

8월 주식시장 전망 및 투자전략 | 2021. 8. 9

대반격이 대반전으로! 원/달러, 코로나19 주목

Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Economist & Fixed Income Strategist 공동락

02) 769-3599 / dongrak.kong@daishin.com

Quant Strategist 김지윤

02) 769-2052 / jiyun.kim@daishin.com

Strategist, RA 김정윤

02) 769-3496 / jungyoon.kim@daishin.com



Contents

8월 증시 전망 및 투자전략

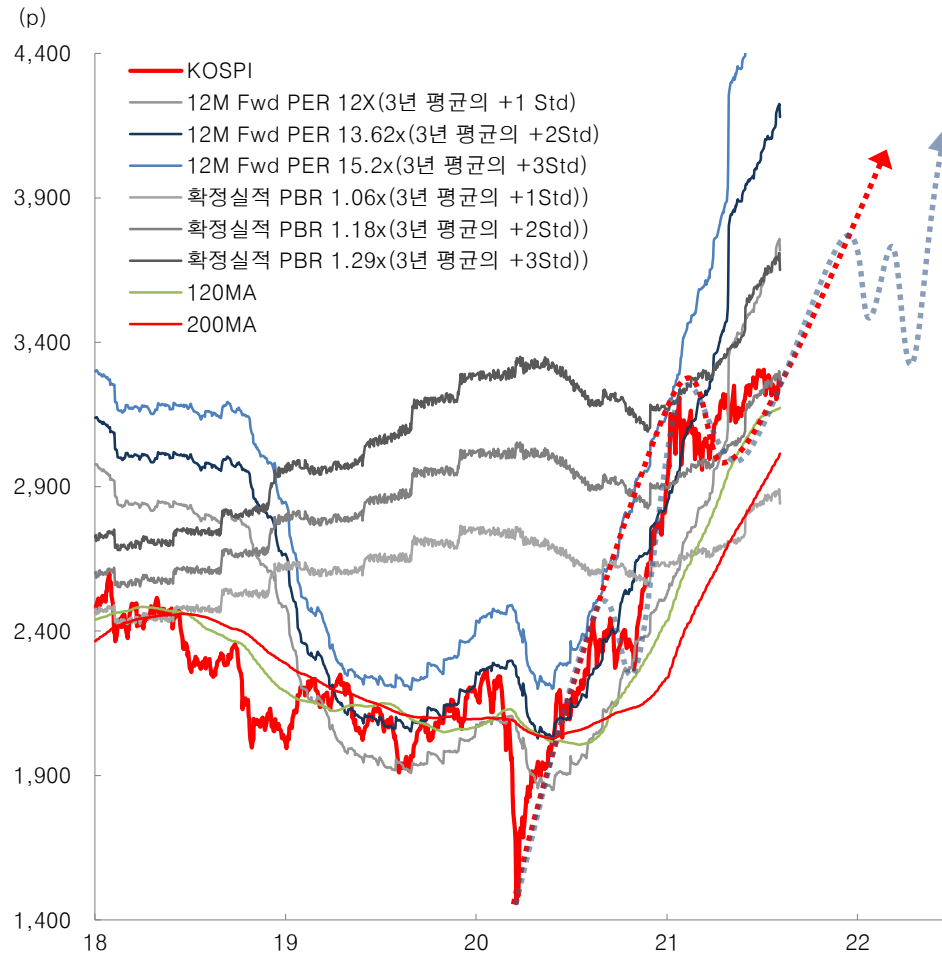
Summary	3
주식시장 전망	6
7월 Review : 9개월 만에 하락마감	6
8월 KOSPI Band : 3,200 ~ 3,380p	12
데자뷰(déjà vu). '21. 3Q Vs. '20. 4Q	17
반도체의 대반격과 외국인의 태세전환	25
KOSPI 대반전의 Key. 코로나19 & 원/달러 환율	32
테이퍼링 시점은? 유동성 모멘텀의 반전 주목	44
미국 채권금리 하락. 수급 불균형	53
경기모멘텀 정점 ≠ 증시 고점	57
‘보복’은 나의 힘: 탄탄한 pent-up 소비	63
투자전략	71
수출주(반도체, 자동차)와 구조적 성장주(인터넷, 2차 전지, 신재생에너지) 비중확대 유지	
퀀트전략	87
8월 관심 업종 반도체, H/W, 미디어, 호텔레저, 운송. 8월 관심종목 20선 제시	
이슈분석	104
China Risk 대응: 당의 가이드라인(반도체, 신재생에너지)에 주목	

Summary. 데자뷰(déjà vu). '21. 3Q Vs. '20. 4Q. 코로나19 진정, 원화 강세국면 진입시 펀더멘털 동력 빠르게 유입

- 8월 KOSPI Band 3,200 ~ 3,380p 제시. 12개월 Fwd PER 10.85배 ~ 11.48배. 올해 PER 평균 12.56배(KOSPI 3,697p)를 향한 상승추세 강화 전망
KOSPI를 용수철에 비유해 보면 연초 이후 탄성(펀더멘털)은 꾸준히 강화되어 왔음. 그동안 용수철을 위에서 억누르는 힘(물가, 금리, 환율, 수급불안 등)이 만만치 않았던 상황. 그 결과 용수철은 움직이지 못하고 제자리에서 작은 등락 반복. KOSPI가 기간조정을 지속해왔던 이유. 하지만, 향후 억누르는 힘이 약해진다면? 불확실성 변수들이 완화된다면? 용수철은 강해진 탄성을 바탕으로 강하게 튀어 오를 것. KOSPI의 탄력적인 반등, 강한 상승추세 전개 예상
- 2021년 3분기 KOSPI 장세는 20년 4분기와 유사할 전망. 20년 4분기 KOSPI 경로 : 10월 약세, 11월 추세 반전 이후 21년 1월까지 지수 레벨업 지속
2020년 10월말, 글로벌 코로나19 재확산 & 미국 대선 불확실성에 흔들렸던 KOSPI, 11월부터 드라마틱한 반전 전개
2021년 7월말, 델타 변이바이러스 확산, 중국 정책 리스크에 KOSPI 박스권 하단 위협. 8월부터 반도체 중심으로 대반격 시작
1) 한국 수출 호조, 2) 원화 강세, 3) 외국인 수급 개선의 힘. 이번에도 Restocking 수요 유입 - 한국 수출호조 - KOSPI 이익개선의 선순환 구도 형성 가능
- 8월초 반도체 대반격으로 인한 KOSPI 급반등이 박스권 상향돌파, 추세 반전으로 이어지기 위해서는 1) 코로나19 상황 진정, 2) 원/달러 환율의 하향 안정이 선결 과제. ① 시차를 두고 코로나19 진정국면 진입 기대. 이 경우 그동안 개선세를 지속해 온 펀더멘털 동력 빠르게 유입될 것. ② 원/달러 환율은 차별적인 약세에서 벗어나 완만한 하락국면(원화 강세) 예상. 이 두 조건 충족시 ③ 외국인, 기관 수급 간의 선순환 고리가 형성되며 KOSPI 레벨업에 힘 이 실릴 것. 2020년 11월 ~ 2021년 1월 당시 KOSPI의 강력한 상승국면의 주된 동력이 재현될 수 있다는 의미
- 한편, ④ 고용 서프라이즈와 물가 점점통과 사이에서 연준의 통화정책 정상화 속도에 대한 우려도 제한적. 오히려 ⑤ 연준의 유동성 공급 확대, 모멘텀 강화에 주목. 하반기 미국 경제에 대한 피크 아웃 논쟁에도 불구하고 ⑥ 미국 소비는 여전히 탄탄. 품목별 고른 개선세 지속, 소비/소득 간의 선순환 가능성 확대. 코로나19 이후 새로운 추세를 형성하며 ⑦ 미국과 선진국 소비 주도로 글로벌 경기회복, 교역 개선세 유효. 한국 수출호조 지속 전망
- [투자전략]** 전략적으로 구조적 성장주(인터넷, 2차 전지, 신재생에너지)와 수출주(반도체, 자동차, 운송) 비중확대 전략 유지
글로벌 제조업 경기회복과 기업이익 개선, 외국인 순매수 유입 가능성에 근거한 투자전략. 밸류에이션 매력을 바탕으로 실적 개선 기대 유입
한국은행 수정전망, 한미 정상회담을 통해서도 구조적 성장주와 수출주의 시장 주도력 재확인. 단기 등락과정은 추가 비중확대 기회
인터넷, 2차 전지에 이어 반도체, 자동차 업종도 시장 주도력 회복 가시화. 코로나19 피해주, 내수주 전술적 Trading 가능
- [퀀트 전략]** 2/4분기 실적은 예상했던 바와 같이 기대 이상의 호실적 기록 중. 이는 KOSPI 실적 전망치 추가 상향조정 이끌 전망. 현재 KOSPI 순이익의 전년대비 증가율은 2개 분기 연속 축소가 예상되고 있어 어닝 모멘텀 상으로는 우호적이지 못한 환경. 다만 연말이 다가올수록 4/4분기 어닝 모멘텀 회복이 지수 상승을 재차 뒷받침할 가능성 기대. 8월 관심 업종으로는 반도체, H/W, 미디어, 호텔레저, 운송 5개 업종을 선정. 이들은 3/4분기까지 양호한 실적 흐름이 이어지면서 최근 12개월 선행 EPS가 상향조정된 업종
- [이슈 분석]** 중국 기업 규제 이슈가 지속되는 시기에는 중국 정부의 가이드라인에 더욱 집중할 필요. 플랫폼, 교육, 배달업에 대한 규제는 산업 성장을 막겠다는 취지가 아닌 중국의 데이터 안보 주도력 확보, 내부 사회적 문제를 해결하기 위한 것. 14차 5개년 계획과 다른 정부 문건들을 통해 규제를 강화하겠다는 산업과 육성을 촉진시키는 사업을 명확하게 제시. 현재와 같이 규제 및 M/E 구조에 대한 불확실성이 높은 시기일 수록 정부가 그 동안 발표한 반도체, 신재생에너지 산업 육성 정책을 다시 되돌아 보고 수혜 업종 육성 가리기에 집중할 필요

8월 KOSPI Band 3,200 ~ 3,380p. 구조적 성장주와 수출주 Overweight 전략 강화

3분기 상승추세 강화 전망



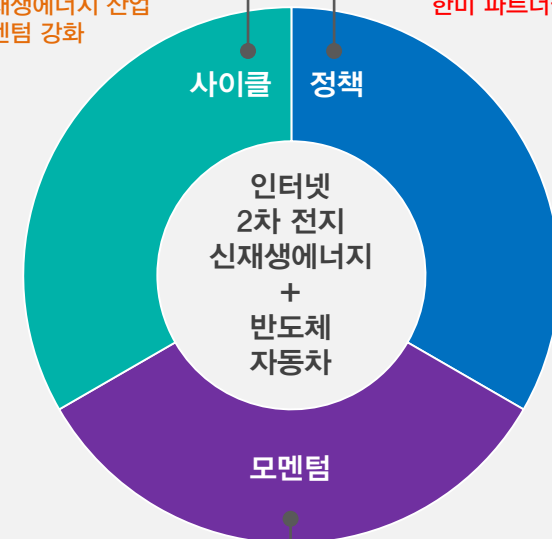
구조적 성장주와 수출주 Overweight 전략 강화

4차 산업혁명 사이클 유효
코로나19로 인해 진행속도
빨라질 전망(언택트 문화)

연준, ECB 디플레이션 파이터
글로벌 ICT 플랫폼 구축
신재생에너지 산업 육성

바이든 재정/인프라정책
신재생에너지 산업
모멘텀 강화

한국판 뉴딜정책
한미 파트너십 강화



차별적인 수요/
이익 모멘텀 보유(구조적 성장)
글로벌 경기/교역 회복(턴어라운드)

[Strategy] 중장기 전략적 대응과 실적 개선 기업/종목 중심으로 전술적 대응력 강화

구조적 성장주와 수출주 비중확대 전략 유지. 8월 유망종목 20선 중심의 Trading Buy 제안

Sector

Buy & Hold

인터넷, 2차 전지,
반도체, 자동차,
신재생에너지

퀀트 전략

반도체, H/W,
미디어, 호텔레저,
운송

섹터 전략

2차 전지,
건설, 보험,
통신, 음식료

2020년 4월 이후
상승추세 주도주
Buy & Hold 유지

단기 Trading Buy
12개월 선행 EPS
상향조정 팩터에 근거
한 종목선택 전략
1) 4분기까지 전분기 대
비 실적 개선 지속
2) 12개월 선행 EPS 최
근 1개월 변화율
상위 20개 기업

Stocks

2021년을 대비하는 전략 : 구조적 성장주 & 수출주 조정시 비중확대

소프트웨어 : 카카오, NAVER

2차 전지 : SK이노베이션, 삼성SDI, LG화학, 에코프로비엠, 포스코케미칼

기계(신재생에너지/항공우주) : 한화에어로스페이스, 효성중공업, 한화솔루션

반도체 : 삼성전자, SK하이닉스

자동차 : 현대차, 기아

8월 KOSPI 유망 종목 20선 : 4/4분기까지 실적 개선 기업

반도체 : 삼성전자 / 소프트웨어 : 현대오트옵

IT가전 : 삼성SDI, 두산퓨얼셀 / IT하드웨어 : 솔루스첨단소재

자동차 : 현대위아, 만도, 넥센타이어, 금호타이어, 한라홀딩스,

호텔,레저 : 호텔신라, GKL, 롯데관광개발 / 화학 : 포스코케미칼

미디어,교육 : CJ CGV, 하이브 / 조선 : HSD엔진

운송 : 제주항공, 진에어 / 유틸리티 : 한전기술

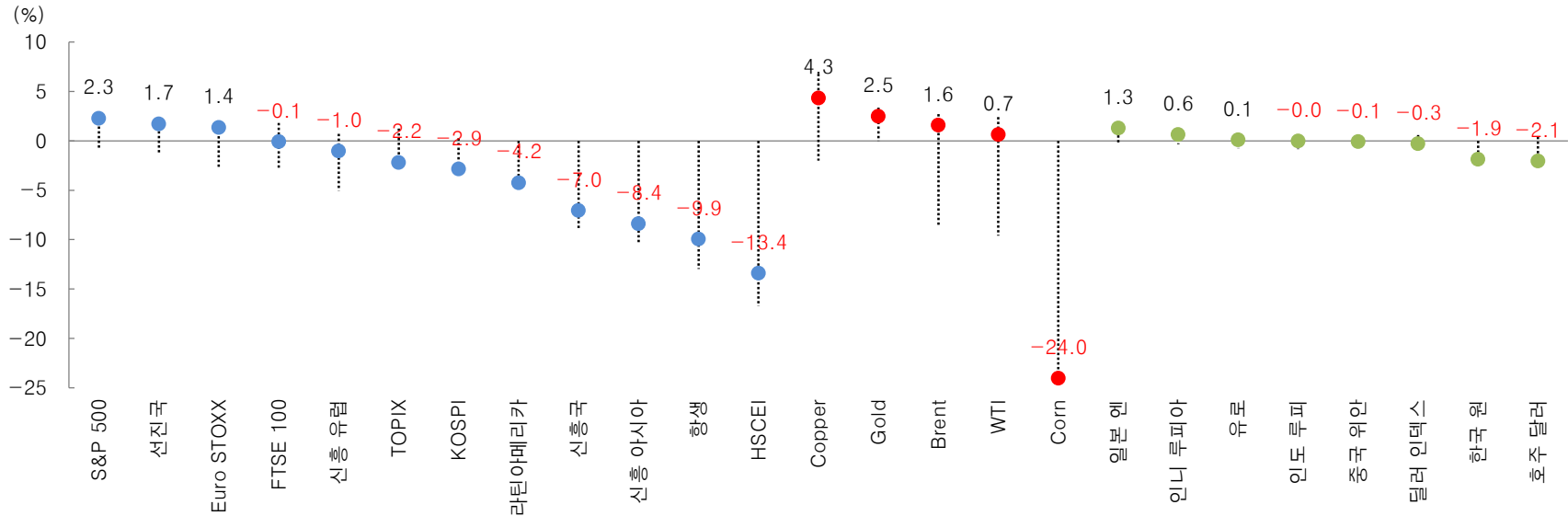
7월 Review : 9개월 만에 하락마감

Strategist, RA 김정윤

02) 769-3496 / jungyoon.kim@daishin.com

7월 중국 기업 규제 영향으로 중화권/신흥 증시 약세. 경제활동 재개 지속에 구리 가격 강세

7월 글로벌 금융시장 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

주: 7월 30일 종가 기준

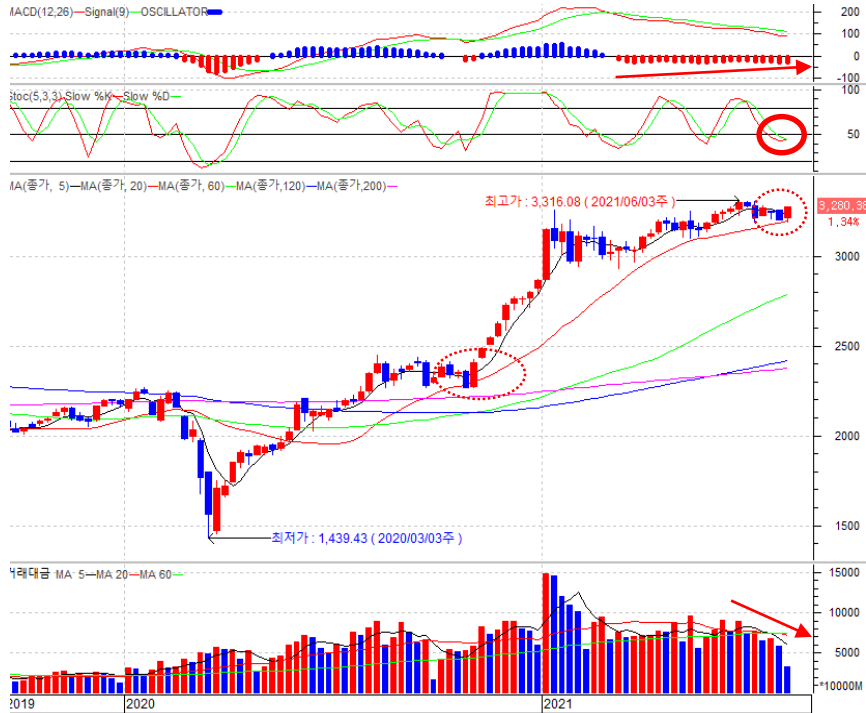
7월 달러 인덱스는 보합 수준. 그러나 원화 약세 압력 확대로 원/달러 환율은 월 중 1,150원 중반대로 레벨업
월말 들어 중국 기업 규제 이슈에 따른 플랫폼, 사교육 기업 급락으로 홍콩H지수, 항생지수 큰 폭 부진. 신흥국 전반적으로 영향력 확대
반면, 미국, 유럽 등 선진국은 상대적으로 영향력 제한적. 2분기 실적 모멘텀에 힘입어 글로벌 증시에서 상대적으로 강세를 보임

원자재 시장에서는 구리, 금 가격이 강세를 보였음. 그러나 옥수수 가격은 급락
구리는 코로나19 델타 변이 확산에 불구하고 글로벌 경제 활동 지속에 가격 상승

델타 변이 확산, 경기 peak-out 우려에도 미국 중심으로 선진국 증시는 실적 모멘텀, 7월 FOMC에서 테이퍼링 구체화가 없었다는 점이 긍정적
신흥국은 중국발 기업규제가 가장 큰 악재로 작용. 글로벌 전반적으로 델타 변이 확산에 대한 금융시장 영향력은 제한적
오히려 봉쇄정책 강도가 낮아지며 경제활동은 지속, 주요 통화당국의 유동성 공급 방향성은 여전히 유지 중

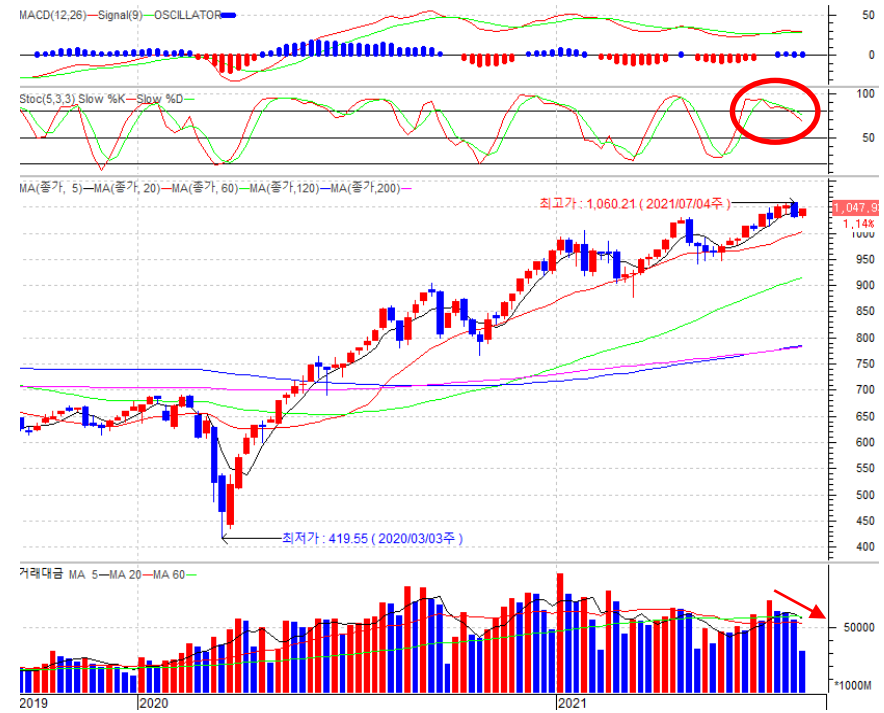
KOSPI는 20주, KOSDAQ은 5주 이동평균선을 따라 우상향. 그러나 다른 앞날이 예상되고 있어

KOSPI 20주 이동평균선 지지력 확인 이후 강한 반등



자료: 대신증권 Research Center

KOSDAQ 5주 이동평균선을 따라 상승하고 있지만...

