

2021년 6월 주식시장 전망

# 가까워진 정상(定常)

2021년 상반기를 정리해야 하는 시간이 왔다. 역사에 기록될 만큼 경제, 사회 모든 분야의 변화가 컸던 시간인 만큼 함축된 문장으로 정의 내리기 어렵다는 것을 느낄 수 있다.

생각보다 코스피 3,000p 시대가 쉽게 열리게 되었다. 정책지원과 우리 경제의 변화도 한 몫을 했지만, 역시 동학개미로 지칭되는 가계의 자산시장 참여율 증가가 국내증시가 가지고 있던 할인요소를 단숨에 제거해준 것으로 평가된다.

다른 시각으로 보면, 투자자 이탈을 가장 경계해야 할 상황으로도 볼 수 있다



김형렬 리서치센터장

## SUMMARY

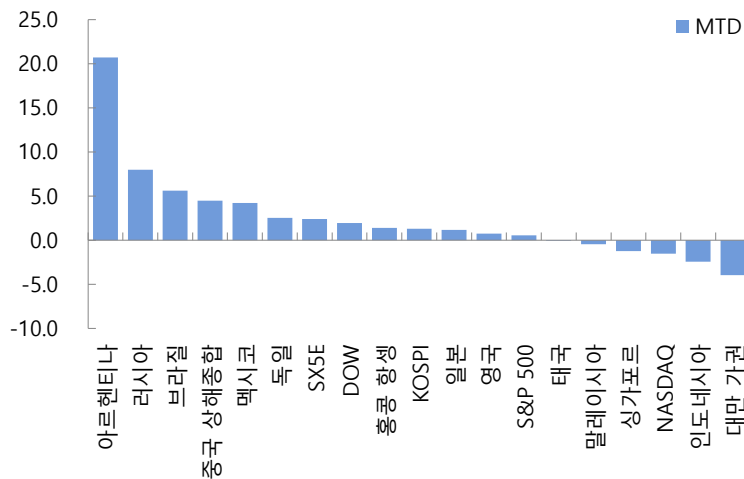
- 2021년 상반기를 정리하고 있다. 생각했던 것 보다 너무 빨리, 그리고 조금은 쉽게 코스피 3,000p 시대가 시작되었다는 느낌을 받는다. 수개월째 코스피 3천선이 유지되어서 당연한 것처럼 느껴지지만, 지난해 급반등의 과정에서도 과연 3,000p를 언급하는 것이 투자자에게 도움이 될까 할 정도로 꿈의 영역으로 생각해 왔다. 그 만큼 한국 경제와 투자환경이 변해 있음을 인정해야 하는 상태이다.
- 우리가 그렇게 바라왔던 정상이 가까워졌다. 필자가 주장하는 정상은 주식시장의 고점을 뜻하는 정상(頂上)이 아닌, 좀 더 자연스러운 경제활동, 통제와 제약에서 벗어난 환경을 뜻하는 정상(定常)을 의미한다. 우리는 이렇게 변화하는 과정에 있고, 이런 변화가 기업 영업활동에 가져올 영향을 체크하는 것이 필요하다.
- 이전과 생활이 비슷해져 간다는 것은 마냥 좋은 것만 있지는 않을 것이다. 때론 생산적이지 못한 구조적 문제를 해결하지 못하고 다시 수행할 수도 있다는 뜻이 된다. 지난 1년의 특수한 경제상황이 사회와 경제시스템 내에서 해소되지 않던 문제를 해결하기에 충분한 시간이었는지 점검해 볼 수 있는 기회가 될 수 있다. 자산시장은 쉽게 붕괴되지 않는다는 중장기 시각을 유지하고, 일시적으로 발생할 수 있는 가격저항을 견딜 수 있는 투자기준을 수립하는 자세가 요구된다.



## 5월 주식시장 리뷰, 6월 주식시장 전망(요약)

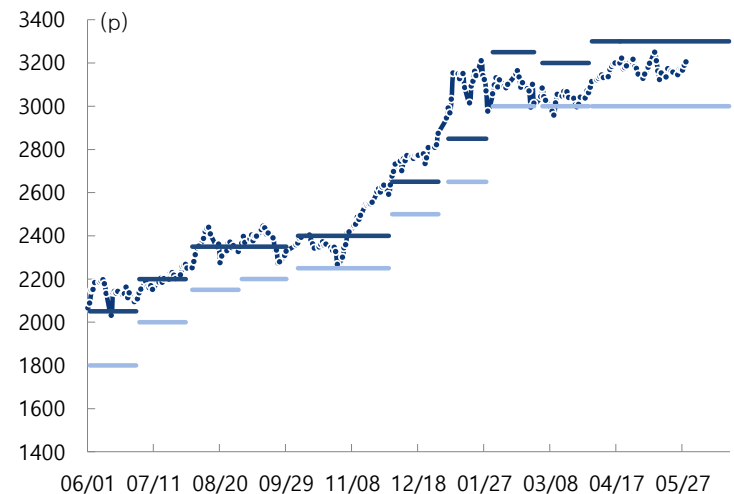
- 5월 주식시장은 인플레이션 리스크와 테이퍼링에 대한 부담을 극복하고 코스피 기준 3,200p에 안착하며, 7개월 연속 상승에 성공했다. 공매도 재개와 외국인 순매도 전환이란 부담 요인에도 호전된 상장기업의 실적, 속도가 붙은 백신 접종 등의 심리적 안정 등이 증시 투자환경에도 도움을 주었던 것으로 평가된다.
- 6월 주식시장은 가격저항에 대한 심리적 부담과 함께 경제회복의 가시적 확인이 공존하는 기간이 될 것으로 예상된다. 펀더멘탈 모멘텀은 중장기 관점에서 시장 확장국면을 지지한다. G7 정상회담은 서구권 경제와 중국의 마찰을 의식할 수 있으나, 한편으로는 포스트 코로나 시대의 공조체계 구축이란 기대요인도 잠재되어 있다.

