

리서치센터 투자전략팀 | 2021년 5월

5월 월간 전망

: Sell in May? Stay in May!



투자전략/시황 한지영
02) 3787-5241
hedge0301@kiwoom.com

퀀트 최재원
02) 3787-0331
cjlw5056@kiwoom.com

키움증권 



Summary

I. 5월에 팔고 떠나야 할까?

- 월 말로 갈수록 대내외 불안요인이 중첩됨에 따라 상승 탄력이 둔화되며, 4월 전강 후약 장세로 마감
- 자신감이 완전히 회복되지 않은 가운데, "Sell In May" 가능성에 대비하자는 의견이 확산

II. 잠재적인 불안 요인에 대한 해석

- 공매도 재개로 단기적인 시장 변동성은 불가피 하겠으나, 강세장에 있는 한국 증시 방향을 꺾지 못할 전망
- 인도발 코로나 확산, 미국의 증세 현실화가 주식시장에 미치는 영향력은 시간이 지날수록 감소할 것으로 판단

III. Sell In May?, Stay In May!

- 지수 레벨이 높은 만큼 5월에도 수시로 차익실현 압력에 노출될 전망이나, 실적장세가 현재 진행형이라는 점을 고려할 필요
- 이익 기대치가 여전히 살아있는 업종 군을 중심으로 5월 시장에 대응하는 것이 적절하다고 판단(5월 코스피 3,050~3,300pt 제시)

IV. 경기민감 업종 중심의 이익모멘텀 지속

- 시장 전반의 실적 전망 상향 속에서 가치 스타일의 완만한 상승세 지속
- 다만, 최근 높아진 밸류에이션 부담은 스타일보다는 업종별 접근 필요성을 높임. 최근 이익모멘텀이 강한 화학, 에너지, 철강 업종 그리고 상대적으로 저평가 매력에 있는 은행, IT하드웨어, 소매 업종이 단기적으로 양호한 흐름을 보일 것으로 기대



Contents

- I. 5월에 팔고 떠나야 할까?
- II. 잠재적인 불안 요인에 대한 해석
- III. Sell In May?, Stay In May!
- IV. 경기민감 업종 중심의 이익모멘텀 지속

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

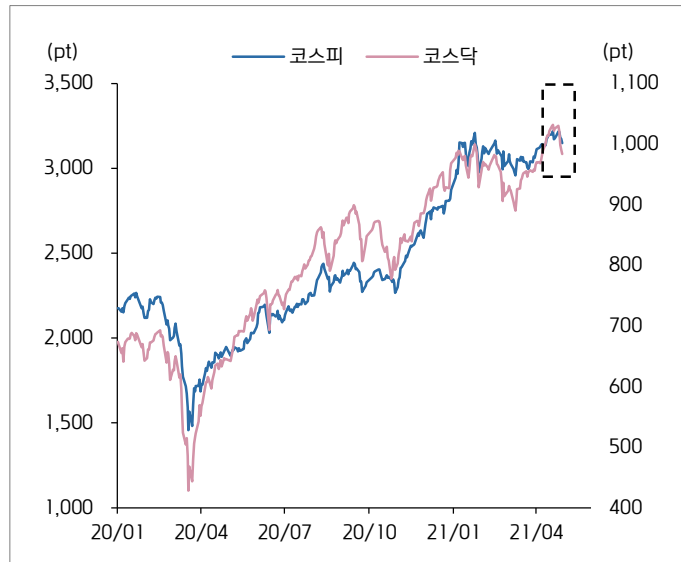
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.



01. 전장 후약 장세가 전개됐던 4월 국내 증시

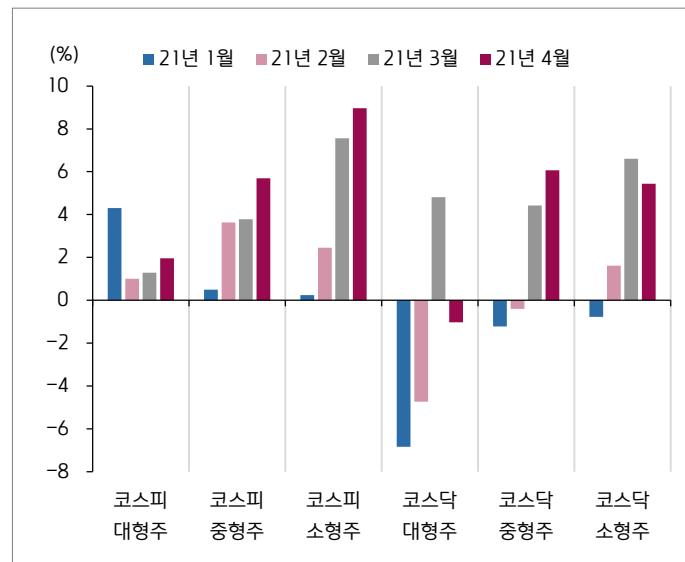
- ▶ 약 2개월 가량의 단기 조정을 겪은 후 국내 증시는 4월 이후 상승 탄력 강화하며 월 중 신고가 경신
 - 4월 말 종가 기준, 코스피 월간 등락률 +2.8%, 코스닥 월간 등락률 +2.9%
 - 시가총액 관점에서는 코스피, 코스닥 모두 중형주, 소형주가 상대적으로 높은 상승세를 시현
- ▶ 월 말로 갈수록 대내외 불안요인이 중첩됨에 따라 상승 탄력이 둔화되며, 전장 후약 장세로 마무리

4월 국내 증시는 전장 후약



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터.

최근 증시 강세는 중소형주가 견인



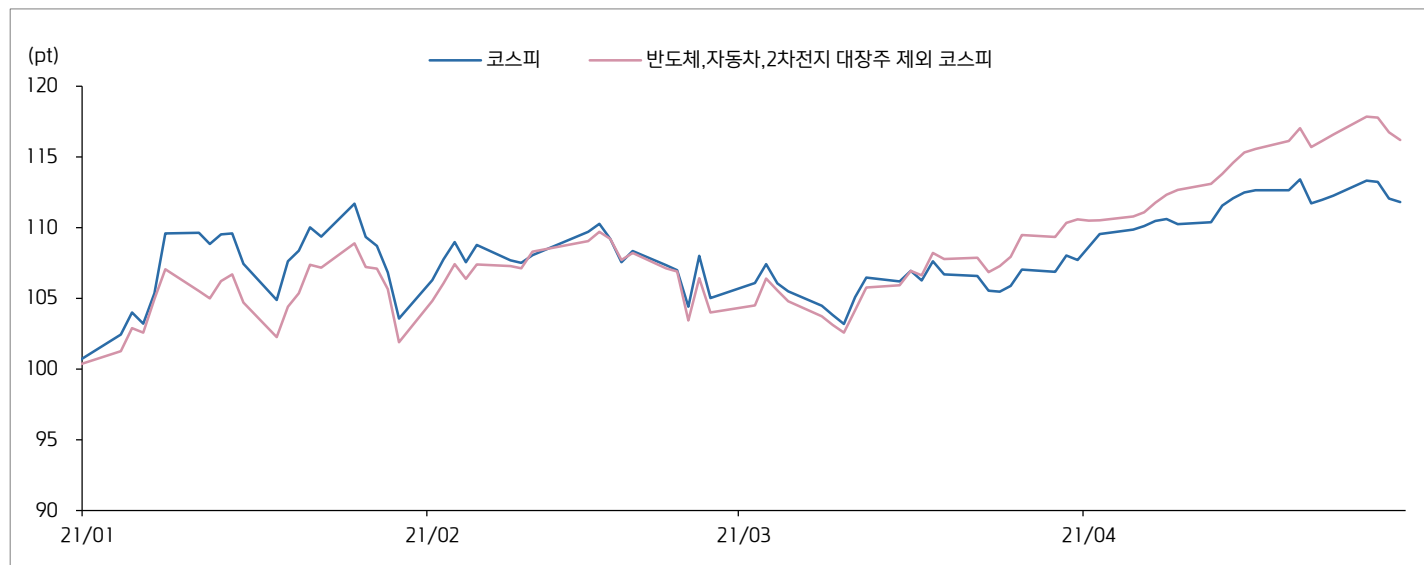
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터.

02.

신고가 경신 분위기도 1월과는 사뭇 다른 상황

- ▶ 4월 중 신고가 경신 분위기 자체도 1월 신고가 경신 때에 비해 상대적으로 차분한 모습
- ▶ 이는 1월 중순 신고가 경신(1월 26일 3,208pt) 당시 주도업종들이 최근까지도 힘을 쓰지 못했기 때문
 - 당시 주도 업종이었던 반도체, 자동차, 2차전지 업종은 1월 고점 경신 이후 여전히 전고점을 돌파하지 못한 상황
 - 연초 이후 코스피 시가총액 11% 증가 VS 반도체 + 자동차 + 2차전지 제외 코스피 시가총액 15% 증가

4월 신고가 경신 분위기와 1월 신고가 경신 분위기는 달랐다

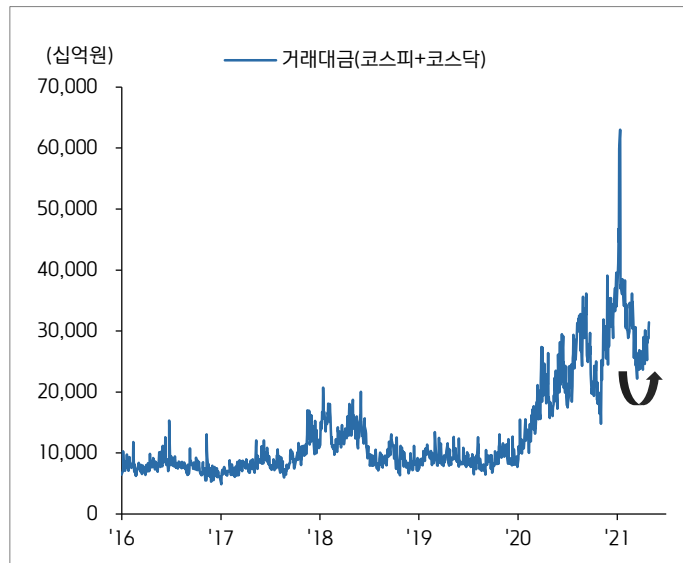


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

03. 증시 자금 여건은 개선 중에 있으나, Not Strong

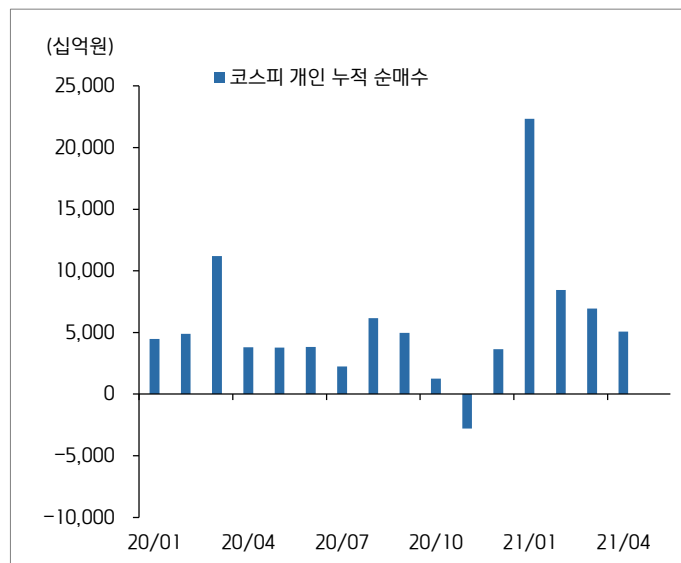
- ▶ 3월 중순까지 위축됐던 거래대금은 지수 반등에 힘입어 증가 전환했으나, 크게 강하지 않은 모습
 - 개인은 1~4월말까지 약 43조원이라는 기록적인 순매수에 나서고 있으나, 강도는 시간이 지날 수록 약화
- ▶ 이는 시장참여자들의 자신감(혹은 야성적 충동)이 완전하게 회복되지 않았음을 시사

거래대금도 증가 전환했으나, 아직은 강하지 않음



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터.

개인 순매수는 유지 중이나 강도는 약화

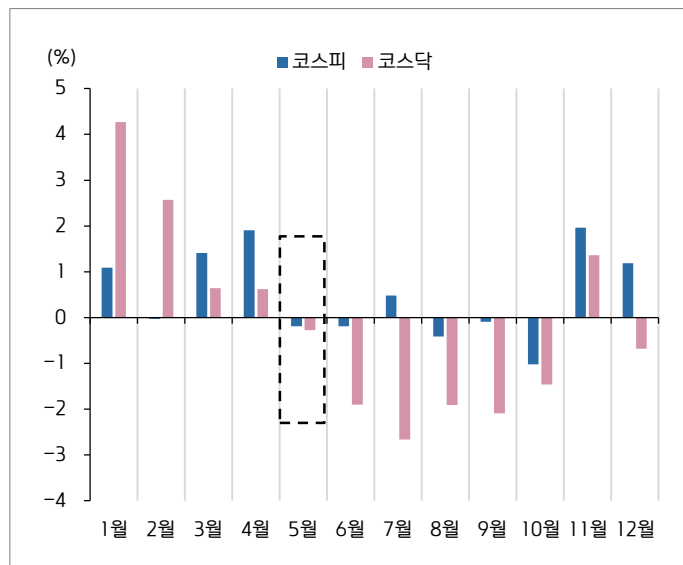


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터.