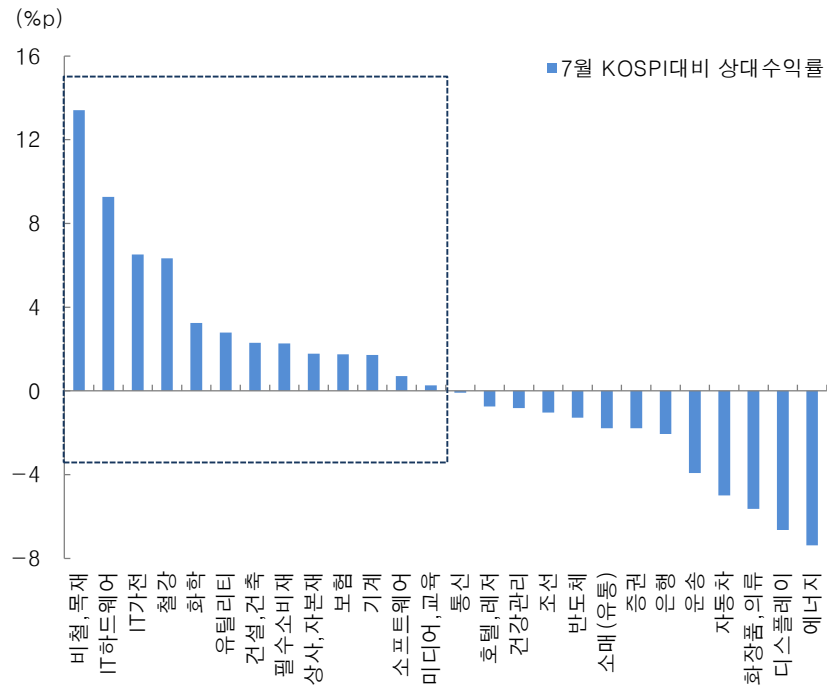


자료: 대신증권 Research Center

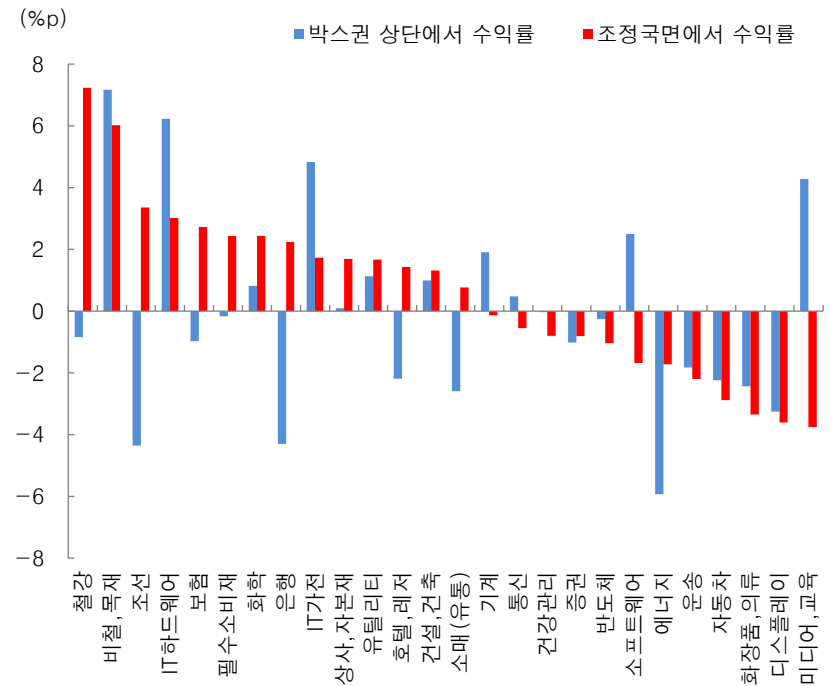
7월 KOSPI는 월 초 3,300선을 넘나드는 모습을 보였으나 월 중순 이후 중국 규제 이슈 여파로 3,202p로 마감
 2/4분기 실적 모멘텀 확대, 역대 최고 수준의 수출액 등 호조에 불구하고 원/달러 환율 레벨업에 따른 수급 불안, 대외 불안 요인이 악재로 작용
 특히 국내 코로나19 재확산 악화에 원화 약세 압력 확대, 원/달러 환율 1,150원 중반대로 레벨업, 외국인 선물 순매도-기관 프로그램 매물 출회
 상대적으로 대외변수 민감도가 낮은 KOSDAQ은 상승세를 이어가며 오히려 월 중 1,060선을 상회하며 역사적 최고치 경신
 KOSPI는 작년 10월말 20주 이평선 지지력 테스트 이후 강하게 반등. 올해 7월말에도 비슷한 양상으로 20주 이평선 터치하며 향후 반등 기대

7월은 실적시즌 진행에 개별 종목장세 펼쳐짐. 실적 호조에 IT, 2차 전지 산업 확장에 비철/목재

KOSPI Outperform 업종 : 비철목재, IT하드웨어/가전, 철강



7월 박스권, 조정국면에서 모두 높은 수익률 기록한 비철/목재



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 7월 30일 종가 기준

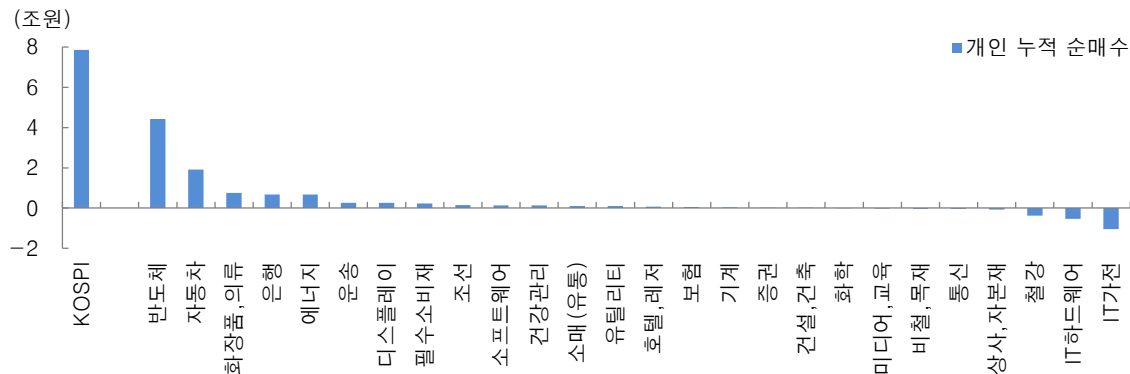
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 7월 30일 종가 기준

7월 KOSPI 업종별 수익률은 2분기 실적 시즌 진행되는 가운데 대체적으로 개별 이슈에 따른 종목 장세 펼쳐짐
KOSPI 아웃퍼폼 업종은 2차 전지 사업 확장 기대감에 비철/목재, 화학, 철강세 가격 상승, 시황 개선에 철강 업종 강세 전개
반면, 에너지, 디스플레이 약세. 코로나19 델타 변이 확산, 전국 단위 사회적 거리두기 조치 강화에 화장품/의류, 소매(유통) 등 약세
7월 중순 이후 조정국면에서 가치주와 IT하드웨어, 보험 강세 뚜렷. 2/4분기 실적시즌 결과에 따른 업종별 차별화 심화

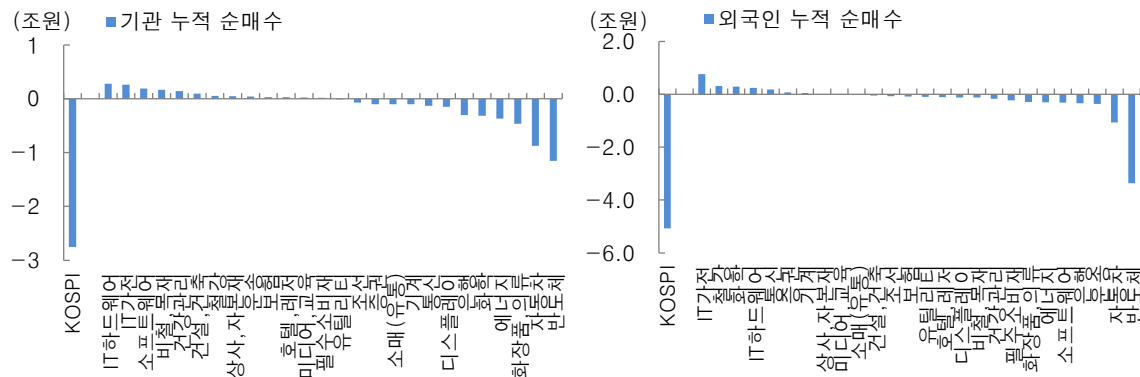
원/달러 환율 레벨업, 중국 규제리스크로 외국인-기관 수급 악화

7월에 개인투자자는 기존 주도주(반도체, 자동차) 중심으로 순매수



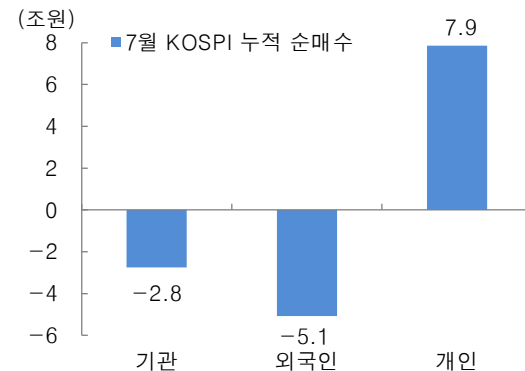
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

기관 2.8조원 순매도, 외국인 5.1조원 순매도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

환율 변수에 외국인-기관 수급 불안

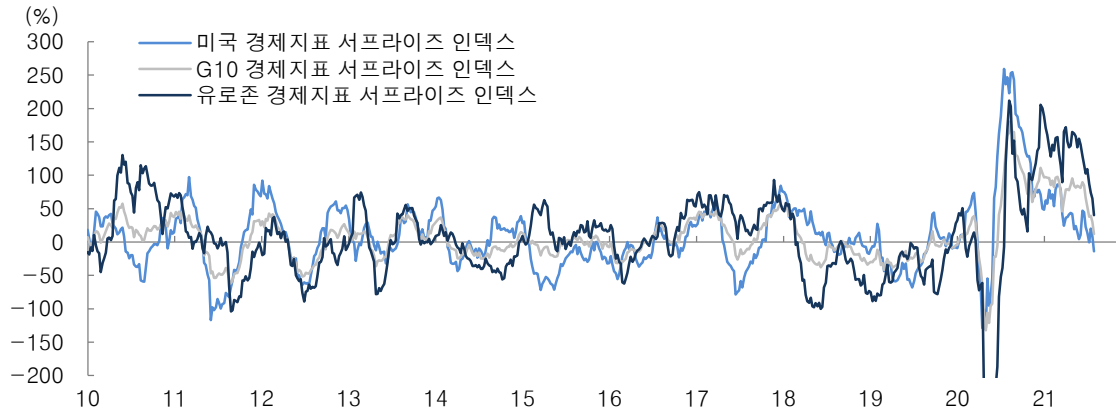


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

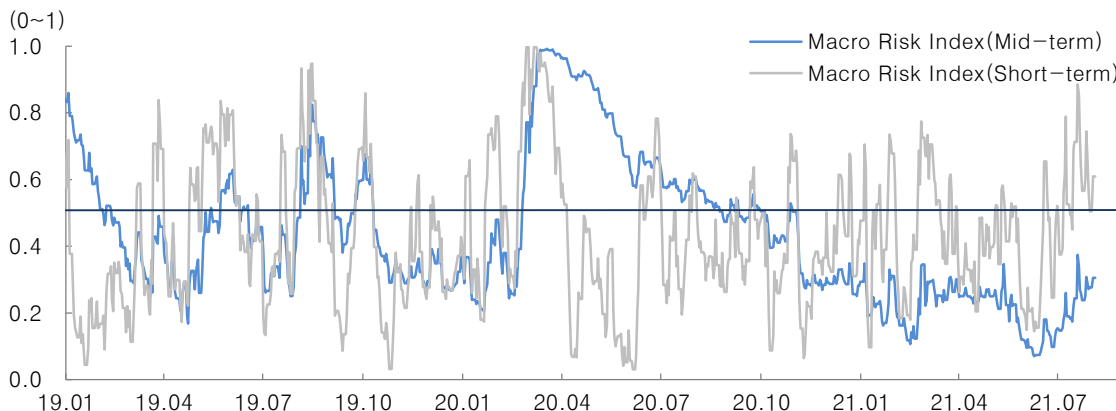
- 7월 외국인 수급이 특히 악화. 6월 (7,000억원 순매도) 대비 7월 순매도 규모는 5.1조원으로 급증. 코로나19 폭증에 따른 원화 약세, 7월말 중국 규제리스크 영향. 외국인 대량매도로 KOSPI는 7월에도 가격/기간 조정으로 이어졌고, 9개월 만에 하락 마감
- KOSPI 대비 Underperform한 반도체, 자동차 중심으로 외국인, 기관 매도, 개인 순매수 전개. 외국인, 기관 순매수세 유입된 IT가전, IT하드웨어는 KOSPI Outperform

미국 서프라이즈 인덱스는 마이너스 반전. 단기 Risk는 안정 시작

글로벌 전반적으로 경제지표 서프라이즈에 대한 눈높이 조정



단기 리스크는 점차 안정을 찾아가 불확실성 변수들의 완화 시사



- 기저효과 소멸, 코로나19 델타 재확산이라는 변수 유입되어 서프라이즈 강도 축소. 미국 경제지표 서프라이즈 인덱스는 마이너스권 기록
- G10, 유로존 서프라이즈 인덱스는 미국을 후행하며 하락세 기록 중
- 기저효과 소멸, 델타 변이 확산으로 인한 경제지표 변동성 확대는 여전하나 경기 회복, 경기확장국면은 여전히 유효
- 글로벌 중기 Risk 지표는 예상치를 하회한 경제지표, 예상보다 길어지는 물가 상승 부담으로 7월 들어 저점권에서 반등. 그러나 아직 연초대비 낮은 수준
- 중국 기업 규제 이슈 등 단기적인 충격 요인 유입에 단기 Risk 지표는 월 중순 0.89까지 급등했으나 월말 들어 재차 하락하며 해당 이슈를 일시적인 변동성 확대 요인으로 판단

8월 KOSPI Band : 3,200 ~ 3,380p

Strategist 이경민

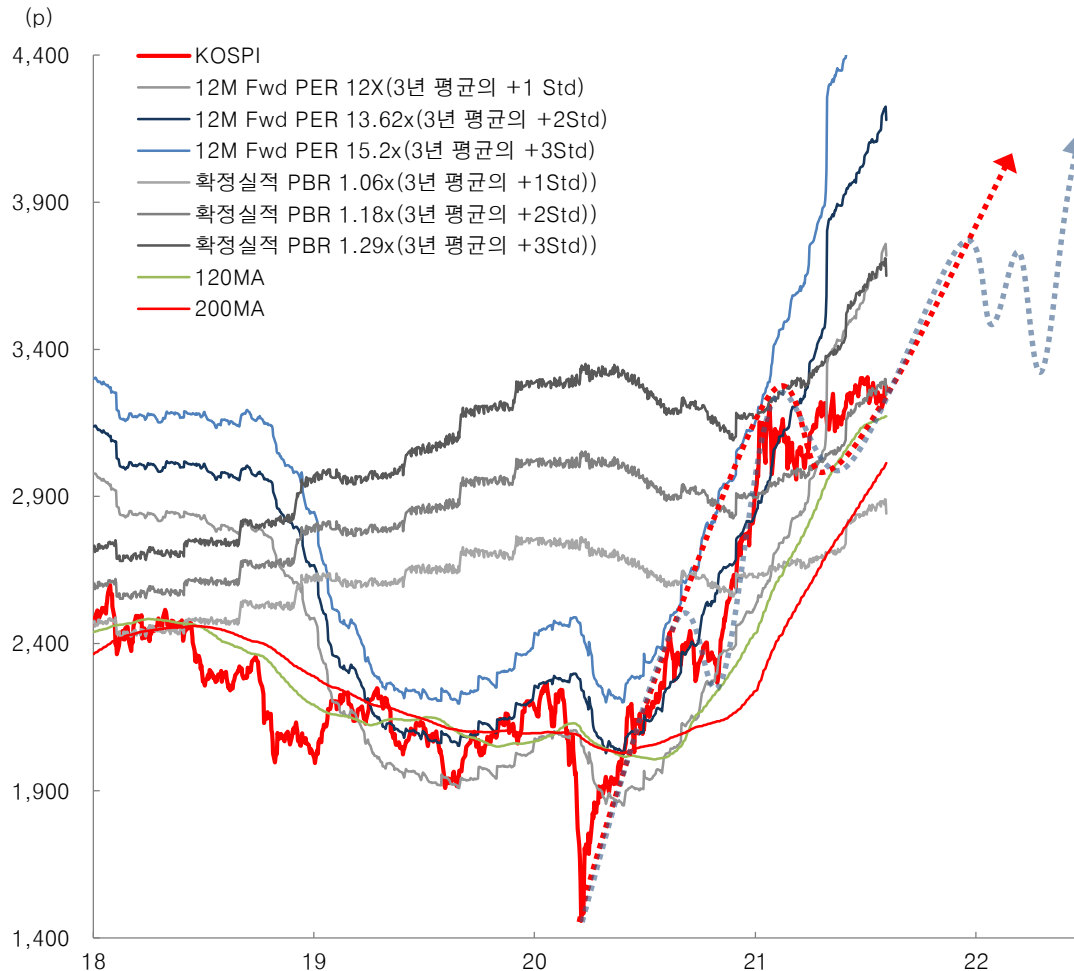
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, RA 김정윤

02) 769-3496 / jungyoon.kim@daishin.com

8월 KOSPI, 역사적 고점을 경신하는 강력한 상승추세 전개 예상. 적극 비중확대 전략 유효

2차 상승추세(펀더멘털/매크로 장세) 전개 중. 3Q KOSPI 상승추세 재개 전망
대형주, 업종 대표주 중심으로 Buy & Strong Buy 전략 유효

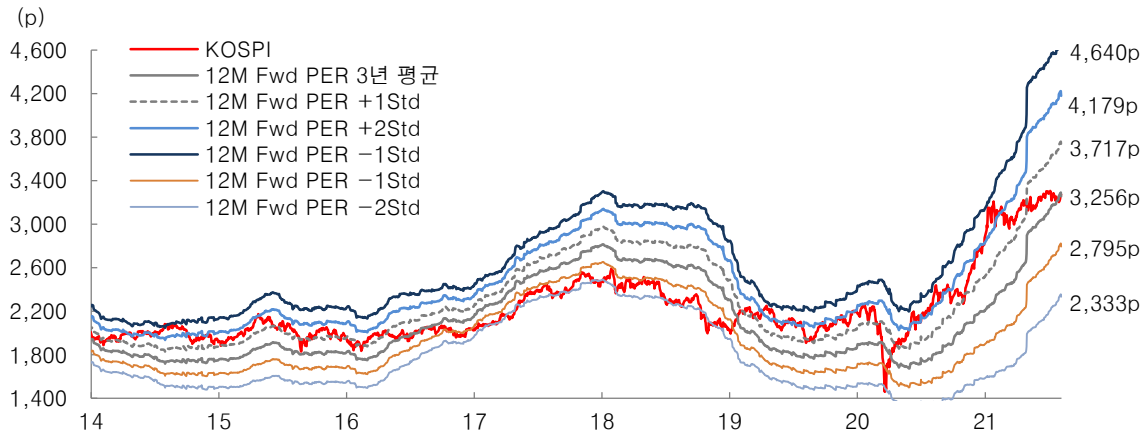


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI는 2분기 추세반전, 3분기 상승추세 전개 예상. 코로나19 폭증, 중국 규제 리스크에 상승추세 재진입 시점 지연
- 그러나 7월에도 글로벌 경기/교역, 기업 실적 개선세 지속. KOSPI 중장기 상승추세는 더욱 견고해지고 강해졌다는 의미. 상승추세 전개를 위한 체력을 비축한 만큼 상승탄력을 기대해도 좋을 전망
- 7월 조정국면, 박스권 연장은 투자심리, 수급불안에 기인한 바가 크다는 판단
- 펀더멘털 회복/모멘텀 개선의 방향성은 유효하고, 오히려 더 강해지고 있음. 조정 시 주식 비중확대 전략 유지
- 8월에는 투자자들의 불안감을 자극해왔던 변수들을 확인하면서 투자자들의 불안심리 완화 가능성이 높다고 판단
- 펀더멘털 개선에도 불구하고 할인율, 불안심리, 수급압박에 억눌려있던 KOSPI의 강한 상승추세 전개 예상

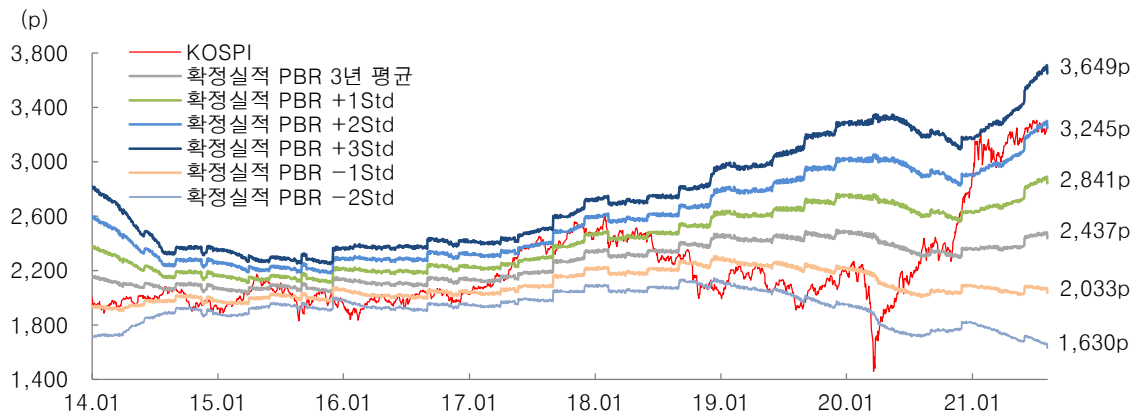
8월 KOSPI Band 3,200 ~ 3,380p

12개월 선행 PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

확정실적 기준 PBR Band

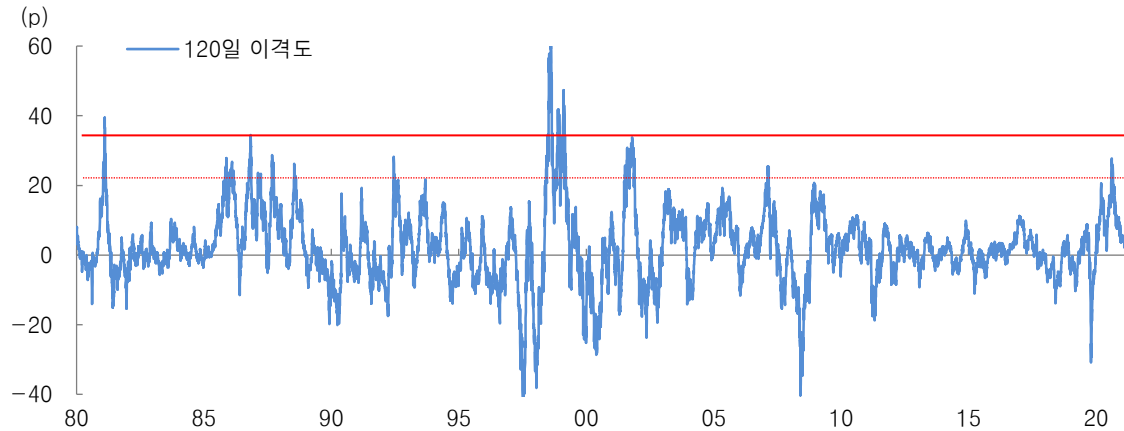


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

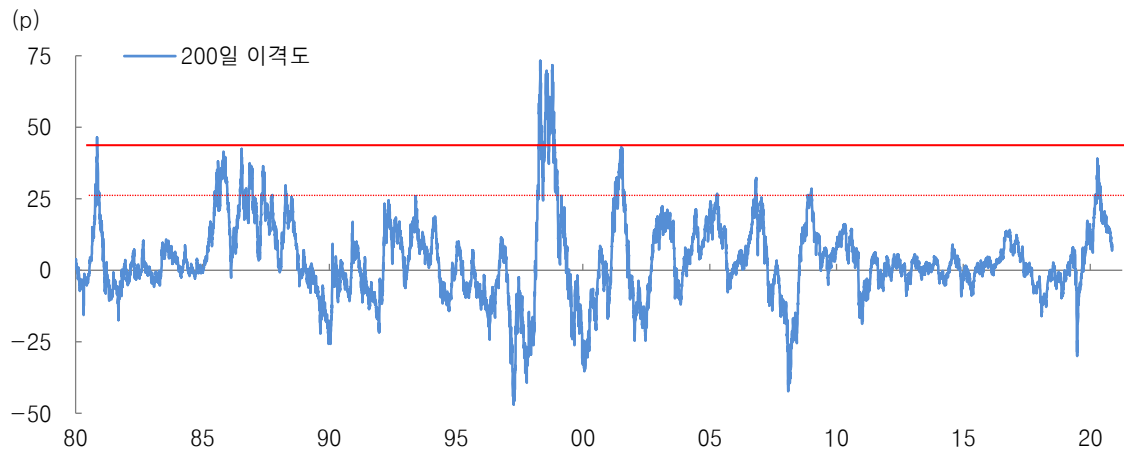
- 7월 KOSPI는 장기 박스권에서 벗어나 중기 상승추세가 강화되는 시작국면
- 투자심리 위축과 수급불안으로 등락을 보이는 과정에서 펀더멘털, 실적 개선에 힘입어 상승여력은 크게 확대되었고, KOSPI 하단은 견고해진 상황
- 8월 KOSPI Band는 3,200 ~ 3,380p
- 하단 KOSPI 3,200선은 현재 12개월 Fwd PER 10.85배로 2021년 밸류에이션 저점. 확정실적 기준 PBR 1.28로 3년 평균의 +2표준편차 수준. 올해 중요 지지선 역할을 해왔음
- 상단 KOSPI 3,380p는 12개월 Fwd PER 11.48배. 올해 평균의 -1표준편차 수준. 올해 PER 평균인 12.56배 (KOSPI 3,697p)를 향한 상승추세에서 1차 분기점이 될 전망.
- 3분기 KOSPI 목표치는 3,650 ~ 3,700선**
확정실적 기준 PBR 1.44배로 3년 평균의 +3표준편차 / 12개월 선행 PER 12.56배로 3년 평균의 +1표준편차 수준 이자 올해 평균수준