5월 글로벌 주요국 증시 수익률



자료: 교보증권 리서치센터

코스피 예상 밴드와 추이, 6월 예상밴드 3,000p~3,300p

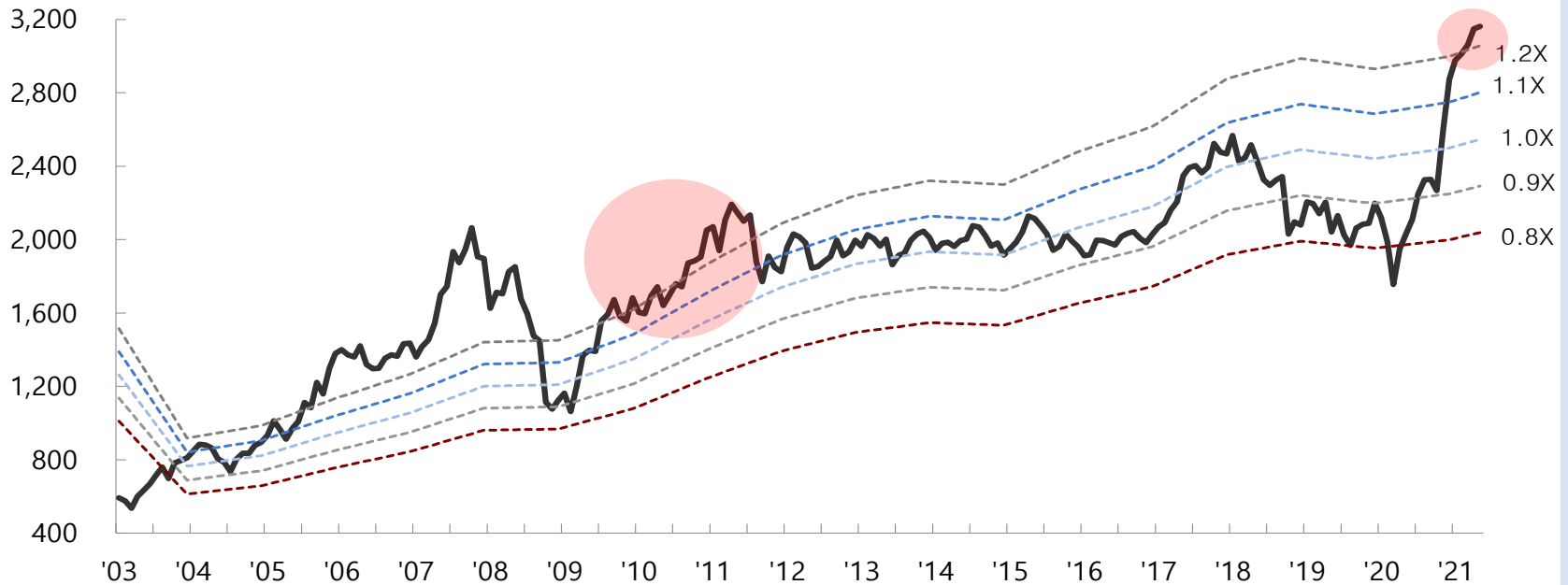


자료: 교보증권 리서치센터

## PBR 1.2배를 따라 가는 코스피

- 10년 전 금융위기 직후와 마찬가지로 세계경제는 리플레이션 국면에 진입해 있고, 실물경제를 체크하며 정책(통화 및 재정) 스탠스의 변화 여부를 진단하는 과정. PBR 1.2배를 기준으로 등락이 반복되는 상황
- 12개월 예상이익 기준 PBR 1배(2,550p), 1.1배(2,850p), 1.2배(3,050p)

