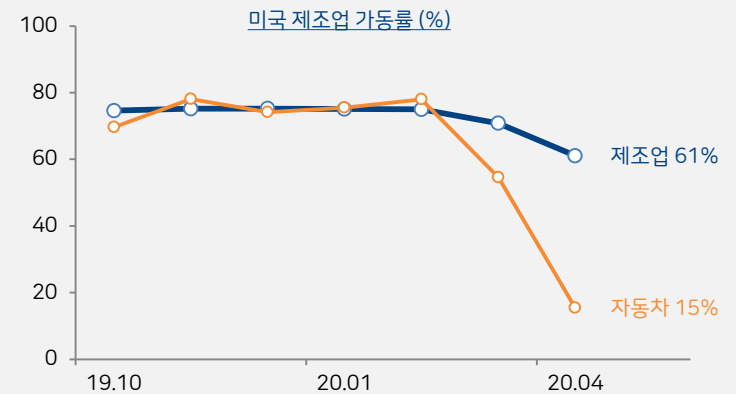
미국 실업률의 개선 속도 역시 느려질 전망

- 이번 5월 미국의 고용을 놓고 실업률 오류에 대해 말이 많지만, 내용적으로도 여전히 한계를 보이고 있다. 즉, 5월 신규 고용이 250만명 증가했는데, 주로 레저, 요양, 숙박 등 Lockdown 기간 동안 가장 타격을 입었던 업종에서 늘었기 때문이다. 이는 코로나19가 재확산되면 언제든지 다시 감소할 수 있는 업종들이다
- 또한 임시직 부문에서 164만명이 증가했다는 점도 이번 고용의 한계라고 판단된다. 고용이 질적으로 개선되기 위해서는 산업생산과 가동률 회복이 수반되어야 하는데, 제조업의 핵심이라고 할 수 있는 자동차 산업이 15%임을 볼 때 이를 더 지켜볼 필요가 있다고 판단된다

37 미국의 5월 고용이 뜻밖에 증가했지만, 대부분 레저, 숙박, 요식 등 단순 서비스직에서 늘어났고, 특히 임시직 고용에서 많이 늘어난 것으로 나타났다



38 고용이 질적으로 회복되기 위해서는 가동률 회복이 수반되어야 하는데 이는 아직 형편없는 수치를 보이고 있다. 연속 실업수당 청구가 줄지 않고 있는 점도 주목해야 한다

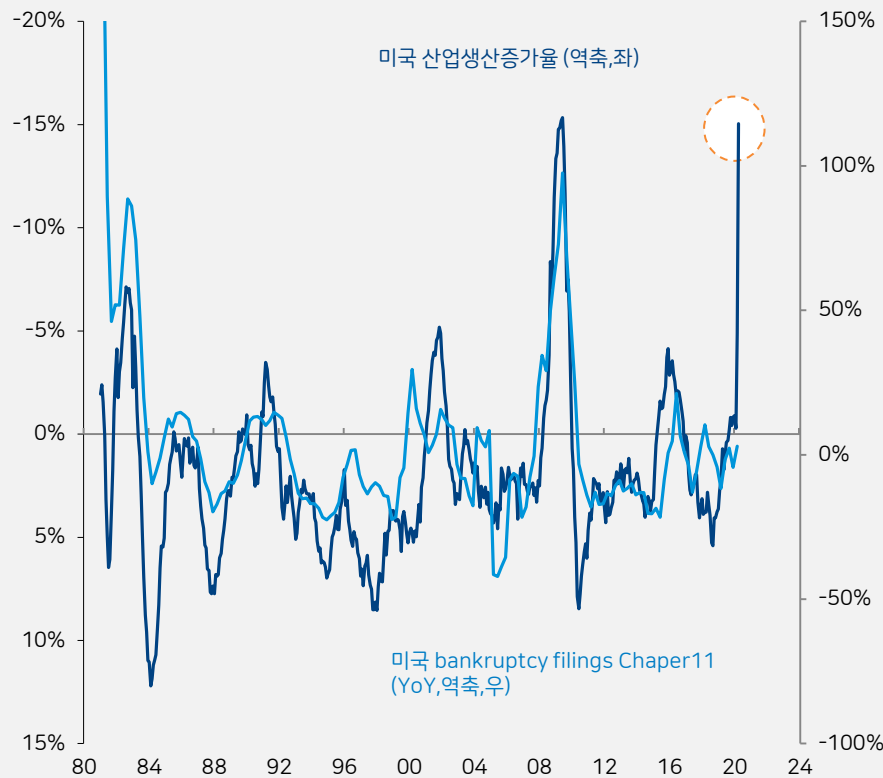


회복이 Slow하면 후행지표 - 도산과 연체를 조심해야 한다

- 당사는 글로벌 경기의 회복 모멘텀이 가을부터 약해진다면 이때 후행지표-실업, 도산, 연체, 공실 등의 악화를 조심해야 한다고 보는 입장이다. 즉, 지금까지는 각국 중앙은행의 막대한 유동성 공급으로 급한 불이 꺼졌지만, 이 지표들은 말 그대로 후행적이기 때문에 하반기에 더 악화될 가능성이 있기 때문이다
- 미국의 경우 산업생산증가율이 리먼 사태 수준만큼 악화되었는데, 이를 후행하여 따라오는 기업도산이 늘어날 가능성이 있다고 본다. 마찬가지로 높아진 실업에 따른 가계 연체율, 악화된 경기에 따른 기업 연체율도 증가할 것으로 보인다. 이는 하반기 주식시장의 내재 리스크로 봐야 할 것이다

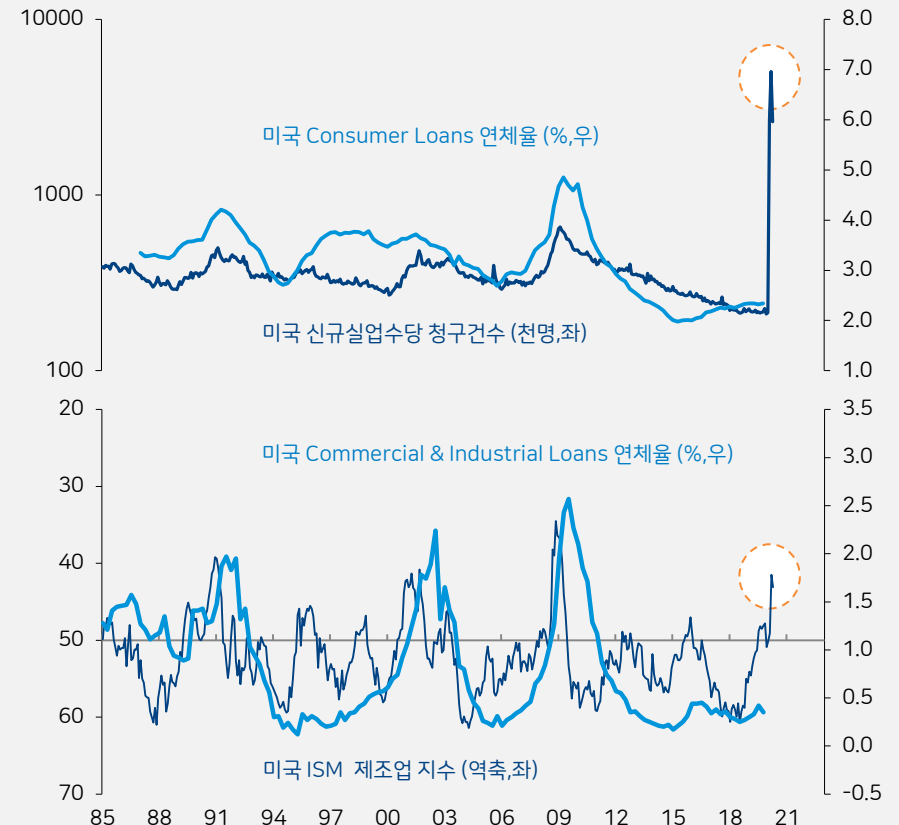
39

미국의 산업생산증가율이 리먼 사태 수준으로 무너졌기 때문에 기업들의 도산이 늘어날 수 있다. FRB가 하이일드 Fallen angel 시장을 방어하고 있지만 도산이 늘어나는 것 자체를 완전히 막기는 어렵다고 본다