[이격도] 지수 상승에도 과열 부담은 제한적. 120일, 200일 이동평균선 가파르게 상승 중

KOSPI 120일 이동평균선 이격도. 지수 상승에도 과열은 진정되고 있어



KOSPI 200일 이동평균선 이격도. 이동평균선 가파른 상승세로 과열부담 제한적



- KOSPI 이격도는 과열권에서 벗어난 이후 상승추세를 재개하고 있는 상황
- 충분한 과열 해소로 보기 어려울 수 있지만, 120일, 200일 이동평균선의 가파른 상승세로 과열부담은 진정되는 양상. 120일 이동평균선은 일간 7 ~ 8p, 200일 이동평균선은 일간 5 ~ 6p 상승 중
- KOSPI가 3월말 3,061p에서 8월 6일 3,270p로 6.82% 상승했지만, 120일, 200일 이격도는 오히려 5.7%p, 9.5%p 하락. 이격도 하락폭은 더 커진 상황
- KOSPI 사상최고치 행진에도 불구하고 시장 과열은 오히려 더 진정되고 있음
- 현재 속도라면 KOSPI가 20% 상승하더라도 과열부담은 제한적일 전망

8월 주요 경제지표 및 이슈/이벤트 일정 : 고용, 물가 그리고 잭슨홀 미팅

	8월 1일 ~ 10일	8월 11일 ~ 20일	8월 21일 ~ 30일
통화정책	<ul style="list-style-type: none"> 9일 보스틱 애틀란타 연은 총재 연설 10일 바르킨 리치몬드 연은 총재 연설 	<ul style="list-style-type: none"> 11일 보스틱 애틀란타 연은 총재 연설 19일 연준 7월 FOMC 의사록 공개 	
경제지표	<ul style="list-style-type: none"> 1일 한국 8월 수출입, 무역수지, 7월 마켓 제조업 PMI 2일 중국 7월 차이신 제조업 PMI 2일 유로존 7월 마켓 제조업 PMI 2일 미국 7월 마켓 제조업 PMI, ISM제조업지수 3일 한국 7월 소비자물가 3일 유로존 6월 생산자물가 3일 미국 6월 제조업수주, 내구재 주문 4일 중국 7월 차이신 서비스업, 종합 PMI 4일 유로존 7월 마켓 서비스업, 종합 PMI, 6월 소매판매 4일 미국 7월 마켓 서비스업, 종합 PMI, ADP취업자 변동, ISM서비스업지수 5일 미국 6월 무역수지, 주간 신규 실업수당청구건수 6일 미국 7월 비농업부분고용자수, 실업률 7일 중국 7월 수출입, 무역수지 9일 중국 7월 소비자물가, 생산자물가 9~15일 중국 7월 M2, 신규위안화대출 10일 독일 8월 ZEW 서베이 10일 미국 7월 NFIB 소기업낙관지수 	<ul style="list-style-type: none"> 11일 한국 7월 실업률 11일 미국 7월 소비자물가 12일 미국 7월 재정수지 12일 일본 7월 생산자물가 12일 유로존 6월 산업생산 12일 미국 7월 생산자물가, 주간 신규 실업수당청구건수 13일 미국 8월 미시간대학교 소비자신뢰지수 16일 일본 2/4분기 GDP 성장률(잠정치), 6월 광공업생산 16일 중국 7월 소매판매, 광공업생산, 고정자산투자 16일 미국 8월 뉴욕 제조업지수 17일 유로존 2/4분기 GDP 성장률(잠정치) 17일 미국 7월 소매판매, 광공업생산, 8월 NAHB 주택시장지수 18일 일본 7월 수출입, 무역수지, 핵심기계수주 18일 유로존 7월 소비자물가 18일 미국 7월 주택착공건수, 건축허가 19일 미국 8월 필라델피아 연은 제조업지수, 7월 경기선행지수, 주간 신규 실업수당청구건수 20일 한국 7월 생산자물가 20일 일본 7월 소비자물가 	<ul style="list-style-type: none"> 23일 유로존 8월 마켓 제조업, 서비스업, 종합 PMI 23일 미국 8월 마켓 제조업, 서비스업, 종합 PMI 23일 한국 7월 소매판매 24일 한국 8월 소비자심리지수 24일 독일 2/4분기 GDP 성장률 24일 미국 8월 리치몬드 연은 제조업지수 25일 한국 9월 제조업, 비제조업 BSI 25일 독일 8월 IFO예상 26일 독일 9월 GfK 소비자기대지수 26일 미국 2/4분기 GDP 성장률(잠정치), 주간 신규 실업수당 청구건수 27일 중국 7월 공업이익 27일 미국 7월 개인소득, 실질 개인소비, PCE물가 30일 일본 7월 소매판매 30일 미국 달러스 연은 제조업지수 31일 한국 7월 광공업생산 31일 중국 8월 국가통계국 제조업, 비제조업, 종합 PMI 31일 유로존 8월 소비자물가 31일 미국 6월 FHFA 주택가격지수, 8월 컨퍼런스보드 소비자대지수
기타 일정		<ul style="list-style-type: none"> 12일 선물옵션 만기일 	<ul style="list-style-type: none"> 27~28일 잭슨홀 미팅

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

기저효과 소멸, 코로나19 델타 변이 재확산에 따른 영향 그리고 글로벌 경제회복 지속 여부 개선세 여부 확인. 주요국 2분기 성장률도 주목
무엇보다 8월 말 잭슨홀 미팅 앞둔 가운데 물가, 고용지표에 초점을 둘 필요. 지표 결과에 따라 향후 연준의 통화정책 스탠스 가늠, 잭슨홀 미팅에
서 경기에 대한 평가, 테이퍼링에 대한 언급, 구체화 여부 확인할 필요

데자뷰(déjà vu). '21. 3Q Vs. '20. 4Q

2020년 10월말, 글로벌 코로나19 재확산 & 미국 대선 불확실성에 KOSPI 7개월 만에 하락마감, 20주MA 이탈

2021년 7월말, 델타 변이바이러스 확산, 중국 정책 리스크에 박스권 하단 위협

코로나19로 인한 경기불안, 정치/정책 리스크로 인한 심리적, 수급적 불확실성 확대가 KOSPI 하방압력 가중

2020년 11월, KOSPI 드라마틱한 반전 시작

1) 한국 수출, 2) 글로벌 제조업 경기 호조, 3) 원화 강세, 4) 외국인 수급 개선 영향

2021년 8월에도 1) 한국 수출 호조, 2) 원화 강세, 3) 외국인 수급 개선에 강한 반전 가시화

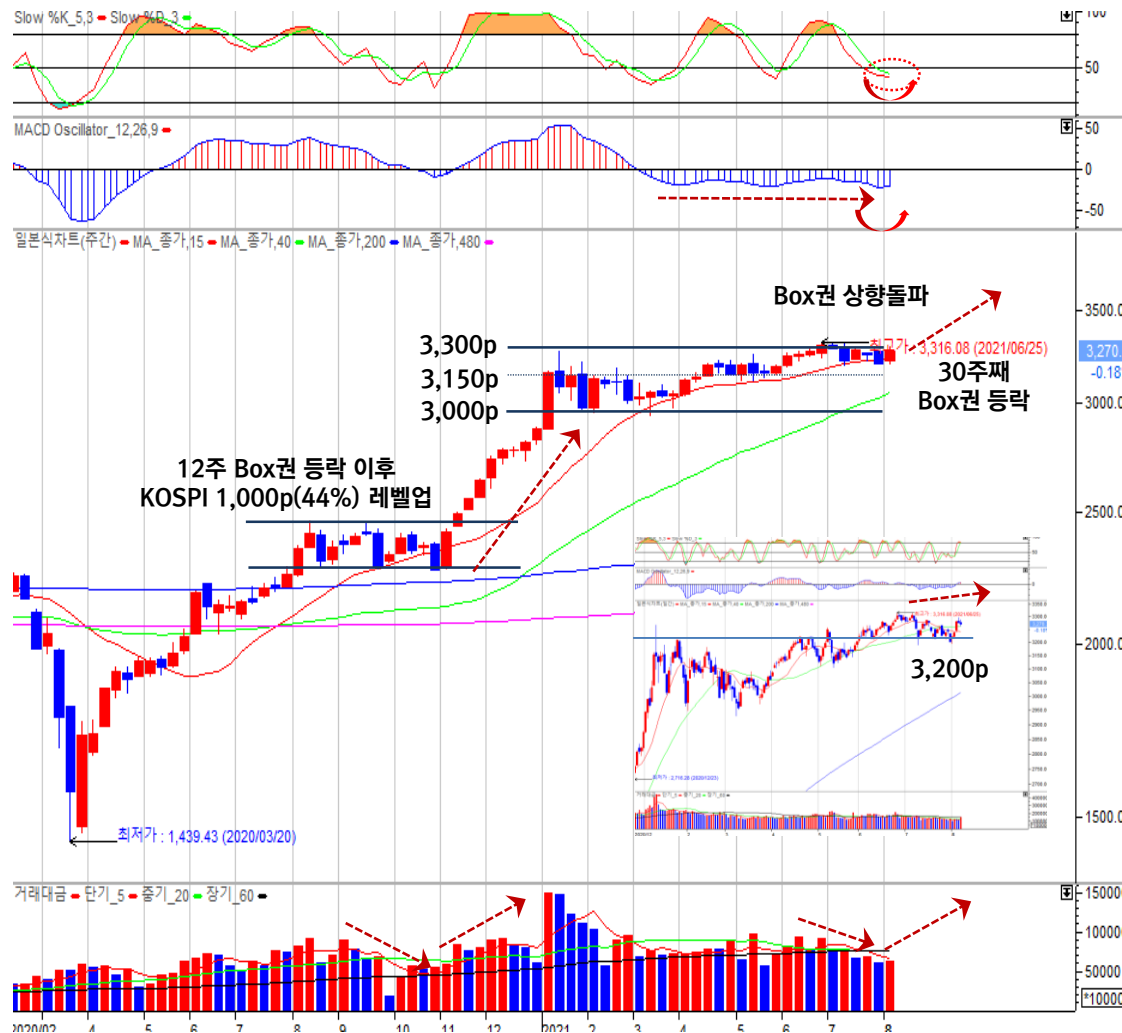
2020년 11월에 이어 2021년 8월에도 미국발 재고축적, Restocking 수요 유입 가능성

Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

3Q KOSPI, 장기 수렴 이후 발산국면 전개. 2020년 4/4분기와 유사한 상승추세 전개 예상

2020년 12주 박스권 상향돌파 이후 1,000p(44%) 레벨업. 이번에는?



- 현재 KOSPI가 처한 위치, 투자 환경은 2020년 4분기와 유사. 2020년 10월말 글로벌 코로나19 재확산과 미국 대선 불확실성에 KOSPI는 7개월 만에 하락마감, 20주 이동평균선 하회
- 올해 7월말에도 델타 변이바이러스 확산, 중국발 규제 리스크에 박스권 하단, 20주 이동평균선 위험. 코로나19로 인한 경기 불안, 정치/정책 리스크로 인한 심리적, 수급적 불확실성 확대가 20년 10월에 이어 이번에도 KOSPI 하방압력을 높인 것
- 20년 11월, KOSPI는 드라마틱한 반전 전개. 1) 한국 수출 플러스 반전, 2) 글로벌 제조업 경기 개선, 3) 이에 근거한 원화 강세 재개, 4) 외국인 수급 개선 영향. 2021년 8월초에도 유사한 순환 흐름에 급반등, 박스권 상단에 도달
- 2020년 4분기에 이어 2021년 3분기에 재고축적(Restocking) 수요가 강하게 유입되면서 미국 제조업 경기회복 - 글로벌 교역 개선 - 한국 수출 모멘텀 강화 - 한국 기업이익 개선, 전망치 상향조정 - KOSPI 상승 모멘텀 강화 및 상승여력 확대로 이어지는 선순환 흐름이 재개될 가능성 높음. 21년 3분기 KOSPI는 20년 4/4분기와 유사한 상승추세를 전개해 나갈 전망

KOSPI 박스권 상단에서 시장 불안심리를 자극하는 변수들... 과연 현실화될 수 있을까?

시장에 불확실성이 없었던 적은 없어... 오히려 불안심리가 완화되면 시장에는 긍정적이지 않을까?

중국발 규제 리스크

- 중국 플랫폼, 인터넷 기업 규제 강화. 연초 이후 지속되어 온 정책 기조
- 글로벌 금융시장 충격 제한적. 글로벌 유동성은 신흥아시아 주식 비중확대 기회로 활용
- 규제리스크 정점통과, 주식시장 선반영. 7월 강력한 규제들이 집중된 만큼 규제 강도 완화 예상
- 중국, 홍콩증시 비중확대 전략 유효

글로벌 코로나19 확산 사회적 거리두기 강화

- 글로벌 델타 변이 바이러스 확산. 경기불안심리 확대. 한국 사회적 거리두기 4단계 적용
- 그러나 구글 이동성 지수 개선세는 지속. 글로벌 봉쇄조치 완화 기조 지속
- 한국 내수 불안은 감안해야 할 변수. 그러나 주식시장에 미치는 영향력은 제한적

물가 상승압력 지속 금리 상승 우려

- 물가 상승압력이 이어지며 금리상승, 미국 통화정책 정상화 속도 자극 등의 불안심리 여전
- 물가 상승률 전년대비 변화를 둔화는 물론, 전월대비 변화를 둔화 가능성
- 원자재 가격 상승률 둔화 뚜렷. 중고차 가격 하락반전

통화정책 불확실성 빠른 긴축 시그널?

- 파월 연준 의장의 발언 체크. 6월 FOMC 스탠스가 가장 매파적일 수 있어...
- 물가 상승률 / 미국 경기회복 속도 정점에서 나온 점도표. 물가 안정, 경기회복속도 안정되면?
- 고용개선 속도를 감안할 때 빠르면 8 ~ 9월(시장 컨센서스), 늦으면 12월 테이퍼링 구체화

경기 모멘텀 정점 통과

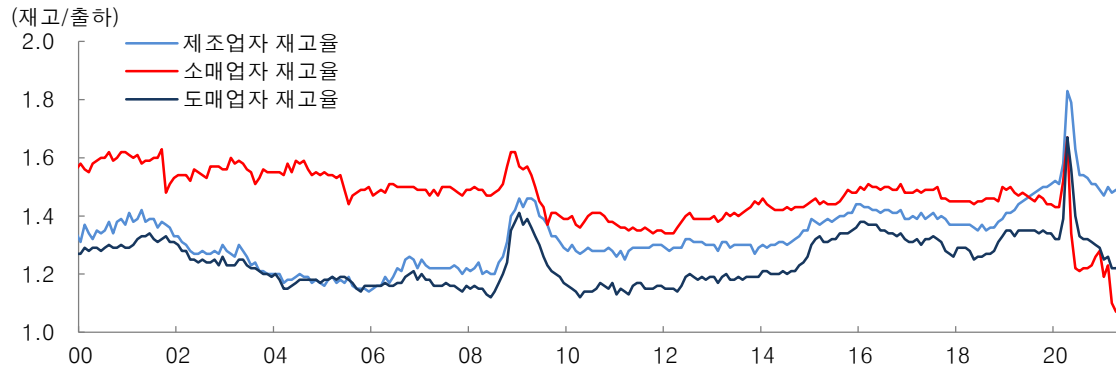
- 기저효과 약화/소멸에 의한 전년대비 증가율 둔화 불가피. 그렇다고 시장이 꺾이지는 않아...
- 앞으로 중요한 것은 경기회복 방향성과 전월대비 변화율
- 제조업 경기회복 기대감 커질 전망

실적시즌 기대 Vs. 현실 기대를 충족할 수 있을까?

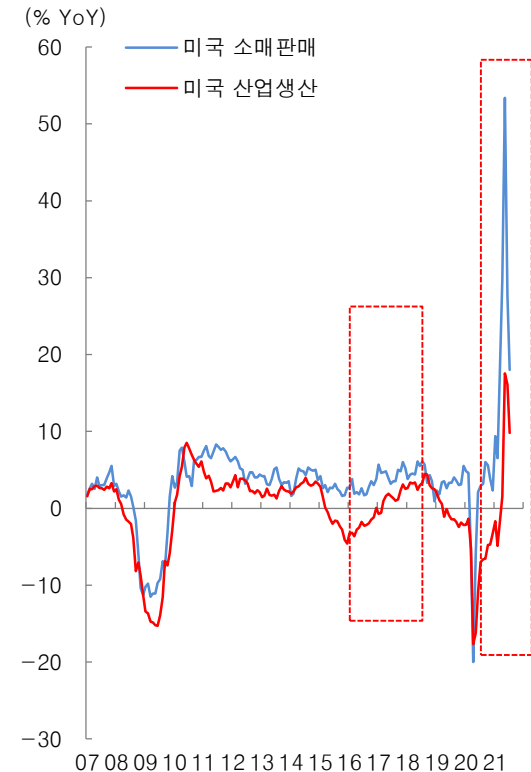
- 경제지표 변동성 확대로 인한 2/4분기 실적 불안. 특히, 한국 실적 불확실성 확대
- 2/4분기 실적 시즌 가까워지며 실적 전망 상향조정 뚜렷. 실적 기대 다시 확대
- KOSPI 이익전망 눈높이 이제야 정상화 되었다는 판단. 추가 상승여력 충분

[데자뷰(déjà vu). '21. 3Q Vs. '20. 4Q] Restocking(재고축적 수요) 유입

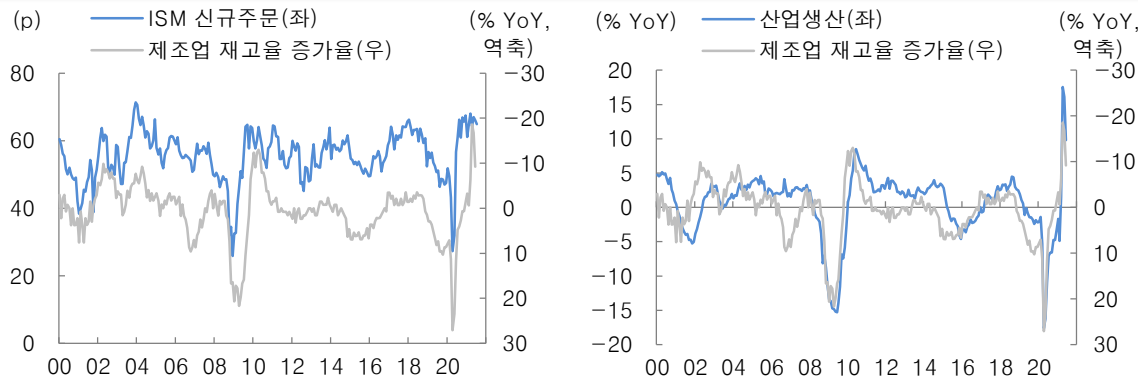
역전된 소매/도매/제조업 재고율. 2021년 제조업 재고율 하락 지속 가능



2021년 하반기에는 탄력적인 제조업 경기회복 기대



2021년에는 재고조정과 수요회복이 맞물리는 구간



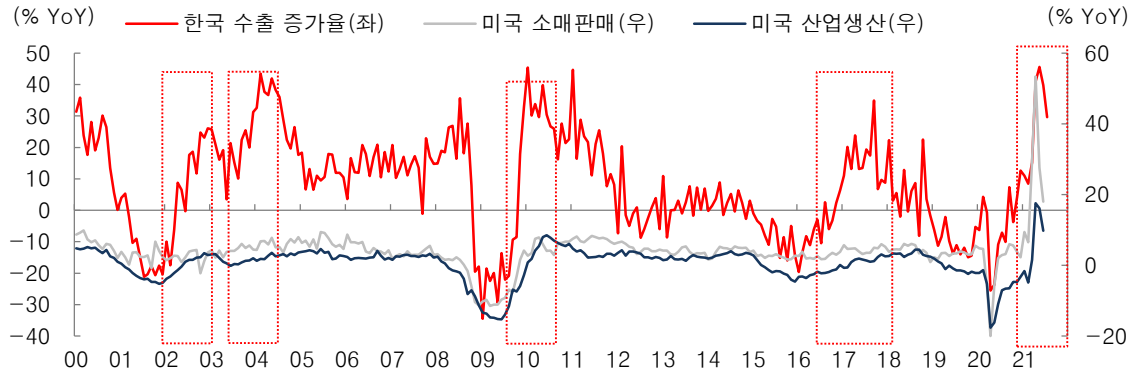
자료: ISM, 미국 상무부, Bloomberg, 대신증권 Research Center

21년 3분기에는 제조업 경기 강한 호조 예상. 미국 소비개선 속에 고용부진, 생산 부진의 여파로 시작된 재고율 급감이 도매업으로 전이
이 경우 꾸준한 수요회복 속에 재고 확보라는 숙제를 해결해야 함. 실제로 2020년 4/4분기 소매업자 재고율 반등에도 제조업, 도매업 재고율
하락세 지속. 미국 소매판매 대비 상대적으로 부진했던 제조업 경기 회복세 상대적 우위 예상
21년 3분기에는 미국을 비롯한 글로벌 제조업 쪽에서 강한 성장동력 유입 가능