코스피와 12개월 예상이익 기준 PBR 밴드 추이

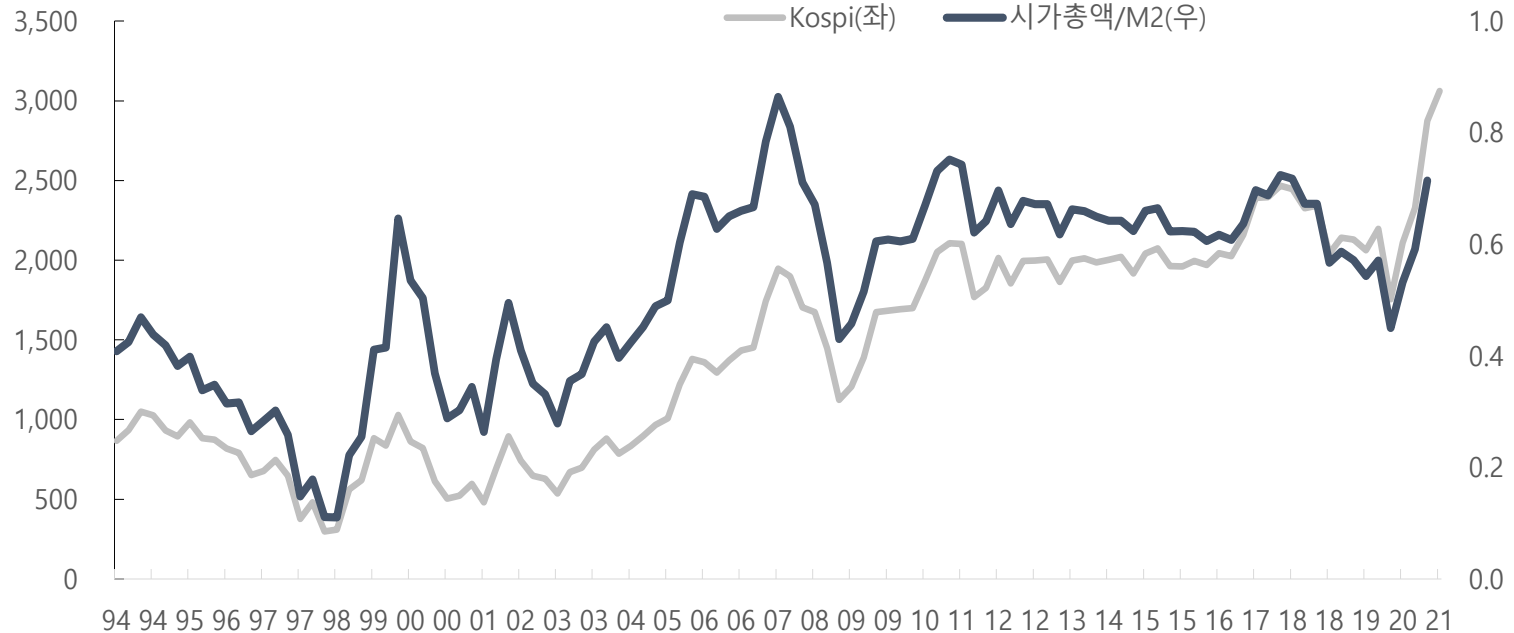


자료: 교보증권 리서치센터

## 유동성 효과, 2024년까지 유지될 것

- 확장적인 통화정책과 공격적인 재정부양의 도움으로 주식시장을 포함한 모든 자산시장은 유동성 효과를 누리고 있는 상황. 일부 가격 거품이 포함되는 것은 문제가 될 수 있으나, 경제가 확장국면에 진입했을 때의 상황을 고려하면 새로운 뉴노멀 인 것으로 생각할 수 있음.

유동성 공급 효과를 누리는 주식시장

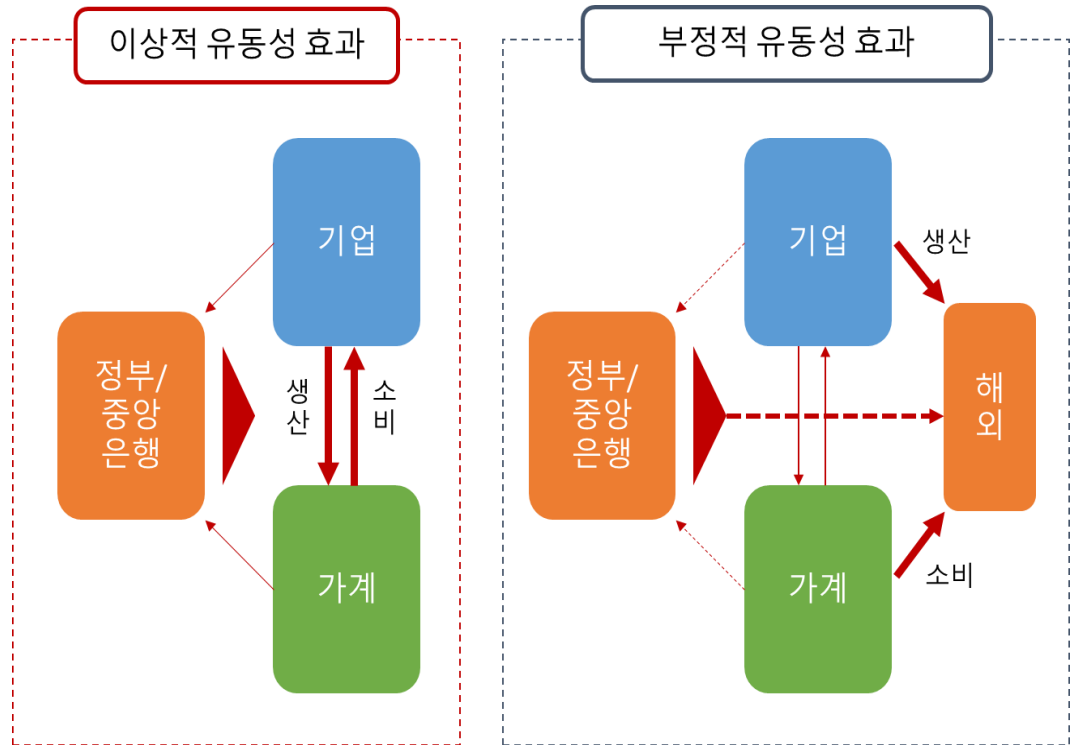


자료: 교보증권 리서치센터

## 일자리와 소득이 안정되어야 경제개방 가능

- 최근 논쟁이 되고 있는 인플레이션 리스크는 과장된 경향이 큼. 지난 1년 동안 통제되어 온 경제활동의 재개 상황에 있어 수요 부문을 채워가는 과정은 자연스러운 현상.
- 다만 경계해야 할 것은 물가상승이 미래 가계소득을 훼손시키지 않는 안정된 고용환경을 기반에 두고 있어야 한다는 점. 만약 고용이 회복되지 않는 물가상승은 정책환경이 빠른 변화를 줄 것
- 시장경제 회복을 위해 공급된 유동성은 지역경제를 안정시키고, 재정으로 재흡수 되기 위해서는 수입을 제한할 필요가 있음. 만약 수입이 증가한다면 재정부양의 효과가 반감되고, 중장기적으로 디플레이션 위험에 노출되게 될 것.