04. Sell in May, “5월에 팔고 떠나자”는 증시 격언을 따르라는 주장

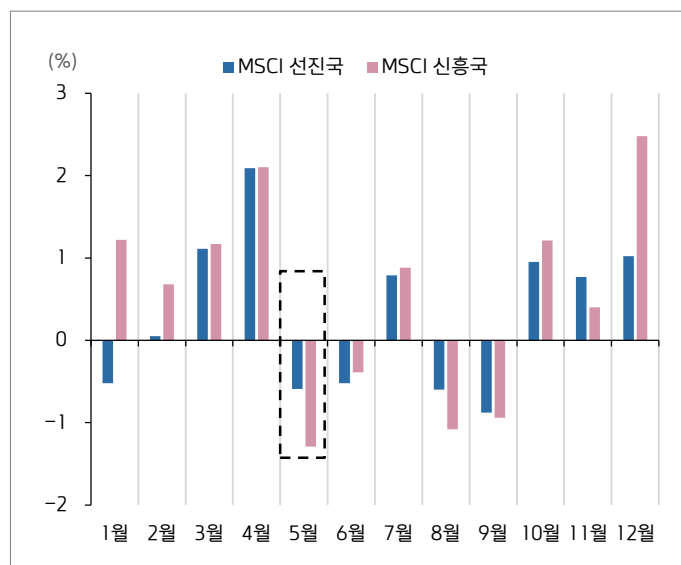
- ▶ 자신감이 완전히 회복되지 않았음에도, 증시 레벨은 높아짐에 따라 오히려 차익실현 욕구가 점증
- ▶ “Sell In May”라는 주식시장의 격언이 현실화될 가능성에 대비하자는 의견도 대두
 - 실제로 과거 20년간 한국, 선진국, 신흥국 등 주요국 증시 모두 통계상 5월에 평균적으로 마이너스 수익률을 기록

2001~2020년 국내 증시 월간 등락률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

2001~2020년 글로벌 증시 월간 등락률

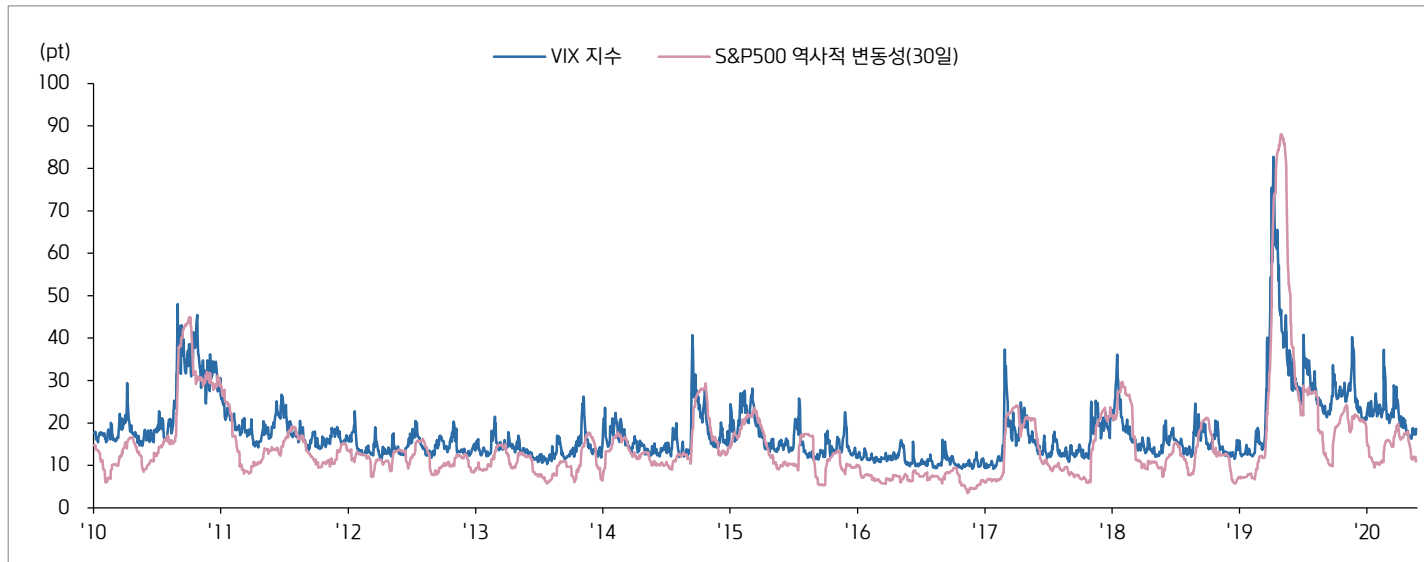


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

05. 변동성이 상당히 낮은 수준에 있다는 점도 일말의 불안감을 자극

- ▶ 주식시장에는 늘 변동성이 있었지만, 최근의 시장 변동성은 안정적인 상황
 - 대표적 변동성 지수인 VIX 지수는 20선을 하회하며, 코로나 팬데믹 이후 최저치를 기록
 - 참고로, VIX 지수는 미국 옵션 시장에서 향후 예상되는 S&P500의 변동성을 프라이싱하여 산출
- ▶ 시장이 너무 조용하다는 사실 자체가 투자자들로 하여금 변동성 폭발 혹은 시장 불안 확대 우려를 자아내는 중

3월 중순 이후 시장 변동성 하락 추세, 너무 조용하다는 점이 오히려 불안한 것인가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



Part2.

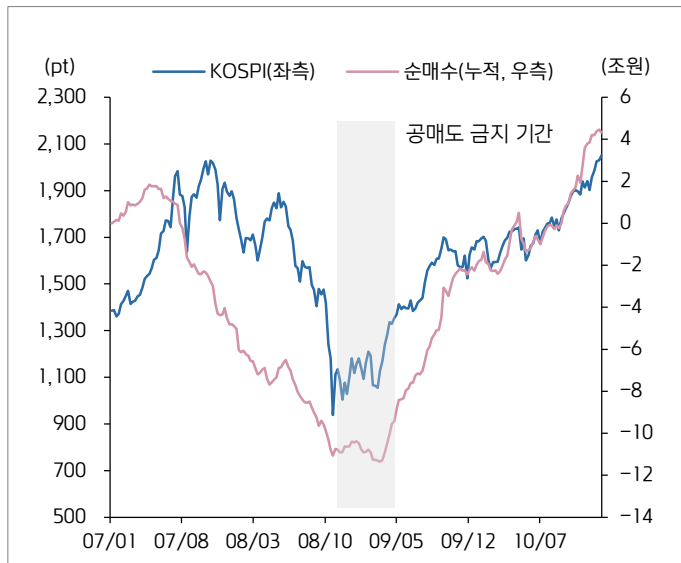
잠재적인 불안 요인에 대한 해석

06.

5월 공매도 재개, 하락장을 만들어낼 것이라는 불안감

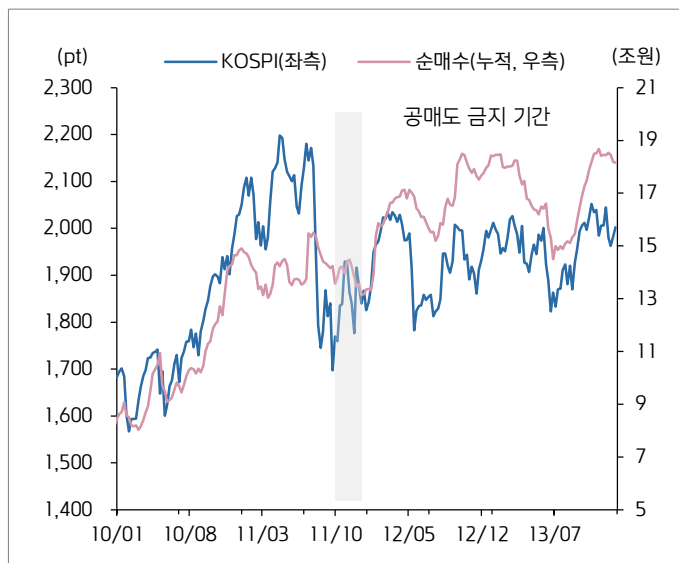
- ▶ 특히 한국은 5월부로 약 1년 2개월 만에 공매도가 재개된다는 사실이 “Sell in May” 실현의 좋은 재료
 - 4월 말 이후 국내 증시가 여타 증시에 비해 취약한 모습을 보였던 것도 이 같은 우려가 선반영된 영향
- ▶ 지난 해 뿐만 아니라 2008년, 2011년 공매도 금지기간 당시 코스피는 급락세가 진정되면서 반등했다는 점을 근거로 일각에서는 금번 공매도 재개로 인해 강세장 종료의 불가피하는 주장도 제기

2008년 금융위기 발 공매도 금지 당시 코스피



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터.

2011년 유럽 재정위기 발 공매도 금지 당시 코스피

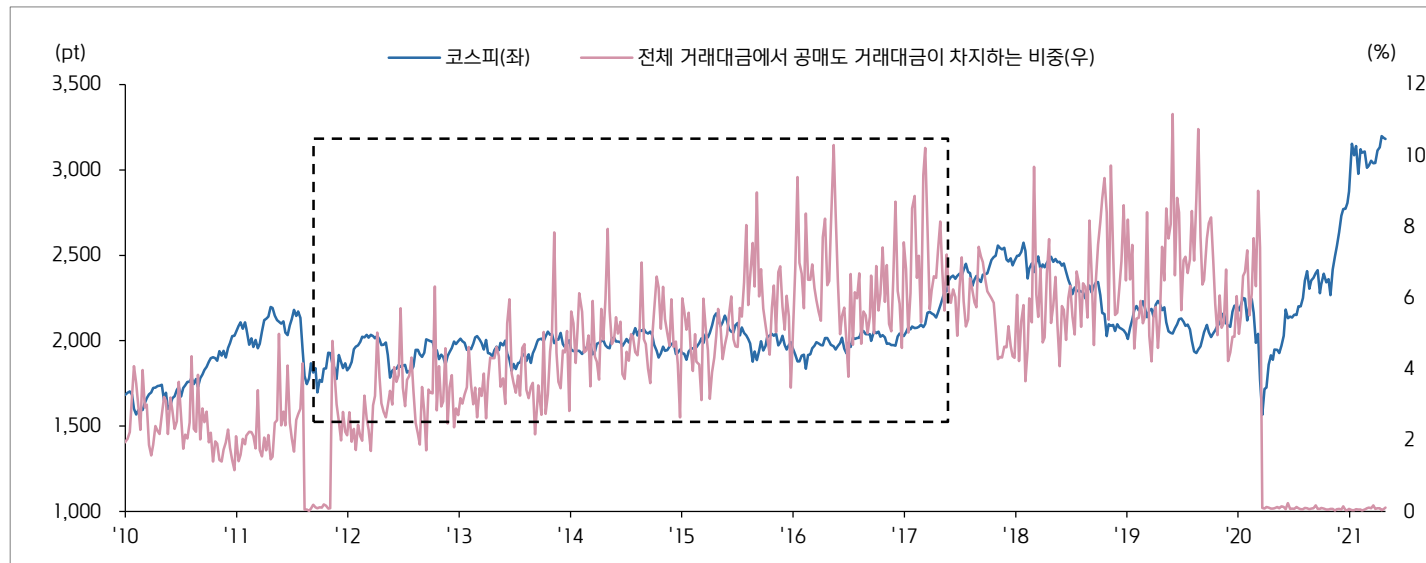


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터.

07. 공매도 재개 시 한국 증시는 박스권에 갇힐 운명인가

- ▶ 공매도는 과거 국내 증시가 장기 박스권(2011년~2016년)에 갇혀 있었던 주범으로 지목
 - 향후 국내 증시의 상승세는 공매도 세력의 매도 압력 때문에 눌릴 것이라는 불안이 점증
- ▶ 물론 당시에 증시 전체 거래대금에서 공매도 거래대금이 차지했던 비중이 높았던 것은 사실. 그러나 단순히 공매도 때문이었는지, 아니면 다른 요인에서 국내 증시가 박스권에 갇혔던 것인지에 대해 살펴볼 필요

과거 장기 박스권의 주범으로 지목되는 공매도



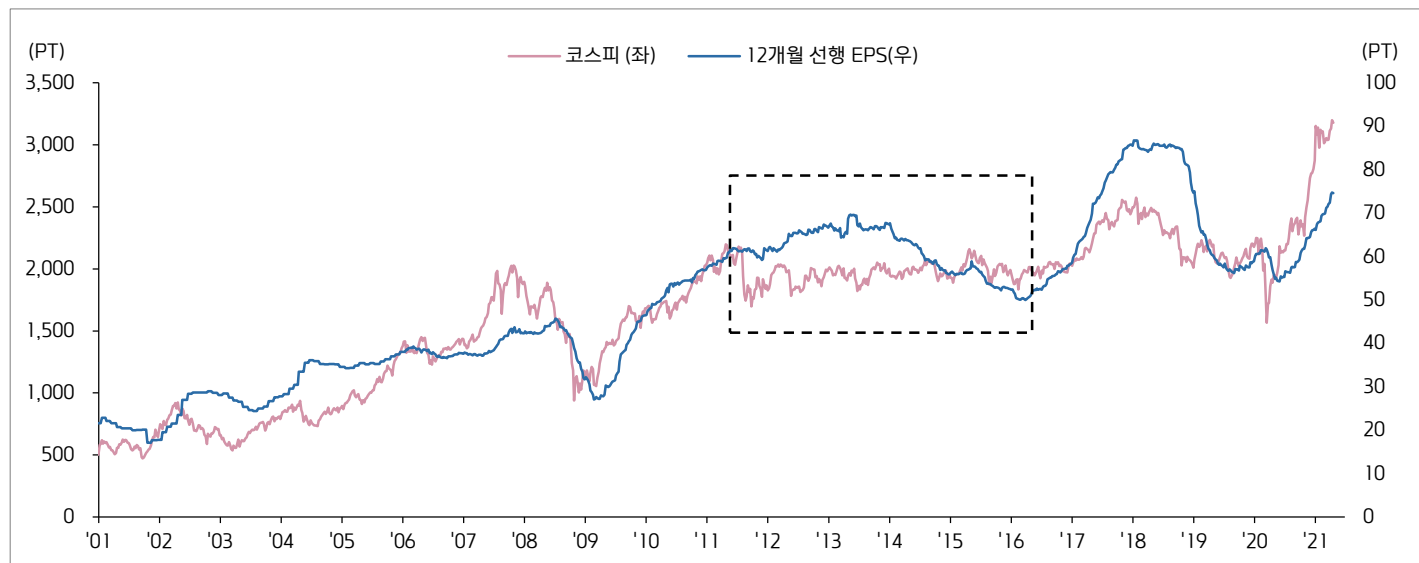
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

08.