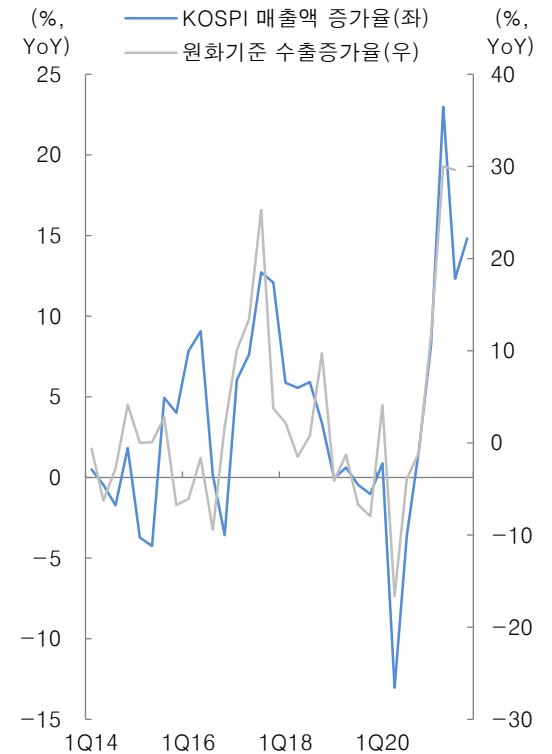
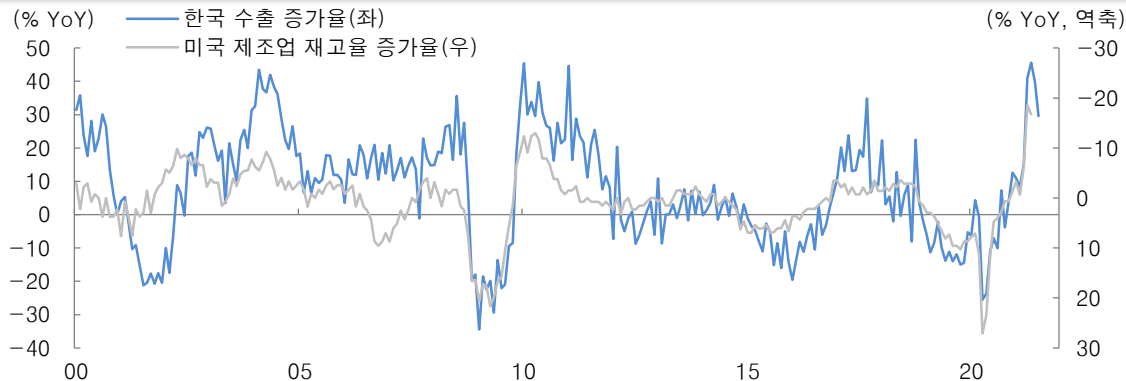
[데자뷰(déjà vu). '21. 3Q Vs. '20. 4Q] 제조업 경기 회복 => 한국 수출 모멘텀 강화 => 기업이익 개선

미국 소매판매, 산업생산 동반 개선 또는 산업생산 후행적 개선 국면에서는 한국 수출모멘텀 강화

한국 수출 모멘텀 강화는 한국 기업이익 개선으로 이어질 전망



미국 재고축적 수요 = 한국 수출 서프라이즈

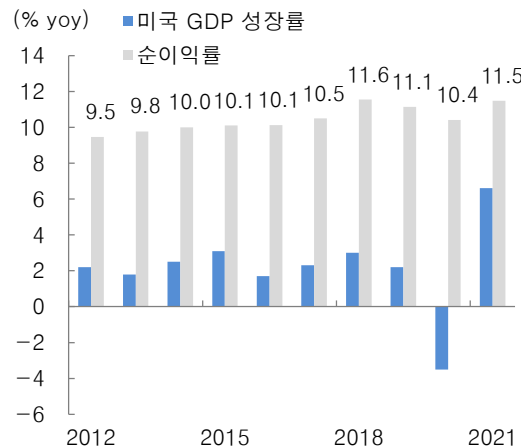
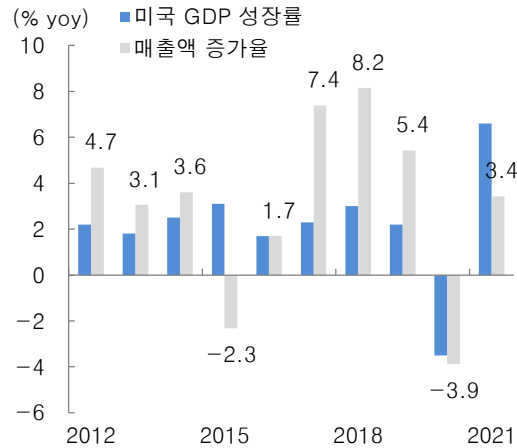


자료: 산업통상자원부, Bloomberg, FnGuide, 대신증권 Research Center

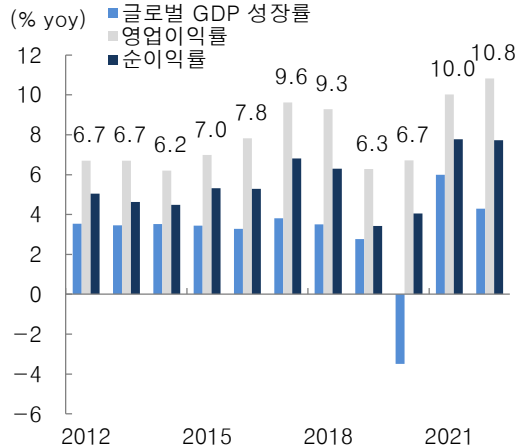
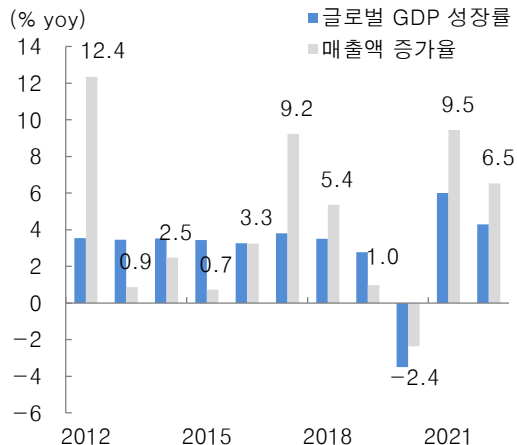
재고축적(Restocking) 수요가 강하게 유입되면서 미국 제조업 경기회복 - 글로벌 교역 개선 - 한국 수출 모멘텀 강화 - 한국 기업이익 개선, 전망치 상향조정 - KOSPI 상승 모멘텀 강화 및 상승여력 확대로 이어지는 선순환 흐름이 재개될 수 있음
올해 여름 KOSPI는 2020년 4/4분기와 유사한 상승추세를 전개해 나갈 전망. 20년 10월 ~ 12월까지 재고축적, Restocking 수요 강하게 유입

[이익전망] 경기모멘텀을 감안할 때 미국, KOSPI 이익전망 추가적인 상향조정 예상

미국 GDP 성장률을 감안할 때 미국 기업 매출액 증가율과 순이익률은 낮아...



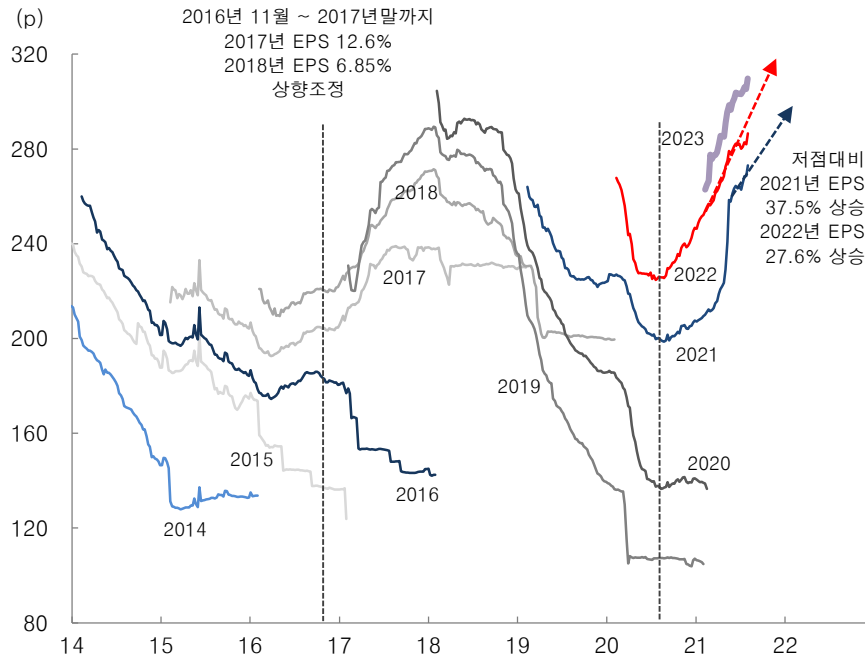
글로벌 모멘텀 강화 = 한국 매출액 증가. 한국 기업들의 이익레버리지도 기대



- 과거 글로벌 경기회복, 모멘텀 강화국면에서 미국과 한국 기업의 매출액은 큰 폭으로 증가했고, 영업이익률, 순이익률 상승
- 미국(S&P500)의 경우 2021년 6.6% GDP 성장률이 예상되지만, 매출액 증가율은 3.4%, 순이익률은 11.5%에 불과. 직전 경제성장률 고점(2018년 3%) 당시의 매출액 증가율, 순이익률 수준에 못 미치는 상황
- KOSPI도 마찬가지로, 경기정점을 향했던 2017년 매출액 증가율 9.2% 기록. 하지만, 현재 2021년 매출액 증가율은 9.5%로 과거 평균보다는 높지만, 글로벌 경기 모멘텀대비 오히려 과소평가되었을 가능성이 높음
- 영업이익률, 순이익률 또한 경기모멘텀 대비 높지 않다는 판단. 특히, 2017년 ~ 2018년 당시 반도체 업종이 KOSPI 이익 개선을 주도했던 당시보다 우호적인 기업환경
- 구조적 성장산업이라 할 수 있는 전기차, 2차 전지, 인터넷, 제약/바이오 업종 비중 확대

[이익전망] 실적 전망 상향조정 가속화 = 이익모멘텀 강화 & KOSPI Upside Potential 확대

연간 EPS 가파른 상향조정세 지속



자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

2020년 대비 2022년 순이익 증가율 135%(20년 11월 64%)

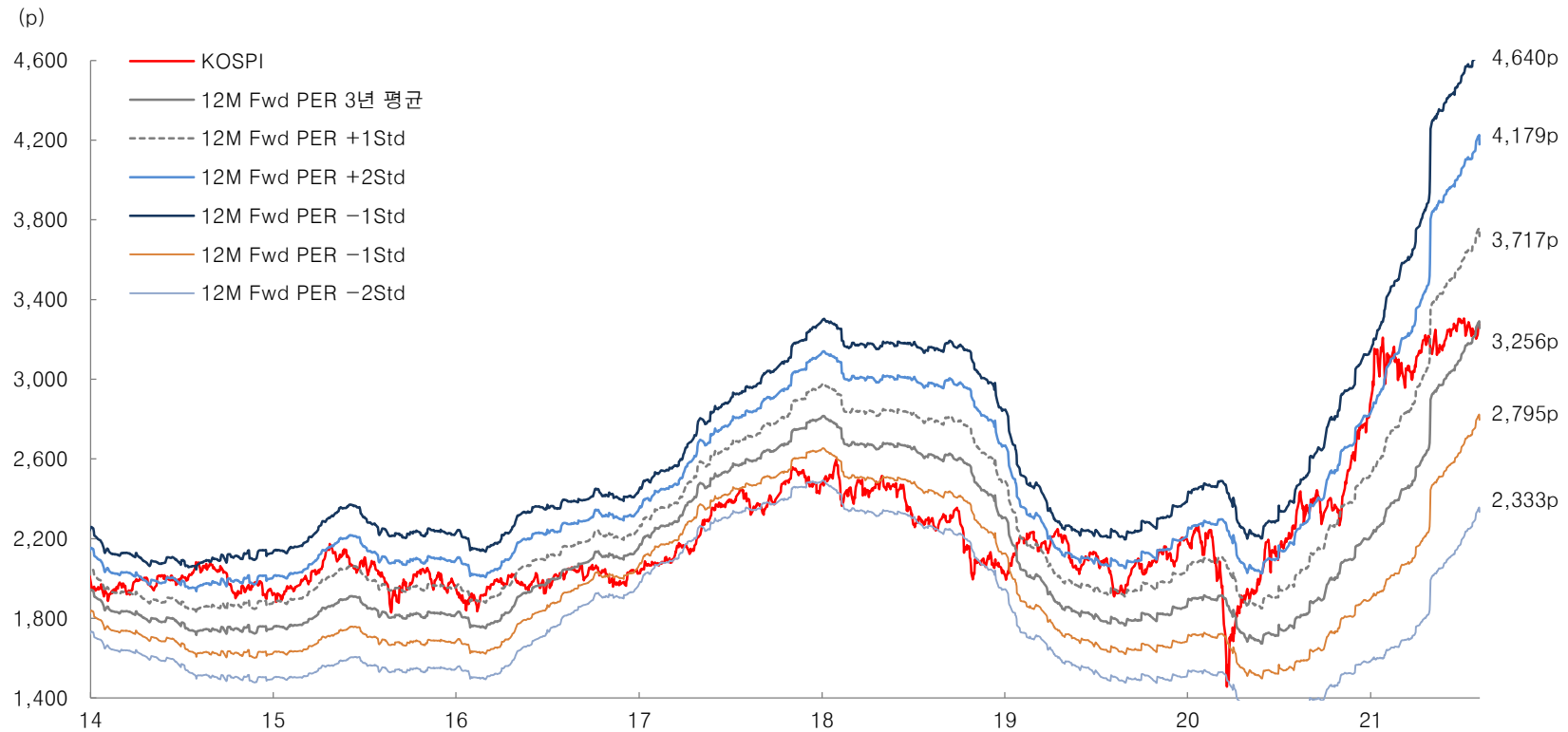


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

2021년 이익컨센서스는 가파른 상향조정 사이클 전개 중. 특히, 2021년보다 2022년 전망치가 빠른 속도로 상향조정
현재 컨센서스 기준 2020년 대비 2022년 순이익 증가율은 135%. 3월말 102%, 2020년 11월말 64%대비 큰 폭의 이익레벨업 지속
현재 이익전망 기준으로 12개월 선행 EPS 레벨업, 사상최고치 경신 지속. 8월 5일 기준 12개월 선행 EPS 298원
경기침체 국면에서 강력한 정책/유동성 모멘텀이 유입되었음을 감안할 때 2016년~2018년보다 더 강한 실적 전망 상향조정이 전개 중
2023년까지 순이익 전망치가 꾸준히 레벨업될 전망. 상당한 기간 동안 12개월 선행 EPS 상승추세 지속 전망

KOSPI 밸류에이션 매력 & 상승여력 확대. 3년 평균의 +1Std = 3,717p, +2Std = 4,179p

KOSPI 12개월 Fwd PER Band. 실적 전망 상향조정 & 밸류에이션 확장 동시 전개



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

현재(8월 6일) KOSPI 12개월 Fwd PER은 11.11배 수준에 불과. KOSPI는 박스권 상단이나 밸류에이션은 저점. 가파른 이익전망 상향조정 영향 3년 평균의 +1표준편차 수준 12.6배(21년 평균). KOSPI 3,717p. 당초 지지선이라고 생각했던 +1표준편차 수준인 3,700선이 1차 상승목표치 그 만큼 밸류에이션 부담을 덜어낸 것은 물론, 밸류에이션 매력이 높아졌음을 의미
주목할 부분은 같은 밸류에이션 레벨의 KOSPI 지수대가 큰 폭 상향조정 되었다는 점. 현재(8월 6일 298원, 4월말 265원, 3월말 234원, 2020년 연말 213원). 이익개선과 밸류에이션 확장이 동시에 전개되면서 시간이 갈수록 Downside Risk는 낮아지고, Upside Potential은 커질 전망

반도체의 대반격과 외국인의 태세전환

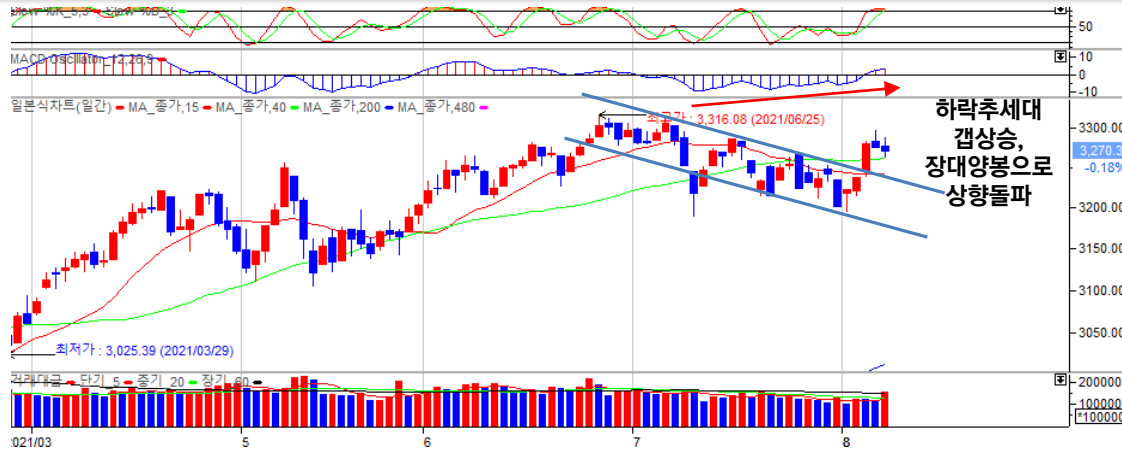
반도체 하반기 실적 의구심 완화(실적 전망 상향조정)는 밸류에이션/가격매력 재평가의 시작
원/달러 환율 하락반전은 외국인 태세전환, 현선물 대규모 순매수의 트리거
그 결과 외국인, 기관 순매수가 반도체 업종에 집중되며 반도체 업종의 대반격, KOSPI 하락추세대 상향돌파

Strategist 이경민

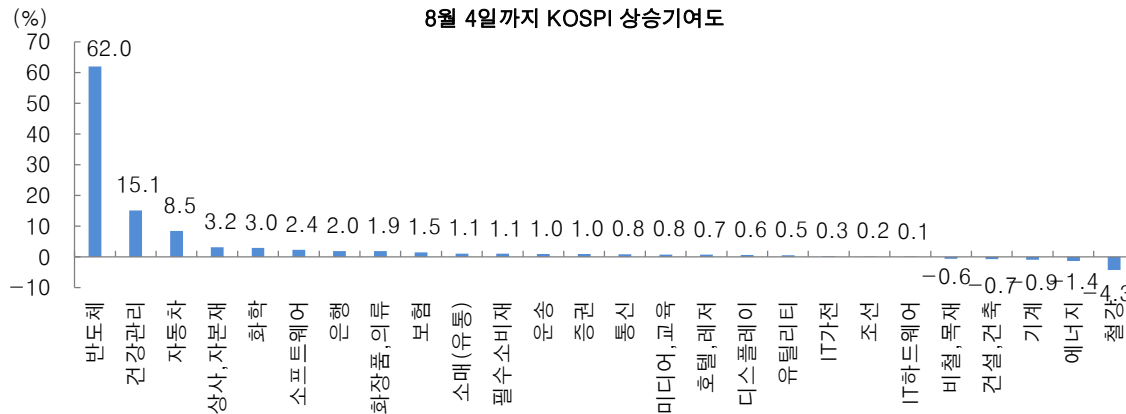
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

[KOSPI 급반등] 분위기 급반전을 주도한 반도체

KOSPI 급반등으로 단기 하락추세대 상향돌파, 박스권 상단부 근접



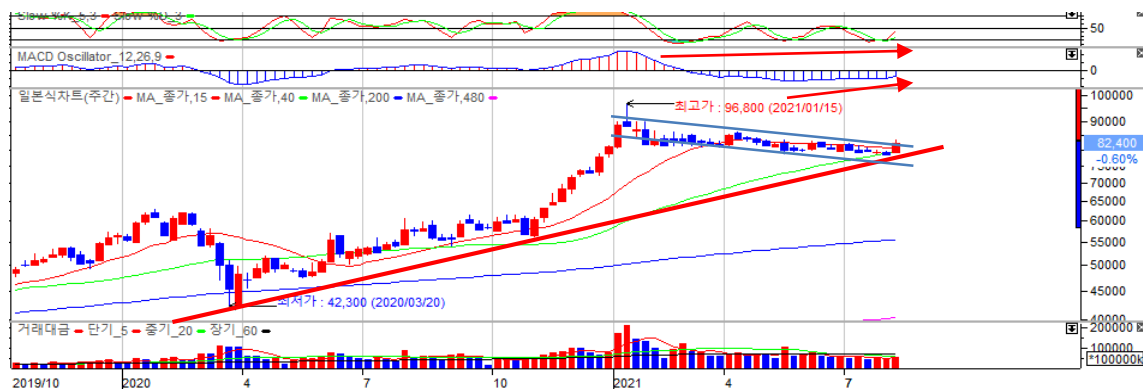
KOSPI의 상황 반전을 주도한 반도체 업종의 대반격



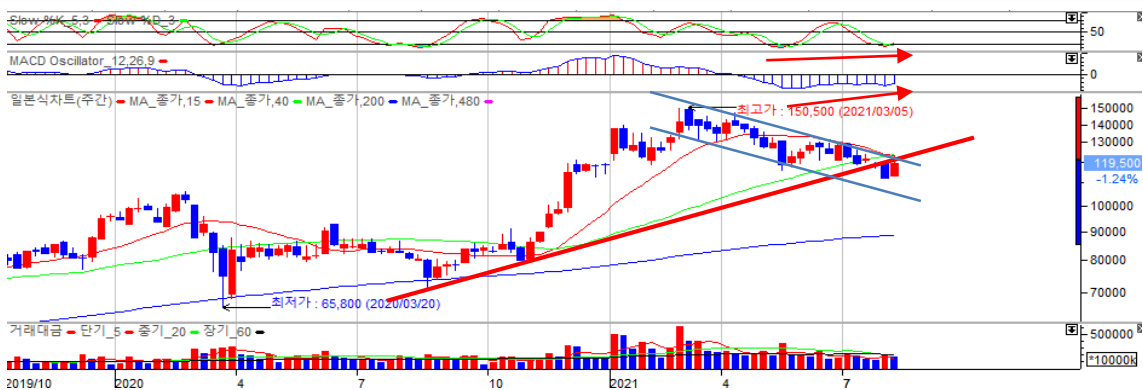
- 7월말 까지만 해도 심리적, 수급적 불안으로 KOSPI 월 중 최저점 기록. 8월에도 3,200선 하향이탈, 새로운 지지선 확보가 불가피하다는 시장 분위기 형성
- 그러나 8월 시작과 함께 KOSPI 분위기 급격히 변화. 8월 2일 장 중 등락 이후 아랫꼬리가 긴 양봉으로 마감한 이후 연속 상승 전개. 특히, 8월 4일에는 갭상승으로 7월초 고점에서 형성된 하락추세대 상향돌파. 장 중 상승세를 이어가며 장대양봉 기록. 박스권 상단부에 근접
- KOSPI 분위기 급반전의 중심에 반도체 업종이 자리. 8월 4일까지 KOSPI 상승에 62%를 반도체가 기여. 시가총액 비중이 26% 전후 임을 감안할 때 두 배 이상의 기여도를 기록한 것