40

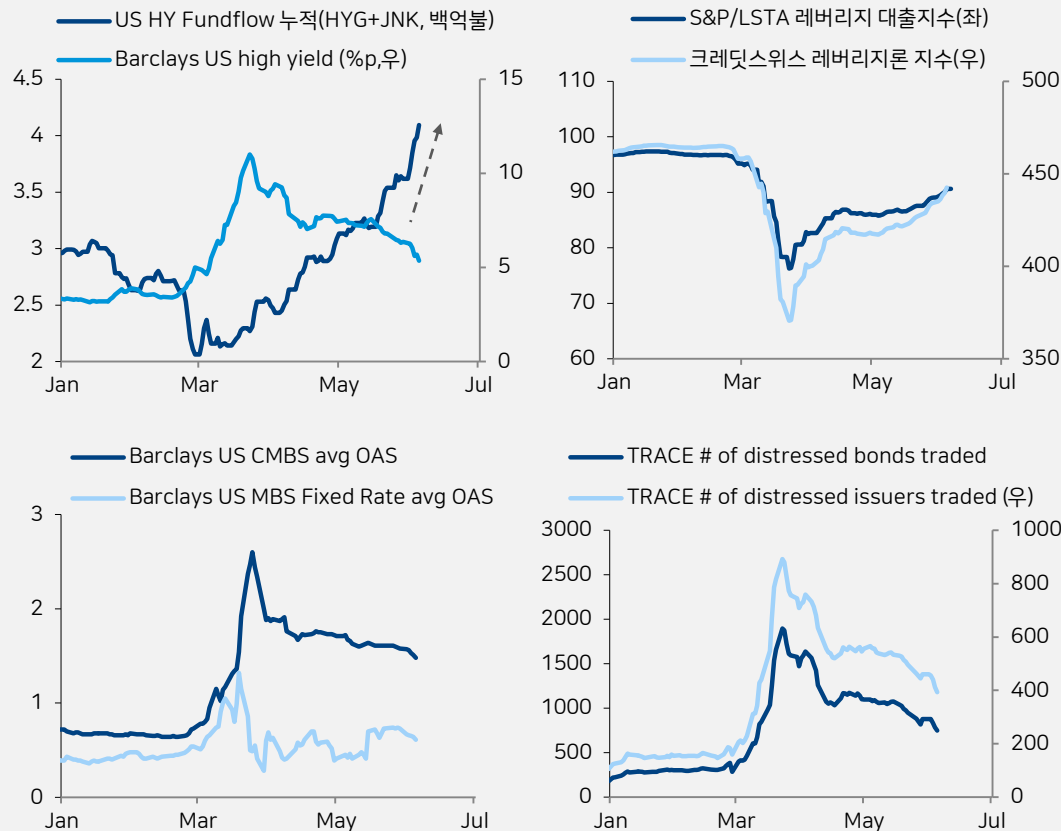
아울러 연체율의 증가에도 주목해야 한다. 도산의 증가와 함께 실업도 증가했기 때문에 개인 및 기업 대출의 연체는 지금부터 늘어날 것이다. 이는 부채의 질이 나빠짐을 뜻하기 때문에 리스크 측면에서 중요한 사안이라고 판단된다



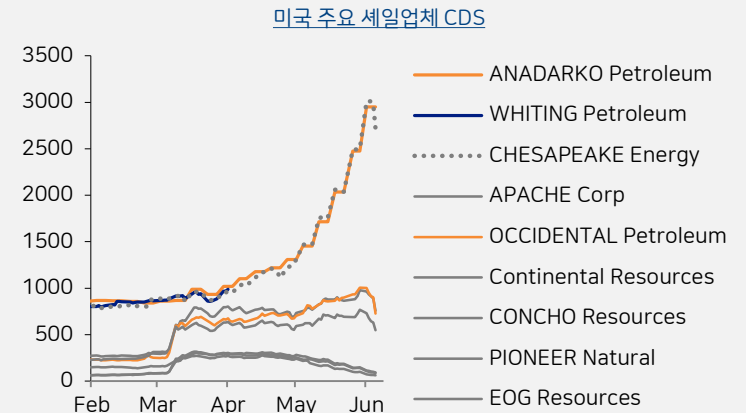
FRB가 잘 대응하겠지만 간헐적인 쇼크가 생길 수 있다

- 코로나19가 미국에서 번지기 시작하면서 하이일드 등급 기업들의 도산 가능성이 폭등할 때 미국 FRB의 대응은 신속하고 강력했다. 그 결과 하이일드 뿐만 아니라 CP, MBS, 레버리지론 등 각종 위험자산들의 가격이 안정을 되찾았다. 최근까지도 하이일드 ETF로 자금 유입이 지속되고 있다
- 그러나 당사는 앞서 언급한 바와 같이 산업생산증가율의 회복이 미미해지면 이 시장의 리스크가 간헐적으로 커질 수 있다고 본다. 이 경우 기업들이 이익을 내기 어렵기 때문이다. 특히 코로나19가 재확산되는 조짐이 발생한다면 리스크가 다시 확대될 수 있다는 판단이다

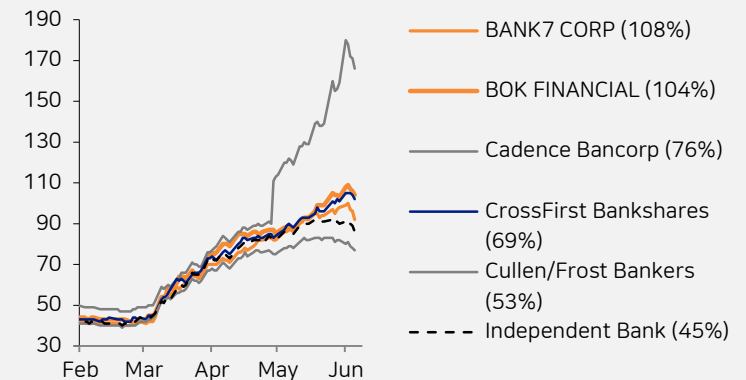
41 코로나19 이후 수많은 리스크에도 불구하고 FRB의 강력한 대응책에 의해 하이일드 시장이 안정되어 왔다. 지금도 하이일드 시장으로 자금이 유입되고 있다



42 유가가 40\$까지 상승했음에도 불구하고 일부 미국 세일업체와 관련 금융기관의 CDS가 계속 상승하고 있다



미국 남서부 금융기관 CDS (괄호안은 에너지 섹터 익스포저)



Market Outlook : 20년 하반기 증시를 어떻게 볼 것인가

I. 하반기 증시를 어떻게 볼 것인가

II. 글로벌 경기 반등은 이미 5월부터 시작되었다

III. 3분기 후반부터 경기 회복속도가 느려질 수 있다

IV. 4분기에는 정책 unwinding 논의가 부각될 수 있다

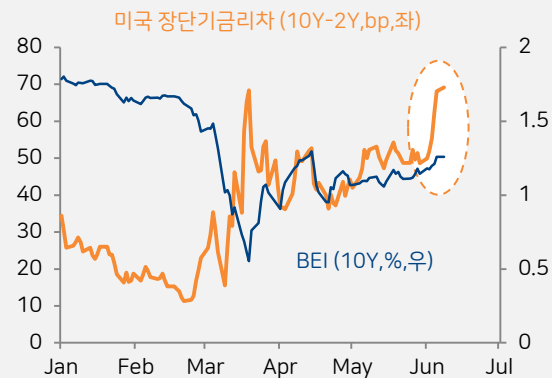
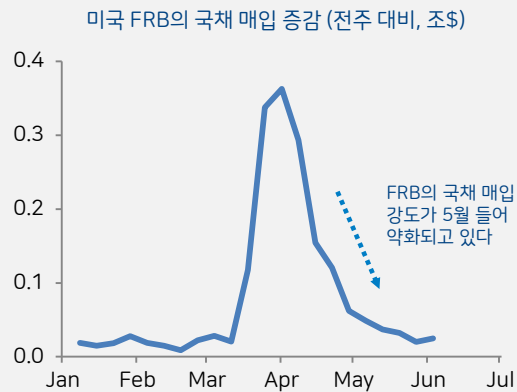
V. KOSPI 전망과 섹터 전략

QE4는 언제까지 계속될까?