유동성을 활용한 경기부양의 이상적 효과와 부정적 효과

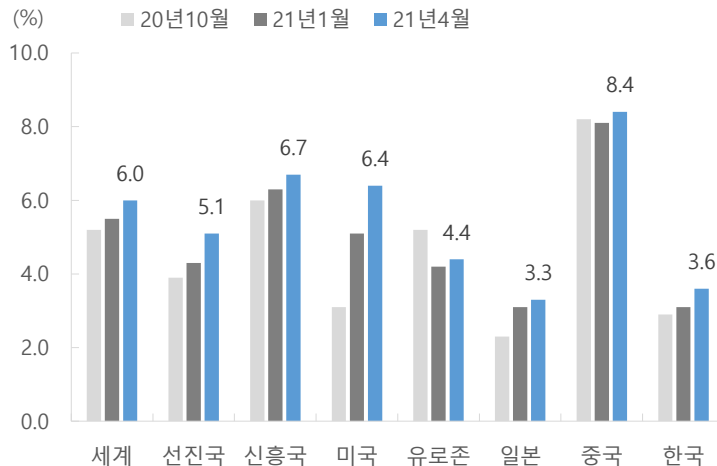


자료: 교보증권 리서치센터

## 교역장벽은 낮아지기 힘들다. 자립경제 환경 주목

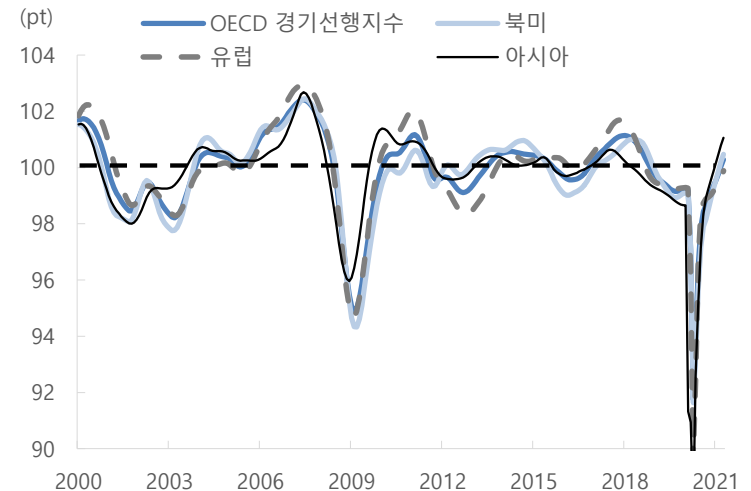
- 각국 정부는 팬데믹 상황이 일정 통제가능 수준에 도달하기 이전까지는 외교적 분쟁에 휘말리는 것을 경계할 가능성이 크다. 대외정책을 신경 쓸 만큼 여유를 갖고 있지 못하다는 뜻으로 볼 수 있다.
- 자국 산업 및 가계의 안정된 소득을 확보하기 이전까지 교역장벽을 낮추는 것은 현실적으로 어렵다. 다만, 일정 통제가 유지되는 가운데 경기회복이 확인되었던 만큼, 가까운 시일에 협력관계 및 공조체계가 구축될 경우 글로벌 경기회복은 또 한번의 도약을 이루어낼 가능성이 작지 않다.
- 교역장벽을 낮추기 이전까지 자립경제에 끊임없는 투자가 이행될 것이라는 점도 주목할 필요가 있다.