공매도로 인한 박스권은 인과 관계가 뒤바뀐 것

- ▶ 공매도는 박스권의 원인이 아니라 박스권의 결과
 - 주가는 이익의 함수. 당시 박스권은 국내 기업들의 이익 전망이 정체된 데서 주로 기인
 - 박스권 장에서 수익을 낼 수 있는 대표 전략 중 하나가 롱-숏 전략이라는 사실을 주목할 필요
- ▶ 공매도는 예외적인 상황에서 일시적으로 허용하는 것이 적절
 - 공매도 금지가 장기화 될 시, 시장 효율성 저하, 외국계 투자자들의 한국 증시 기피 현상 심화 가능성

당시 박스권 원인은 이익 전망이 부진했기 때문

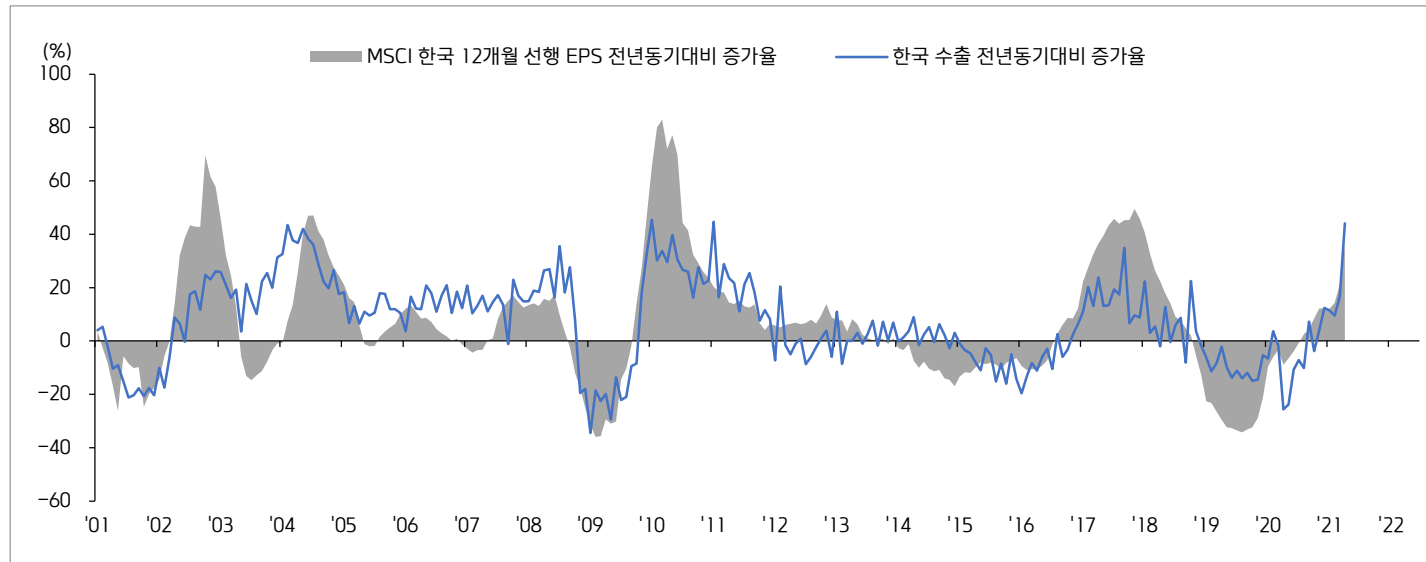


자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

09. 한국 증시는 장기 박스권에 갇힐 가능성이 낮다

- ▶ 향후 한국 증시가 장기 박스권에 갇힐 가능성은 낮을 전망. 미국을 중심으로 한 부양책 온기 확산, 백신 접종 가속화에 따른 억압 수요 회복 등을 감안 시 국내 기업이익과 직결되는 수출 호조세가 이어질 것이기 때문
- ▶ 공매도 재개 직후 단기적으로는 밸류에이션 부담 높은 종목들 위주로 주가 충격이 일어날 소지가 있음. 그러나 시장 전체적인 방향성은 공매도가 바꾸지 못한다고 판단

수출 호조 지속 감안 시 증익 추세는 이어질 전망

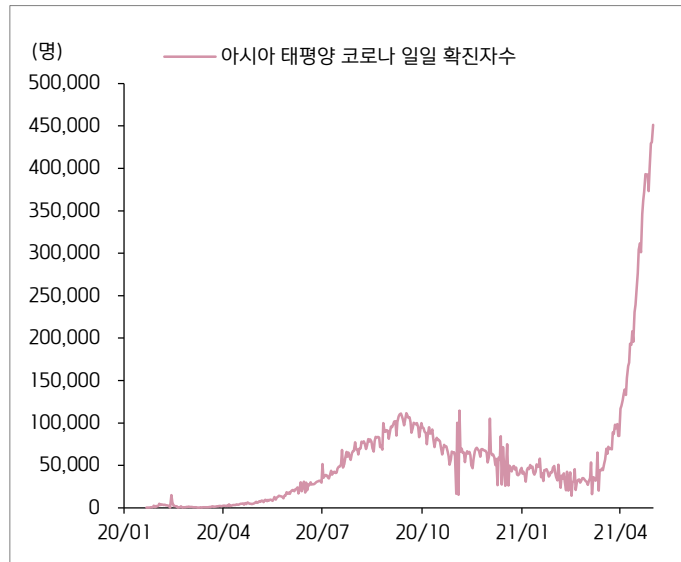


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

10. 또 다시 찾아온 코로나 대유행

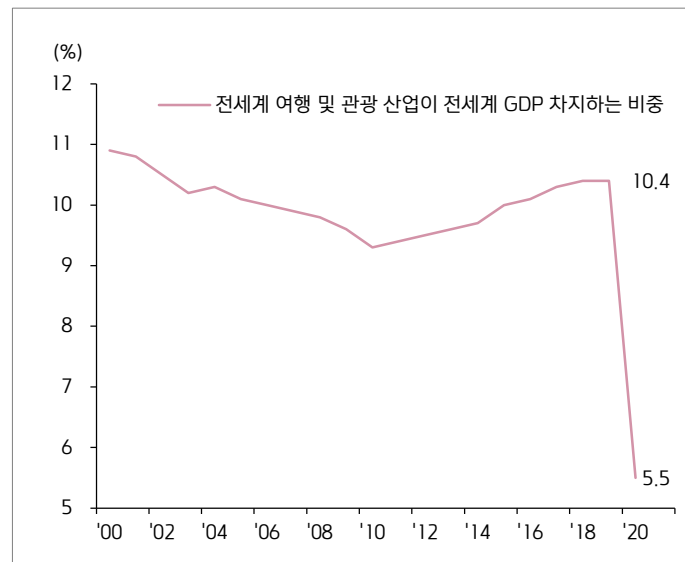
- ▶ 주식시장의 발목을 잡을 수 있는 또 다른 요인은 신흥국을 중심으로 폭증하는 코로나 재확산
 - 대표 신흥국인 인도에서는 일일 신규확진자수가 40만명 대 급증, 변종 바이러스도 창궐
- ▶ 미국은 인도 여행 금지령을 내리는 등 신흥국발 코로나 대유행으로 여행 및 관광 산업 정상화 지연 불안
 - 2020년 전세계 여행 및 관광 산업 규모는 약 4.6조 달러로 2019년 약 9.2조 달러 대비 절반 이상 급감

신흥국 코로나 현황, 인도를 중심으로 급증



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

코로나 대유행 지속 시 관광산업 회복 지연 우려

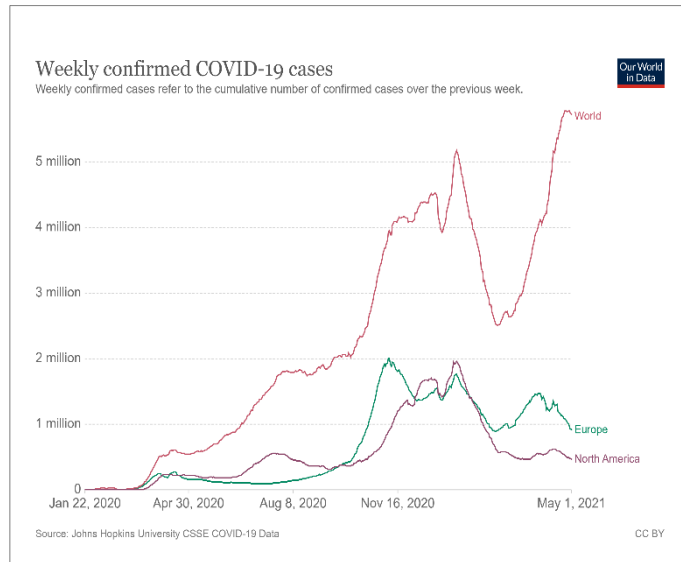


자료: WTTC, 키움증권 리서치센터.

11. 그러나 선진국 코로나 진정 + 백신 접종 가속화를 생각해볼 필요

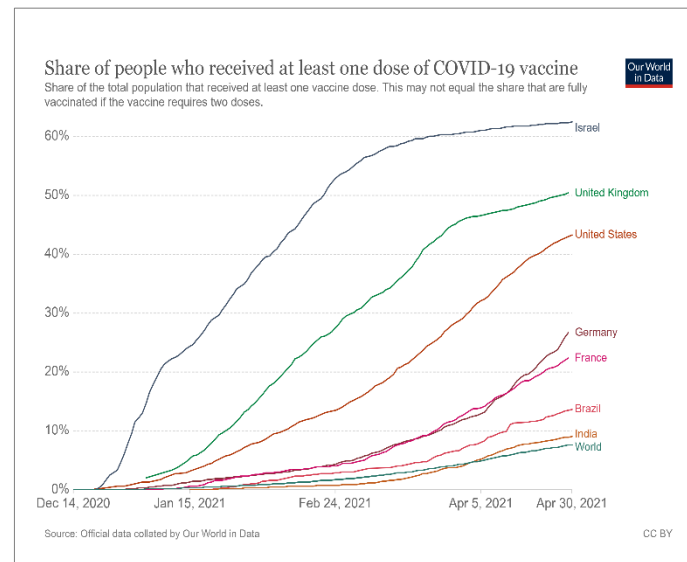
- ▶ 선진국의 코로나 상황은 안정 국면에 접어들었다는 점은 긍정적으로 볼 수 있음
- ▶ 코로나와 직접 맞서 싸울 수 있는 백신의 본격 접종이 시작되고 있다는 사실도 중요
 - 이스라엘(인구 대비 약 60%), 영국(약 50%), 미국(약 40% 중반) 등 주요 선진국들은 연말까지 집단 면역에 도달할 것으로 보이며, 시차의 문제만 있을 뿐 신흥국들에서도 백신 접종 속도에 탄력이 붙을 전망

주요 대륙 주간 신규 확진자 현황



자료: Our World Data, 키움증권 리서치센터.

주요국 인구 대비 백신 접종률 현황

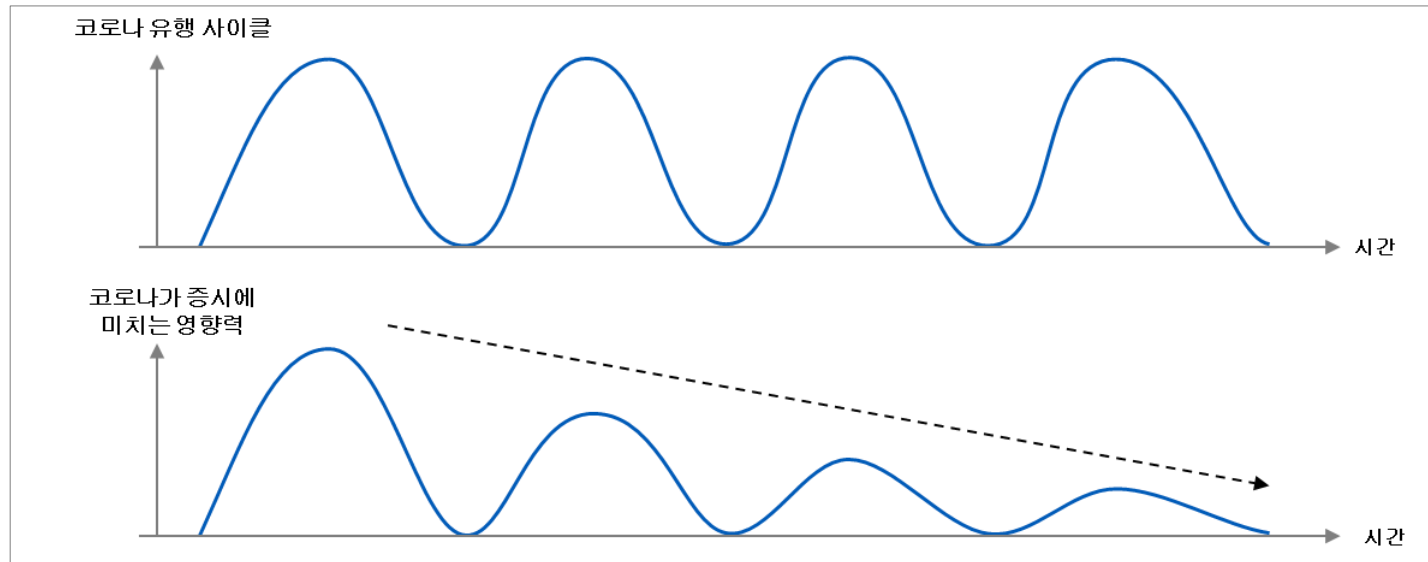


자료: Our World Data, 키움증권 리서치센터.

12. 코로나는 더 이상 주식시장에서 대형 악재가 아니다

- ▶ 변종 바이러스로 인해 코로나가 완전히 종식되지 못할 가능성도 존재
 - 독감처럼 계절마다 확산 → 둔화 → 확산을 반복하는 사이클이 상당기간 지속될 수 있다고 판단
- ▶ 주식시장에서 코로나 가하는 주가 충격은 시간이 지날수록 약화될 전망
 - 주식시장은 예상치 못한 악재에 격하게 반응하는 것이지, 알려진 악재가 반복 노출 되는 것에 대해서는 단기 차익실현의 명분을 제공할 뿐, 펀더멘털이나 방향성을 훼손시키지 못함

코로나 단기간 종식으로 어려우나 증시에 미치는 영향력은 갈수록 감소

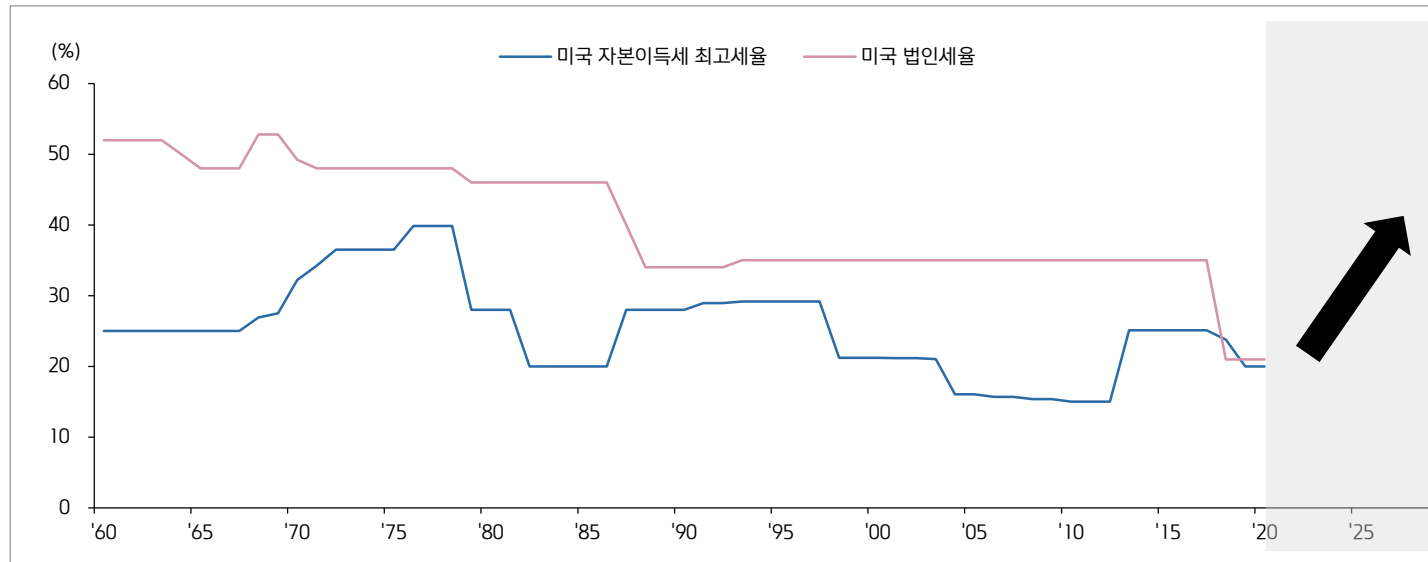


자료: 키움증권 리서치센터

13. 불가피해진 증세, 대규모 부양책의 대가

- ▶ 향후 시장이 감당해야 할 변수, 대가는 법인세, 자본이득세 등 증세
 - 미국의 경우 코로나 팬데믹 이후 2019년 GDP 대비 약 20% 이상의 지출한 상황
 - 이는 지난 2008년 금융위기 당시인 3~4%대 수준에 비해 막대한 규모
- ▶ 바이든 행정부에서는 재정적자 축소, 부양책 재원 마련을 위해 증세에 역점을 두고 있는 것으로 판단
 - 법인세율은 현 21%에서 25~28%로, 자본이득세 최고세율은 현 20%에서 39.6%로 인상 예정

