

Ⅲ. 한국 주식시장

## 강한 KOSPI가 온다

이경민 kyoungmin.lee@daishin.com

### 단기 교통정리가 필요하지만...

글로벌 증시 중 가장 강했던 KOSPI가 흔들리고 있다.

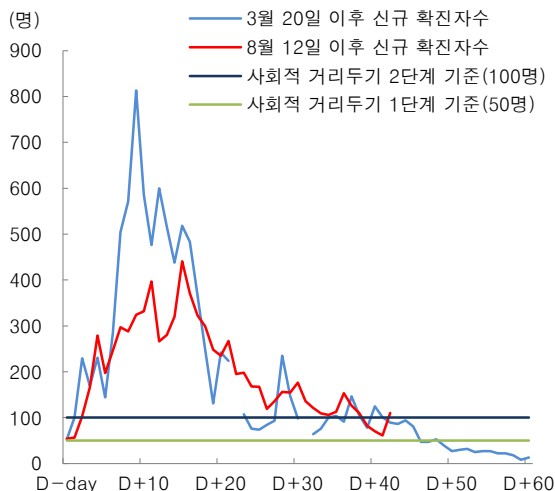
아직 밸류에이션 부담이 남아있는 상황에서 1) 9월초 시작된 글로벌 금융시장의 약세흐름이 지속되고 있고, 2) 원/달러 환율 변동성 확대가 국내 투자심리와 수급상황에 불확실성을 높이고 있기 때문이다. 3) 코로나19 재확산이 진정세를 보이고 있지만, 사회적 거리두기 2단계가 유지되고 있다는 점도 부담이다.

당분간 KOSPI는 글로벌 금융시장, 원/달러 환율 변화에 민감한 반응을 보일 전망이다. 본격적인 미국 대선 불확실성 유입, 유럽 코로나19 재확산으로 인한 외환시장 변동성 확대(유로 약세, 달러 강세) 가능성도 경계해야 할 변수이다.

주목해야 할 것은 KOSPI를 비롯한 글로벌 증시의 변동성 확대의 원인이 가격변수의 급등락, 이로 인한 투자심리 및 수급변화라는 점이다. 글로벌 증시, KOSPI의 추세를 결정짓는 펀더멘탈 변수는 여전히 우호적인 흐름을 보이고 있다.

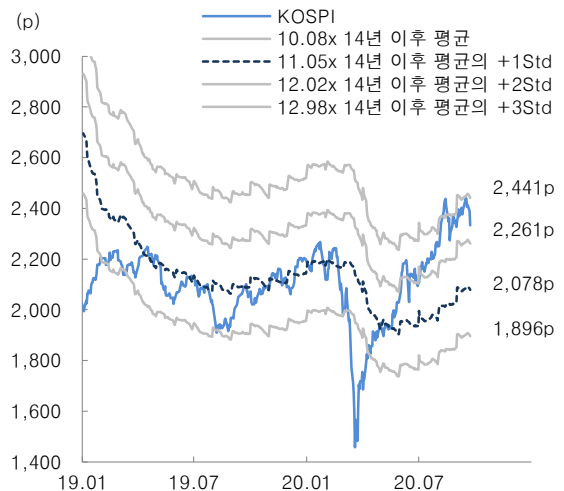
과열/밸류에이션 부담을 덜어낸 이후에는 다시 상승추세를 이어갈 전망이다.

그림 1. 한국 코로나19 재확산은 진정세 뚜렷  
다만, 사회적 거리두기는 2단계 유지



자료: WHO, CEIC, 대신증권 리서치센터

그림 2. KOSPI 12개월 선행 PER Band  
밸류에이션 부담 완화까지 시간이 필요



자료: FnGuide, 대신증권 리서치센터

## KOSPI 중장기 상승추세 견고해져

향후 글로벌 증시, KOSPI는 유동성 장세에서 실적/펀더멘털 장세로 진화할 전망이다. 유동성, 정책 동력이 장기적으로 이어지는 가운데 펀더멘털, 즉 글로벌 경제와 기업이익 모멘텀이 유입된다는 것이다.