[반도체의 대반격] 삼성전자와 SK하이닉스가 밀어주는 양상

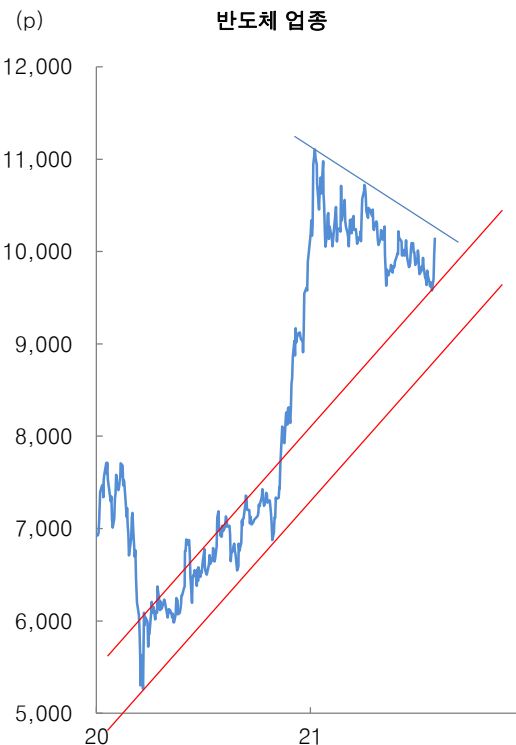
삼성전자 주간차트. 중기 지지권에서 급반등, 하락추세 상향 돌파



SK하이닉스는 중기 지지권 이탈 이후 상승추세 반전까지는 시간이 필요한 상황



반도체 업종 로그차트. 중기 지지권에서 반등, 하락추세대 돌파는 숙제

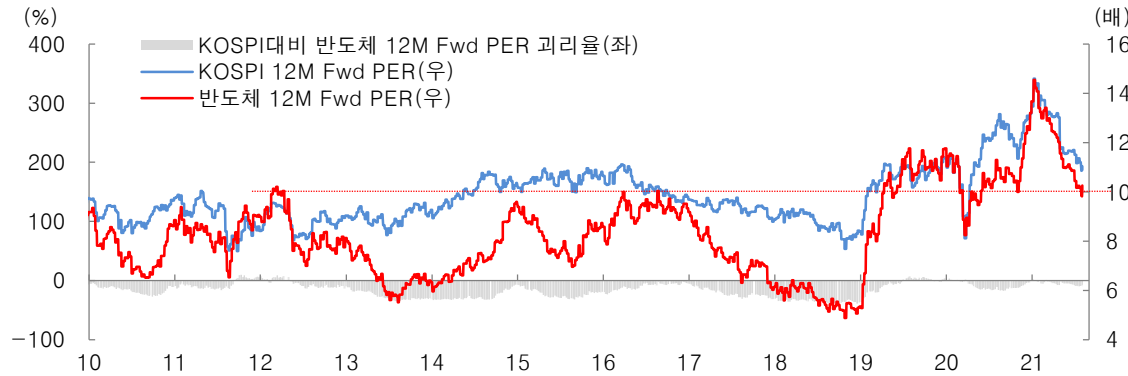


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

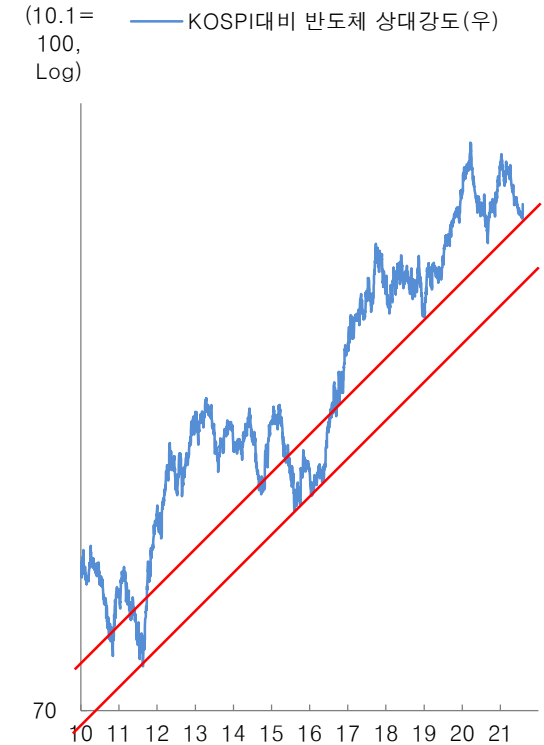
반도체 업종의 중심에는 삼성전자 자리. 삼성전자는 중기 상승추세 지지권, 40주, 50주 이동평균선에서 급반등. 그 결과 올해 하락추세대 상단을 장대양봉으로 넘어서며 추세 반전에 성공. 다만, SK하이닉스는 중기 상승추세대와 40주, 50주 이동평균선을 하향이탈한 상황임에 따라 상승 추세 재개까지 시간이 좀 더 필요. 반도체 업종 지수는 중기 상승추세대 상단에서 지지력을 확보했지만, 아직 하락추세대를 넘어서지 못한 상황 단기 등락은 불가피한 상황. 하지만, 8월 중 하락추세대를 벗어나 상승추세를 재개, 3분기 KOSPI 상승추세를 주도할 전망

[반도체의 대반격] 밸류에이션 & 가격 매력도가 높았던 상황. 중요 분기점에서 반전 현실화

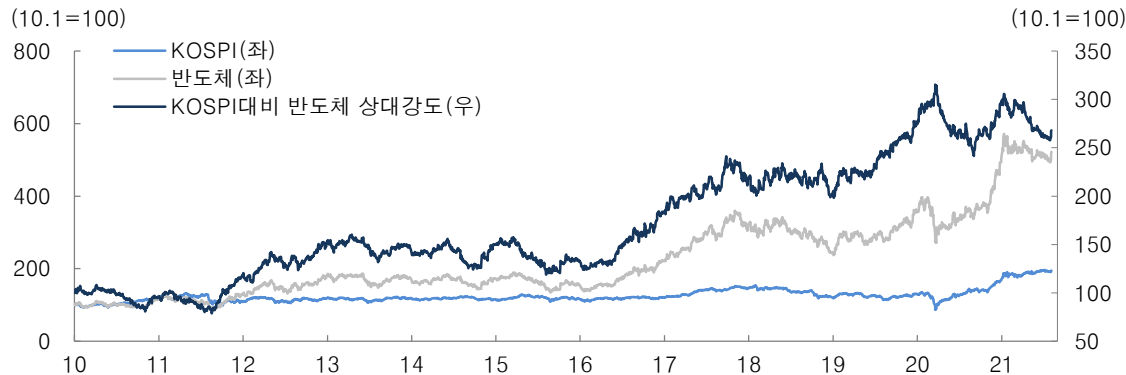
반도체 12개월 선행 PER 10배 하회. KOSPI대비 저평가 영역에 위치



KOSPI대비 반도체 상대강도 로그차트 상승추세대 상단부에서 반등



반도체, KOSPI대비 상대강도도 2020년 저점권(코로나19 제외)에 도달

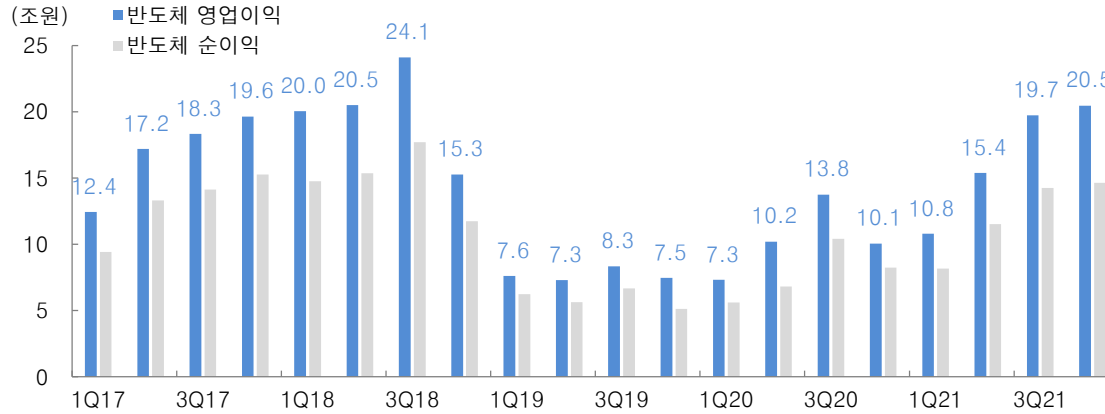


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

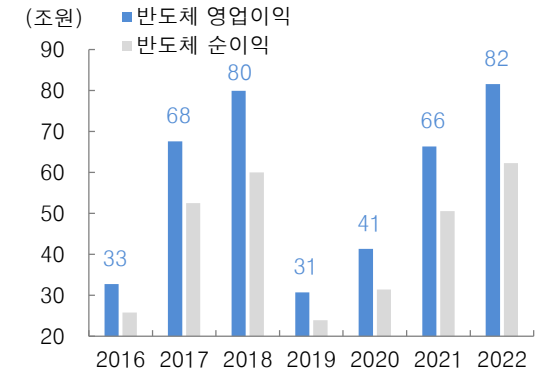
반도체가 이번 분위기 반전의 중심에 서게 된 시작은 2021년 연초 이후 지속적으로 소외되던 따른 가격/밸류에이션 매력이 자리. 반도체 업종의 12개월 선행 PER은 10배를 하회. 2020년 4월 ~ 5월 코로나19 팬데믹 국면 당시 저점 수준. 업황/실적 기대에도 불구하고 KOSPI대비 저평가가 심화되면서 상대적 밸류에이션 매력도 높았던 상황. 반도체 업종의 KOSPI대비 상대강도 측면에서도 2020년 9월 ~ 10월(4분기 강세 직전) 저점권에 도달

[반도체의 대반격] 3/4분기, 하반기 실적 전망 레벨업, 추가적인 전망치 상향조정

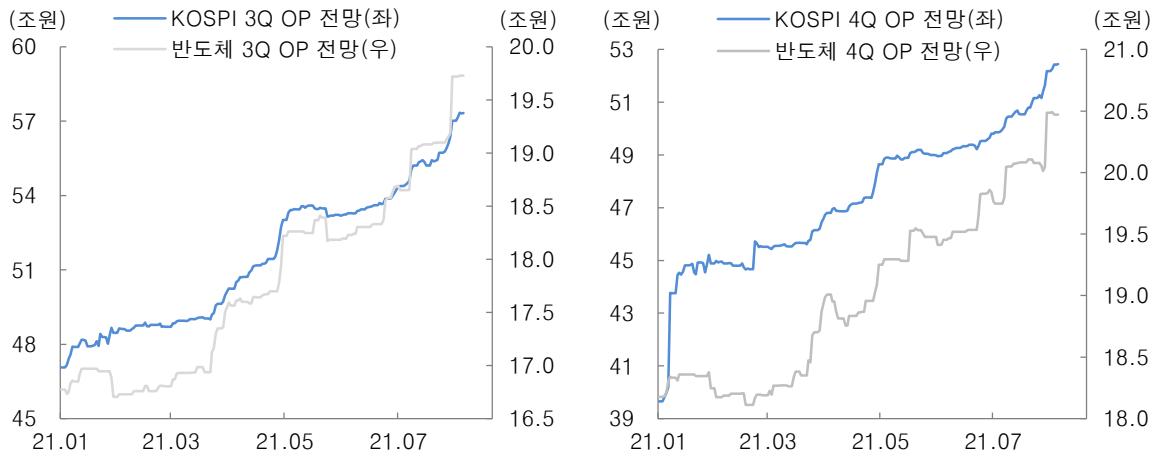
반도체 실적 컨퍼런스 콜 이후 3분기, 하반기 실적 전망 상향조정 재개



2022년 반도체 사상최대 이익 전망



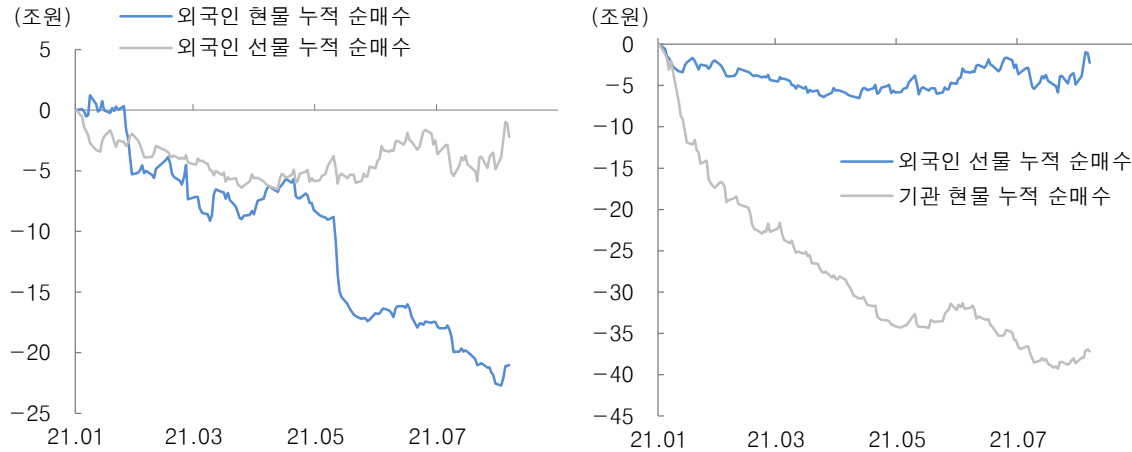
반도체 실적 컨퍼런스 콜에서 3분기, 하반기 실적 가이드런스 체크



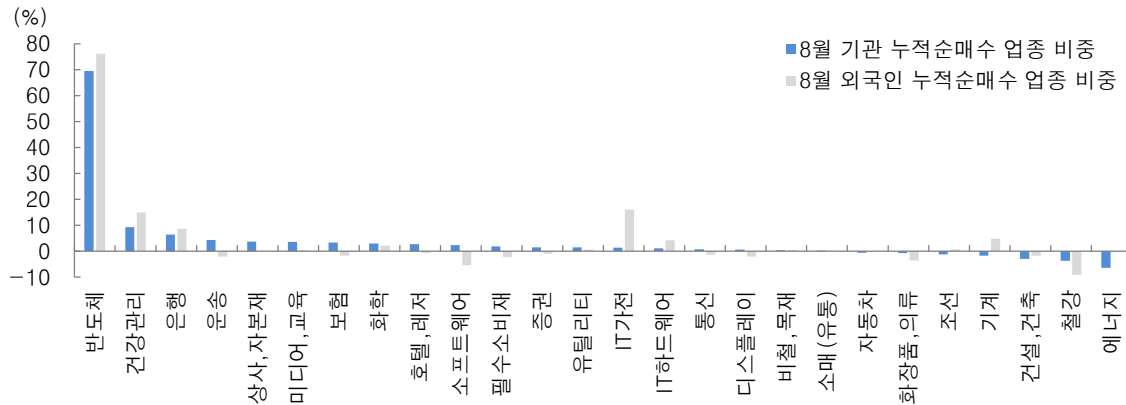
- 반도체 가격/밸류에이션 매력에 재평가 받게 된 계기는 하반기, 22년 실적 불확실성 완화
- 반도체 업종에 대한 21년 하반기, 2022년 실적 레벨업에 대해 의구심이 컸던 상황. 그러나 7월말 삼성전자와 SK하이닉스 실적 컨퍼런스 콜 이후 3분기, 하반기 실적전망 상향조정 재개
- 8월 6일 기준 반도체 업종의 3분기, 4분기 영업이익 전망 19.7조원, 20.5조원. 7월 20일 대비 3.3%, 1.96% 레벨업

[외국인 태세전환] 외국인 현선물 대량 순매수 & 기관 순매수 반전. 반도체로 순매수 집중

8월 시작과 함께 외국인 현선물 대규모 순매수 전환. 기관도 순매수 전환



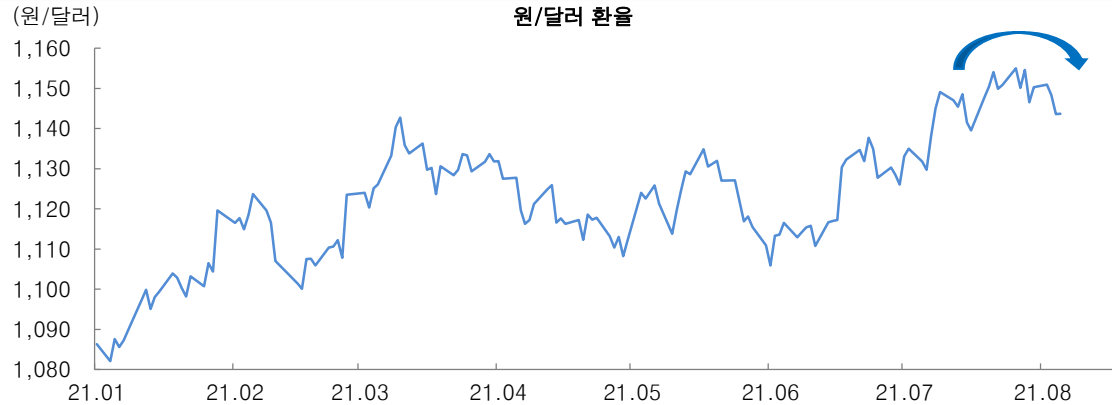
8월 외국인 순매수의 76%, 기관 순매수의 69%가 반도체 업종에 집중



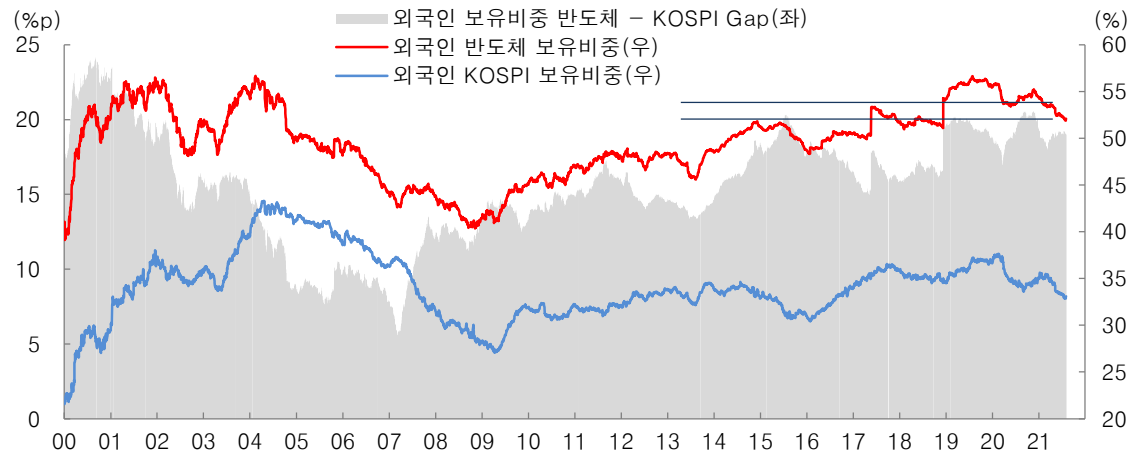
- KOSPI 분위기 급반전은 외국인 수급변화, 태세전환에서 시작. 8월 시작과 함께 외국인은 순매수 전환
- 8월 첫째주 외국인은 현물시장에서 1.55조원, 선물시장에서 2.65조원 순매수 기록. 3주 만에 선매수 전환이자, 3월 둘째주 이후 최대 순매수(현물 기준) 규모
- 외국인 선물 대량순매수, 연중 최대 순매수 규모 유입은 기관 프로그램 매수로 이어지며 8월 첫째주 외국인, 기관 동시 순매수 유입
- 특히, 외국인과 기관 순매수 중 76%와 69%가 반도체 업종에 집중되며 반도체 업종이 KOSPI 반등을 주도한 수급동력 역할
- 앞서 언급한 반도체 업종에 대한 하반기 실적 의구심 완화가 밸류에이션, 가격 메리트 재평가로 이어지며 외국인, 기관 수급이 집중되었다는 판단

[외국인 태세전환] 낮아진 KOSPI 보유비중 & 원/달러 환율의 하락반전

원/달러 환율 8월 시작과 함께 1,140원대 진입



낮아진 외국인 KOSPI 보유비중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 외국인의 태세전환, 수급상황 급반전의 트리거는 환율
- 1,150원선에서 등락을 보이던 원/달러 환율이 8월 시작과 함께 1,140원대로 진입, 8월 6일에는 1,140원대 초반까지 레벨다운
- 원/달러 환율의 하락반전은 외국인 현선물 순매수, 기관 프로그램 매수로 이어지면서 수급의 선순환 고리를 형성한 것
- 따라서 수급의 악순환 고리(원화 약세 - 외국인 현선물 순매도 - 기관 프로그램 매도)가 작동되는 구간에서 가장 피해가 컸고, 연초 이후 가장 못 올랐고, KOSPI 대비 밸류에이션, 가격 측면에서 저평가 받고 있었던 업종인 반도체가 주목받은 것
- 즉, 1차적으로 실적 불확실성 완화, 원화 강세 반전, 수급 개선의 최대 수혜주가 반도체였던 것

KOSPI 대반전의 Key. 코로나19 & 원/달러 환율

반도체 업종의 대반격이 KOSPI의 박스권 상향돌파, 추세반전으로 이어지기 위한 최우선 조건

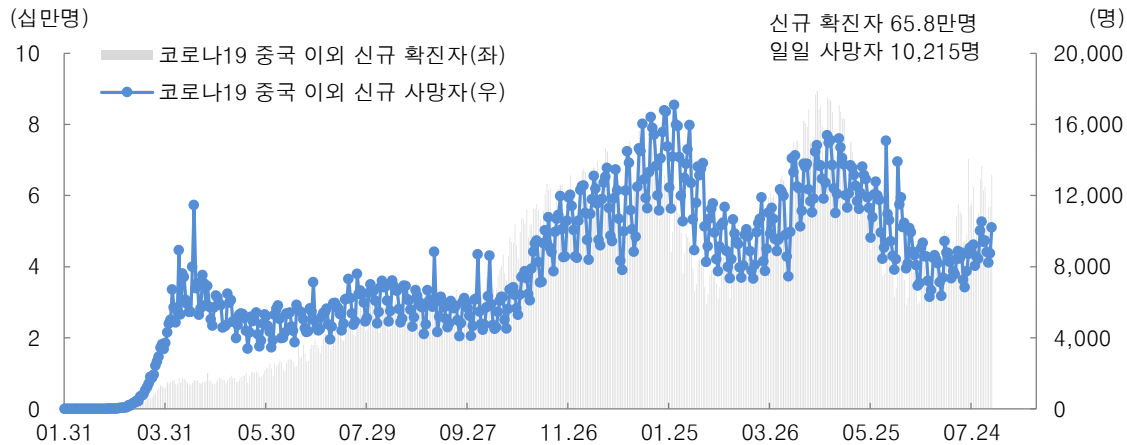
- 1) 코로나19발 경기불안심리 완화. 시차를 두고 코로나19 진정국면 진입시 KOSPI를 비롯한 글로벌 증시는 경기, 실적 개선세를 빠르게 반영할 전망.
 - 2) 원/달러 환율 하향안정. 중국 규제 리스크 정점 통과, 한국 수출 호조 확인으로 원/달러 환율 1,140원 진입
코로나19 상황만 진정세를 보인다면 원/달러 환율 1,130원대 진입 가능
- 이 두가지 조건이 충족될 경우 외국인, 기관 수급 개선세 지속 전망