- 아직은 이른 얘기이지만, 4분기 증시에 대해 중요한 주제로 다뤄져야 할 것이 글로벌 완화 정책의 unwinding 가능성이다. 만일 코로나19가 빨리 진정되거나 백신이 나오면 경기 반등이 더 강화될 것이고, 이는 지금까지 과하게(?) 쏟아 부었던 통화 및 재정 정책의 unwinding 논의를 시작하게 만들 수 있기 때문이다
- 과거 3번의 QE 당시를 보면, QE가 항상 경기를 반등시키는데 성공했지만, 반대로 QE가 끝나면 다시 흘러내렸다는 점에 주목할 필요가 있다. 더구나 이번 QE4는 과거 어느 때 보다 규모나 속도 면에서 가장 강력했기 때문에 당사는 종료 논의가 시작되는 것 만으로도 시장에 부담을 줄 수 있다고 본다

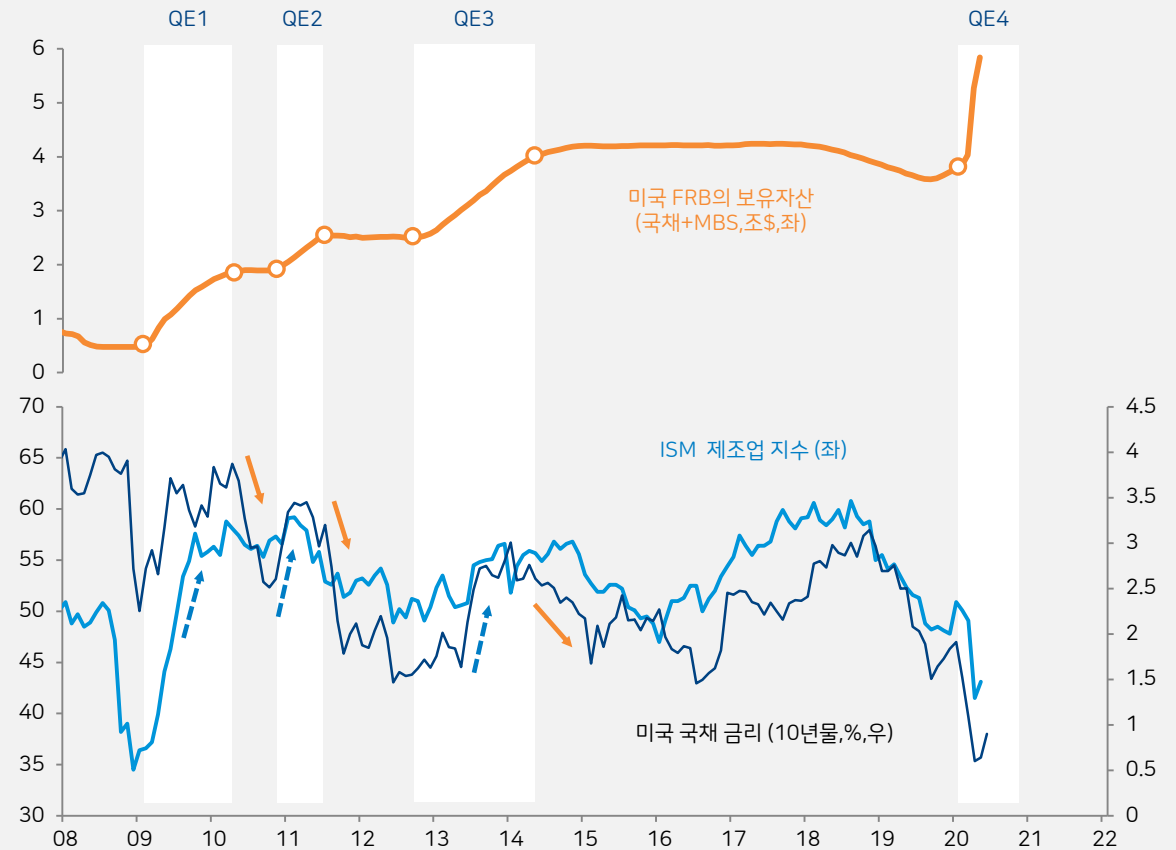
43

QE4 효과로 인해 경기 지표가 호전되고 물가 기대가 올라가면, QE 중단에 대한 논의가 빠르면 4분기 안에 시작될 수 있다



44

과거 연준의 QE는 경기를 끌어올리는 역할을 하였다. 그래서 QE 기간 동안 경제지표의 상승과 함께 금리가 올랐지만, QE가 끝나면 유동성의 역할이 약해지면서 경기와 금리가 다시 내렸다. 이번 QE4의 종료에 대한 논의가 시작될 때 이 문제에 대해 생각해 봐야 한다