미국의 자본이득세율과 법인세율, 바이든 행정부에서는 인상이 불가피



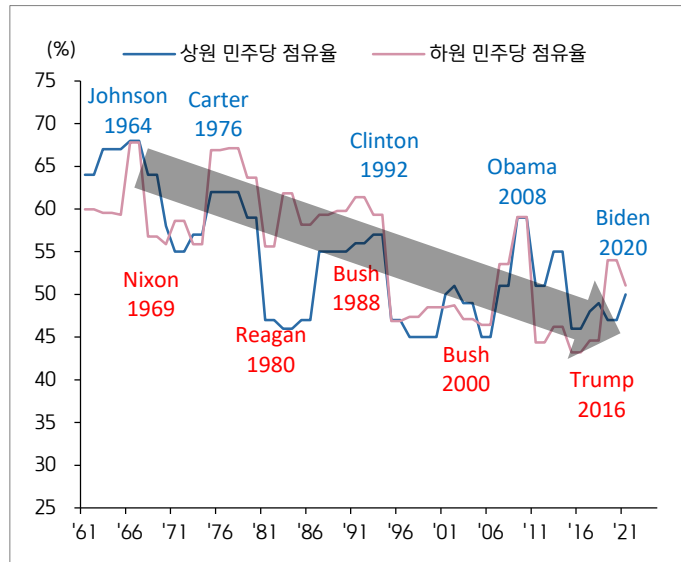
자료: CBO, 키움증권 리서치센터

14.

증세는 피할 수 없다, 그러나 주식시장 충격은 생각보다 덜할 가능성

- ▶ 증세 자체는 시장 참여자들이 피할 수 없다고 판단. 향후 시행 예정인 인프라 투자(2.2조 달러), 가족계획(1.8조 달러)의 재원 마련이 시급하기 때문
- ▶ 그러나 현재 예상되는 인상률은 향후에 의회 입법을 거치는 과정에서 완화될 가능성이 높다고 판단
 - 민주당이 다수당이긴 하지만, 절대 다수당이 아닌 만큼 공화당의 협조가 불가피. 물론 지난 1.9조 달러 부양책 통과처럼 예산 조정권을 통과시켜 민주당 단독으로 처리할 수 있으나, 조세 저항을 감안 시 민주당 내 의견 충돌 있을 전망

민주당이 다수당이지만, 영향력은 과거에 비해 감소



자료: Wikipedia, 키움증권 리서치센터.

바이든 정부의 부양책 추진 현황

바이든 정부 출범 이후 대규모 투자계획

구분	코로나19 구호법안	American Jobs Plan	American Family Plan
일자	3.10일 의회 의결	3.31일 발표	4.28일 발표
규모	1.9조 달러	2.2조 달러	1.8조 달러
주요 내용	현금지급(인당 \$1,400), 실업수당 추가지급 연장 (주당 \$300, 9월초), 코로나19 백신배포 지원 등	운송(도로 등), 수자원, 통신 및 전력망, 주택 보수, 제조업 및 혁신, 연구개발 인프라 등 투자	무상교육 확대, 보육지원, 유급휴가제도 확대, 세금감면 조치 연장 및 영구 시행 등
재원 등	예산조정절차 사용	법인세 인상(21%→28%) 등을 통해 재원조달	고소득층 세금 인상 등을 통해 재원조달

출처 : 바이든 행정부, 'Build Back Better Plan(1/14)', 'American Jobs Plan(3/31)', 'American Family Plan(4/28)'

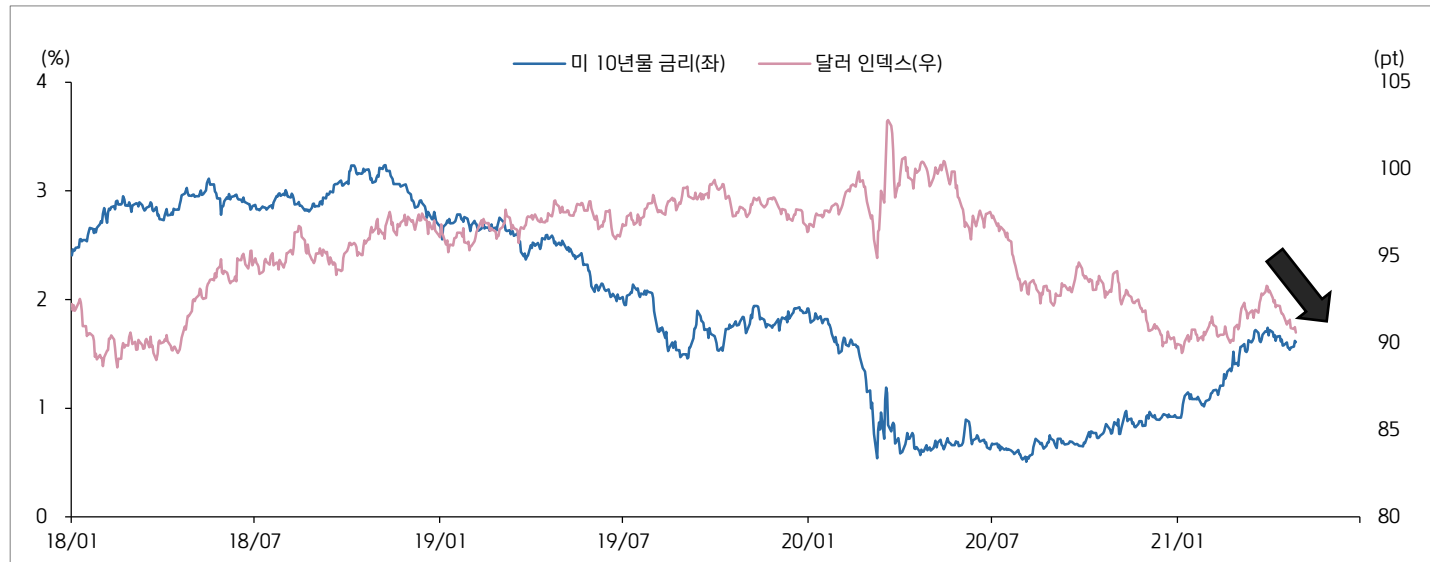
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.



15. 금리 상승에 시장 참여자들은 익숙해져 가는 모습

- ▶ 4월 중 1.5% 대까지 하락했던 10년물 금리는 최근 들어 상승 전환하며 1.6%대에 재진입. 그럼에도 2월~3월 금리 상승 당시에 비해 주식시장에서는 별 다른 반응이 없는 상황
- ▶ 시장참여자들도 금리 상승세를 경기 회복기에 자연스러운 현상으로 받아들이고 있으며, 연준의 금리 통제 능력에 대해서도 의심을 견어내고 있는 것으로 보임

달러화, 미국 금리 상승세 진정은 위험자산 선호심리 회복에 기여

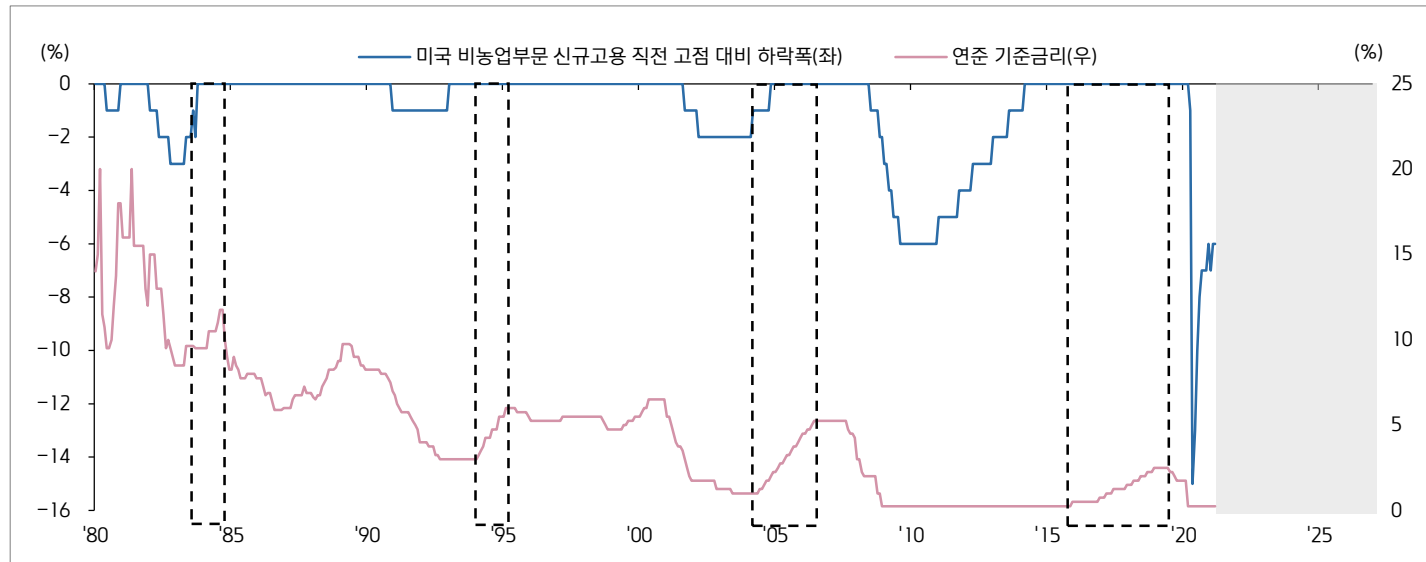


자료: Bloomberg, 카움증권 리서치센터

16. 연준의 정책 정상화, 고용의 실질적인 + 충분한 진전이 이루어져야 가능

- ▶ 2분기 중 금리 급등세가 다시 출현할 가능성이 낮다고 판단. 정책 정상화는 시간 문제의 영역에 들어와 있긴 하지만, 시장이 대비할 시간은 충분. 상반기 남은 FOMC(6월) 회의에서 테이퍼링이 본격 논의될 가능성도 낮음
 - 4월 Bloomberg의 이코노미스트 대상 서베이에 의하면, 테이퍼링 시작 시기는 올 4분기가 컨센서스
- ▶ 테이퍼링 속도는 빠르지 않을 것이며, 금리 인상도 내년 이후에나 가능할 전망
 - 역사적으로 연준은 고용 회복이 충분히 이루어진 다음에야 금리 인상에 나서기 시작했던 경험

고용 회복이 충분히 이루어진 후에야 연준은 행동에 나선다

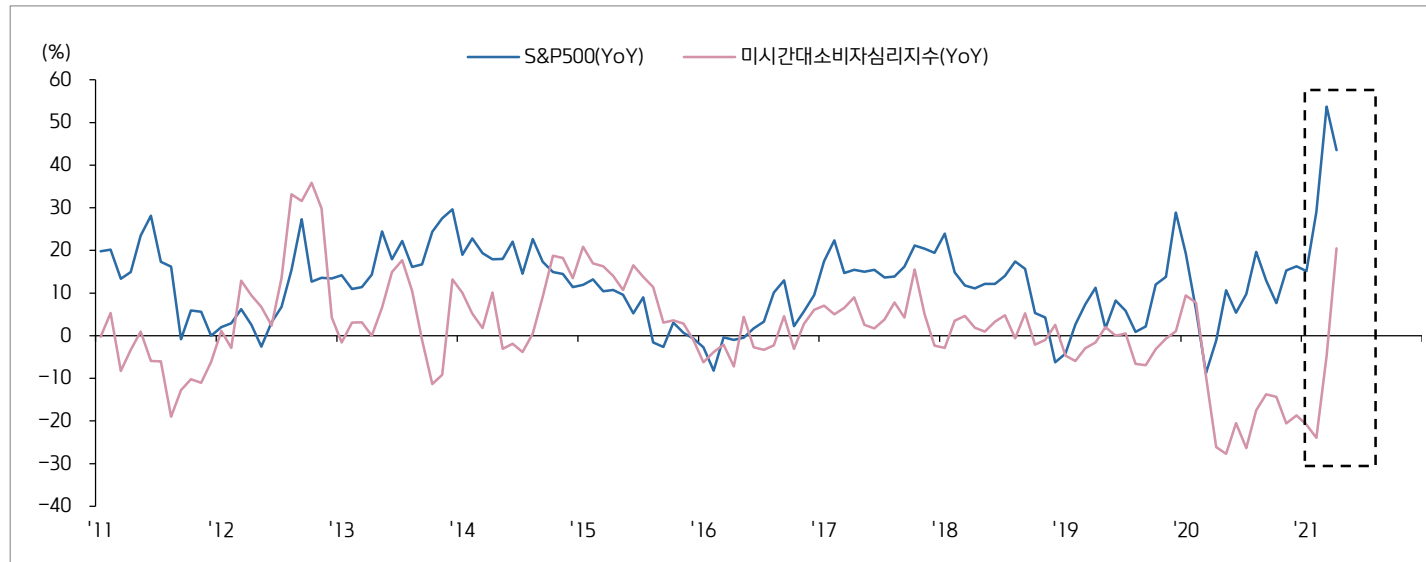


자료: Bloomberg, 카움증권 리서치센터

17. 경제주체들의 심리가 드디어 주식시장을 따라가는 구간 진입

- ▶ 바이든 집권 이후 잇따른 부양책 도입(12월, 3월에 걸쳐 인당 2,000달러 현금 지급 등), 백신 접종 등으로 미국 소비자들의 현재 경제 및 향후 경제에 대한 심리는 빠르게 개선
- ▶ 지난해 주식시장과 소비심리지표간 단절 현상이 심화됐으나, 현재는 상당부분 축소되고 있는 모습. 이제는 소비 심리 개선이 만들어내는 실물 경기 정상화가 수월하게 진행될 지 여부가 중요해진 시점
 - 미국 소비 심리 및 소비 실물 지표 개선 → 한국의 수출 실적의 추가적인 호조세를 만들어낼 가능성 높음