실제로 펀더멘털 개선세는 가시화되고 있다. 코로나19 이후 경제지표 서프라이즈가 이어진데 이어 최근 경제전망, 기업이익 전망이 상향조정되고 있다. 2021년까지 글로벌 GDP 성장률, 이익모멘텀이 더 강화될 수 있다는 의미이다.

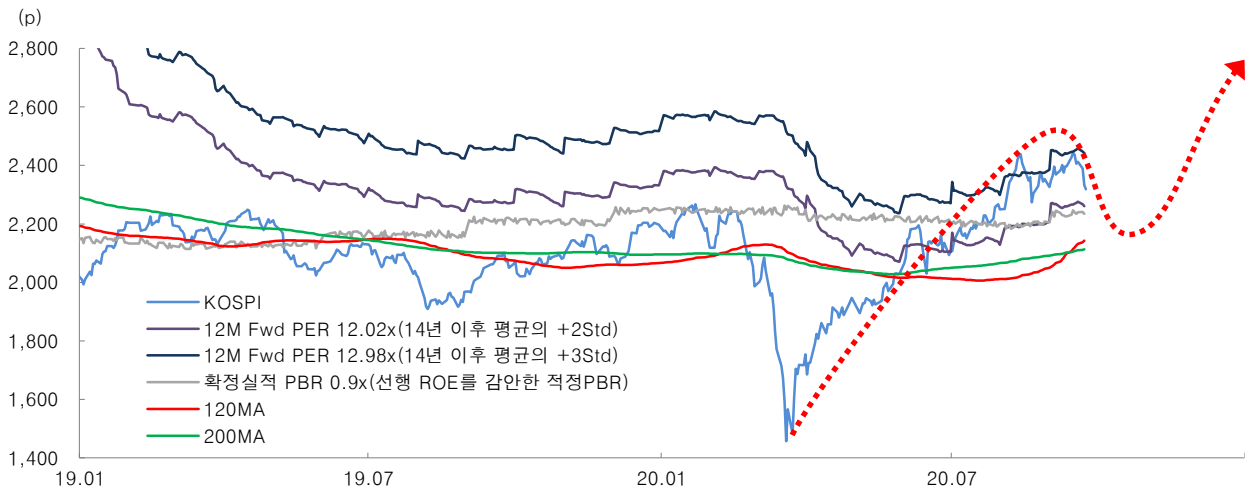
한국 증시는 코로나19 극복국면, 글로벌 유동성 장세에서 글로벌 증시 중 가장 빠른 회복력을 보였다. 한국 증시의 차별적인 강세는 펀더멘털 동력에 정책, 유동성, 산업적인 측면에서 긍정적인 변화들이 유입된 결과이다.

필자는 글로벌 실적/펀더멘털 장세에서도 KOSPI의 상대적 강세가 지속될 것으로 생각한다. 한국 경제의 차별적인 모멘텀, 안정성에 실적 측면에서의 변화, 자산가치의 매력을 높여줄 원화 강세가 이미 시작되었다.

단적인 예로 2016년 ~ 2018년초까지 경제/기업이익 전망이 동반 상향조정되었던 국면을 생각할 수 있다. 당시 글로벌 증시는 2년간 상승추세를 이어갔다. 글로벌 경기/교역개선과 맞물려 KOSPI는 IT를 중심으로 글로벌 증시대비 강세를 보였다.

현재 시점에서 이전과 다른 점은 유동성/정책 모멘텀이 유입되었고, 그 강도는 사상 최대치이다. 사상 유례없는 규모와 강도의 유동성, 재정정책이 단기간에 투입되었다. 글로벌 증시, KOSPI의 상승추세는 예상보다 강할 수 있다.