Strategist 이경민

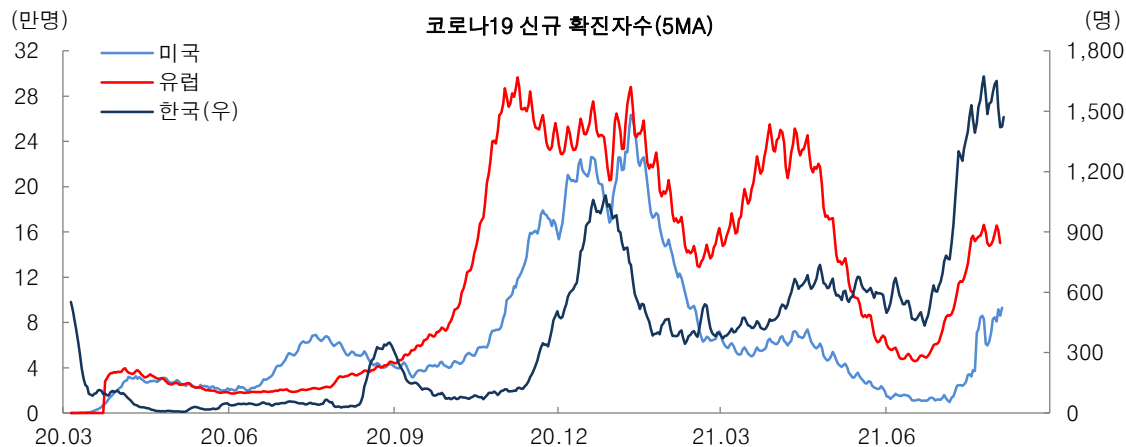
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

[대반전의 Key 1. 코로나19] 확진자수 증가세 뚜렷. 그러나 이전과 다른 양상에 주목

델타 변이바이러스 확산에 글로벌 확진자수 증가세 뚜렷 사망자 증가세는 제한적



유럽, 미국 확진자수 증가세 뚜렷. 한국은 사상최대 확진자수 경신 중



- 델타바이러스 확산세 뚜렷. 글로벌 코로나19 확진자수 6월 23일 34.5만명(5일 평균)에서 8월 5일 65만명 상회
- 영국 코로나 19 확진자수가 5만명(5월 말 2천명)까지 폭증세를 기록한 이후 유럽 확진자수도 4만명에서 15만명대로 레벨업. 미국 확진자수도 1만명대에서 10만명대로 레벨업
- 영국에 국한되었던 델타바이러스 확산세가 유럽을 넘어 미국까지 전이되면서 글로벌 경기불안 확산
- 한국도 코로나19 확진자수 폭증세. 500명대에서 최고 1,800명을 기록. 글로벌 코로나19 확진자수 추이는 진정국면 이후 증가세를 기록하는데 반해, 한국의 코로나19 확진자수 사상최고치 경신은 한국 경기불안, 원화 약세 압력 확대로 이어짐

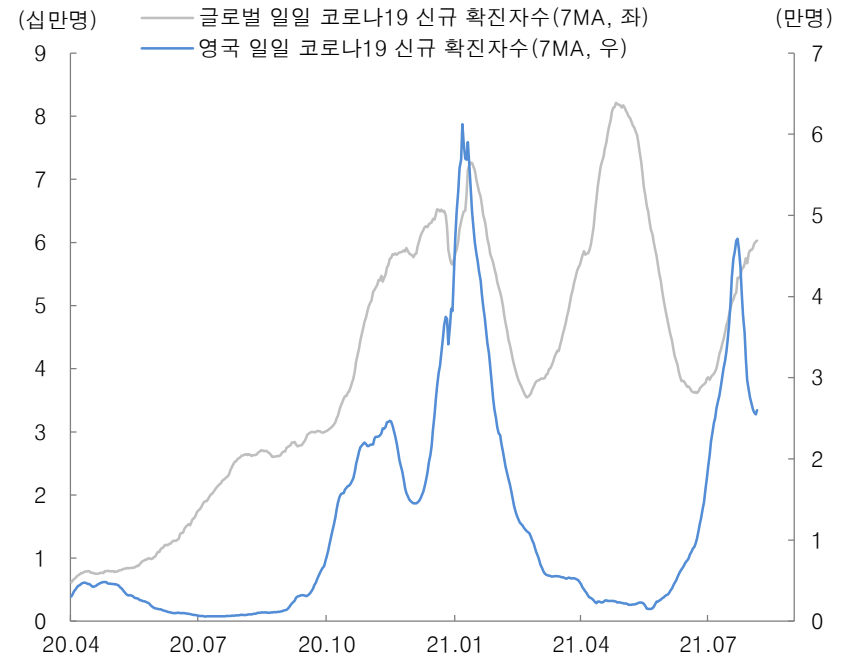
[대반전의 Key 1. 코로나19] 백신효과로 코로나19 충격 제한적. 영국 코로나19 확진자수 레벨다운

주요 코로나19 백신의 변이 바이러스 예방률은 높은 수준

	코로나19	변이 바이러스			
	기본 예방률	알파형	베타형	감마형	델타형
노바백스	96.4	86.3	55.4	—	—
모더나	94.1	—	—	—	—
화이자	91.3	89.6	75	—	87.9
아스트라제네카	81.5	74.6	10.4	—	59.8
얀센	72	—	64	68.1	—

자료: 주요 언론, 대신증권 Research Center

영국의 코로나19 확진자수 레벨다운 주목

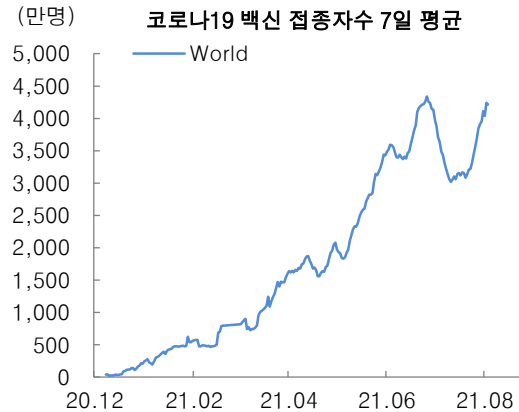
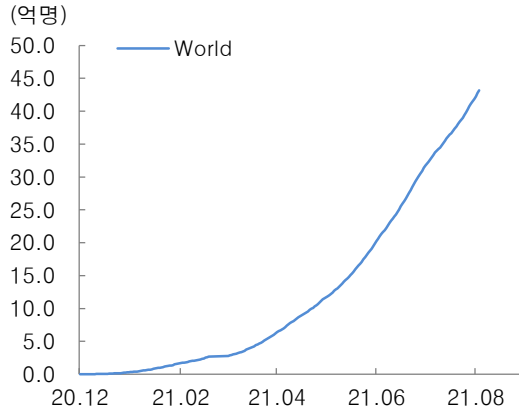


자료: WHO, CEIC, 대신증권 Research Center

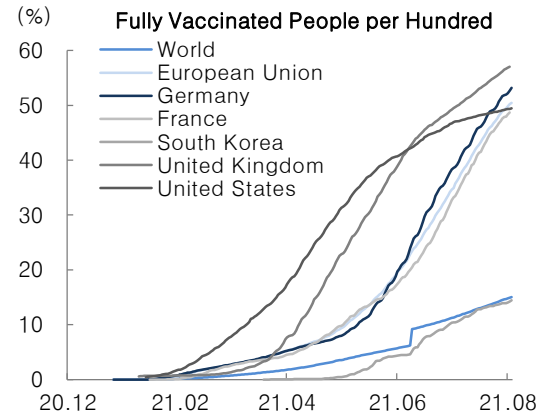
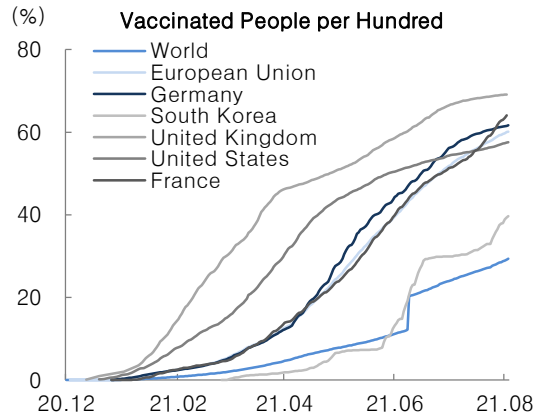
글로벌 델타 바이러스 확산에도 불구하고 코로나19 사망자 수는 안정적인 감소세를 지속. 현재 상용화된 주요 코로나19 백신의 변이 바이러스 예방률도 높은 수준으로 알려짐. 이로 인해 델타 변이 바이러스가 리오프닝 추세를 전환시키지는 않음. 오히려 영국은 봉쇄조치 전면 해제 단행 글로벌 경제와 금융시장에 미치는 영향력도 크지 않을 것. 경기불안심리는 존재하지만, 경기불확실성이 확대될 가능성 낮다는 판단 주목할 부분은 영국 신규 확진자수(7일 평균) 레벨다운(4.7만명대에서 2.8만명대로). 높은 백신 접종률, 젊은 확진자들의 빠른 회복 등의 영향 글로벌 코로나19 확산세도 시차를 두고 진정국면으로 진입할 것임을 시사

[대반전의 Key 1. 코로나19] 빨라지는 백신접종 속도. 높아지는 접종률

글로벌 43억명 백신접종. 7월말부터 접종 속도 다시 빨라져



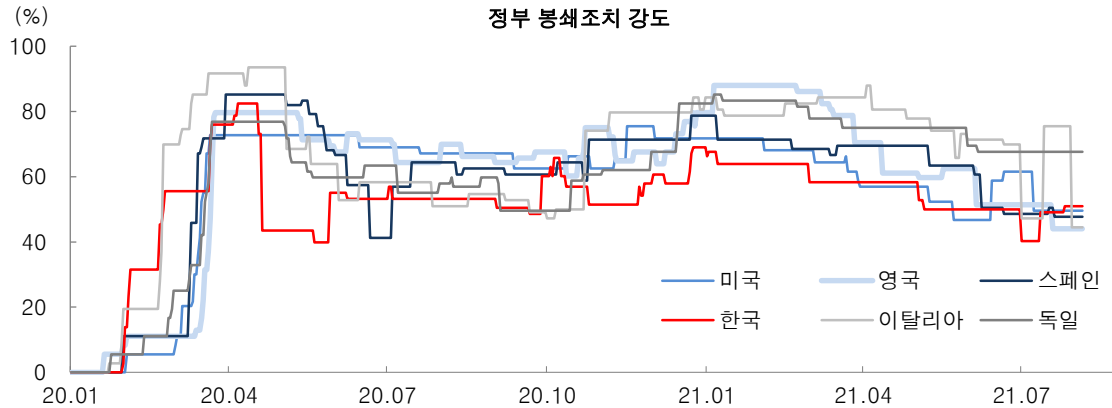
글로벌 1차 접종률 29.4%, 2차 접종률 15%



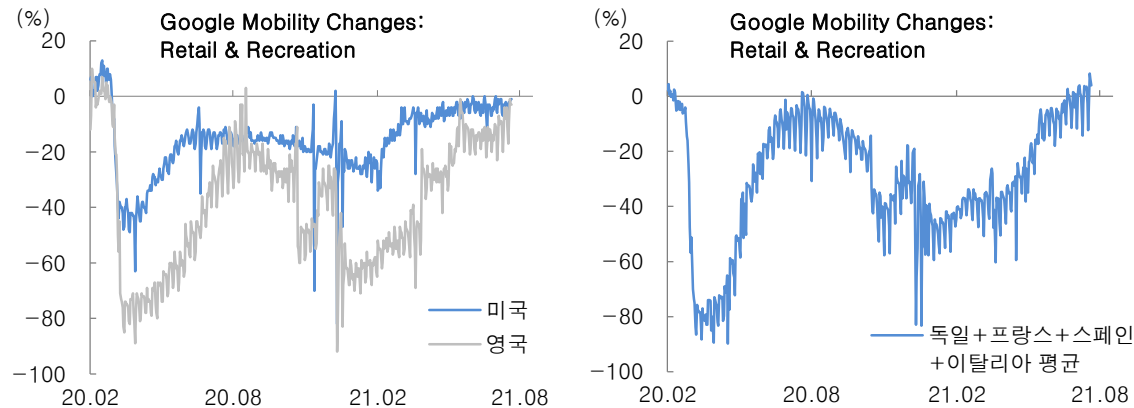
- 실제로 코로나19 델타 변이바이러스 확산으로 글로벌 코로나19 백신 접종속도가 빨라짐
- 현재 글로벌 코로나19 백신 접종자수는 43억명. 이보다 더 중요한 것은 접종속도.
- 6월말 일일 백신 접종자수 4,300만명(7일 평균)을 기록한 이후 3,000만명으로 레벨다운. 그러나 7월말 이후 일일 백신 접종자수 증가, 8월초에는 4,200만명으로 복귀
- 글로벌 1차 접종률도 29%넘어섬. 특히, 55% 접종률에서 정체를 보이던 미국 접종률 상승세 빨라지며 8월초 58% 근접
- 유로존이 60%를 넘어선 상황에서 글로벌 주요국들의 접종률 상승은 향후 코로나19 영향력 약화, 진정국면 진입 가능성을 높일 전망

[대반전의 Key 1. 코로나19] 경제활동 위축은 없다!

글로벌 주요국 봉쇄조치는 완화 기조 지속



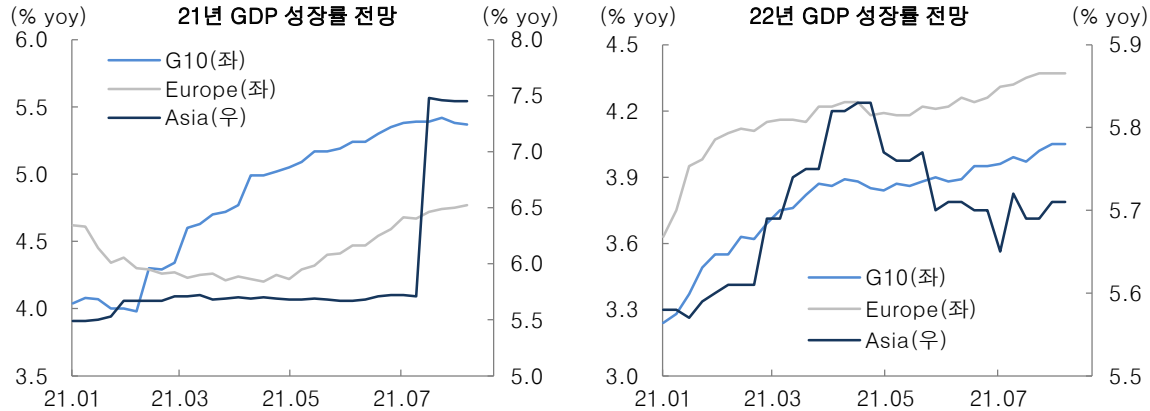
코로나19 재확산, 델타 변이바이러스 공포에도 경제활동지수는 개선세 지속



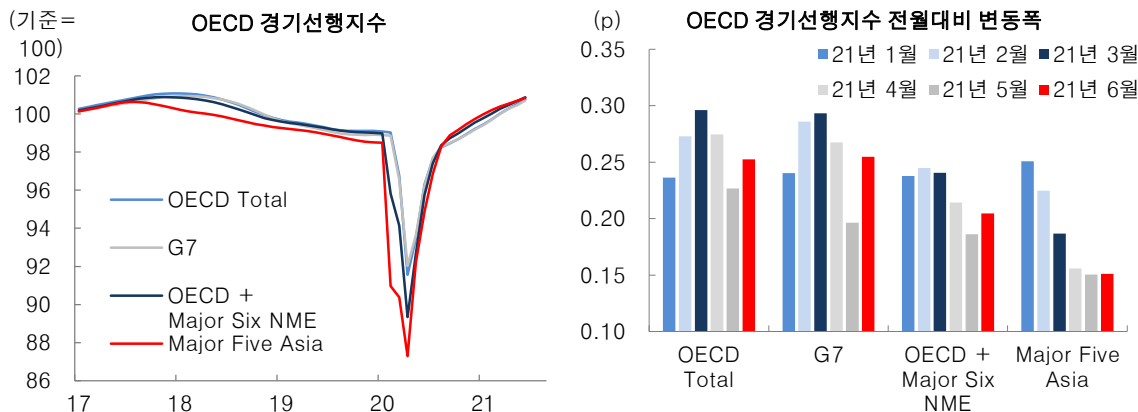
- 코로나19 델타 변이바이러스 확산으로 인한 경기불안 심리가 커지고 있는데 반해 실제 경기불안 조짐은 없는 상황
- 즉, 심리적 불안만 있을 뿐 실질적인 경제활동 위축은 없는 상황
- 글로벌 주요국들의 봉쇄조치는 완화기조를 이어가고 있고, 델타 변이바이러스 중심에 서 있는 영국은 봉쇄조치 전면 해제를 선언
- 유럽 주요국들의 구글 활동성 지수도 코로나19 이전 수준으로 회귀
- 결국, 코로나19 델타 변이바이러스 확산으로 인한 경기불안은 투자심리 위축에 그칠 가능성 높다고 판단

[대반전의 Key 1. 코로나19] 펀더멘털 개선이 빠르게 증시에 유입될 전망

21년, 22년 GDP 성장률 동반 상향조정



경기선행지수 개선세 지속. 선진국 중심으로 개선폭 확대 가능성



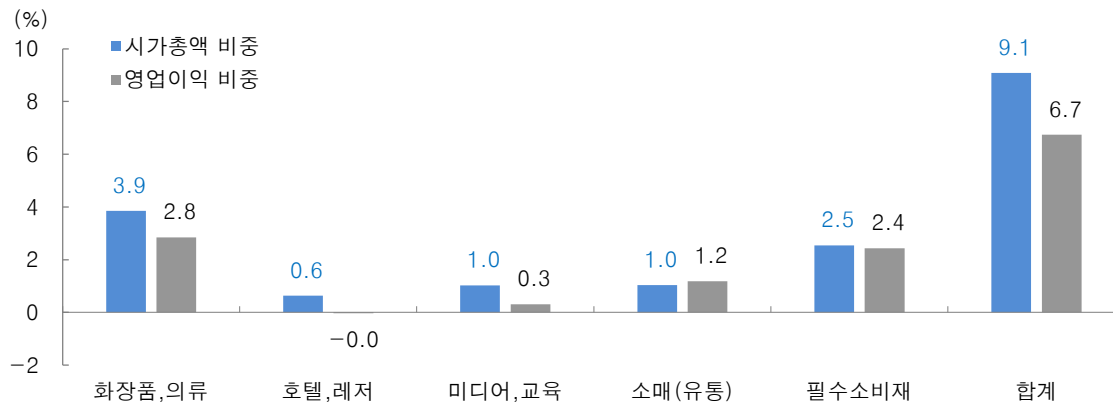
- 글로벌 GDP 성장률 전망도 영국, 유럽을 중심으로 상향조정 지속
- 2021년 경제성장률 전망 뿐만 아니라 2022년 경제성장률 전망도 동반 상향조정 중. 경기정상화를 넘어 경기회복, 호조가 지속되고 있음
- OECD 경기선행지수도 상승세를 이어가고 있음. 특히, 6월에는 선진국을 중심으로 개선폭 확대
- 코로나19 델타 변이바이러스로 인한 경기불안이 커졌음에도 불구하고 경제전망은 꾸준히 상향조정되었고, 경기회복세는 지속되어 왔던 것
- 코로나19 불확실성이 정점을 통과하고, 진정국면으로 진입할 경우 경기불안심리 완화뿐만 아니라 그동안 억눌려있던 경기회복에 대한 기대감이 커질 전망
- 주식시장에 반영되지 않았던 펀더멘털 동력이 빠르게 반영되면서 증시 상승에 힘을 실어줄 것

[대반전의 Key 1. 코로나19] 한국도 더 나빠질 것 없다! 내수충격도 제한적일 전망

서울/수도권 사회적 거리두기 4단계 적용 시차를 두고 코로나19 진정국면 진입 예상

구분	거리두기 개편 4단계 방역조치 내용
정의	대유행으로 확산되어, 퇴근 후 바로 귀가하고 외출 금지 필요
단계 전환 기준	인구 10만명당 주간 일평균 환자수 4명 이상 (서울 389명, 경기 537명, 인천 118명, 수도권 1천명 이상)
사적모임	18시 이전 4인까지, 18시 이후 2인까지 가능
행사·집회	행사 금지 및 1인 시위 외 집회 금지, 결혼식·장례식은 친족만 참여 허용(친족도 49인까지)
스포츠 관람	무관중 경기
종교활동	비대면 종교활동만 가능, 모임/행사·식사·숙박 금지
직장근무	제조업 제외한 사업장에 시차 출퇴근제, 점심시간 시차제, 재택근무 30% 권고

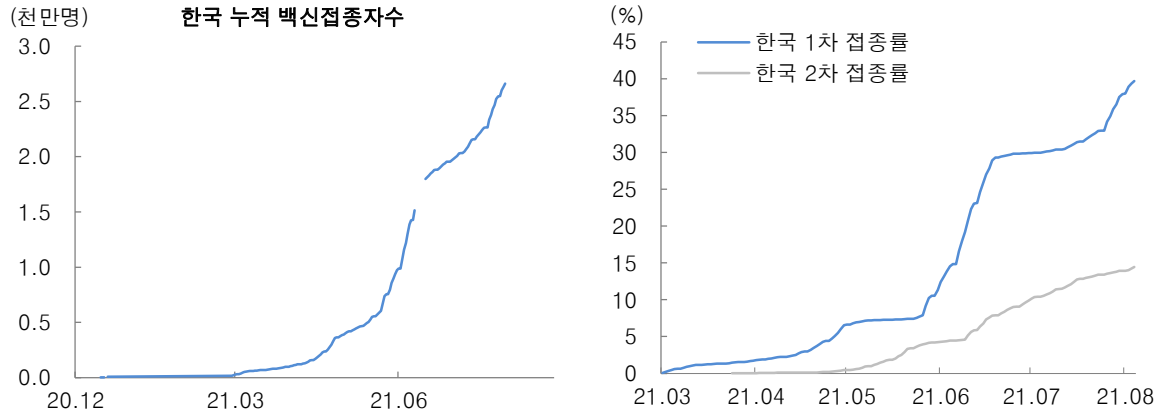
사회적 거리두기 강화로 인한 내수 충격이 KOSPI 시장에 미치는 영향력 제한적