주식시장과 소비심리지표간 괴리는 빠르게 좁혀지고 있는 상황

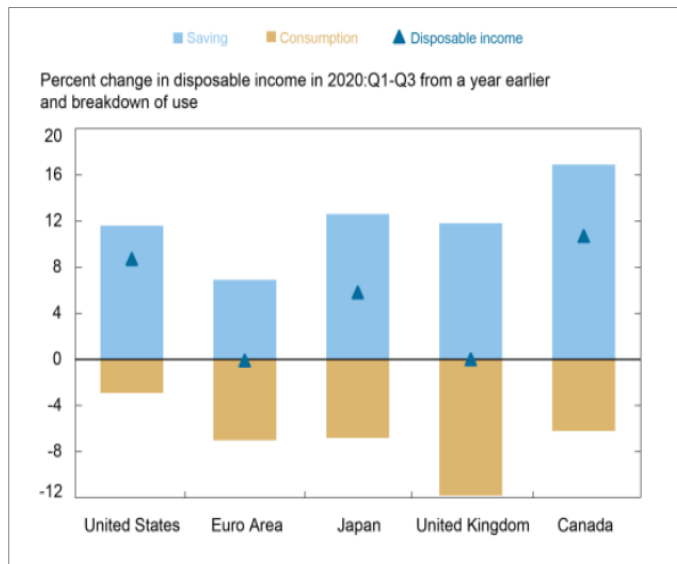


자료: Bloomberg, 카움증권 리서치센터

18. 실물 소비 지표의 추가 개선 가능성, 과잉 저축이 남긴 단서

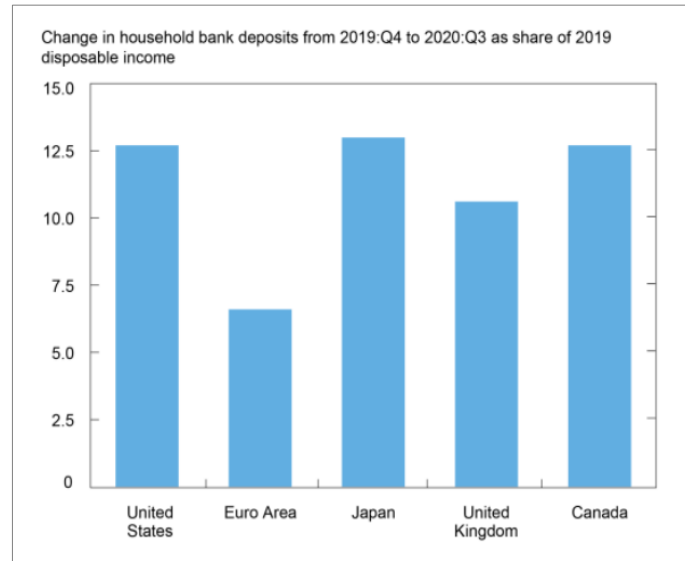
- ▶ 2020년 코로나발 대형 경제 충격은 경제주체들에게 향후 불확실성에 대비해 저축 급증을 만들
 - “소득 변화 = 소비 변화 + 저축 변화”. 소득 감소 시 소비를 줄이면서 저축을 늘리면 이를 상쇄할 수 있음
 - 지난해 미국, 유럽, 일본 등 주요국에서 소비는 둔화된 반면 저축이 급증하면서 가처분 소득이 증가
- ▶ 이는 현금 지급이 포함된 정부의 대규모 부양책 효과가 코로나발 대규모 충격으로부터 가처분 소득을 방어
 - 미국인들은 3차례에 걸친 부양책에서 평균적으로 받은 돈의 38%를 저축

’20년 1~3분기 가처분 소득 변화 분해



자료: NY Fed, 키움증권 리서치센터.

유비무환? 저축은 직전 해에 비해 크게 증가

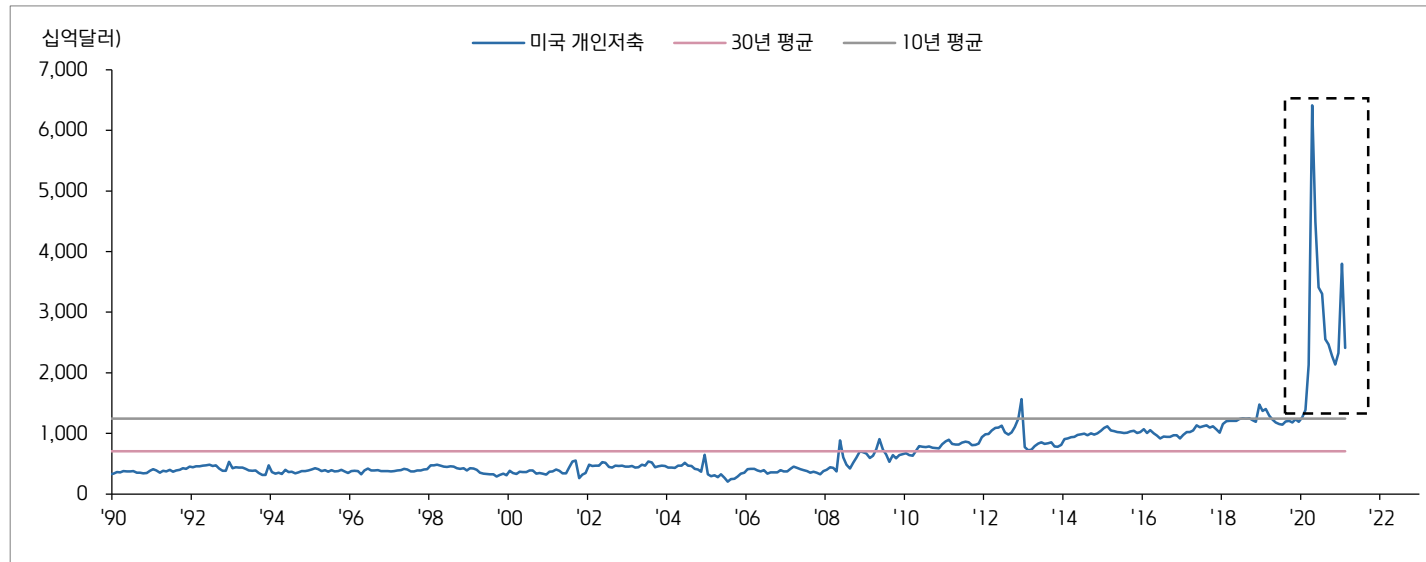


자료: NY Fed, 키움증권 리서치센터.

19. 저축의 역설이 아닌 저축에서 소비로의 전환

- ▶ 따라서, 예상치 못한 불확실성에 대비해 급증했던 과잉 저축이 해소될지 여부가 관건
 - '20년 3월~'20년 3월까지 미국 개인저축은 평균 3.1조 달러로 과거 10년 평균(1.2조 달러)을 큰 폭 상회
- ▶ 현재 미국은 백신 접종 가속화, 본격적인 경제 재개에 나서고 있음을 감안 시, 미국인들은 그동안 쌓아 뒀던 보유 현금(or 예금)의 상당부분을 소비로 전환할 가능성이 높다고 판단(Pent-Up 소비)
 - 코로나 이후 현재까지 내구재 소비가 급증했음을 감안 시, 서비스 위주로 소비가 더 늘어날 소지

2020년 코로나 이후 급증했던 저축의 상당부분은 소비로 이동할 가능성

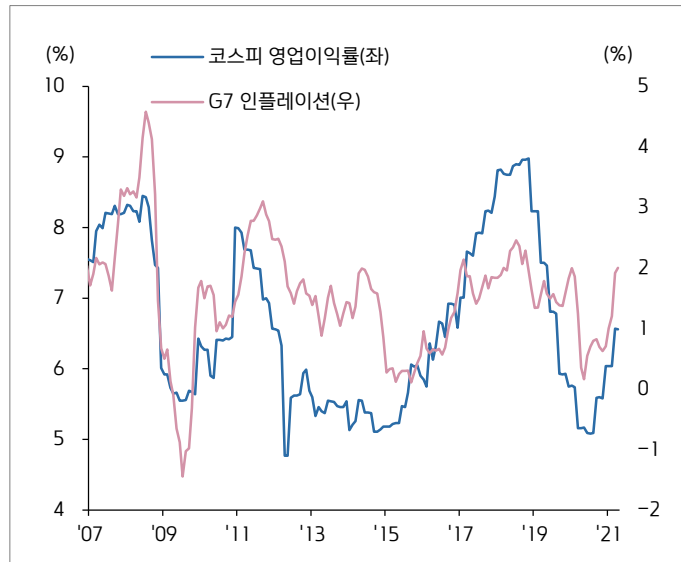


자료: Bloomberg, 카움증권 리서치센터

20. 수요 회복이 견인하는 인플레이션, 주식시장이 좋은 경향

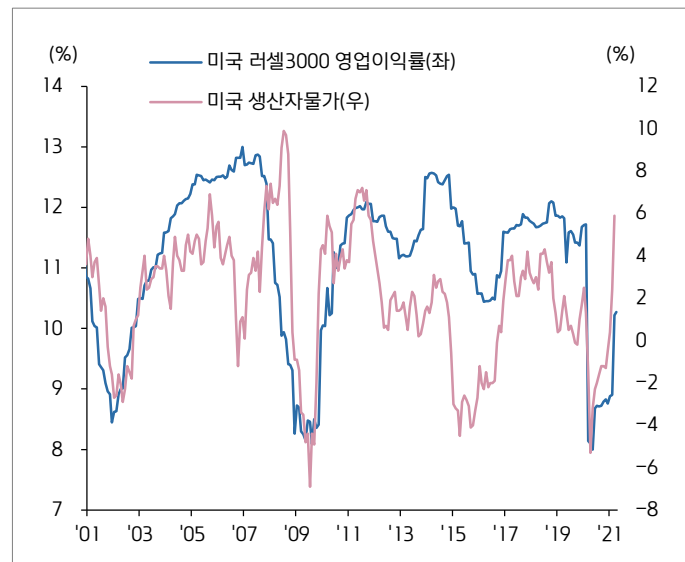
- ▶ 인플레 급등 우려가 5월 주식시장의 중심에 있을 전망이지만, 현재의 물가 상승 성격은 리플레이션에 가깝다는 기존 전망을 유지함
 - "주요국의 과잉저축 → 소비 전환" 감안 시 수요 개선이 견인하는 리플레이션 트레이딩 유효
- ▶ 역사적으로 물가 상승 국면에서는 기업들의 마진이 개선되는 경향이 있다는 점에 주목할 필요
 - 기업들은 아직까지 가격 전가를 온전히 하지 않고 있음을 감안 시, 영업이익 추가 개선 가능성 있다고 판단

글로벌 물가 상승 국면에서 코스피 이익 개선



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미국도 마찬가지

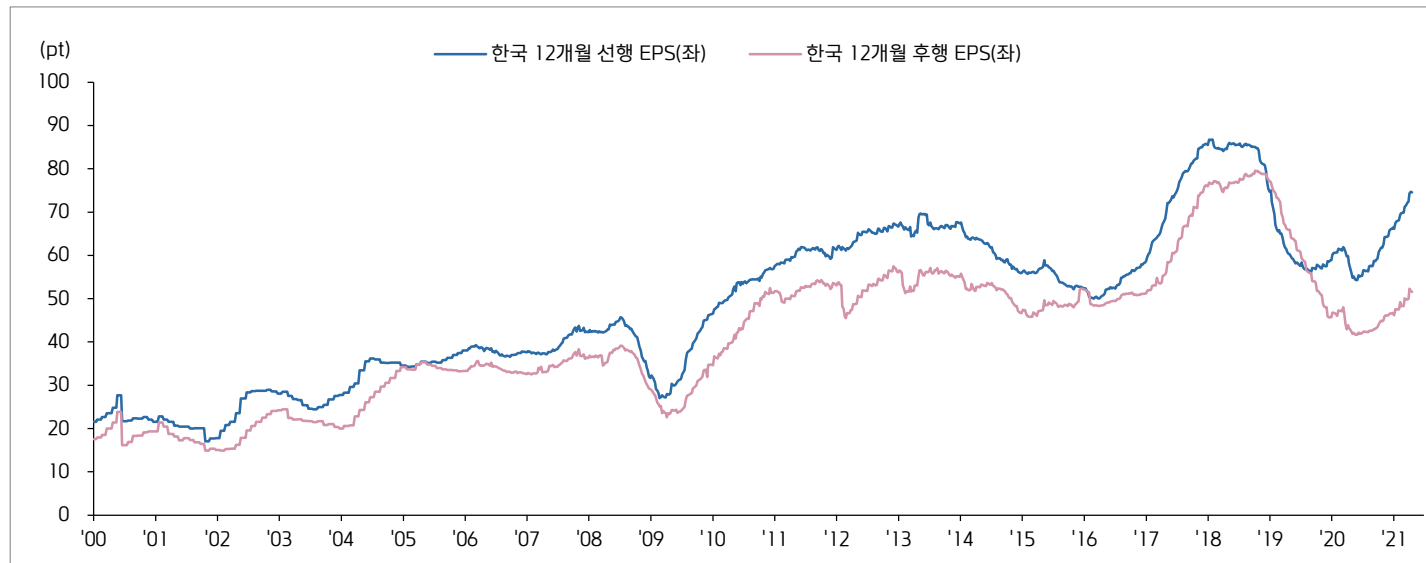


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

21. 고민해볼 부분은 이익 기대치가 높게 형성됐다는 것

- ▶ 문제는 기업 이익 개선 전망에 대해 많은 시장 참여자들이 이미 선 반영하고 있다는 것
- ▶ 12개월 선행 EPS(기대)가 후행 EPS(현실)보다 높게 산정되는 것이 일반적이긴 하지만, 최근에는 이익에 대한 기대감 자체도 과거 어느 때보다 높아진 상황