그림 3. KOSPI 2020년 예상경로. 9월말 ~ 10월초 가격조정 이후 상승추세 재개 전망



자료: FnGuide, 대신증권 리서치센터

**첫째, 실적전망  
상향조정.  
글로벌 증시대비  
상대적 강세국면  
진입 가능성 확대**

코로나19 방역, 이후 회복국면에서 KOSPI는 차별적인 매력을 보여왔고, 이에 근거해 주식시장은 상대적으로 강했다. 그럼에도 불구하고 기업이익에 대한 불안감이 추가 상승여력에 대한 의구심으로 남아있었다. 기업이익 전망이 하향조정되면서 KOSPI 밸류에이션 부담을 높이고, 추가 상승여력을 제한해 왔던 것이다.

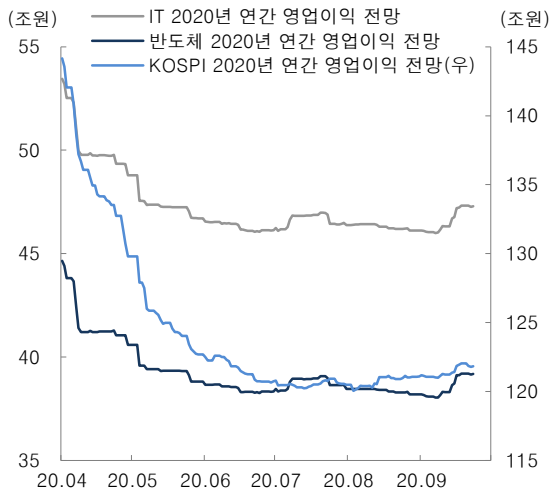
다행스럽게도 9월들어 KOSPI의 기업이익 전망이 상향조정되기 시작했다. 최근 삼성전자와 IT업종 중심으로 실적 전망이 상향조정되고 있다는 점에 주목한다.

현재 인터넷, 2차전지, 제약/바이오 등은 매년 이익전망이 사상최대치를 경신하며 구조적 성장을 이어갈 전망이다. 다만, KOSPI가 역사적 고점을 넘어 추세적인 상승을 이어가기에는 2% 부족했던 것이 사실이다. 그 2%를 삼성전자, 반도체, IT가 채워줄 전망이다.

반도체 업종의 이익은 2022년이나 2017년, 2018년 이익수준에 근접할 것으로 예상된다. 그러나 삼성전자를 중심으로 반도체와 IT 업종의 실적이 현재 기대보다 좋아진다면 KOSPI 상승여력은 크게 상향조정될 수 있다. 2016년 상반기만 해도 2017년, 2018년 반도체와 IT 실적이 사상최대를 기록할 줄 예상치 못했다.

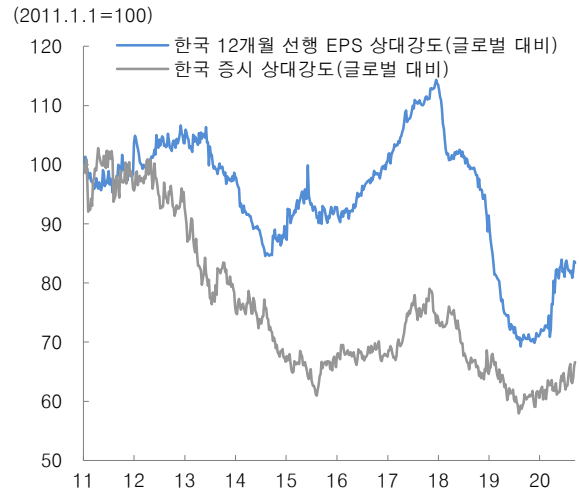
반도체, IT 이익전망이 상향조정되면서 KOSPI의 실적전망 상향조정 속도가 글로벌 대비 빨라지기 시작했다. KOSPI 지수의 글로벌 증시대비 상대강도는 이익전망의 상대강도와 궤도를 같이 해왔다. 향후 실적/펀더멘털 장세에서도 KOSPI는 상대적 강세를 이어갈 전망이다.