IMF, 주요국 성장률 예상치 상향 조정



자료: 교보증권 리서치센터

지역별 OECD 경기선행지수

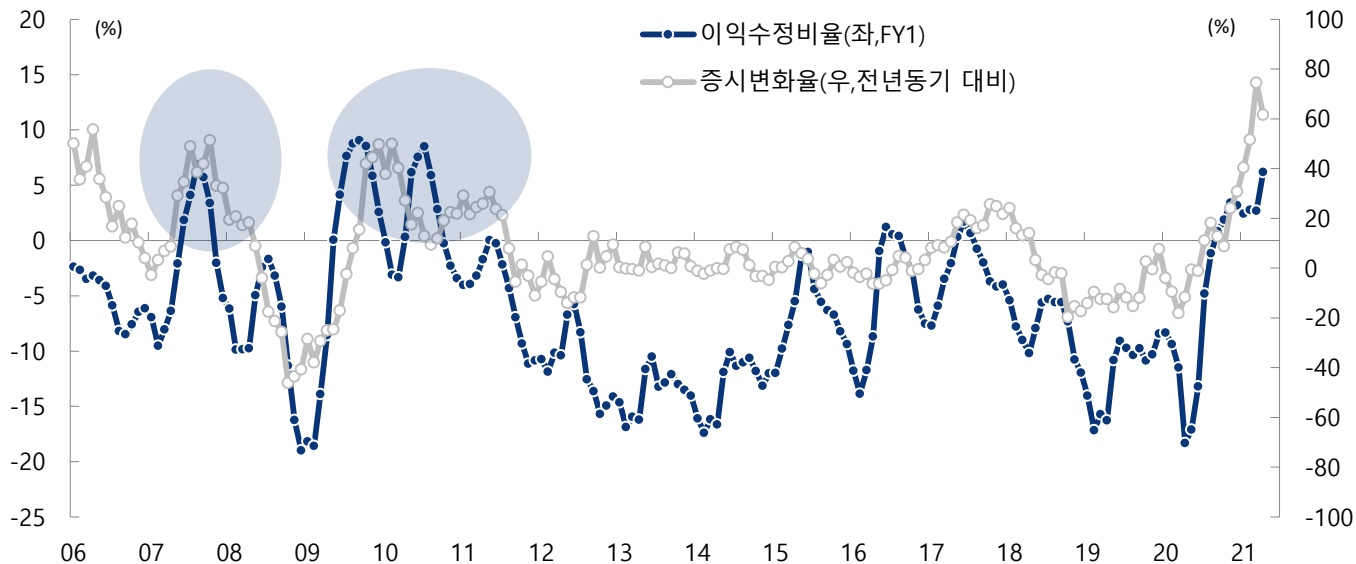


자료: 교보증권 리서치센터

## 밸류의 저항, 박스권 시작을 예고

- 2021년 상장기업 영업이익은 200조원을 상회하고, 지배구조 순이익 역시 150조원을 상회할 것으로 낙관하는 상황. 다만 현실적으로 실현 가능한 이익 규모에 대해서는 고민을 해야 할 시점. 현재 예상되는 이익 수준은 반도체 산업이 기록한 2017년~2018년 최대 이익에 각 산업별 역대 최고 이익이 동시에 달성된다는 가정에서 추정된 이익 규모임. 이익수정비율의 상승이 오래 지속되지 않아왔던 것을 감안하면, 연말 실제 이익의 미달성 가능성이 작지 않은 상황. 점진적으로 밸류에이션 저항은 강화될 것

코스피 주가 변화율(전년동기대비)과 상장기업 이익수정비율 추이



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터



# G7 정상회담, 새로운 꿈을 꿀 수 있을까?

- 6월 11일~13일 동안 영국 콘월에서 개최되는 G7 정상회담은 다양한 이슈를 시장경제에 던지게 될 것으로 보인다. 특히 팬데믹 이후 선진 주요국 정상들의 첫 오프라인 만남이라는 점이 흥미롭다.
- 흥미로운 관심은 G6 정상화 마찰이 컸던 트럼프 대통령과 달리 바이든 대통령의 외교무대 등장을 주목할 필요가 있다. 코로나 경기침체를 극복하기 위한 선진 주요국의 경제협력, 백신 보급 확대 등 공조체계 구축은 실물경제 회복에 대단한 도움이 될 수 있다. 한편, 서방 경제의 중국을 바라보는 시선, 다국적기업에 대한 최저법인세 설정 논의 등은 주식시장의 변동성일 키울 수 있다는 점은 생각해 볼 필요가 있다

### 거래소 상장기업의 연도별 순이익(지배기준) 현황 및 전망



자료: 교보증권 리서치센터

### 2019년 G7 정상회담, 성가신 손님이었던 트럼프 미국 대통령



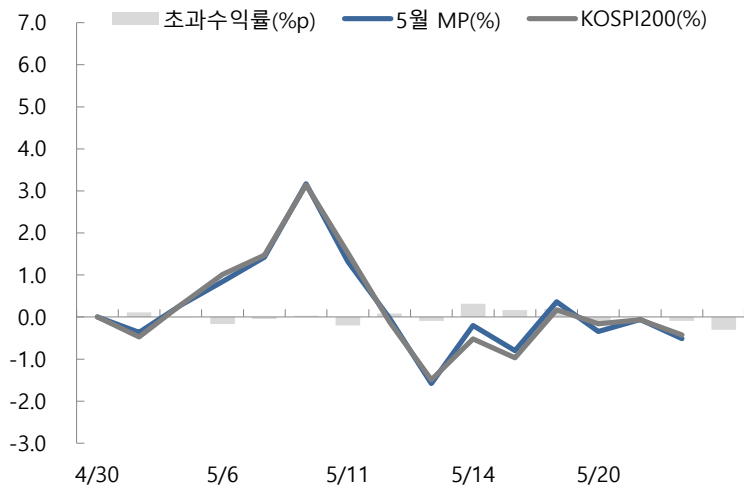
자료: 교보증권 리서치센터

- 우리는 지난 몇 개월 동안 미래를 보는 습관을 가지려 노력했다. 익숙하지 않은 일상이 어느새 적응됨과 동시에 이전에 겪었을 여러 상황들이 사실은 불편한 습관이 아니었을까? 되묻는 일을 반복했다. 그래서 한 때 어색했던 모든 것들이 이제는 각자의 일부가 되었고, 또 다른 새로움은 무엇일까 찾는 일을 반복하게 되었다.
- 2021년 상반기를 마무리 해야 할 때이다. 시점을 6개월 전으로 돌려 현재 상황을 점검하면 지금까지 변화가 엄청나다는 것을 느낄 수 있다. 쉽게 언급하기 힘들었던 코스피 3,000p 시대, 구조적 문제를 해결하지 못해 유망산업에서 언급도 하기 어려웠던 운송, 철강, 금융 산업의 주가 전망 등 확실히 변화를 읽을 수 있는 것들이 많지만, 워낙 변화가 큰 파도를 타고 있어서 인지 쉽게 적응하고, 느낌을 과장하면 조금은 지루함을 느끼고 있다.
- 많은 투자자가 느끼고 있을 현재 상황은 과거에도 반복되었던 현상이다.
- 인간의 창의력은 기본적으로 두뇌에 주입된 지식을 기반으로 작동되며, 거기에 각자가 살아온 경험과 다른 분야의 가치가 어우러져 방향을 개척해야 하는데 그에 대한 어려움을 느끼는 것이다.
- 미래를 보는 습관은 잘못되지 않았다. 하지만 망원경을 보는 지점을 너무 자세히 보다 보면, 가까이에서 흔히 볼 수 있는 현미경의 풍경과 다르지 않다는 것도 알게 될 것이다. 최근 반도체 산업의 부진과 경기민감 산업의 수익률 역전은 미래를 보던 망원경에 익숙해져서, 큰 그림의 변화를 놓친 것이지 미래를 보는 방식의 문제가 생긴 것은 아니라고 생각된다. 2021년 상반기의 작은 변화를 크게 보는 노력을 하는 것이 필요해 보인다.