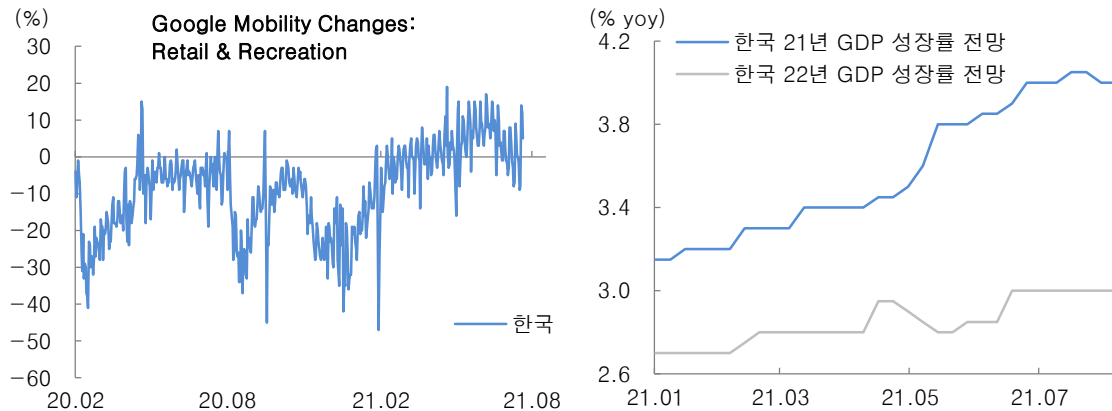
- 국내 코로나19 상황도 악화일로. 서울, 수도권은 사회적 거리두기 4단계 적용. 비수도권 지역도 일괄적으로 3단계 적용. 이로 인해 내수 소비, 서비스 분야의 충격은 불가피
- 그럼에도 불구하고 KOSPI에 미치는 실질적인 충격은 제한적일 전망. 제조업, 수출주, 구조적 성장주가 KOSPI 시가총액, 영업이익의 대부분을 차지하고 있기 때문.
- 코로나19 상황에 주가, 이익민감도가 높은 화장품/의류, 호텔/레저, 미디어/교육, 소매(유통), 필수소비재 업종의 시가총액 비중(KOSPI대비)은 9.1%, 영업이익 비중은 6.7%
- 이제 주목할 부분은 앞으로의 방향성. 이번에도 그 동안 코로나19 상황 악화 - 방역 강화 / 내수경기 위축 - 코로나19 진정 - 경기 회복 / 방역 완화라는 패턴 가능
- 현재 코로나19에 대한 투자심리는 최악의 상황. 향후 코로나19 상황은 더 악화되기보다 진정되고, 개선되는 방향성일 가능성이 높다는 점에 초점을 맞춰야 함

[대반전의 Key 1. 코로나19] 한국 코로나19 백신접종 속도 다시 빨라져... 경기회복 기대 유효

한국 코로나19 백신 접종속도 7월말 이후 다시 빨라져
1차 접종률 40%로 글로벌 29% 상회. 2차 접종률 14%에서 높아질 전망



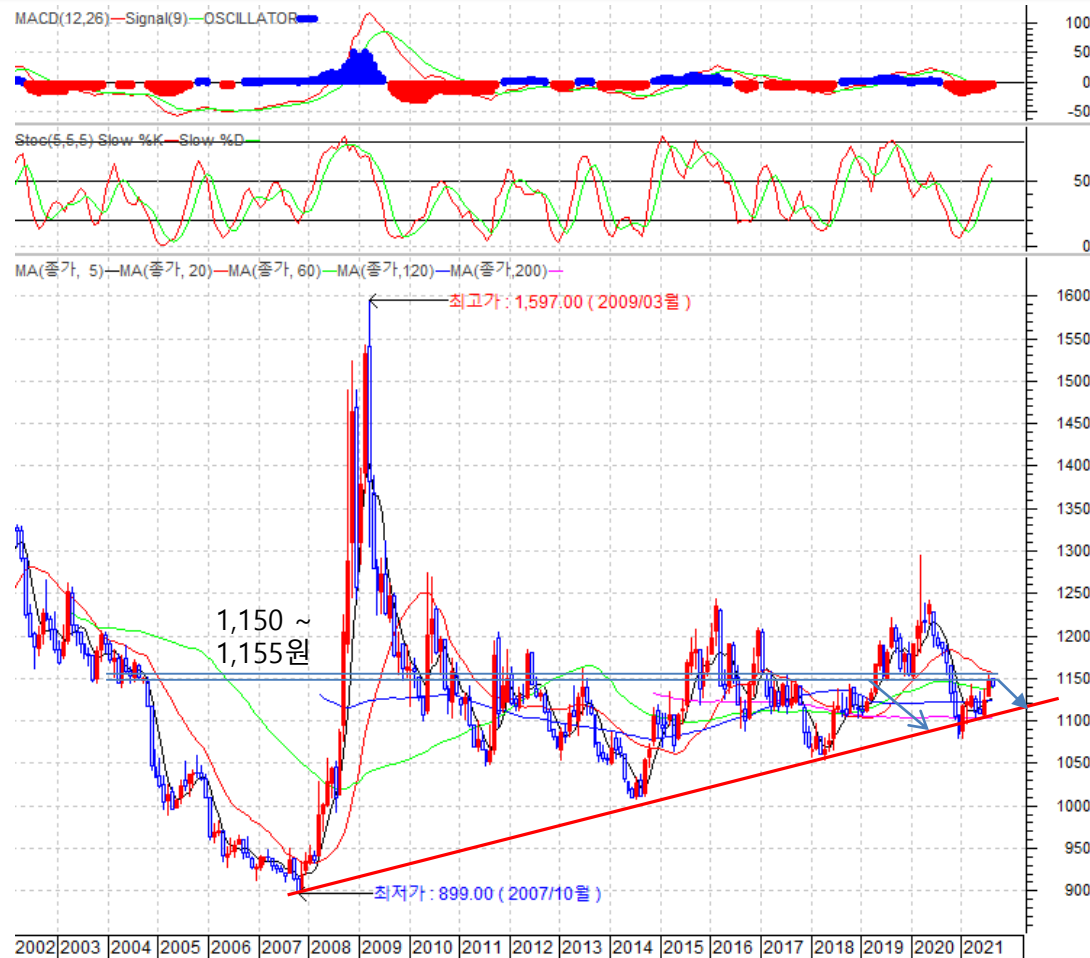
경제활동 지수 코로나19 이전 수준 유지 중. 경제성장률 전망 상향조정 지속



- 한국 코로나19 백신 접종속도가 빨라지고 있다는 점도 국내 코로나19로 인한 불안심리를 제어할 수 있는 변수
- 한국 백신접종은 7월 다소 주춤했지만, 7월말 이후 다시금 빨라지는 양상. 이에 29 ~ 30%에서 정체를 보였던 1차 접종률도 단숨에 40%로 레벨업
- 아직까지 코로나19 상황이 불안하지만, 접종속도가 빨라지는 상황에서 시차를 두고 진정국면으로 진입할 전망
- 향후 코로나19 상황은 더 악화되기보다 진정되고, 개선되는 방향성에 무게를 두어야 할 시점
- 한편, 코로나19 폭증, 이로 인한 경기불안에도 불구하고 실제 경제활동은 코로나19 이전 수준을 유지하고 있고, 경제성장률 전망은 고공행진 중. IMF는 최근 한국 GDP 성장률을 상향조정(21년 4.3%)
- 글로벌 경기개선세가 유효한 상황에서 국내 코로나19 상황 진정, 펀더멘털 불안 심리 완화시 KOSPI 레벨업 시도 예상

[대반전의 Key 2. 원/달러 환율] 1,150원대 등락 이후 하향안정국면 진입 예상

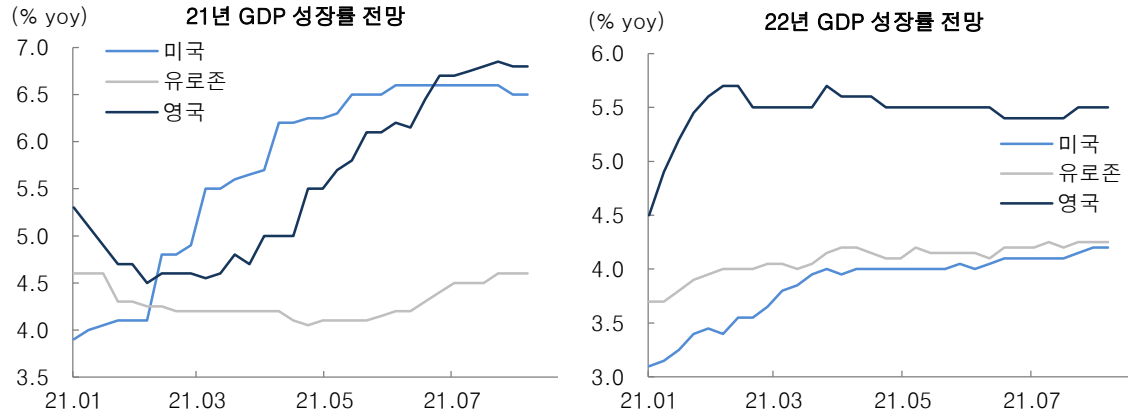
원/달러 환율 정점권에 도달. 향후 하향안정(원화 강세) 국면 전개 예상



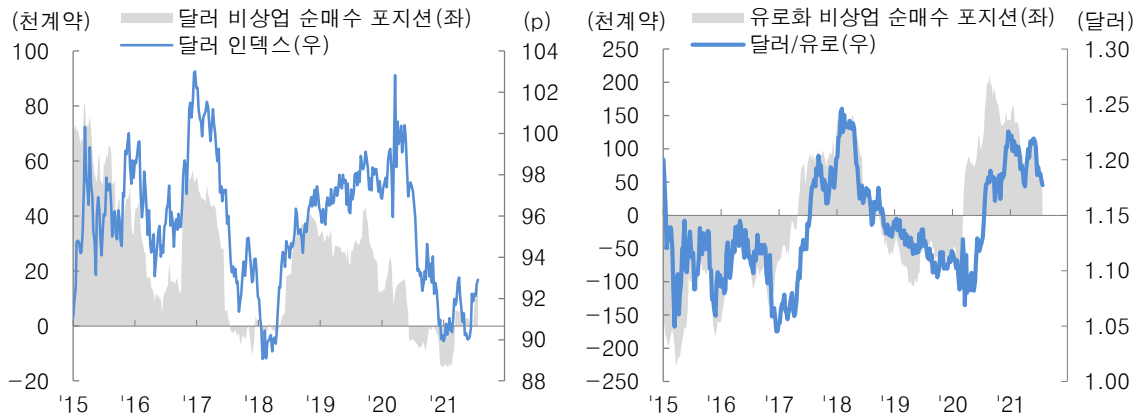
- 한국 코로나19 폭증, 사회적 거리두기 4 단계 진입으로 인한 경기불안은 원/달러 환율에 선반영
- 원/달러 환율 1,150 ~ 1,155원을 넘어 추세적인 상승을 이어가기 어렵다는 전망 제시
- 실제로 중국발 규제 리스크에 원/달러 환율이 1,155원대까지 상승세를 보였지만, 이내 하락반전
- 중국 규제리스크 정점통과, 한국 백신접종 속도 가속화 등으로 이미 원/달러 환율은 1,140원대로 레벨다운
- 시차를 두고 코로나19 진정 국면 진입시 원/달러 환율 1,130원대로 진입 가능성 높다고 판단

[대반전의 Key 2. 원/달러 환율] 달러 강세는 제한적. 유럽, 영국 경기회복 기대 유입

미국과 유로존, 영국 간의 GDP 성장률. 21년 격차 축소, 22년 유럽 우위



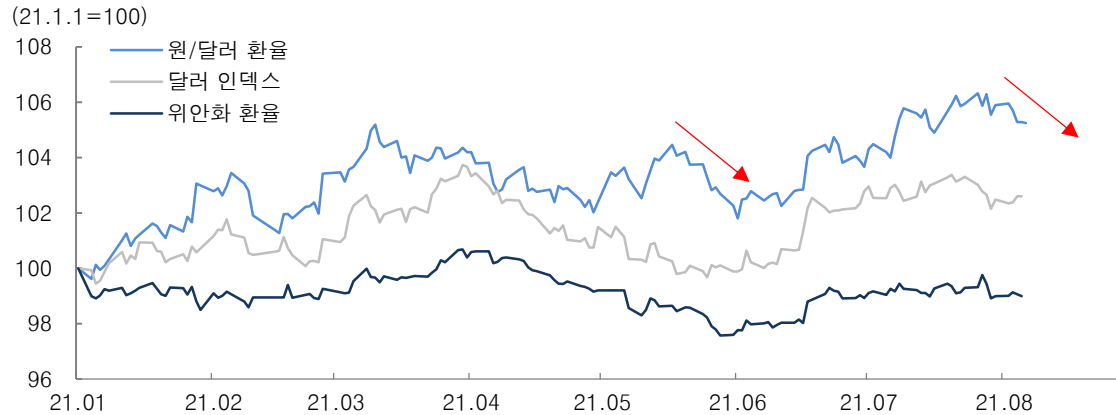
다소 극단적이었던 외환 포지션 정상화. 향후 방향성에 주목



- 일단, 달러 강세압력은 제한적일 전망
- 1/4분기와 정 반대로 유럽 중심의 경기 회복 기대가 유입되는 상황
- 달러 반등 시도시 달러 인덱스 93p 전후에서 정점통과 예상. 93p는 1/4분기 유럽 경기불안 확대국면에서 기록했던 고점 수준
- 최근 2021년 영국 GDP 성장률(6.8%)이 미국(6.5%)을 앞질렀고, 유로존GDP 성장률도 4.6%까지 상승 중
- 2022년 GDP 성장률은 영국(5.5%)이 미국(4.2%)보다 크게 우위를 보이는 상황. 유로존 GDP성장률도 4.25%로 미국보다 양호할 전망
- 하반기 달러 약세, 유로 강세 구도 국면 전개 예상
- 다소 극단적인 수준까지 전개되었던 외환시장에서의 포지션 변화도 최근 정상화됨에 따라 새로운 방향성을 모색해 나갈 것

[대반전의 Key 2. 원/달러 환율] 원/달러 환율 정상화 국면 전개 예상. 1,140원선이 1차 분기점

원화의 차별적 약세 이후 달러화와 Gap 축소국면 전개



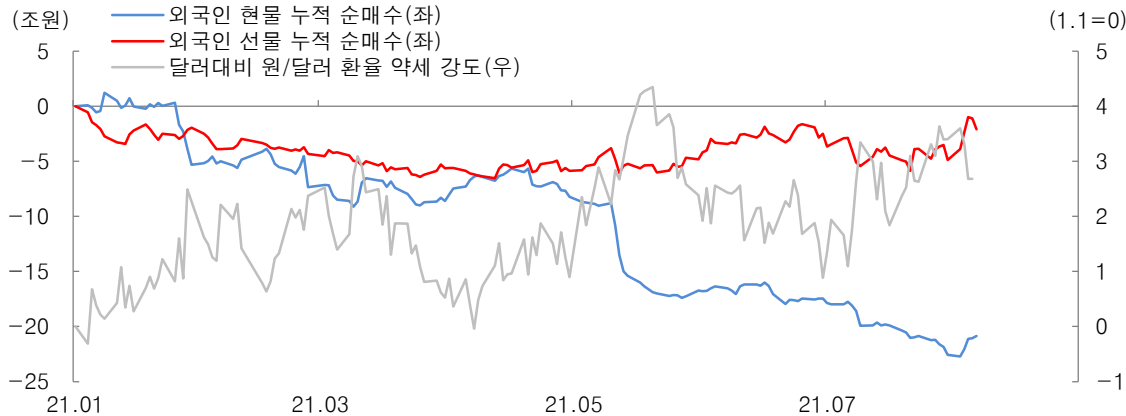
원/달러 환율 1차 분기점은 1,140원, 2차 분기점은 1,130원



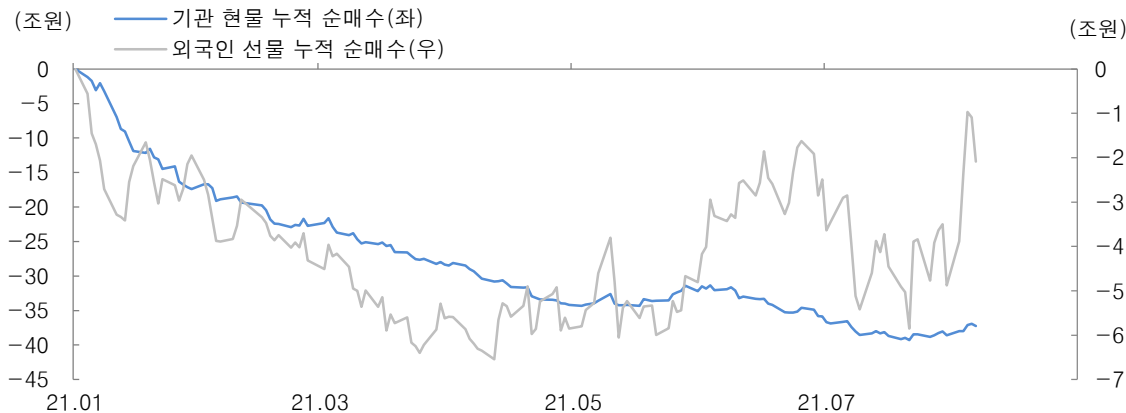
- 원/달러 환율은 5월 이후 달러 인덱스와 위안화대비 약세를 이어왔던 상황
- 특히, 5월 공매도 재개, 7월 코로나19 폭증의 여파로 달러 약세에도 불구하고 원화는 더 약세를 보였던 상황
- 그 결과 달러와 위안화는 연중 고점을 하회하는 수준에서 등락을 보인데 반해, 원/달러 환율은 연중 최고치 경신, 1,150원대에서 등락 반복
- 하지만, 달러와 원화 간의 괴리율 확대는 이후 필연적으로 정상화 국면 전개. 코로나19 상황과 미국 통화정책 이슈가 존재하지만, 점진적으로 달러대비 원화 강제전개 예상
- 기술적으로는 중요 지지권이자 60주 이동평균선이 위치한 1,140원대가 1차 분기점. 동 레벨을 하향 이탈할 경우 1,130원대 이탈 여부 체크

[대반전의 Key 2. 원/달러 환율] 외국인 수급개선 – 기관 프로그램 매수로 이어지는 선순환 고리

달러대비 원/달러 환율이 강세를 보일 경우 외국인 현선물 수급 개선



외국인 선물 순매수 우위는 기관 프로그램 매수 유입으로 이어져



- 그동안 원화 약세 압력 확대는 외국인 대규모 현선물 매도 - 국내 기관 프로그램 매물 출회라는 수급의 악순환 고리를 작동시켜왔음
- 미국 경기불안, 중국 규제리스크까지 가세, 최근 채권금리 하락은 경기둔화를 선반영했다는 해석이 유입되며 안전자산 선호심리마저 자극
- 하지만, 이러한 불안심리가 진정되고, 불확실성 변수들이 완화되면서 원화 약세 흐름 진정, 강세 반전 조짐
- 실제로 8월 첫째주 원화 강세반전만으로 외국인 현선물 시장에서 대규모 순매수 유입
- 향후 원화 강세가 지속될 경우 지금까지 수급상황과 정반대로 외국인 현선물 매수 - 기관 프로그램 매수라는 선순환이 KOSPI 상승추세 전환/강화에 힘을 실어줄 전망

테이퍼링 시점은? 유동성 모멘텀의 반전 주목

통화정책 정상화 국면 진입. 긴축 시그널은 아님

연준은 여전히 테이퍼링에 신중한 스탠스 유지. 고용 서프라이즈 Vs. 물가 상승압력 정점 통과

연준의 유동성 공급 지속. 7월에는 1년 만에 최대 규모 유동성 공급 & FED 자산매입 증가율 재차 상승국면 진입

Economist & Fixed Income Strategist 공동락

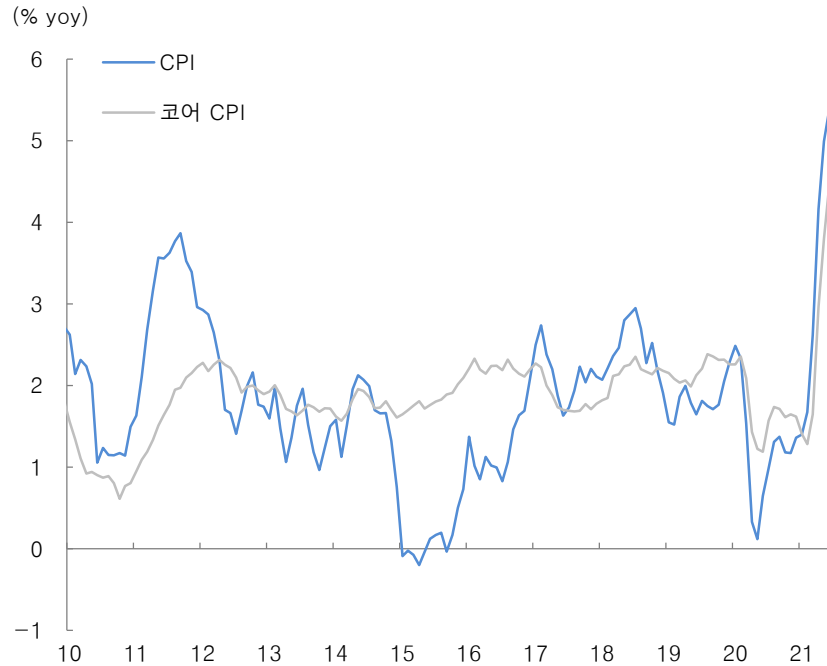
02) 769-3599 / dongrak.kong@daishin.com

Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

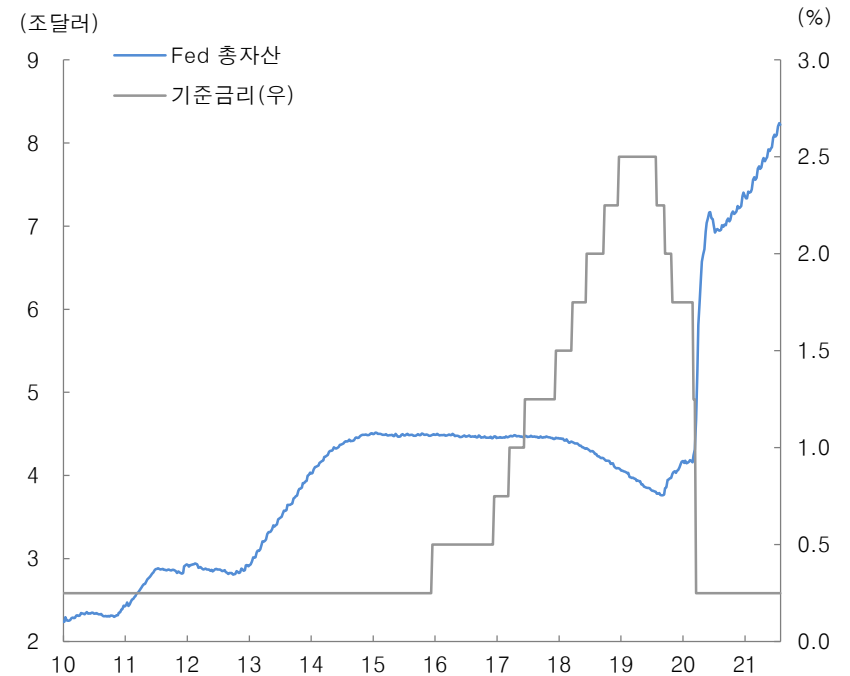
예상을 벗어난 물가에도 여전히 완화적 행보 이어가는 미국

미국 월간 소비자물가 상승률 추이



자료: 미 노동부, 대신증권 Research Center

미국 기준금리와 Fed 보유자산



자료: Fed, 대신증권 Research Center

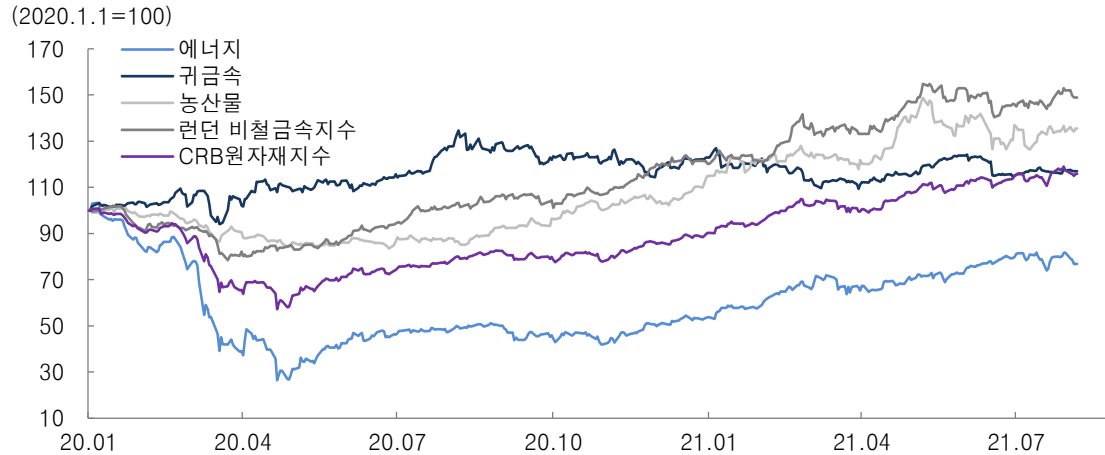
미국의 소비자물가 상승률은 연이어 예상을 상회하며 연준의 물가 예측력 및 인식 수준에 대한 의문 확대. 그러나 이를 의식하지 않고 완화적 행보를 시사하는 연준. “일시적이고 지속적이지 않다”의 의미는 물가 진단을 유보하겠다는 의미에 가까움. 일단 시장도 호응 중

미국 테이퍼링은 9월 FOMC 이후 일정 구체화 및 2022년 초반 시행, 월평균 150억달러 씩 8개월 소요 예상

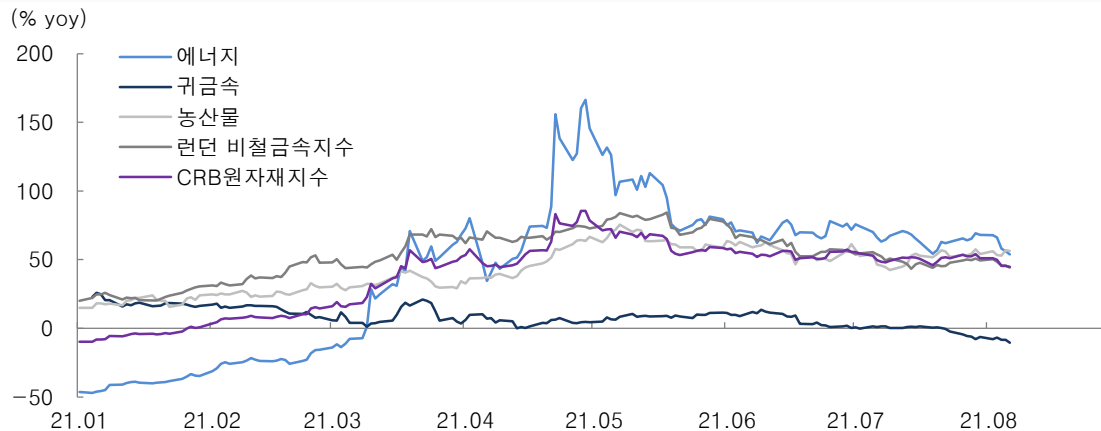
미국 기준금리 인상은 테이퍼링 종료 이후 내년 4분기 예상

[물가 Peak Out] 상품 물가 상승압력의 정점 통과

원자재 상승세 꺾여...