그림 4. 반도체, IT 중심으로 실적 전망 상향조정



자료: FnGuide, 대신증권 리서치센터

그림 5. 글로벌 증시대비 실적 개선속도 빨라져...  
글로벌 증시대비 한국 증시 상대적 강세 전망



자료: Bloomberg, I/B/E/S, 대신증권 리서치센터

**둘째, 원화 강세.  
한국 자산가치  
재평가 국면 진입  
& 외국인 순매수**

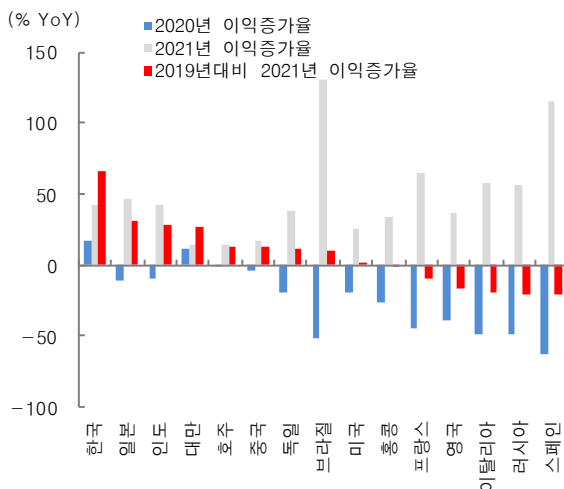
원/달러 환율 하락(원화 강세)이 급하게 전개되고 있다. 물론, 단기적으로 가파른 원화 강세로 인해 교통정리의 과정은 필요하지만, 중장기적인(6개월 ~ 1년) 원화 강세를 전망한다. 주목할 점은 글로벌 경기 회복국면에서 상대적 우위를 보일 것이라는 점이다.

궁극적으로 원화 강세는 원화에 대한 선호 강화라는 의미이다. 한국 금융시장에 우호적인 변화이자, 한국 증시가 글로벌 증시대비 상대적 강세를 이어가는데 있어 중요 동력이 될 전망이다. 1) 한국 자산가치 재평가와 함께 2) 외국인 수급개선을 기대할 수 있기 때문이다.

한 국가의 환율은 해당 국가의 경쟁력, 경제의 거울이라고도 한다. 한국은 OECD 회원국들 가운데 경제 성장률 차원에서 상위권에 속한다. 코로나19 충격에서 상대적으로 충격이 덜한 것은 물론, 글로벌 경기회복 국면에서도 수혜를 기대할 수 있기 때문이다. 한국은 글로벌 주요국 중 2021년 GDP가 2019년, 즉 코로나19 이전 수준을 넘어서는 몇 안되는 국가이다(중국, 인도, 한국). 기업실적 측면에서도 2019년대비 2021년 이익증가율은 한국이 65.8%로 압도적인 1위이다. 코로나19 위기에도 불구하고 2020년, 2021년 연속 이익모멘텀을 높이는 유일한 국가이다.

한국 증시의 상대적 강세(글로벌 증시대비)는 항상 원화 강세와 함께 시작되었다. 펀더멘털 모멘텀의 우위는 물론, 한국 자산시장에 대한 가치상승, 추가적인 기대수익률 상승(환차익) 등이 글로벌 자금 유입으로 이어지기 때문이다.

그림 6. 차별적인 펀더멘털 동력을 보유한 한국 증시



자료: I/B/E/S, 대신증권 리서치센터

그림 7. 펀더멘털에 기반한 원화 강세는 KOSPI를 강하게 만들 것



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

### 셋째, 환율효과를 극복할 수 있는 펀더멘털 동력

원화 강세하면 다수의 투자자들이 환율 효과 약화, 이로 인한 수출주 부진에 대한 우려를 표명한다. 기업실적에 환율 변수가 영향을 주는 것은 사실이다. 그러나 환율의 약세, 강세의 근본적인 원인을 생각해 봐야 한다. 앞서 언급했듯이 환율은 한 나라의 경제 상황을 보여준다. 원화 약세는 해당 국가의 펀더멘털에 대한 부정적인 시각이, 원화 강세는 긍정적인 시각이 반영되었다는 것이다.