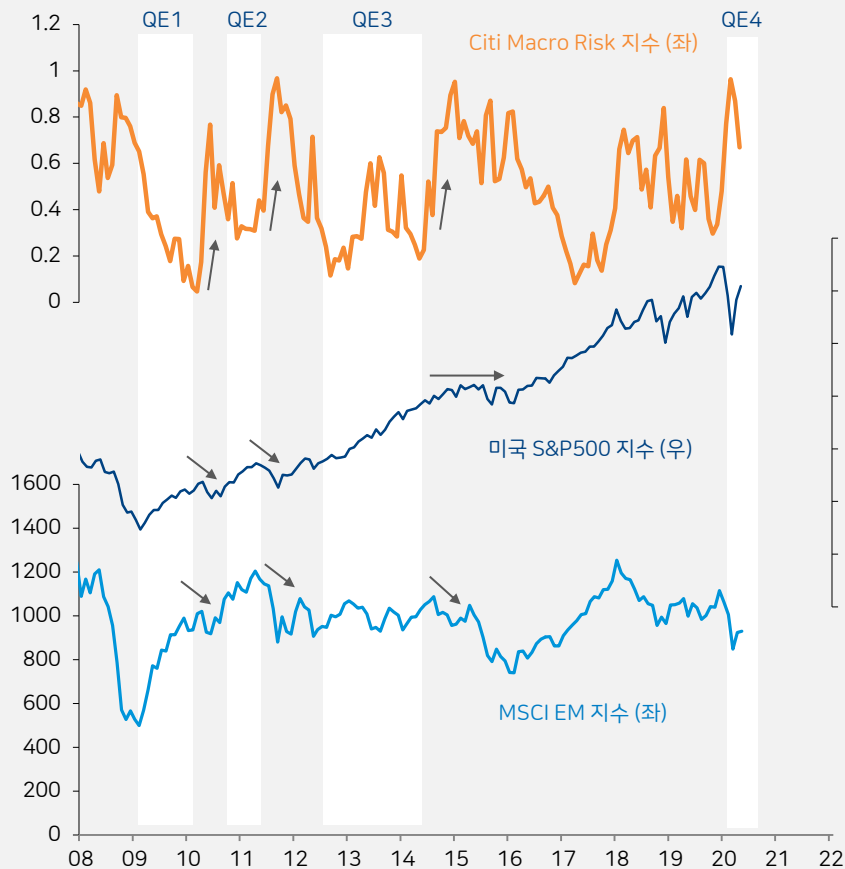


과거 QE 종료는 항상 글로벌 증시에 부담을 주었다

- 앞서 언급한 바와 같이 QE가 끝나면 경기가 다시 나빠졌기 때문에 글로벌 증시는 항상 조정을 거쳤다. 한마디로 유동성의 힘으로 올라갔던 증시가 유동성이 중단되니 다시 내린 것이다. 이때 유동성의 위축이 Risk-off 심리를 자극하면서 모든 위험자산에 대한 스탠스가 전체적으로 약화되었던 것으로 나타났다
- 당사는 코로나19 이후 글로벌 성장주들의 상승 속도가 너무 빨랐다고 본다. 이 섹터들이 코로나19로 산업 성장이 촉진된 부분이 분명 있으나, 이보다는 저금리+유동성 팽창에 기반을 둔 Valuation 확장이 더 큰 동력이었기 때문에 유동성의 unwinding을 조심해야 한다고 보는 입장이다

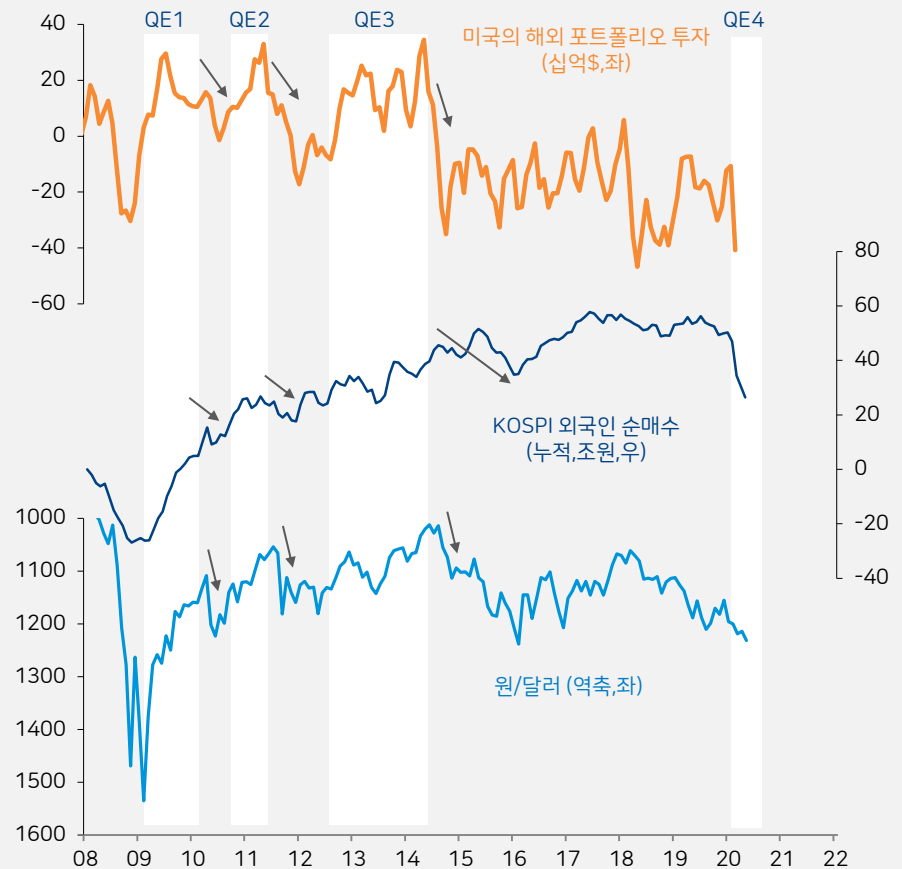
45

과거 QE가 종료될 때마다 Risk 지표의 급등과 함께 주가가 조정을 거쳤다. 이는 앞서 살펴본 바와 같이 유동성으로 끌어올린 경기가 약화되었기 때문이다



46

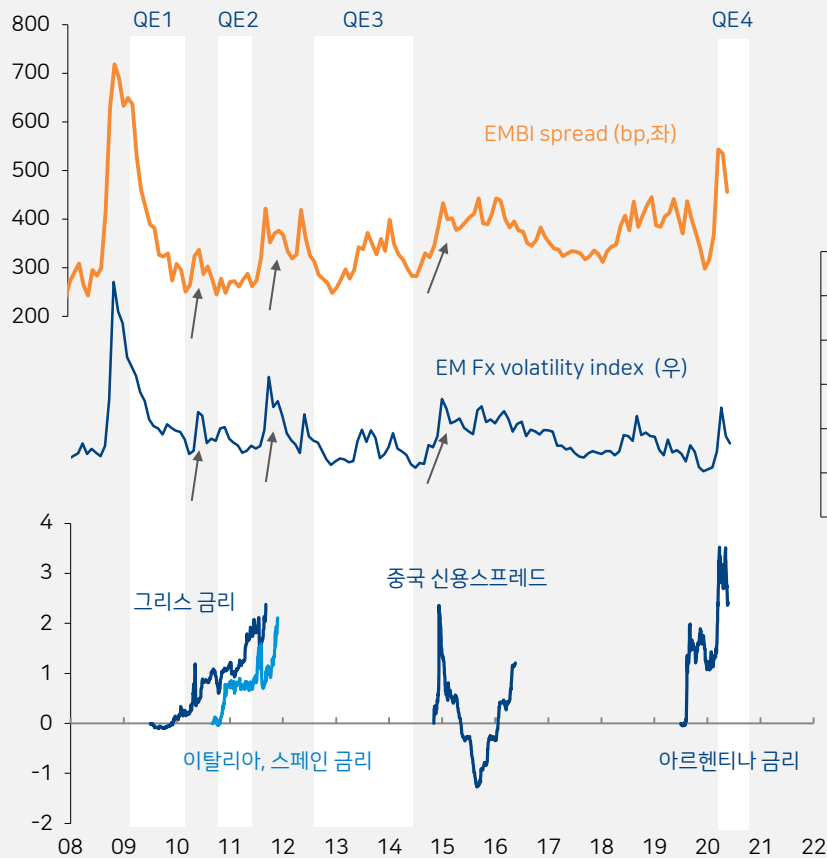
이때 유동성 위축이 Risk-off 심리를 자극하면서 모든 위험자산에 대한 스탠스가 약화되었다. 외국인들도 우리나라 주식을 팔았고 원화도 약세 반전 되었다