투자자들은 이익에 대한 기대치를 높게 가져가는 편이지만, 최근에는 지나치게 높다는 의견이 제기

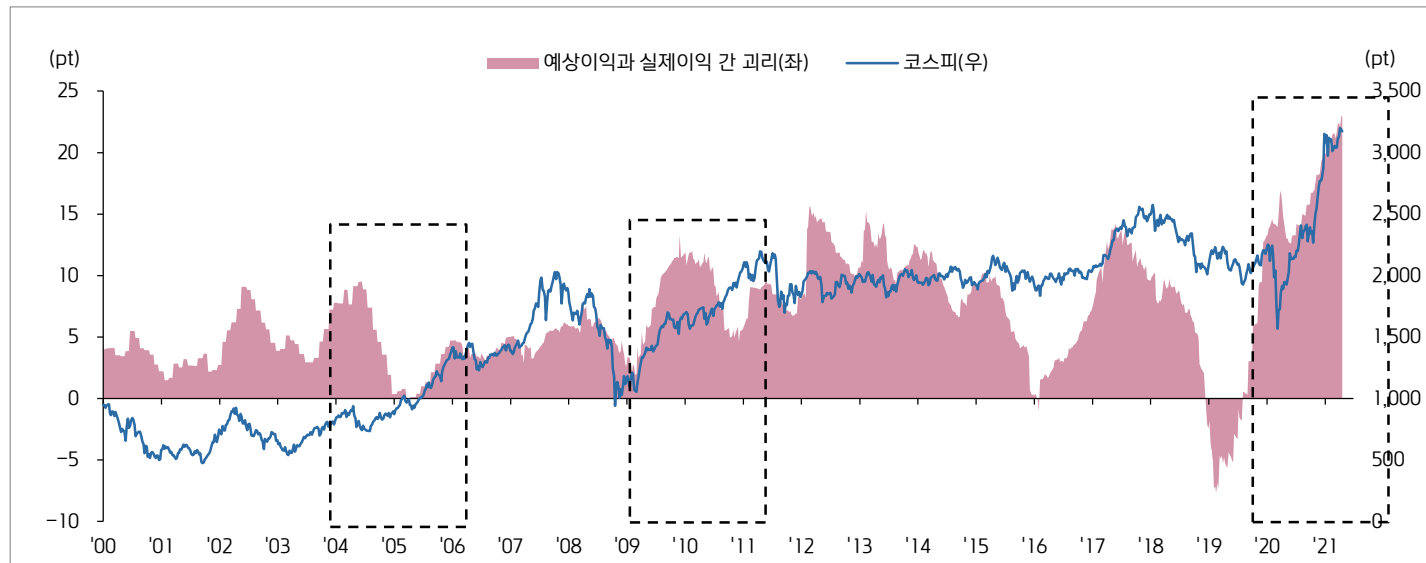


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

22. 눈높이가 높아졌음에도 주가가 상승했던 사례들이 존재

- ▶ 4월 중순 이후 국내 증시가 힘이 빠진 배경에는 공매도, 인플레이 우려 이외에도 이익 전망에 대한 눈높이가 높아졌으며, 1분기 실적 시즌을 진행하는 과정에서 눈높이를 충족시키지 못한 것도 있음
- ▶ 그러나 과거에도 이익 전망 기대치가 높았음에도, 주가가 단기 조정을 거친 후 상승했던 사례가 존재
 - 글로벌 경기가 좋아지고 있는(Better) 국면에서, 즉 강세장 국면에서 출현

우리가 예상하는 이익 VS 실제 만들어 내는 이익 간 편차가 심해도 주가는 상승했던 경험 다수



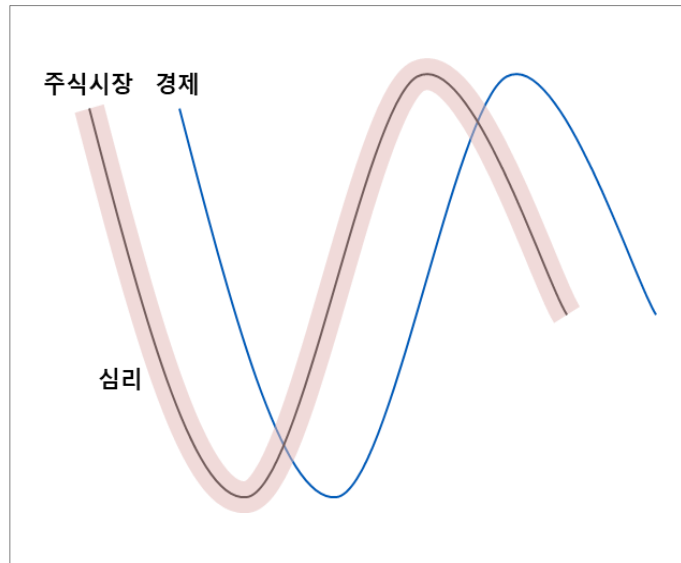
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

23.

심리와 현실의 격차가 다시 벌어질 가능성 → 강세장 연료

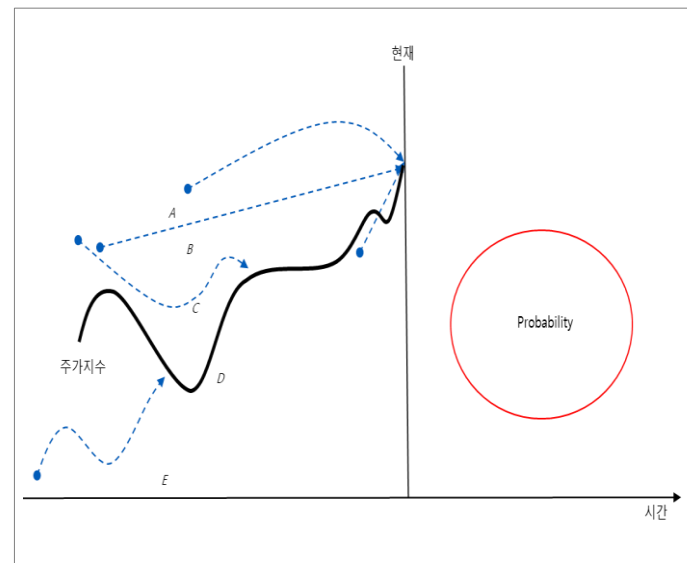
- ▶ 주식시장은 경제를 선행하지만, 투자자들의 심리가 주식시장 내에서 변동성을 만들어 냄
 - 낙관론 우위 시기가 길어질수록, 주가는 상당부분 이를 반영하면서 상승 동력을 상실
 - 이후 시장은 조정 국면을 거치면서 심리와 현실 사이 간 괴리가 다시 확대됨에 따라 주가 상승 동력이 재차 축적
 - '주가'는 것은 투자자들의 예측과 전망이 합치하는 곳에서 형성이 되기 마련
 - 최근 주식시장이 다시 쉬고 있는 것도 이익 기대치를 재설정해야 된다는 예측과 전망이 우위에 있기 때문

경제를 선행하는 주식시장과 그 안의 투자심리



자료: 키움증권 리서치센터.

주가는 투자자의 예측과 전망에 따라 변한다

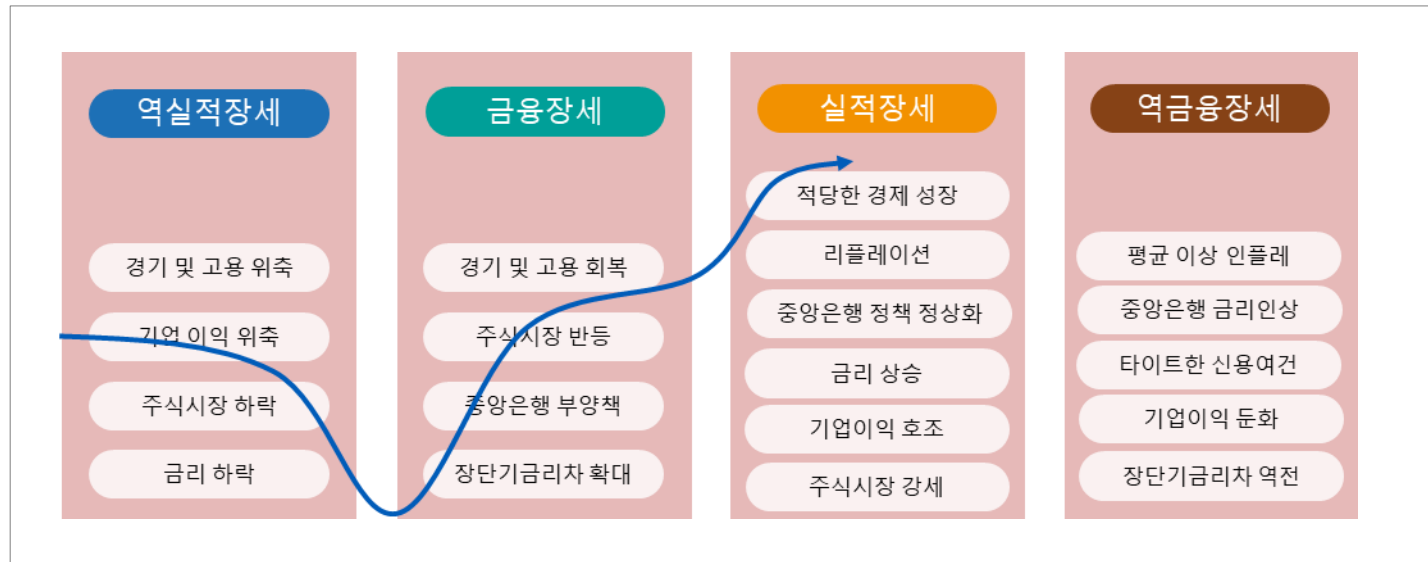


자료: 키움증권 리서치센터.

24. 결론: “Sell In May”가 아니라 “Stay In May”

- ▶ “Sell In May”를 실행하게 만드는 잠재 불안요인들(공매도, 코로나, 이익 피크 등)이 있는 것은 사실
- ▶ 그러나 기업 이익과 경제가 좋아지고 있는 국면에서는 5월 주가 등락률이 (+)를 기록했던 사례를 고려할 필요
- ▶ 결론적으로 국내 증시는 수시로 차익 실현 압력에 노출될 것으로 보이지만, 여전히 실적 장세의 한 가운데에 있다는 점을 감안 시 상승장 기조는 훼손되지 않았다고 판단. 이익 개선 기대감이 여전히 살아있는 업종 군을 중심으로 5월 시장에 대응할 필요 (5월 코스피 예상 레인지 3,050~3,300pt)

주식시장 사이클 관점에서 현 한국 증시의 위치는 실적 장세



자료: 키움증권 리서치센터



Part4.

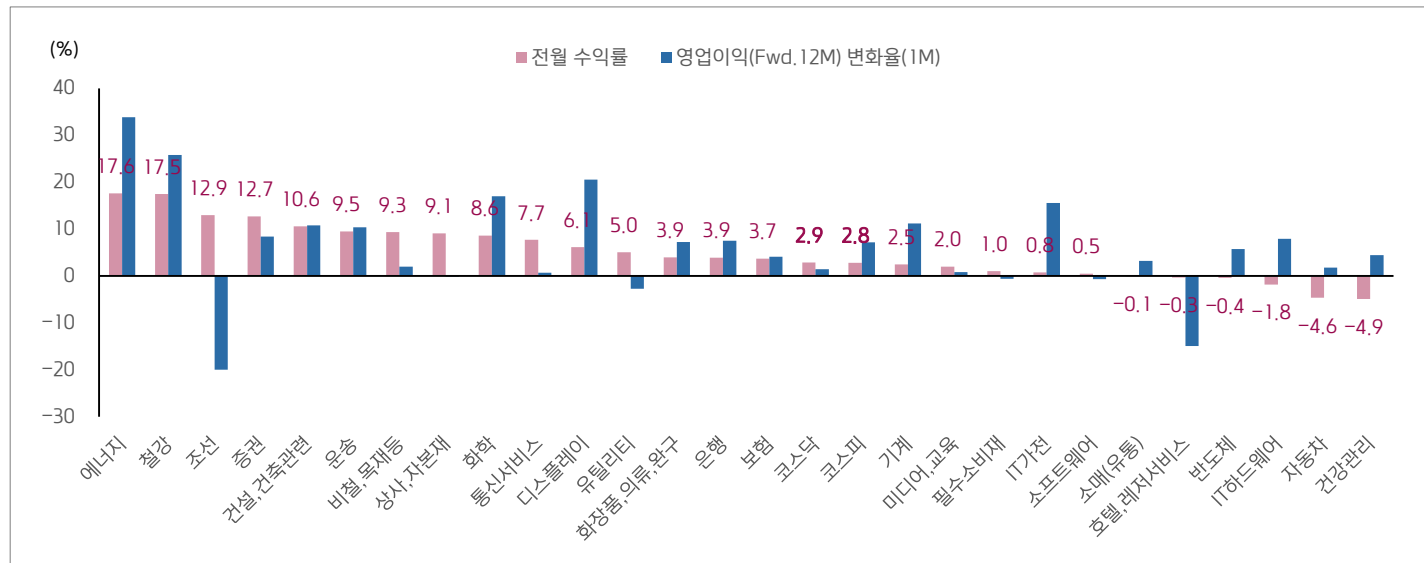
경기민감 업종 중심의
이익모멘텀 지속

25.