## 5월 모델 포트폴리오 리뷰 및 평가

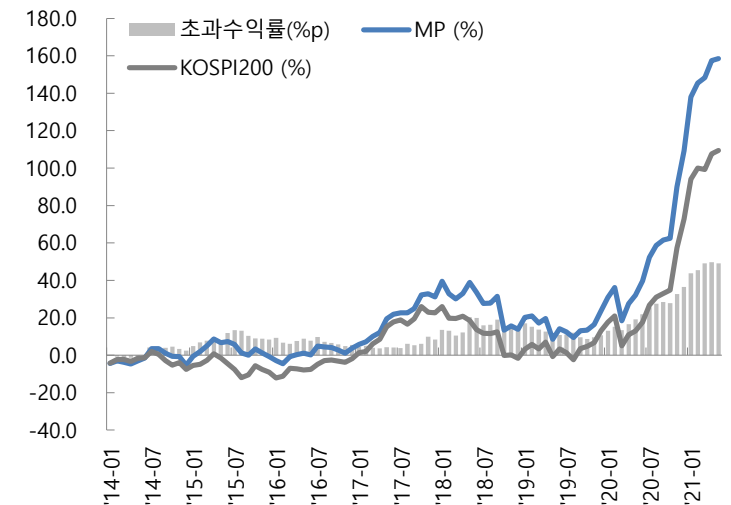
- 5월 모델 포트폴리오 수익률은 0.46%를 기록 벤치마크(KOSPI200) 대비 -0.39%p 하회한 결과를 보임
- 2014년 이후 MP의 Hit Ratio는 58.43%로 전월 대비 소폭 하락했으며, 현재까지 누적 수익률은 158.57%를 기록, 시장대비 초과 수익을 기록하고 있음
- 국내증시 확장국면이 계속되고 있어 모델 포트폴리오의 절대 수익률은 13개월 연속 플러스 수익률을 유지하고 있음. 다만, 성장주의 고평가 부담, 경기민감주의 선순환의 영향으로 벤치마크 대비 MP 수익률이 2개월 연속 하락하고 있어 이는 주도업종의 변화 가능성을 고민하게 만드는 변화

5월 모델 포트폴리오 월간 누적 수익률



자료: 교보증권 리서치센터

당사 모델 포트폴리오 누적 수익률(Kospi200 대비)

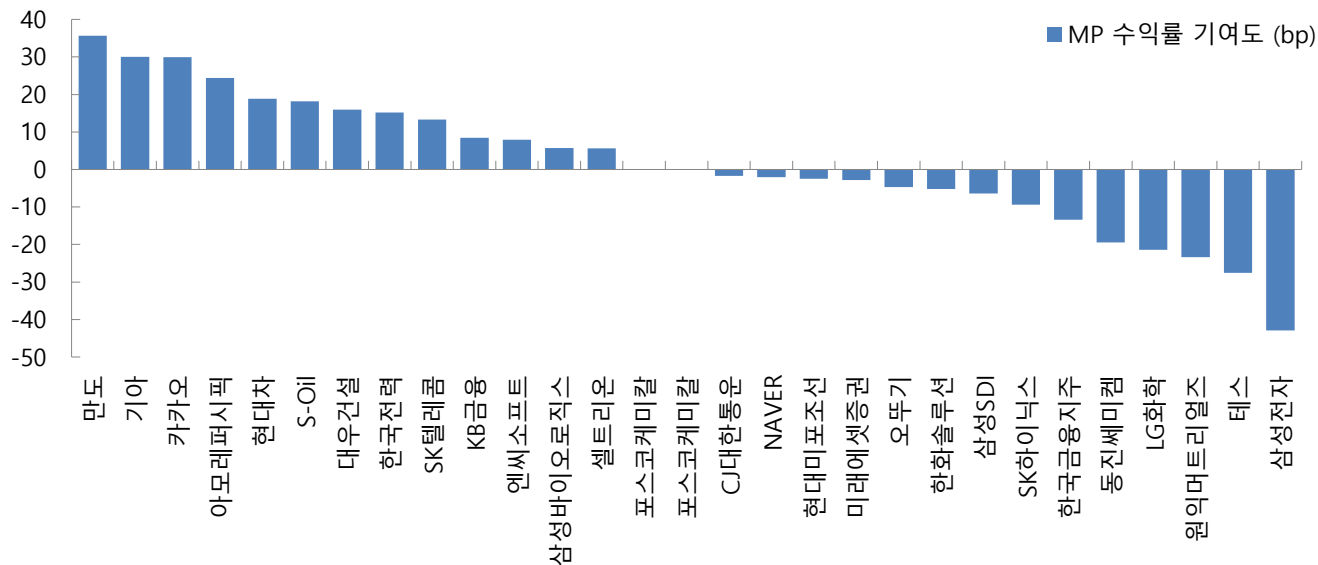


자료: 교보증권 리서치센터

## 5월 모델 포트폴리오 수익률 기여도 분석

- 5월 포트폴리오 수익률은 벤치마크와 수익률 갭이 크게 벌어지지 않고 있으나, 전체 수익률의 구성종목 기여도는 상당한 변화를 보이고 있음. 경기소비재 섹터 기여도가 높아진 반면, 높은 투자비중을 차지하고 있던 IT섹터의 기여도가 현저히 낮아진 반응을 보이고 있음. 중장기 관점에서 IT섹터 전망은 낙관적이지만, 포트폴리오 편입 비중을 공격적으로 가져갈 만큼 변별력을 가져오지 못한다면 전술적 변화가 필요한 시기로 판단됨. 코로나 상황과 맞물려 생각하면, 경기민감 산업, 특히 소비 부문과 관련된 업종 비중을 높여야 할 시점으로 판단.