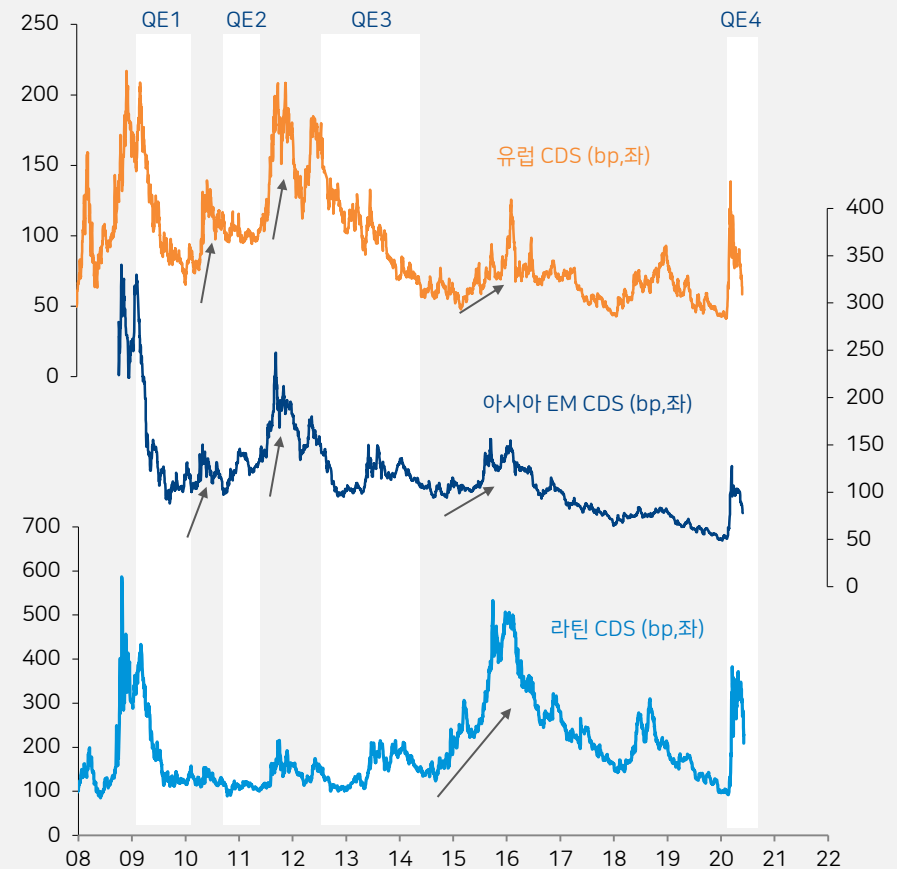
각국의 체력과 코로나19 확산 속도가 다르다는 점도 주목

- 과거 글로벌 유동성이 악화되는 조짐이 있을 때 항상 체력이 약한 한계 국가, 한계 기업들의 문제가 발생하였다. 실제로 QE1이 끝날 때 그리스, QE2가 끝날 때 PIGS, QE3가 끝날 때 중국이 신용 경색을 경험하였다. 이때 주목해야 할 사실은 당시 US와 Non-US의 체력이 달랐다는 점이다
- 즉, 미국이 유동성의 수도꼭지를 잠글 수 있을 만큼 회복이 되었을 때, Non-US에서 이 속도를 못 쫓아온 국가가 위기를 겪었다는 뜻이다. 당사는 이번 코로나19가 나라마다 확산 속도와 범위에 큰 차이를 보여 왔고, 이를 대응하기 위한 재정 여력에도 차이를 보이고 있기 때문에 4분기에는 이 문제에 대해 주목해야 한다고 본다

47 QE가 끝날 때 항상 체력이 약한 한계 국가들이 신용 경색을 겪었다. 이는 미국이 회복되어 유동성을 잠글 때 미국만큼 회복되지 못한 국가들에서 발생하였다



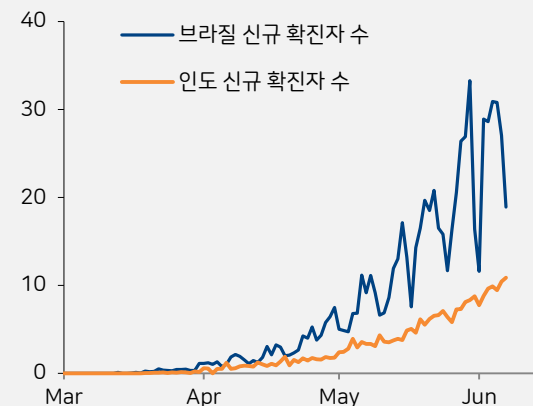
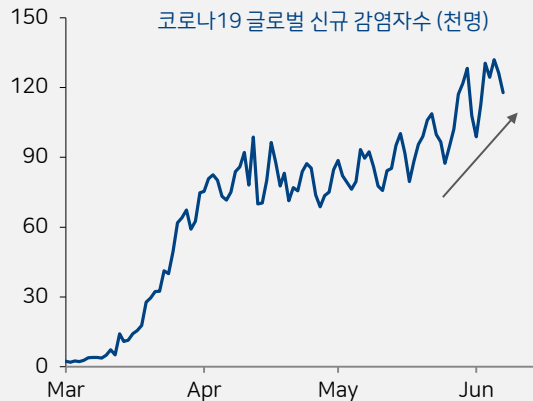
48 최근 각 지역별 CDS를 보면 과거보다 안정되어 있으나, 각국 경제 주체들의 부채 비율이 역사상 최고치에 있기 때문에 4분기에는 이 문제에 주목해야 한다고 본다



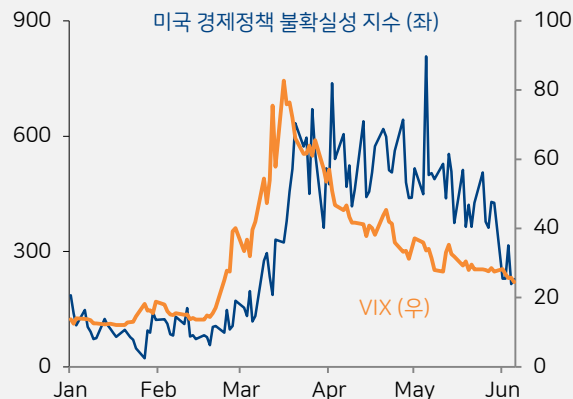
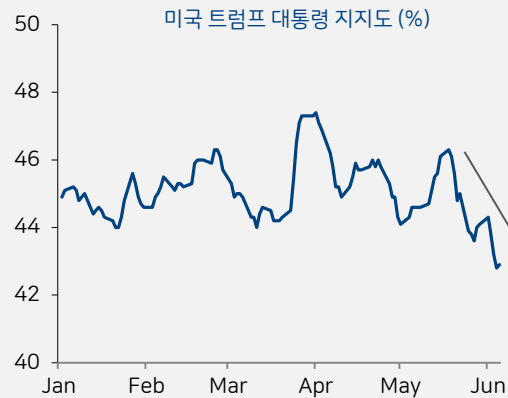
4분기, 정책 불확실성에 대비할 시점

- 결론적으로 당사는 올 4분기에 정책 불확실성이 커질 수 있다고 본다. 코로나19가 다행히 진정되면 상반기 시행했던 완화정책을 거두려는 논의, 아울러 훼손된 재정을 다시 채우기 위한 증세 논의 등이 시작될 수 있기 때문이다. 반대로 코로나19가 진정되지 않고 다시 재확산 될 수 있다는 점도 불확실성 중의 하나라고 본다
- 또한 4분기에 미국의 대선이 있다는 점도 불확실성을 높이는 요인이다. 트럼프 대통령의 지지도가 계속 낮아지고 있기 때문이다. 당사는 미국 대선에 가까워질수록 미중 무역 분쟁과 관련된 악재들이 다시 부각될 수 있다고 본다. 트럼프 대통령 입장에서 보면 중국을 공격해야 지지도가 높아질 수 있다고 볼 것이기 때문이다