4월 업종별 리뷰

- ▶ 지난 한달 간 가장 좋은 성과를 기록한 업종은 철강, 에너지, 철강, 조선, 증권, 건설·건축, 운송, 비철·목재, 상사·자본재, 화학 업종 등이 해당
 - 상승 업종이 더 많았지만 건강관리, 자동차, IT하드웨어, 반도체 등 대형 업종이 부진한 여파로 지수의 상승 탄력도 제한적
 - 에너지 그리고 건설·건축 업종은 외국인과 기관 모두 매수 우위를 보이자 우호적인 수급으로 상승폭 상위
- ▶ 한편, 지난 달 실적 전망이 가장 큰 폭으로 개선된 업종은 에너지, 철강, 디스플레이, 화학, IT가전

업종별 1개월 수익률, 영업이익 전망 변화율

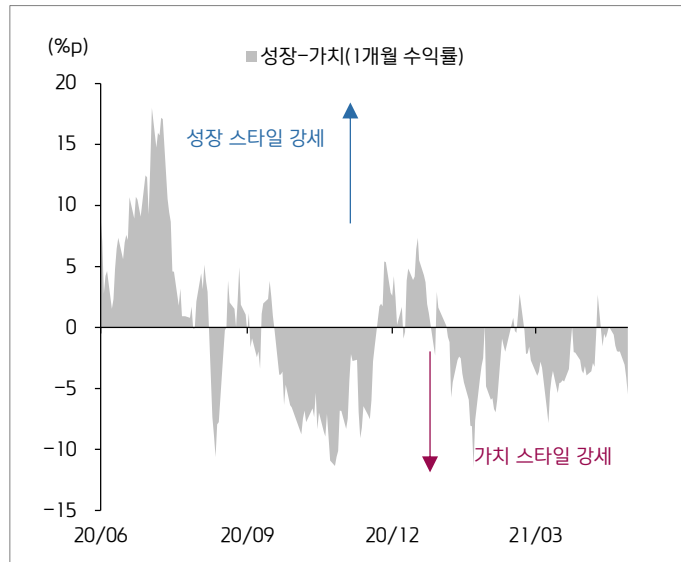


자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

26. 짚은 순환매 속 가치 스타일 강세

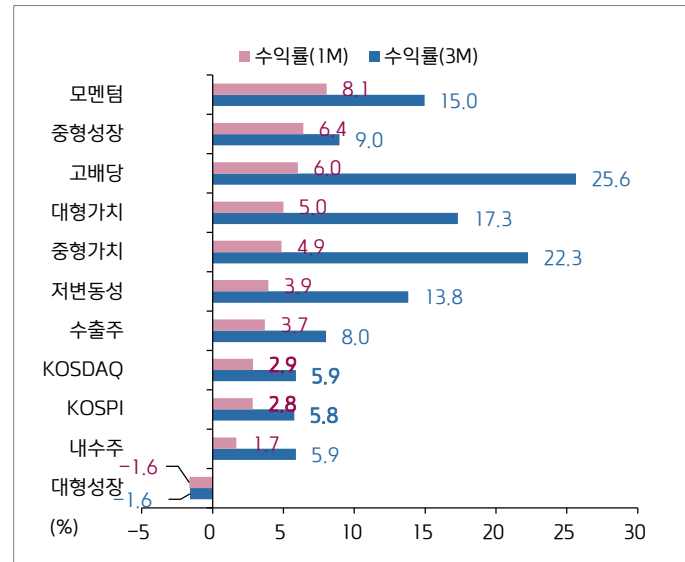
- ▶ 글로벌 금리 tantrum 이후 찾아들었던 가치와 성장 스타일 사이의 차이는 재차 확대되며 가치 스타일 강세
- ▶ 지난달 주요 스타일 중 가장 높은 수익률을 기록한 것은 모멘텀(+8.1%) 그리고 중형성장(+6.4%) 스타일
- 1분기 어닝시즌을 맞아 시클리컬 섹터를 중심으로 실적 회복이 확인되고, 예상보다 그 탄력이 강한 모습을 보이자 관련 섹터의 비중이 높은 가치스타일의 강세가 특징

성장/가치 스타일 1개월 수익률 차이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주요 스타일별 수익률 현황



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주) 스타일 분류는 MKF500 기준

27. 4월 수급 특징: 외국인의 매수 우위 전환

- ▶ 연초 이후 순매도 우위를 지속해 온 외국인은 4월에 들어서 매수 우위로 전환
 - 특히 4월 한달 동안 화학, 통신서비스, 건설/건축, 은행 업종의 순매수세 집중
- ▶ 한편, 연초 이후 철강, 기계, 은행, 증권, 통신서비스 업종에 대한 순매수세는 지속 중

외국인의 월간 업종별 순매수 대금 (코스피)

(단위: 억 원)	1월	2월	3월	4월	(단위: 억 원)	1월	2월	3월	4월
코스피	- 52,996	- 20,562	- 12,406	3,716	소매(유통)	615	- 27	607	1,412
에너지	- 1,948	- 867	- 2,027	1,333	필수소비재	137	- 1,055	206	680
화학	5,946	3,795	- 7,986	10,519	건강관리	- 349	5,087	- 4,981	- 1,447
비철,목재등	- 920	- 291	- 192	331	은행	6,167	2,435	10,551	4,912
철강	555	2,076	6,051	1,967	증권	2,013	1,187	754	730
건설,건축관련	- 908	- 2,460	- 282	4,169	보험	532	- 612	4,326	1,538
기계	1,218	742	1,039	1,299	소프트웨어	12,710	3,138	- 1,660	- 2,409
조선	- 93	- 71	1,314	74	IT하드웨어	- 271	- 1,945	- 433	- 38
상사,자본재	3,128	- 903	398	- 1,757	반도체	- 63,221	- 14,491	- 13,972	- 10,486
운송	- 586	- 776	1,188	232	IT가전	- 7,887	- 4,788	- 5,829	- 3,276
자동차	- 14,807	- 9,268	- 3,473	- 9,287	디스플레이	529	6	- 345	- 90
화장품,의류,완구	2,429	- 1,724	313	777	통신서비스	2,353	984	3,711	4,871
호텔,레저서비스	- 492	- 286	- 124	- 903	유틸리티	- 38	- 782	- 121	160
미디어,교육	191	331	- 1,024	428					

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

28. 4월 수급 특징: 기관 대형 업종 중심 매도세 지속

- ▶ 기관 투자자의 매도 우위는 지난달 까지도 지속되는 모습
 - 특히 반도체, 소프트웨어, 자동차, 은행 등과 같은 시가총액 상위 업종은 지속적으로 매도 우위
- ▶ 한편, 디스플레이, 건강관리, 증권, 에너지 등의 업종은 4월에 들어서 매수 우위로 전환

기관의 월간 업종별 순매수 대금 (코스피)

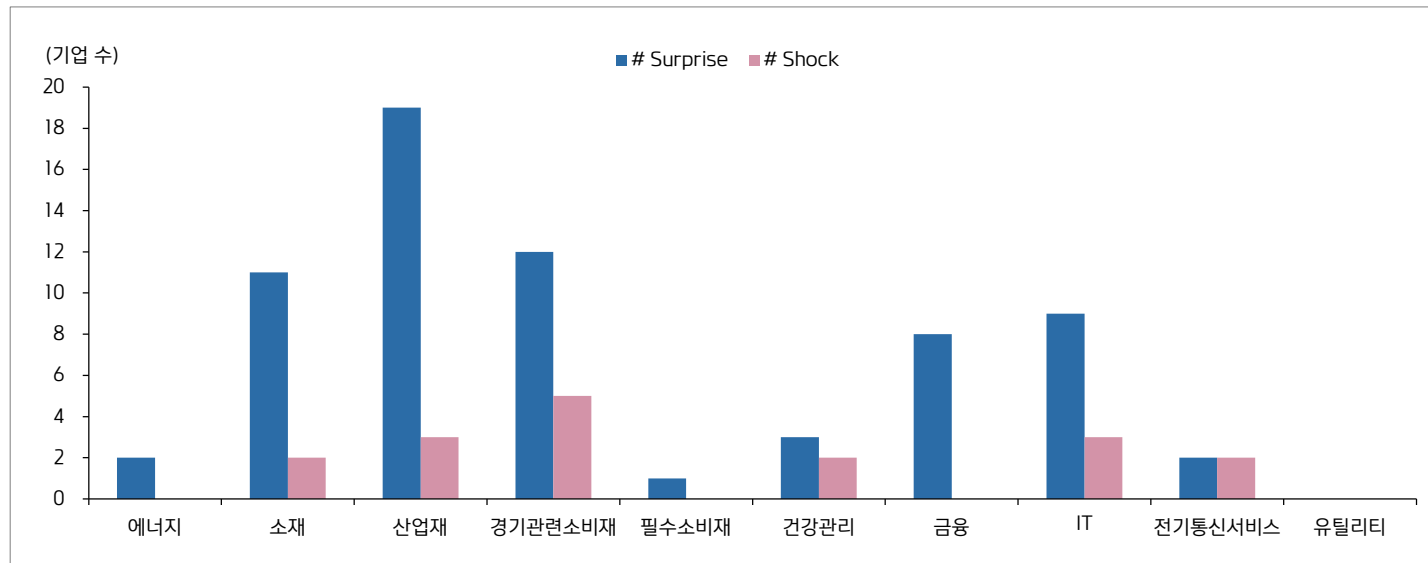
(단위: 억 원)	1월	2월	3월	4월	(단위: 억 원)	1월	2월	3월	4월
코스피	- 173,826	- 53,503	- 55,920	- 58,472	소매(유통)	- 1,414	1,597	427	- 1,831
에너지	- 4,794	1,776	- 3,923	2,211	필수소비재	- 5,857	- 1,554	783	- 1,056
화학	- 6,782	- 6,576	- 5,247	- 1,365	건강관리	- 11,589	- 4,450	- 2,497	873
비철,목재등	321	101	- 271	890	은행	- 6,152	1,341	947	- 2,205
철강	- 4,136	843	- 1,969	- 739	증권	- 2,798	- 623	- 729	764
건설,건축관련	- 2,476	- 425	3,287	1,251	보험	- 3,867	445	117	156
기계	- 2,265	- 1,366	448	- 133	소프트웨어	- 6,283	- 7,927	- 7,243	- 11,584
조선	- 1,988	542	952	- 65	IT하드웨어	- 1,708	- 2,146	- 2,160	- 1,884
상사,자본재	- 4,448	- 3,269	- 2,425	- 550	반도체	- 70,565	- 19,838	- 27,030	- 31,621
운송	- 1,635	480	- 3,352	- 1,045	IT가전	- 3,488	- 2,840	- 2,527	- 445
자동차	- 19,117	- 7,662	- 6,469	- 9,029	디스플레이	- 141	595	- 194	1,713
화장품,의류,완구	- 4,371	243	1,666	903	통신서비스	- 2,908	- 298	366	- 1,966
호텔,레저서비스	- 1,383	- 661	1,015	87	유틸리티	- 4,206	- 1,347	- 774	40
미디어,교육	238	- 470	872	- 1,862					

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

29. 1Q21 어닝시즌, 경기민감 업종의 기대 이상의 실적

- ▶ 5/3일 기준, 올해 1분기 어닝시즌 대략 67/201개 기업 진행 (코스피 200). 이 중 50개 기업이 시장 컨센서스를 상회하는 실적 발표
 - 특히 산업재, 소재, 경기관련소비재, 금융업 등 경기민감(Cyclical) 업종 기업들이 시장 컨센서스를 상회하는 경향이 두드러짐

K200 기준, 업종별 어닝 서프라이즈/쇼크 수

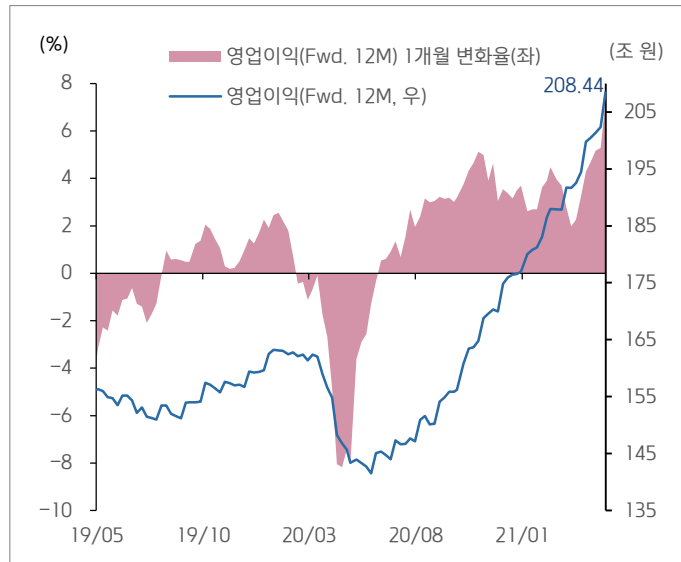


자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

30. 증시 전반의 실적 전망은 지속 상향 중

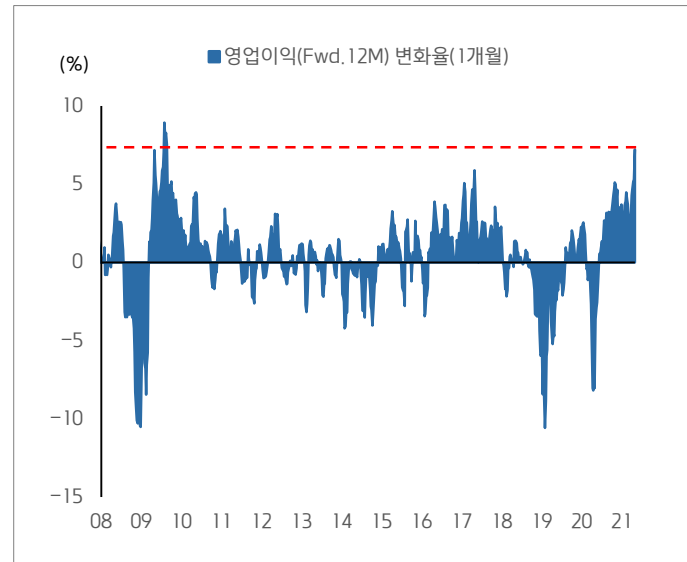
- ▶ 현재 코스피200 기준 영업이익(Fwd. 12M)은 208.4조 원까지 상향 조정이 이루어짐
 - 최근 1개월 사이 영업이익(Fwd. 12M) 추정치는 +7.2% 상향 조정. 이는 금융위기 이후로 가장 높은 수치
- ▶ 연초 이후 이익 개선 모멘텀이 점차 둔화되기도 했으나, 1분기 어닝시즌을 기점으로 재차 실적 전망 상향이 이루어지는 점은 이익 피크에 대한 우려를 완화시키는 요인

코스피200 영업이익 전망치 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

코스피200 영업이익(Fwd. 12M) 변화율(1개월)



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

31. 1Q의 긍정적인 실적은 2Q의 눈높이 상향

- ▶ 1분기 실적발표를 앞두고 그리고 실제 성적표를 확인한 이후로 주요 기업들의 실적 전망은 상향 중
- ▶ 3월말 이후로 분기별 영업이익 추정치가 변화된 모습을 살펴보면 조선, 에너지, 철강, 화학 등 대표적인 시클리컬 업종의 2분기 실적 전망 상향이 큰 폭으로 이루어지는 모습. 뿐만 아니라, 디스플레이 업종 역시도 업황 개선 전망으로 실적 전망 긍정적
- 지속적인 이익 전망 상향은 이익 피크에 대한 우려를 낮출 것으로 기대

세부 업종별 영업이익 전망치 변화율 (3월말 대비)