5월 모델 포트폴리오 구성 종목의 기여도 분석

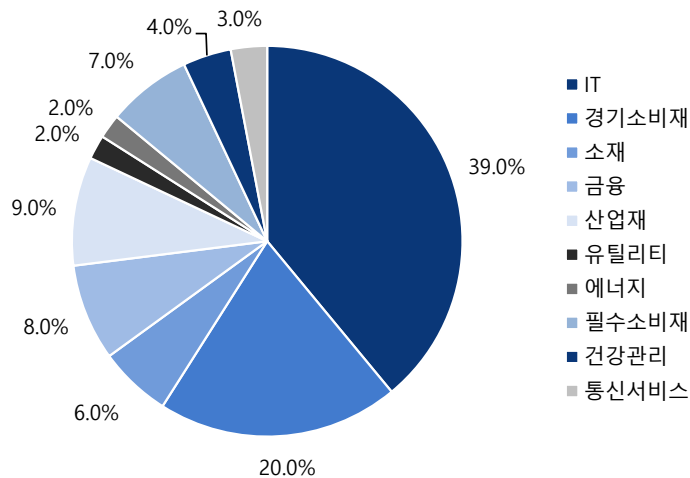


자료: 교보증권 리서치센터

## 6월 모델 포트폴리오 전략

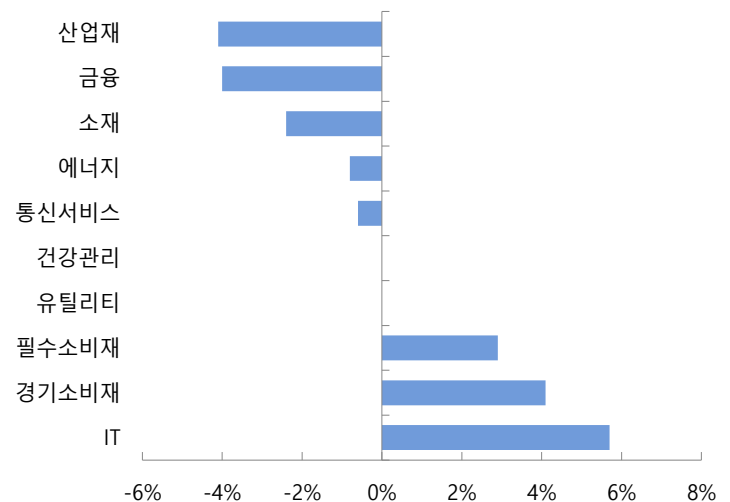
- 6월 모델 포트폴리오는 29종목의 구성종목 수를 유지했고, 7개 종목에 대해 교체를 결정
- 동진씨미켄, LS ELECTRIC, CJ 대한통운, 포스코케미칼, LG화학, 원익머트리얼즈, 오뚜기를 제외하고, 신세계 인터내셔널, 대한항공, POSCO, 하이트진로, 동원F&B, 매일유업, 나스미디어를 신규 편입, 경기소비재, 금융섹터의 투자 비중을 크게 올림
- 50%에 육박했던 IT섹터 투자비중이 39%로 낮아짐. 여전히 시장대비 높은 비중을 유지하고 있으나 거시환경의 변화에 대응할 필요성을 감안해 섹터 비중 조정을 시행

6월 모델 포트폴리오 업종별 비중



자료: 교보증권 리서치센터

업종별 벤치마크 대비 초과 비중(Active Risk)



자료: 교보증권 리서치센터

## 6월 교보 모델 포트폴리오

6월 모델 포트폴리오(1)

(단위: %, X)

섹터	코드	Name	시장 비중	MP 비중	MP -시장	베타	EPS증가율(%)		ROE(%)		PER(배)		PBR(배)	
							2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
에너지	A010950	S-Oil	0.5	2.0	1.5	0.0	적전	흑전	(14.9)	17.9	(12.2)	9.9	2.0	1.6
소재	A005490	POSCO	1.5	3.0	1.5	0.0	(22.2)	170.2	3.2	8.4	21.7	8.0	0.6	0.6
	A009830	한화솔루션	0.4	3.0	2.6	0.0	흑전	77.0	8.3	14.3	15.0	8.6	1.2	1.1
산업재	A047040	대우건설	0.2	3.0	2.8	0.0	14.5	110.4	9.3	17.3	14.5	6.9	1.3	1.1
	A003490	대한항공	0.5	3.0	2.5	0.0	적축	적축	(8.1)	(3.0)	(22.9)	(67.1)	2.1	1.7
	A010620	현대미포조선	0.2	3.0	2.8	0.0	32.0	(16.1)	3.0	2.5	48.1	57.4	1.4	1.4
경기소비재	A089600	나스미디어	0.0	3.0	3.0	0.0	3.8	16.7	14.1	14.4	18.2	15.6	2.4	2.1
	A090430	아모레퍼시픽	0.8	3.0	2.2	0.0	(71.3)	474.2	1.5	8.5	289.1	50.3	4.4	4.1
	A031430	신세계인터내셔널	0.1	2.0	1.9	0.0	(45.8)	90.6	6.5	11.4	42.0	22.1	2.7	2.4
	A005380	현대차	2.3	4.0	1.7	0.0	(39.8)	209.2	2.6	7.8	36.3	11.7	0.9	0.8
	A000270	기아	1.6	5.0	3.4	0.0	(23.9)	191.7	4.7	12.8	25.0	8.6	1.1	1.0
	A204320	만도	0.1	3.0	2.9	0.0	(99.2)	21210.0	0.1	11.7	3317.0	15.6	2.0	1.7
금융	A105560	KB금융	1.1	4.0	2.9	0.0	5.9	18.1	8.7	9.4	7.0	5.9	0.6	0.5
	A006800	미래에셋증권	0.3	2.0	1.7	0.0	25.3	12.0	8.7	9.3	9.7	8.7	0.7	0.6
	A071050	한국금융지주	0.3	2.0	1.7	0.0	(5.7)	46.3	15.4	19.3	8.0	5.5	1.1	0.9