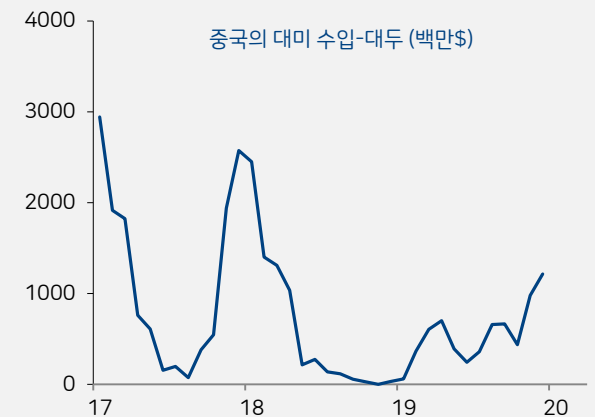
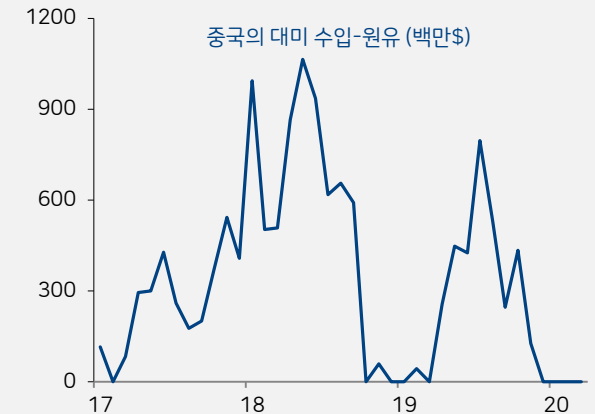
49 코로나19가 이머징 마켓을 중심으로 5월 중반 이후 다시 빠르게 확산되고 있다



50 당사는 4분기에 있을 미국 대선도 불확실성 요인이라고 본다. 트럼프 대통령의 지지도가 낮아지고 있기 때문이다



51 미국 대선 시기에 가까워질수록 미중 관련 악재가 부각될 것이다. 중국이 미국 제품을 사지 않고 있기 때문이다



Market Outlook : 20년 하반기 증시를 어떻게 볼 것인가

I. 하반기 증시를 어떻게 볼 것인가

II. 글로벌 경기 반등은 이미 5월부터 시작되었다

III. 3분기 후반부터 경기 회복속도가 느려질 수 있다

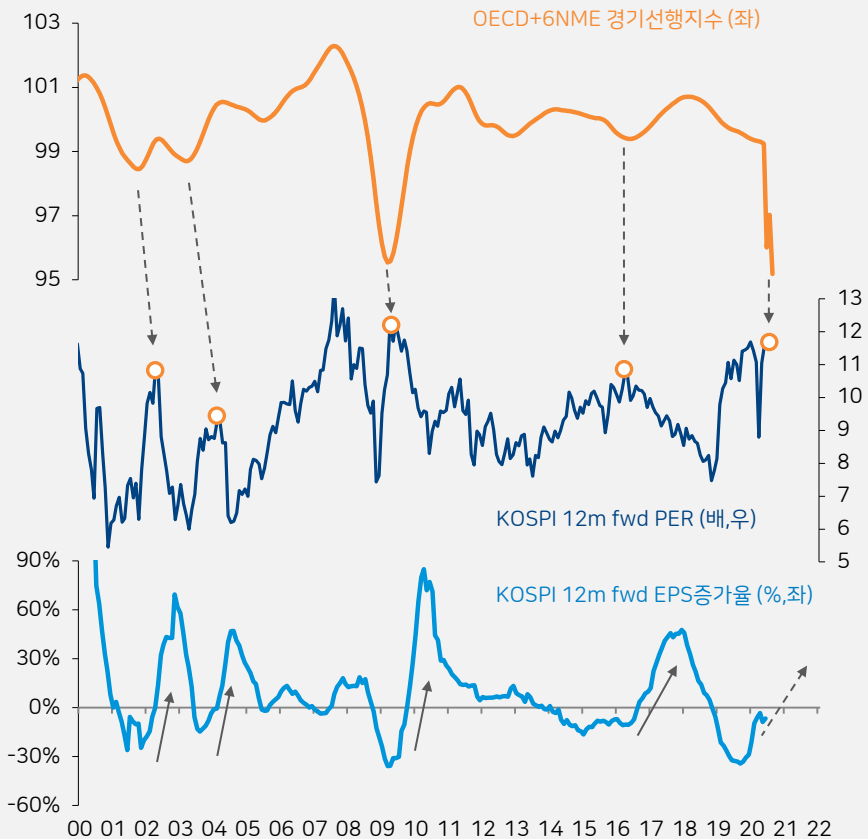
IV. 4분기에는 정책 unwinding 논의가 부각될 수 있다

V. KOSPI 전망과 섹터 전략

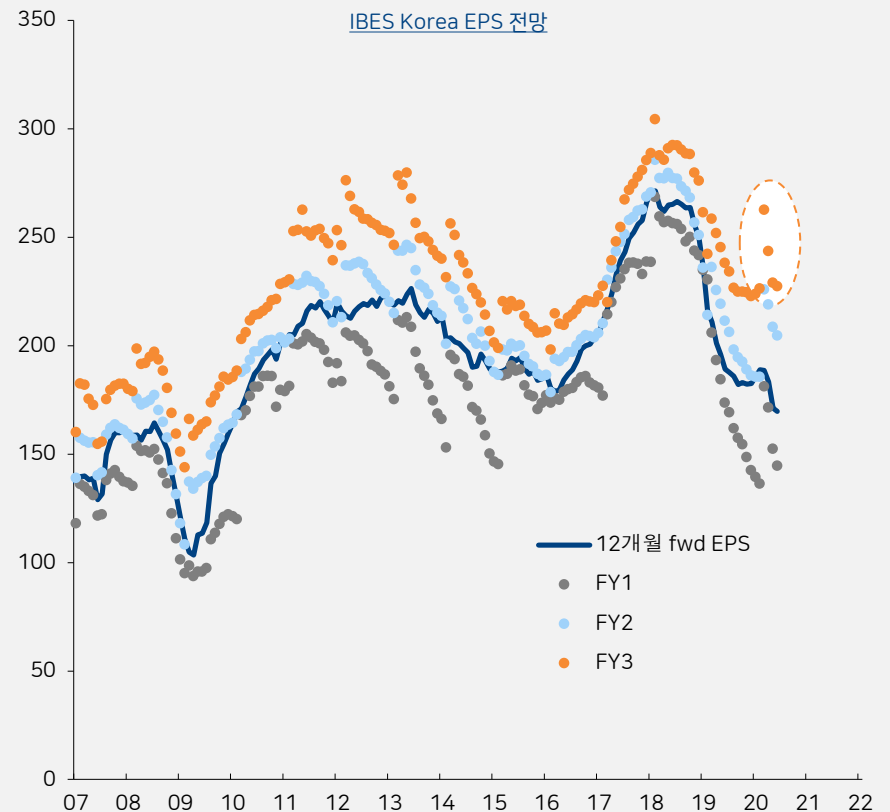
쇼크 때 주가는 Long-term 이익을 반영한다

- 현재 KOSPI의 PER이 리먼 사태 이후 최고치인 11배를 상회하고 있기 때문에 Valuation 고평가 얘기가 자주 나오고 있다
- 그러나 과거 어떤 쇼크로 인해 경기선행지수가 무너졌을 때 PER을 보면 항상 높았던 것을 볼 수 있다. 이는 이익이 무너진 상태에서 주가가 부양책으로 먼저 오르기 때문인 것이다. 나중에 기업이익이 정상화되면서 PER이 다시 낮아지는데, 이를 보면 쇼크 때 주가는 Long-term 이익을 반영한다고 볼 수 있다
- 즉, 평상시 우리가 쓰는 12개월 fwd EPS를 보는 것이 아니라 24개월 내지 그 이상을 내다본 이익을 주가에 반영한다는 뜻이다

52 경기선행지수가 급락하고 나서 주가는 이익이 무너진 상태에서 오르기 시작하기 때문에 항상 이 시기는 PER이 높다. 그러나 나중에 이익이 회복되면서 PER이 낮아진다. 따라서 이 때 높은 PER은 long-term 이익을 반영한다고 볼 수 있다