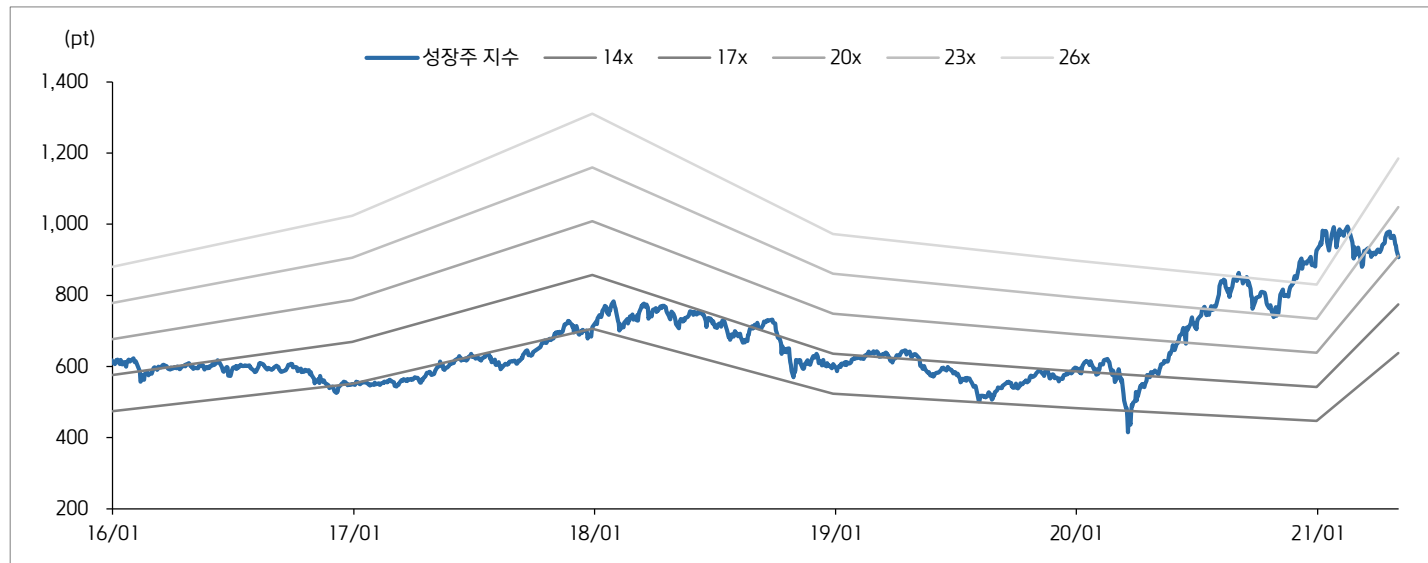
(%)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	(%)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
코스피 200	6.15	5.88	5.05	3.74	건설,건축관련	0.83	2.89	1.19	7.11
조선	-73.69	113.28	-0.83	182.99	자동차	4.37	1.06	0.95	1.57
디스플레이	10.08	43.20	27.54	17.62	소매(유통)	4.85	0.58	0.16	2.89
에너지	46.62	32.60	23.04	16.06	통신서비스	-0.31	-0.04	0.42	-0.30
철강	6.95	29.13	28.34	25.47	건강관리	14.00	-0.86	4.20	5.25
화학	15.62	24.92	19.14	15.77	비철,목재등	2.58	-1.56	-0.99	-0.83
증권	21.50	21.03	24.11	22.10	보험	40.08	-2.40	-2.37	23.14
IT가전	0.88	20.00	7.47	14.14	소프트웨어	-5.05	-6.24	-2.51	-1.57
운송	18.17	14.64	8.54	7.06	필수소비재	-11.97	-8.19	-8.11	-3.23
IT하드웨어	13.01	11.58	3.36	3.90	미디어,교육	-63.99	-11.10	24.20	14.96
화장품,의류,완구	7.14	10.05	8.57	6.20	상사,자본재	-7.80	-34.29	-24.96	-42.65
기계	2.68	9.80	8.90	10.61	호텔,레저서비스	-83.03	-123.71	7.14	4.15
반도체	3.27	7.16	4.31	3.20	유틸리티	-6.68	-161.04	1.76	87.67
은행	4.72	6.94	7.69	1.77					

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터
 주) 2Q21 영업이익 전망치 변화율 기준 정렬

32. 스타일별 밸류에이션 밴드: 성장 스타일

- ▶ 1분기 미국의 장기물 금리 급등 이후 성장 스타일은 한 차례 조정을 받으며 밸류에이션 부담이 완화됨
 - WMI500 순수성장 지수의 P/E(Fwd. 12M)는 올해 들어서 한 때 31.3배까지 상승 (5년 평균 17.5배, 10년 평균 14.1배)
 - 현재 P/E(Fwd. 12M)는 19.9배를 기록하며 점차 낮아지는 모습

성장주 스타일 P/E(Fwd. 12M) 밴드

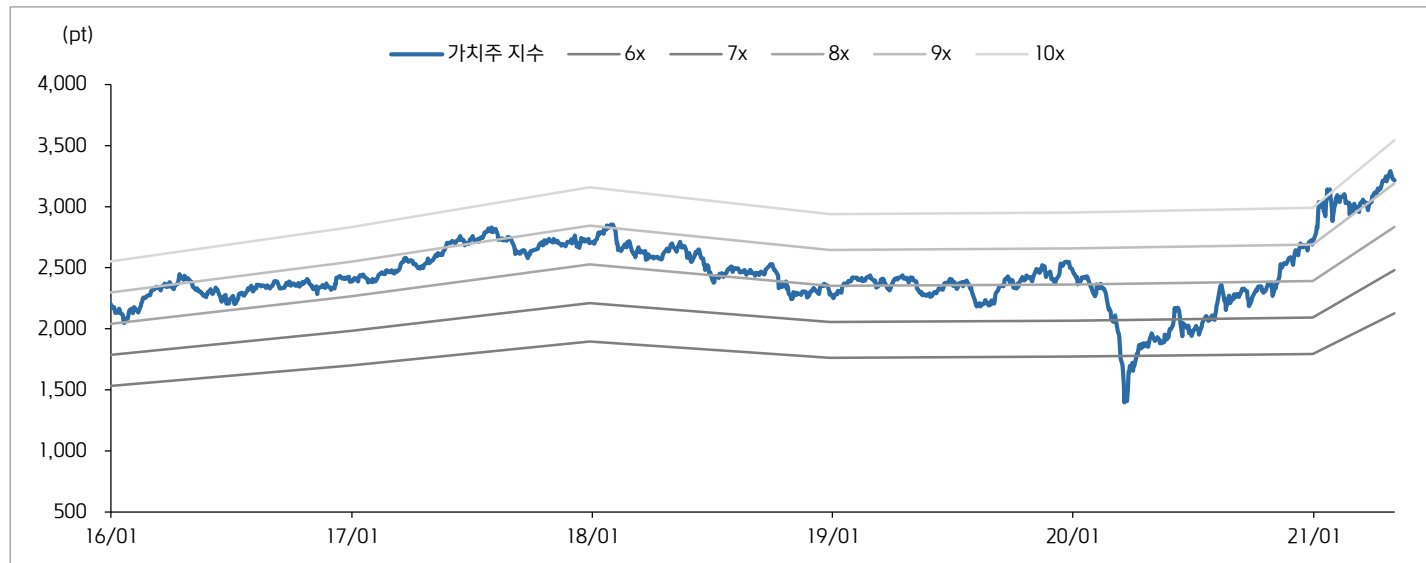


자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터
주) 성장주 지수는 WMI500 순수성장 지수 기준

33. 스타일별 밸류에이션 밴드: 가치 스타일

- ▶ 반면, 가치 스타일은 연초 이후 양호한 상승세를 기록한 결과 코로나 이전 수준의 밸류에이션을 상회
 - WMI500 순수가치 지수 의 P/E(Fwd. 12M)는 올해 한때 10.04배를 도달 (5년 평균 8.7배, 10년 평균 9.3배)
 - 현재 P/E(Fwd. 12M)는 9.07배를 기록하며 연초 최고치보다는 낮아졌지만, 상대적으로 밴드 상단에 위치
- ▶ 통상적으로 경기회복 그리고 물가상승 압력에 따른 수혜는 가치 스타일이 클 것으로 기대. 그러나 최근과 같이 가치 스타일의 밸류에이션 부담이 고조되는 양상은 스타일 접근 보다는 업종별 접근 필요성을 높임

가치주 스타일 P/E(Fwd. 12M) 밴드

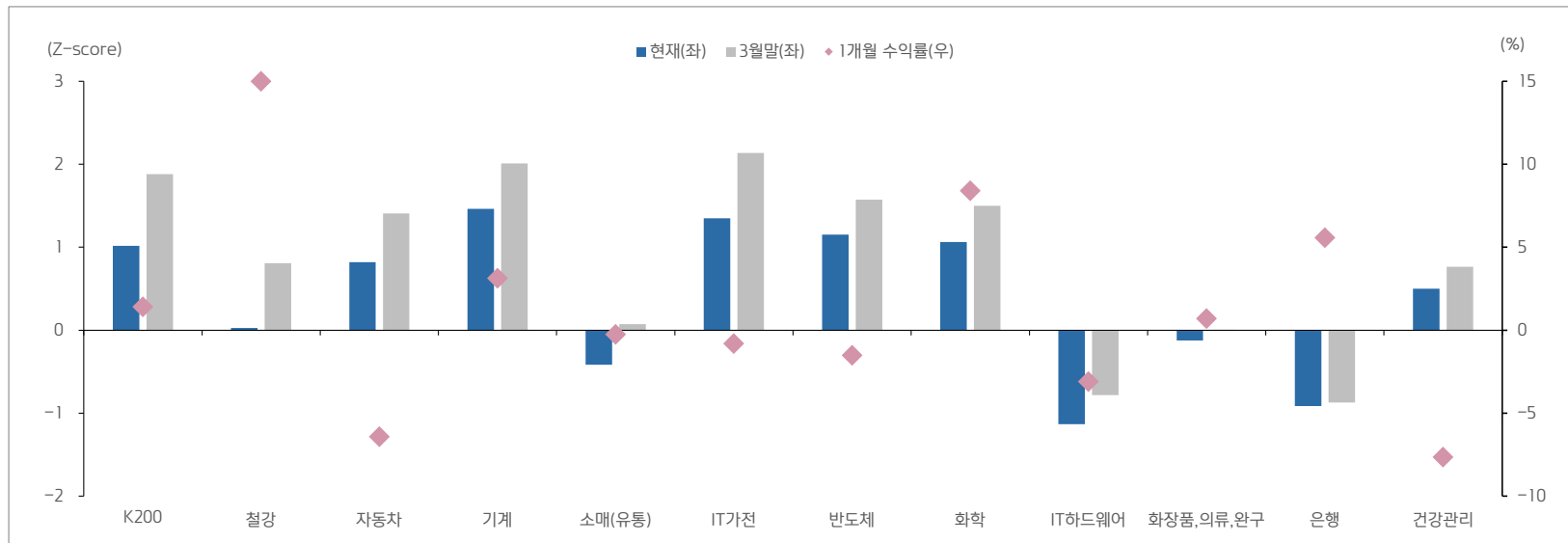


자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터
주) 가치주 지수는 WMI500 순수성장 지수 기준

34. 어닝시즌 이후로 밸류 부담 완화 업종

- ▶ 1분기 어닝시즌을 전후로 낙관적인 실적 전망에 기대 코스피 200 기준 밸류에이션 부담은 큰 폭으로 완화.
 - 연초 코스피 200의 P/E(Fwd. 12M)는 한때 14배를 넘어서기도 했으나, 실적 전망 상향으로 현재 11.9배까지 낮아짐
- ▶ 특히 철강, 화학, 에너지 업종은 주가수익률이 높았음에도 실적 전망이 큰 폭으로 상향되며 밸류에이션 부담 완화. 또한, 은행, IT하드웨어, 소매 업종은 과거 역사적 수준 대비 밸류에이션 저평가되며 단기적으로 관련 업종들의 긍정적인 흐름을 예상하게 만드는 배경

K200 기준, 세부 업종별 P/E(Fwd. 12M)의 Z-score와 수익률(1개월)



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

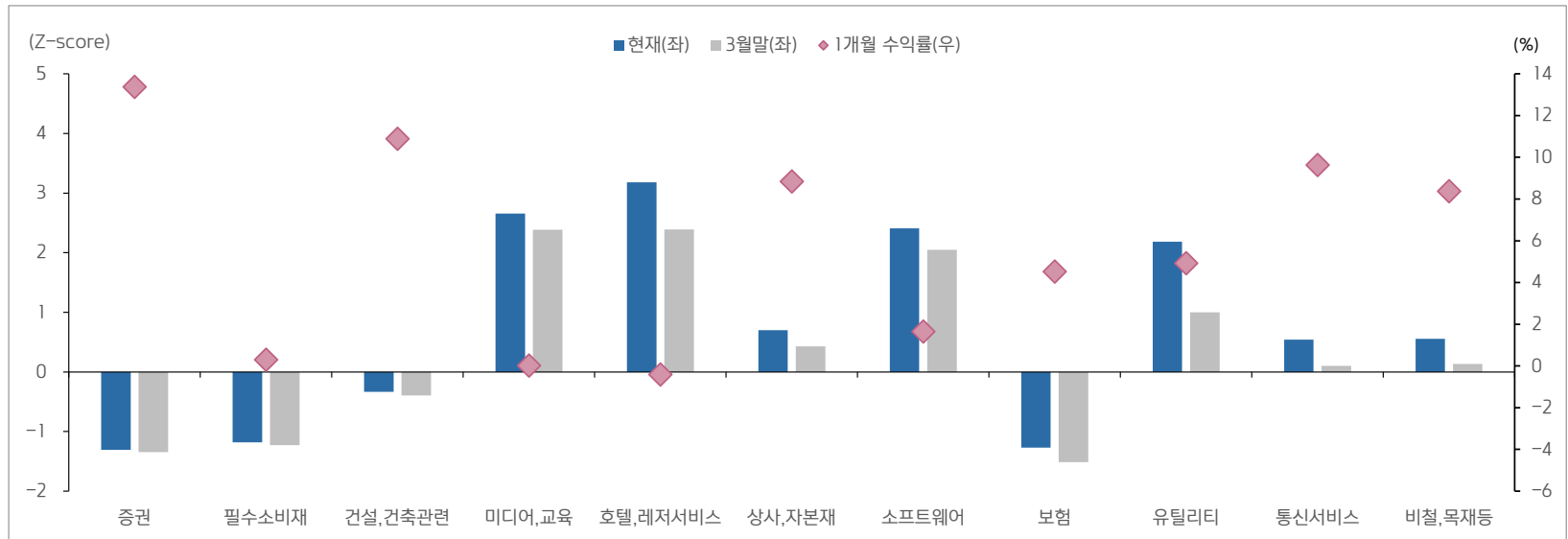
주) Z-score 계산은 2016년 1월 이후

주) 에너지, 운송, 디스플레이 업종은 3월말 대비 현재 P/E 밸류에이션이 낮아졌지만, P/E 지표의 변동이 과도하여 표준화 그래프에서 제외

35. 어닝시즌 이후로 밸류 부담 가중 업종

- ▶ 시장 전반의 실적 개선 탄력에도 일부 업종은 이익 모멘텀이 제한되며 밸류에이션 부담 고조
 - 호텔레저, 미디어교육, 필수소비재 업종은 주가 상승세가 제한되었음에도 실적 전망이 하향됨에 따라 밸류에이션 부담 고조
 - 한편, 증권, 건설건축 업종은 주가상승세가 가팔랐음에도 밸류에이션 상승세가 제한되며 양호한 실적 탄력 보유

K200 기준, 세부 업종별 P/E(Fwd. 12M)의 Z-score와 수익률(1개월)



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

주) Z-score 계산은 2016년 1월 이후

주) 조선 업종은 3월말 대비 현재 P/E 밸류에이션이 높아졌지만, P/E 지표의 변동이 과도하여 표준화 그래프에서 제외