자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

주: 베타 60개월 기준, 업종/종목 비중은 5/28 증가 기준

# 6월 교보 모델 포트폴리오

6월 모델 포트폴리오(2)

(단위: %, X)

섹터	코드	Name	시장 비중	MP 비중	MP -시장	베타	EPS증가율(%)		ROE(%)		PER(배)		PBR(배)	
							2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
필수소비재	A000080	하이트진로	0.1	2.0	1.9	0.0	흑전	2.1	10.8	10.6	24.7	24.2	2.5	2.4
	A049770	동원F&B	0.0	2.0	2.0	0.0	12.0	19.2	10.3	11.2	12.4	10.4	1.2	1.1
	A267980	매일유업	0.0	3.0	3.0	0.0	(3.0)	11.3	14.5	14.7	9.9	8.9	1.3	1.2
IT	A005930	삼성전자	22.3	22.0	-0.3	0.0	26.0	34.0	10.3	13.1	20.2	15.1	2.0	1.9
	A000660	SK하이닉스	4.2	3.0	-1.2	0.0	84.2	160.7	7.5	17.2	25.0	9.6	1.7	1.5
	A095610	테스	0.0	3.0	3.0	0.0	175.7	129.8	12.0	23.7	22.7	9.9	2.5	2.1
	A035420	NAVER	2.7	3.0	0.3	0.0	44.2	1726.5	13.3	103.4	71.1	3.9	7.9	2.4
	A035720	카카오	2.5	4.0	1.5	0.0	흑전	68.5	8.2	11.7	118.3	70.2	8.9	7.6
	A036570	엔씨소프트	0.9	2.0	1.1	0.0	77.6	17.2	22.9	21.9	30.0	25.6	5.8	4.9
	A006400	삼성SDI	2.1	2.0	-0.1	0.0	66.8	70.6	4.7	7.6	72.8	42.7	3.2	3.0
건강관리	A068270	셀트리온	1.8	2.0	0.2	0.0	105.8	33.0	19.8	21.8	61.5	46.3	11.0	9.0
	A207940	삼성바이오로직스	2.6	2.0	-0.6	0.0	325.6	56.0	-	7.1	264.7	169.8	12.3	12.0
통신서비스	A017670	SK텔레콤	1.1	3.0	1.9	0.0	48.2	84.4	5.6	9.2	19.4	10.5	1.0	0.9
유틸리티	A015760	한국전력	0.8	2.0	1.2	0.0	흑전	적전	2.5	(0.8)	9.8	(28.8)	0.2	0.2

자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

주: 베타 60개월 기준, 업종/종목 비중은 5/28 종가 기준

# Epilogue .. Good Answer 보다 Good Ask

- 필자도 하반기 시장전망과 투자전략 자료를 준비하고 있다. 한편으로는 지난 1년전 보다 더 힘들다는 생각을 하게 된다. 지난 1년 동안의 과정은 누구도 걷지 않은 길이었고, 올바른 방향을 찾는데 어려움이 크지 않았다. 그런데 지금은 그렇지 않다. 왜 그런 것일까?
- 지난 1년 사이 시장경제에 던져진 질문은 단순하고 간결했다. 코로나 시대에 어떻게 살아 남아야 할까? 포스트 코로나 시대를 위해 무엇을 준비해야 하나? 라는 질문에 답을 구하기 위해 노력했고, 그 노력은 다양한 투자 아이디어로 이어질 수 있었다. 덤스 있는 답변일 수록 많은 사람들의 공감대를 얻을 수 있었다.
- 현재도 많은 전문가가 통찰력 있는 답을 제시하고 있으나 필자를 포함해 내용이 반복되고, 신선함이 떨어진 느낌을 주고 있다. 이런 변화는 고민을 안했다기 보다 우리가 생각했던 변화의 속도가 느려졌음을 뜻한다. 변화의 다음 단계에 도달하는데 시간이 필요하며, 이 기간에는 답을 구하기 보다 조금 더 양질의 '질문' 을 통해 변화를 촉진시킬 방법에 대한 고민을 하는 것이 필요하다.
- 경기회복이 더딘 것 같다면, 지금 상황에서 회복속도를 촉진시킬 수 있는 또 다른 정책은 무엇일까? 이런 질문을 던졌을 때 또 다른 상승동력을 찾게 되는데, 또 다른 정책을 찾기 보다 테이퍼링과 같은 혼선을 이끄는 시나리오에 대해서만 점검하다 보면 시장은 방향을 잃고 방황할 가능성이 작지 않다.
- 필자는 답을 구하기 전에 시장전문가의 분석본능을 자극할 수 있는 '질문' 을 먼저 찾고, 그 답을 통해 하반기와 2022년 시장전망의 기초를 다지려고 한다.