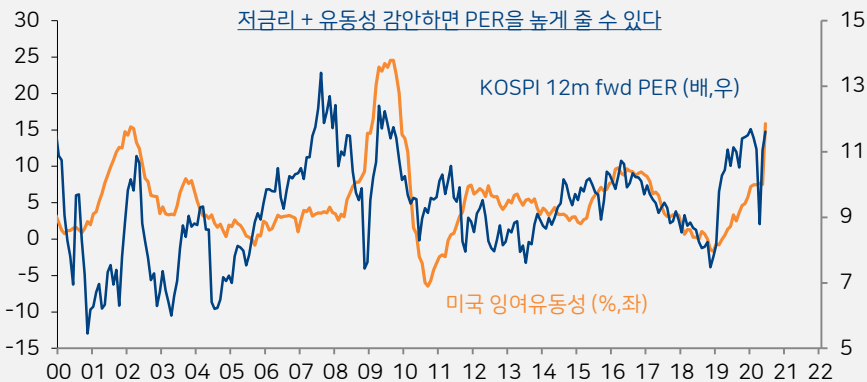
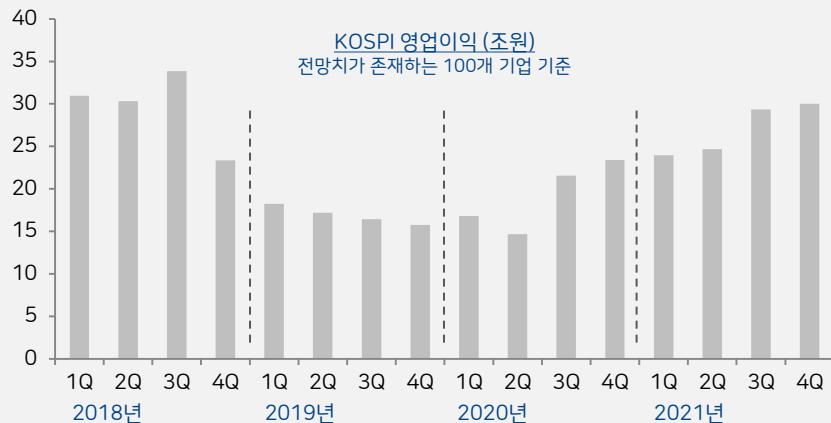
53 PER을 구할 때 쓰는 12개월 fwd EPS는 올해와 내년 이익의 시간 가중 평균치이다. 그러나 쇼크 때에는 이익이 단기에 회복되기 어렵기 때문에 경기가 정상화 되었을 때의 이익 FY3까지 주가에 반영하는 것이 옳다고 본다



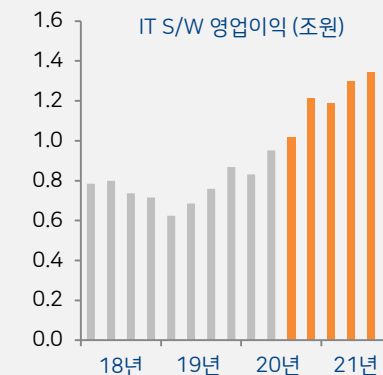
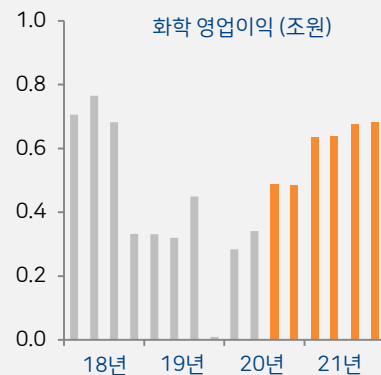
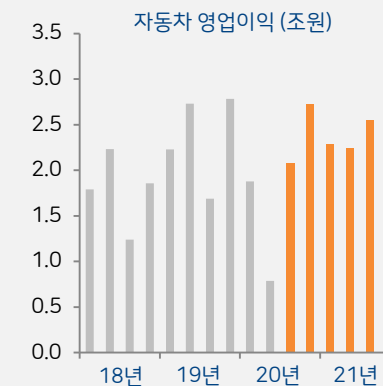
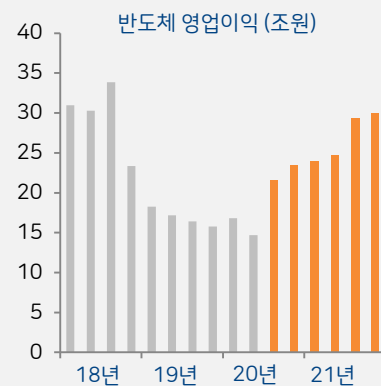
이익 전망 : 내년 이익은 '18년 수준에 접근할 것으로 예상

- 최근 KOSPI 주요 종목의 이익 전망을 보면 하반기 이익은 '19년 대비 130% 증가하고, 내년 이익은 경기가 좋았던 '18년 수준에 이를 것으로 전망되고 있다. 당사는 이러한 전망의 가시성이 아직 낮다고 보고 있는데, 코로나19가 재확산되지 않는다면 내년 이익은 개선 폭이 클 것으로 보고 있다
- 아울러 당사는 이번 코로나19로 인해 역대급 저금리와 유동성 팽창이 있음을 감안할 때 현재 PER이 적정하다고 보는 입장이다. 따라서 단기적으로 주가는 2350, 4분기에 주춤했다가 내년에는 2500포인트까지 상승할 수 있다고 본다

54 올 하반기 기업이익은 '19년 대비 130% 증가하고, 내년 이익은 경기가 좋았던 '18년 수준에 이를 것으로 전망되고 있다. 이러한 전망에 아직 불확실성이 있으나 주가는 내년엔 2500 포인트까지 상승할 수 있다고 판단된다



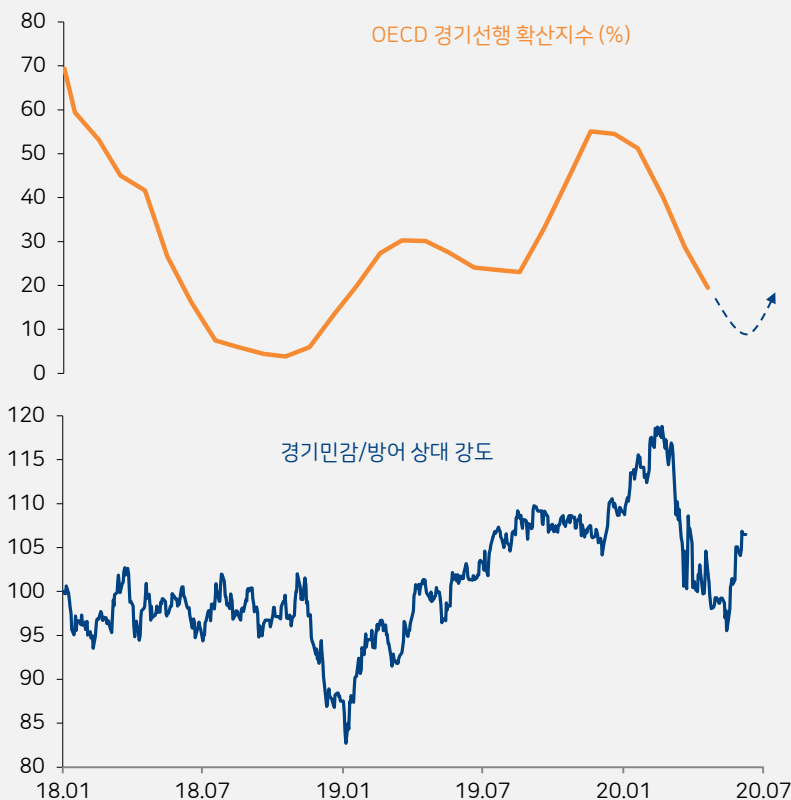
55 하반기 영업이익 회복은 반도체, 화학, IT S/W, 자동차 섹터가 주도하는 것으로 전망되고 있다