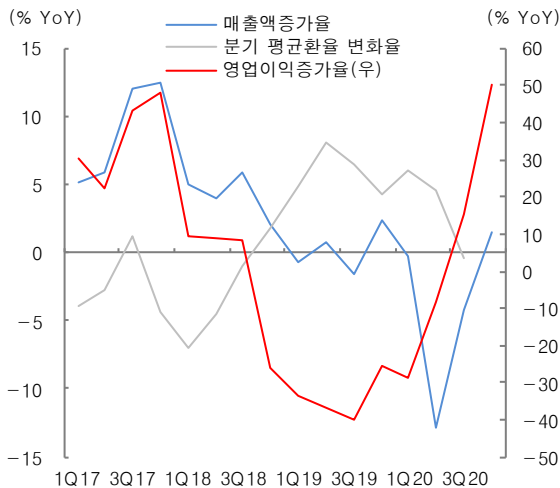
실제로 과거 분기별 이익증가율과 원/달러 환율 변화율을 보면 원/달러 환율 변화율과 이익모멘텀 간에는 정반대의 흐름이 나타난다. 환율 증가율이 플러스일 때 이익모멘텀이 마이너스 반전하고, 마이너스 폭이 확대되는 것을 볼 수 있다. 반대로, 환율 변화율이 플러스에서 마이너스 전환할 때 이익모멘텀은 강해진다.

결국, 원화 강세로 인한 수출 경쟁력 약화 문제는 글로벌 경기 및 교역회복이 가시화되며 자연스럽게 해결될 전망이다. 펀더멘털 모멘텀이 환율 효과의 소멸, 약화보다 강하기 때문이다.

KOSPI와 대표 수출주인 반도체, 자동차의 2021년 이익모멘텀은 각각 40%, 39%, 53%에 달한다. 환율 효과가 2021년 KOSPI와 수출주 실적모멘텀을 좌지우지하지 못할 가능성이 높다. 환율보다 양호한 글로벌 경기(경제성장률 상향조정), 이와 맞물린 업황/실적 개선 기대가 증시, 수출주 흐름에 더 큰 영향을 미칠 전망이다.

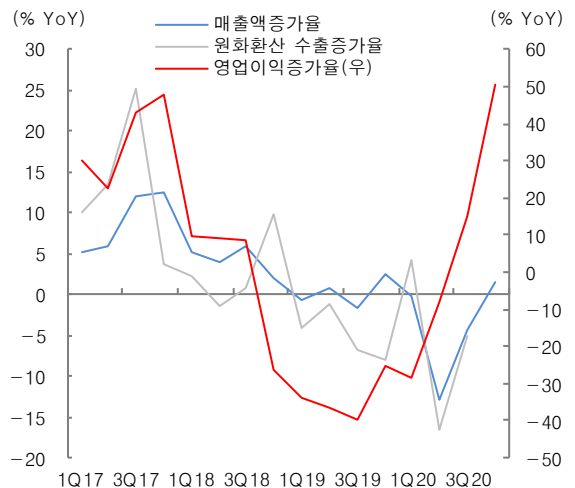
원/달러 환율 변동성이 잦아든 이후 원화강세의 긍정적인 모멘텀이 한국 증시에 본격적으로 유입될 것으로 예상된다.

그림 8. 환율효과? 원화약세는 경기/교역불안을 반영  
오히려 원화약세 국면은 이익모멘텀 약화



자료: Fnguide, 대신증권 리서치센터

그림 9. 기업 실적에서 환율효과보다 더 중요한 것은  
글로벌 경기/교역모멘텀



자료: Fnguide, 대신증권 리서치센터

인터넷, 2차 전지, 제약/바이오 비중확대

반도체, 자동차는 조정시 매수

KOSPI의 변동성 확대는 비중확대 기회이다. 중장기 상승추세를 지지하는 펀더멘털 동력은 강화되고 있고, 한국 경제 뿐만 아니라 기업이익 전망과 환율 변수까지 KOSPI의 상대적 강세를 뒷받침하고 있다.

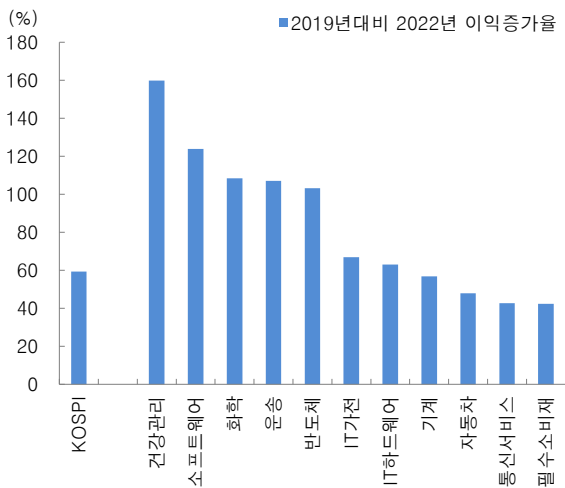
실적/펀더멘털 장세에서 주목해야 할 업종은 수년 동안 실적 개선세가 지속되며 증시 전체의 이익개선을 주도하고, 밸류에이션 부담을 극복할 수 있는 업종이다.

대표적인 업종은 인터넷, 2차 전지, 제약/바이오이다. 이들 업종은 기존 주도주로서 2022년까지 매년 이익전망이 사상최대치를 경신하며 구조적 성장을 이어갈 전망이다. 이번 상승추세에서 주도주/주도업종/스타일 변화는 없다고 본다.

이와 함께 반도체, 자동차 업종의 비중확대를 제안한다. 2021년 글로벌 경기회복, 수출모멘텀 강화는 업황 개선 기대를 높일 전망이다. 이미 변화의 조짐이 가시화되고 있다. 여기에 한국판 뉴딜정책과 글로벌 재정정책(ICT 플랫폼 구축, 신재생에너지 산업 육성 등)의 수혜를 기대할 수 있다. 원화 강세추세로 인한 외국인 순매수 유입시 한국증시의 대표업종으로서 주목받을 가능성도 높다.

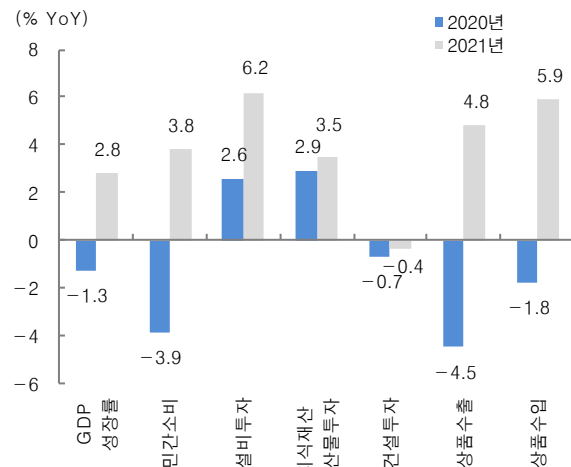
한국은행 GDP 성장률 수정전망을 통해서도 주도 업종을 확인할 수 있다. 한국은행은 2020년, 2021년 IT주도의 설비투자 확대, 언택트 산업 활성화(지식재산생산물 투자)에 대한 기대가 크다. 이와 함께 2021년 글로벌 교역 V자 반등이 가능할 것으로 보고 있다. 최근까지 KOSPI 상승을 주도하는 산업/업종에 대한 관심을 유지해야 하는 이유이자, 2021년 수출주 모멘텀 회복/강화를 기대할 수 있는 변화이다.

그림 10. 2022년까지 KOSPI 이익개선을 주도하는 제약/바이오, 인터넷, 2차 전지 & 반도체, 자동차



자료: Fnguide, 대신증권 리서치센터

그림 11. 한국은행 전망. 설비투자, 지식재산물투자는 차별적인 모멘텀 보유. 수출은 V자 반등



자료: 한국은행, 대신증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

---

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자 : 이경민)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

---