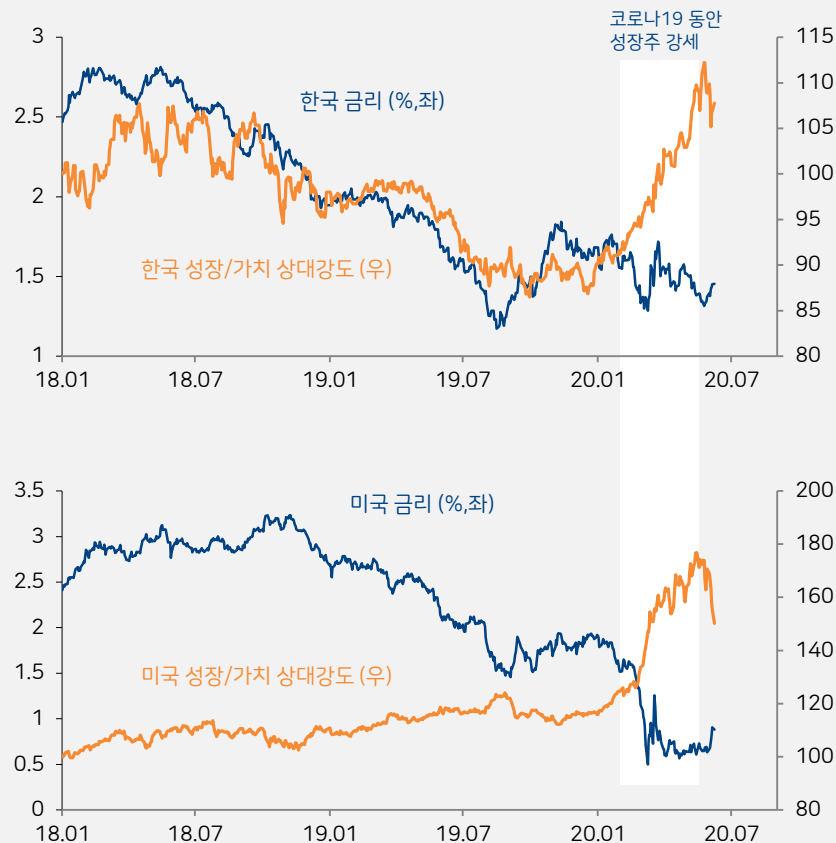
경기민감 가치주가 당분간 우위, 중장기적으로는 성장주

- 섹터 전략 측면에서 볼 때 당사는 글로벌 Lockdown 해제로 인해 경기가 반등할 것이기 때문에 경기민감 섹터의 비중 확대를 권해 왔다. (글로벌 봉쇄 해제가 증시에 주는 의미 5월27일 리포트 참고) 우리는 당분간 이러한 전략을 유지하는 것이 옳다고 본다
- 경기민감 섹터에 가치주 비중이 높다 보니 이러한 섹터 전략은 당연히 당분간 가치주의 강세를 의미한다. 코로나19가 확산되는 동안 언택트 산업과 바이오 중심으로 성장주 강세가 있었는데, 이는 잠시 주춤할 것으로 보인다. 그러나 중장기적으로 볼 때 저금리 기반의 성장주 랠리는 계속 된다고 보는 입장이다

56 하반기 섹터 전략은 경기민감주 확대 전략이다. 앞서 당사는 올해 경기를 역N자형으로 본다고 했는데, 이를 감안할 때 3분기는 민감주가 우위에 있다고 본다

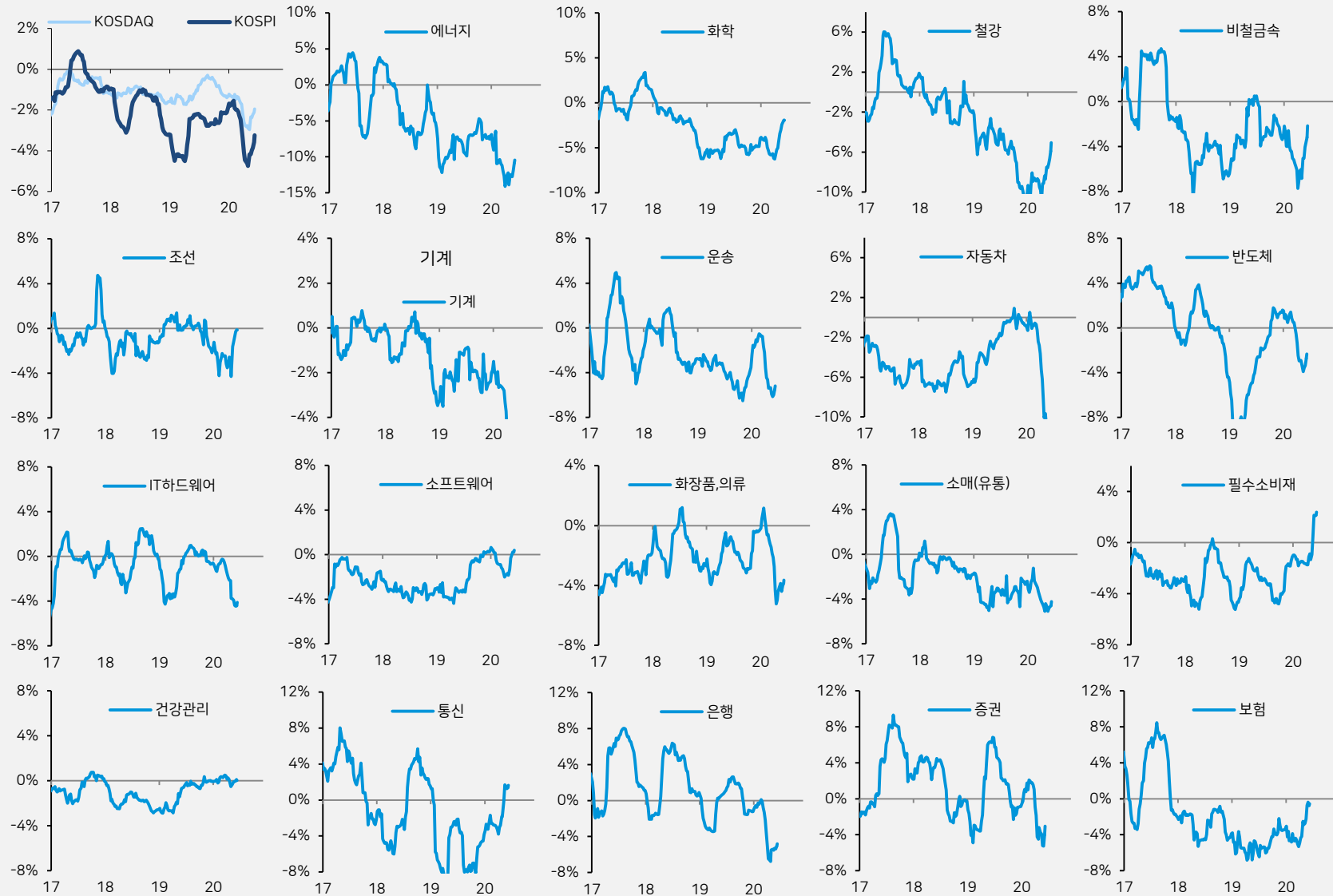


57 아울러 당사는 경기가 반등할 때 가치주의 회복이 있을 것으로 보고 있다. 다만 중장기적으로 보면 성장주의 우위가 깨질 시점을 아니라고 본다



섹터별 Earnings revision

58



Compliance Notice

- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자 : 조익재, 박우열)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.