원자재 전년대비 변화율은 2021년 5월 정점 통과



- 2021년 들어 원자재 가격 급등세로 인한 물가 상승압력 확대, 기대인플레이션 상승이 글로벌 금융시장에 유입
- 하지만, 5월 이후 원자재 가격 상승세 꺾임. 중국의 원자재 시장 개입이 단기 급등에 따른 차익매물 출회로 이어진 것
- 이로 인해 전년대비 상승률은 5월 정점을 통과하고 하향안정세 전개 중. 에너지는 물론, 귀금속, 농산물, 비철금속 등 전년대비 상승률 둔화
- 7월 이후 상품 물가 상승률 진정국면으로 진입 예상
- CPI 물가는 기저효과 약화로 인한 전년 동월대비 변화율 둔화는 물론, 전월대비 변화율 또한 둔화될 가능성 높음

[물가 Peak Out] 2분기 물가 서프라이즈의 주된 원인이었던 중고차 가격

중고차/신차 가격, 6월 물가 상승의 50% 기여. 반도체 공급불안이 해결되면?

MoM %, SA	가중치	21년 6월	21년 5월	21년 4월	21년 3월	21년 2월	21년 1월	20년 12월	20년 11월	20년 10월	20년 9월	20년 8월	20년 7월
CPI 전체 항목	100	0.9	0.6	0.8	0.6	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2	0.4	0.5
식품	14.1	0.8	0.4	0.4	0.1	0.2	0.1	0.3	0	0.2	0.1	0.1	-0.3
가정용 식품	7.8	0.8	0.4	0.4	0.1	0.3	-0.1	0.3	-0.2	0.1	-0.3	0	-0.9
외식용 식품	6.3	0.7	0.6	0.3	0.1	0.1	0.3	0.4	0.1	0.3	0.6	0.3	0.5
에너지	6.3	1.5	0	-0.1	5	3.9	3.5	2.6	0.7	0.6	1.4	0.9	2.1
에너지 상품	3.2	2.6	-0.6	-1.4	8.9	6.6	7.3	5.1	0.5	0.7	1.4	2.1	4.5
에너지 서비스	3.1	0.2	0.7	1.5	0.6	0.9	-0.3	0.2	0.9	0.5	1.3	-0.2	0
식품 및 에너지 제외	79.5	0.9	0.7	0.9	0.3	0.1	0	0	0.2	0.1	0.2	0.3	0.5
상품(식품 및 에너지 제외)	20.2	2.2	1.8	2	0.1	-0.2	0.1	0.1	0	0	0.5	1	0.7
가구 및 가정용품	3.8	0.1	0.9	0.9	0.4	-0.1	-0.5	0	0.8	-0.4	-0.2	1	0.4
의류	2.7	0.7	1.2	0.3	-0.3	-0.7	2.2	0.9	0.7	-0.9	-0.4	0.4	0.7
운송장비(차량연료 제외)	7.1	5.6	4	4.3	0.2	-0.4	-0.6	-0.1	-0.6	0.5	2.2	2.2	1.4
신규차량	3.7	2	1.6	0.5	0	0	-0.5	0.4	0	0.3	0.3	0	0.7
중고차 및 트럭	2.7	10.5	7.3	10	0.5	-0.9	-0.9	-0.9	-1.4	0.9	5.3	5.7	2.8
메디컬케어 상품(의약품)	1.6	-0.4	0	0.6	0.1	-0.7	-0.1	-0.2	-0.4	-0.7	-0.6	0.3	0
여가용품	2	-0.3	0.4	0.6	0.1	-0.7	-0.1	-0.2	-0.4	-0.7	-0.6	0.3	0
서비스(식품 및 에너지제외)	59.3	0.4	0.4	0.5	0.4	0.2	0	0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.5
주거비	33.2	0.5	0.3	0.4	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
거주지 임대료	7.8	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2
자가거주등가임대료(OER)	24.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2
메디컬케어서비스(의료서비스)	7.3	0	-0.1	0	0.1	0.5	0.5	-0.1	-0.1	-0.3	0	0.1	0.5
전문서비스(의사, 치과 등)	3.7	0	0	-0.2	0.2	1	0.9	0.1	0.1	0.1	0.1	0	0.4
병원 등 서비스	2.4	0.2	0.2	0.3	0.6	0	0.3	0.3	0.3	-0.3	0.5	0.1	0.2
운송서비스	5.1	1.5	1.5	2.9	1.8	-0.1	-0.3	-0.6	1.3	0.2	-0.3	-0.7	2.8
자동차 관리 및 수리업	1.1	0.3	-0.3	0.2	1	0.3	0.2	0	0.4	0.1	0.2	0.6	-0.1
자동차 보험	1.6	1.2	0.7	2.5	3.3	0.7	1.6	-0.1	-0.2	-1.4	-1.6	-2.1	6.5
항공운임	0.6	2.7	7	10.2	0.4	-5.1	-3.2	-2.5	3.7	5	-0.9	1.3	4.6
레크레이션서비스	3.7	0.5	0.2	0.8	0.8	0.6	-1	-0.5	0.5	0.5	0.4	0.5	-1.2
교육 및 커뮤니케이션 서비스	6.3	0.1	0.2	0.1	0	0.1	0	0.1	0	0.2	0	0.1	1.2

자료: 미국 노동부, Bloomberg, 대신증권 Research Center

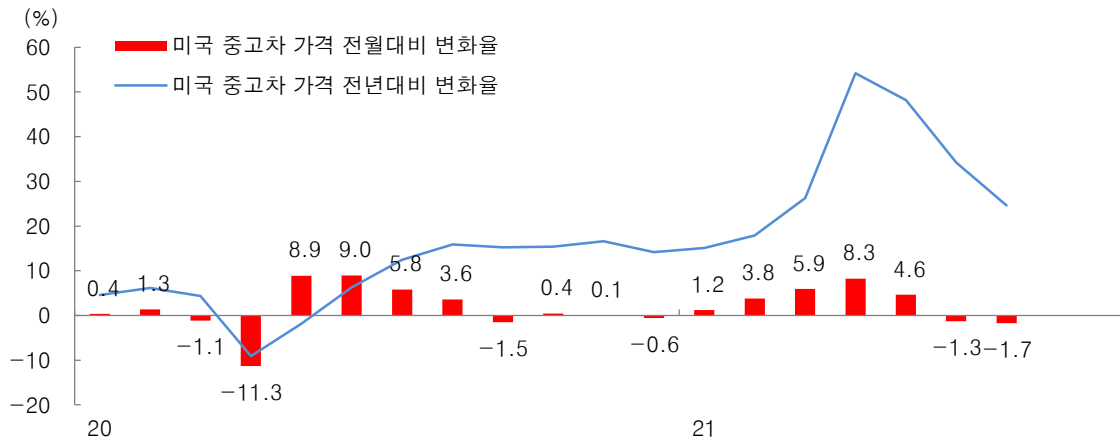
중고차 값은 5월 7.3%, 6월 10.5% 상승하면서 인플레이션 상승요인의 1/3 이상을 차지. 신차 가격의 1.6%, 2% 상승까지 감안하면 5월/6월 Core CPI 상승의 50% 차지. 경제 재개로 인한 수요 확대에도 불구하고 반도체 부족으로 인한 신차 공급 부족이 중고차값 상승세, 신차 가격 상승으로 이어진 것. 하지만, 때마침 백악관에서 반도체 공급망 안정을 위한 대응책 공개. 아직 선언적인 내용이지만, 반도체 공급불안 진정, 회복 기대 유입

[물가 Peak Out] 중고차 가격 6월부터 꺾여...

중고차 가격 6월 하락반전. 반도체 공급차질 완화 기대 유입



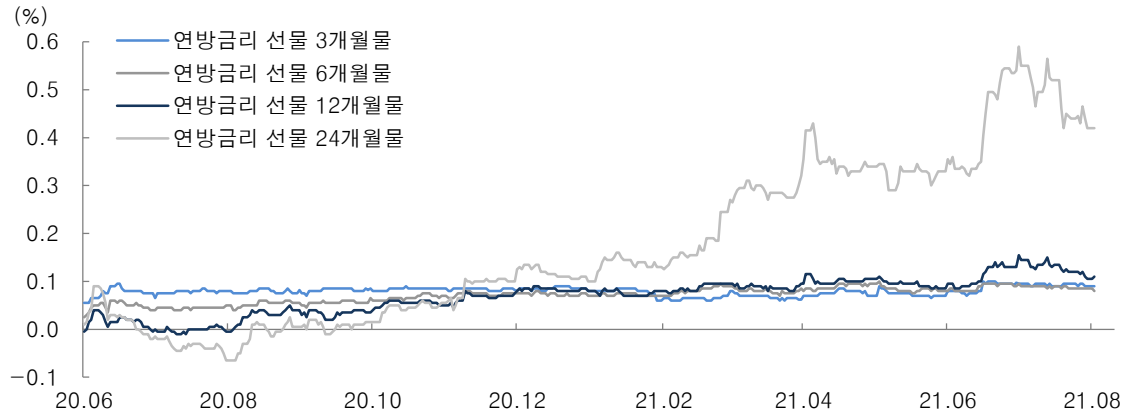
중고차 가격 전월대비 변화율, 6월 -1.3% 하락반전 & 7월 -1.7% 하락폭 확대



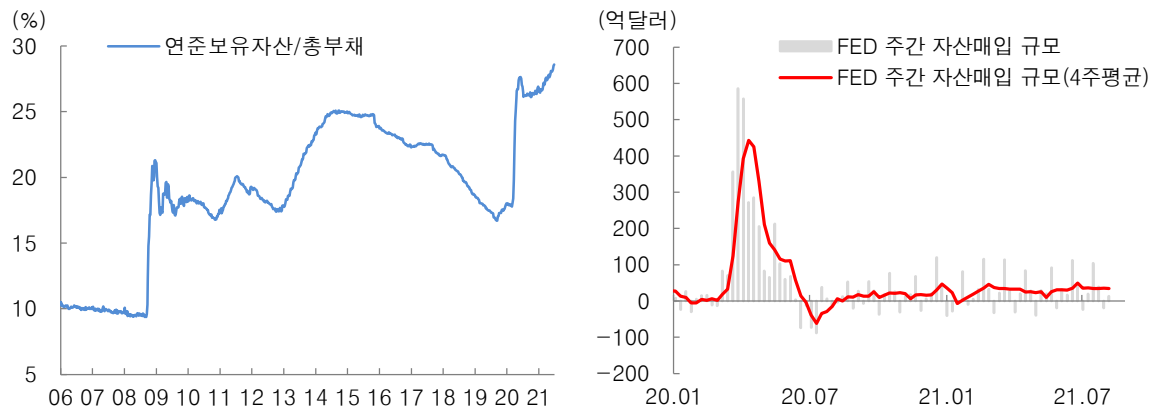
- 실제로 미국 중고차 가격 급등세 진정
- 2월 170p 이하였던 중고차 가격지수가 3월 179p, 4월 194p, 5월 203p로 레벨업
- 하지만, 반도체 공급망 안정을 위한 행정명령이 발표된 이후 하락반전, 6월에는 200.4p 기록. 7월에도 196.9p로 추가 하락
- 전년대비 증가율은 4월 54%, 5월 48%에서 6월 34.2%, 7월 24.6%로 레벨다운
- 전월대비 변화율 또한 4월 8.3%, 5월 4.6%에서 6월 -1.3%로 하락반전. 7월에는 -1.7%로 하락폭 확대
- Core CPI 상승의 50% 기여도를 기록했던 중고차 가격 하락반전 & 낙폭확대 가 시화
- 7월 Core CPI 또한 전년대비 변화율 뿐만 아니라 전월대비 변화율까지 6월대비 둔화될 것으로 예상

[FOMC] 여전히 테이퍼링에 신중한 스탠스. 연준의 유동성 공급규모는 확대 중

6월 FOMC 이후 긴축에 대한 불안감 진정세 지속



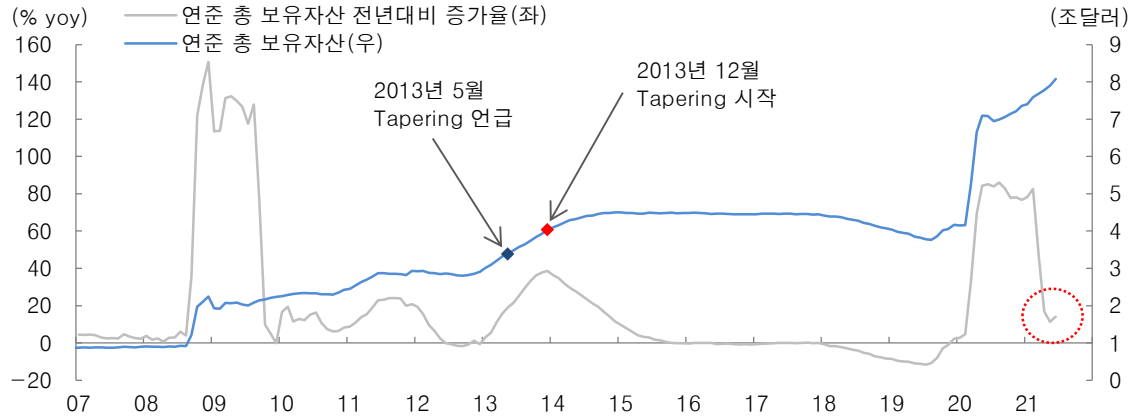
공공부채대비 연준 보유자산 사상최고치 경신 중(28.93%) 주간 자산매입 규모 20년 6월 이후 최고치 기록



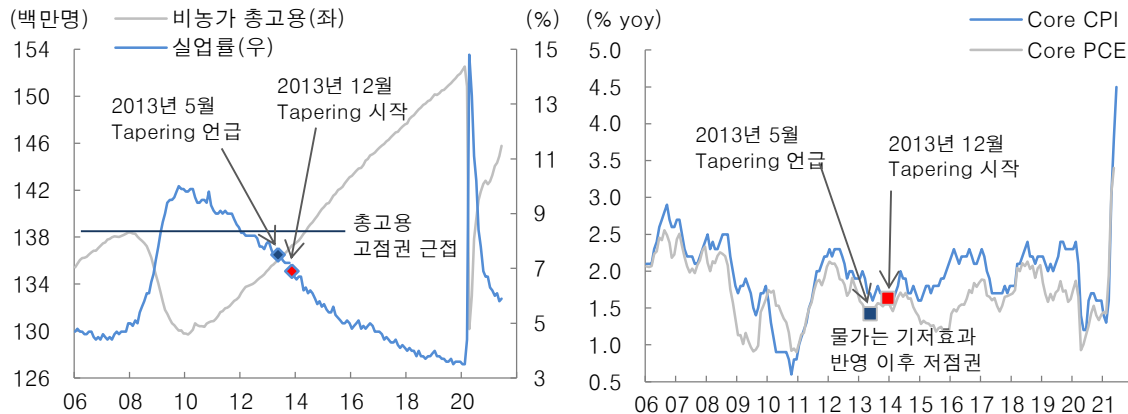
- 6월 FOMC회의를 계기로 빠른 경제정상화, 예상보다 강한 인플레이션 압력을 반영해 미국은 통화정책 정상화를 향해 한 발 더 나아갔다고 평가. 코로나19 충격으로 그 동안 막연했던 통화정책 일정이 좀 더 구체화되었다고 보는 것이 타당
- 즉, 연준의 통화정책 스탠스가 긴축으로 전환되었다고 보기 어렵다는 판단. 현재 통화정책이 유지되었고, 연준의 통화정책 정상화 속도를 가늠할 수 있는 테이퍼링에 있어서도 7월 FOMC를 통해 여전히 신중한 입장임을 확인
- 실제로 미국 금리인상 확률, 연방금리 선물은 6월 FOMC이후 하향안정세를 이어가고 있음. 긴축에 대한 부담이 완화되고 있음을 시사
- 한편, 최근 연준은 유동성 공급규모를 늘려가고 있음. 6월 마지막주 자산매입 규모는 49.6억달러로 2020년 6월 이후 최대. 테이퍼링에 신중한 것은 물론, 유동성 환경은 오히려 더 우호적인 상황. 7월말에도 주간 자산매입 규모 35억달러 수준 유지

[Tapering] 유동성 공급규모를 줄인다는 것. 물가지표보다는 고용상황이 중요

2013년 테이퍼링 시작 이후 2014년 9월까지 유동성 공급 지속



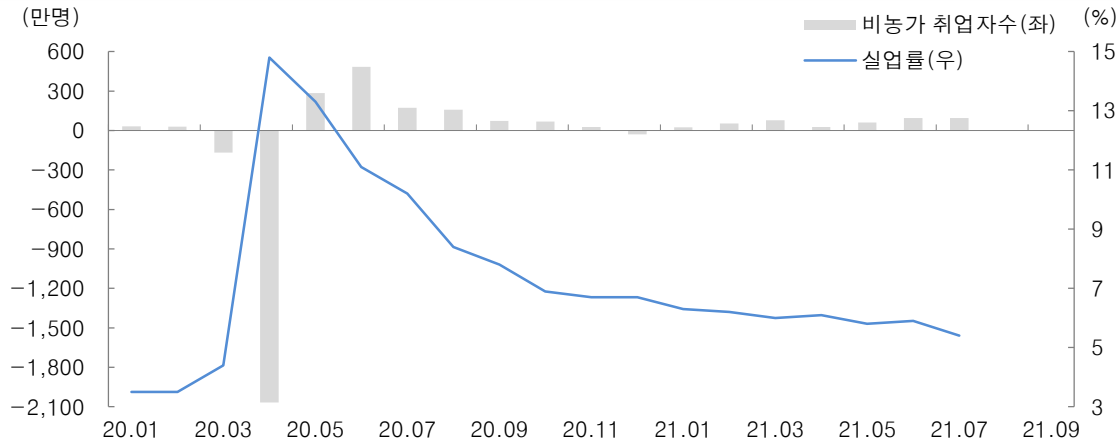
테이퍼링 언급, 시행시점은 물가보다 고용상황(총 고용 전고점 근접)을 반영.



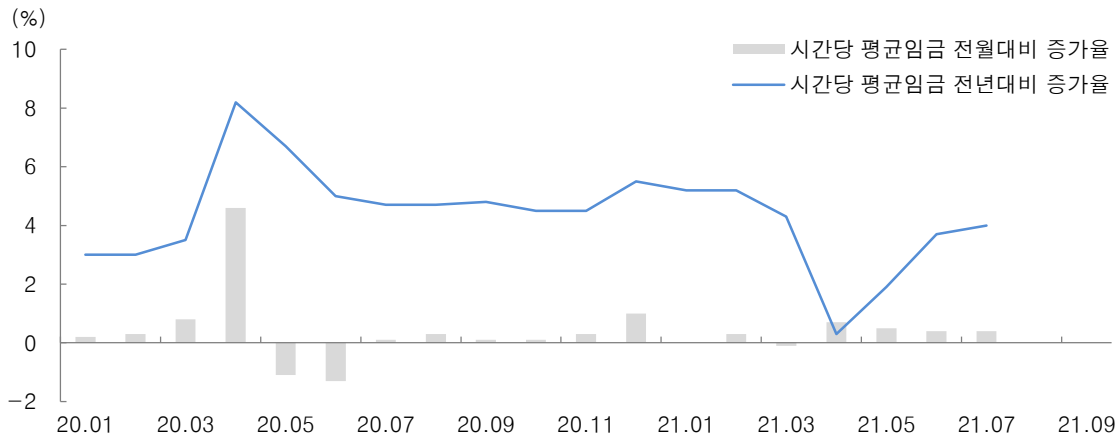
- 테이퍼링에 대한 연준의 스탠스는 여전히 신중한 상황. 테이퍼링 시행 이전에 충분한 시간을 두고 신호를 줄 것이라는 기존 입장 고수
- 실제로 2013년 테이퍼링 국면에서도 테이퍼링을 언급한 5월 이후 테이퍼링이 시작된 12월까지 유동성 공급규모는 유지되었고, 2013년 12월 이후에도 유동성 공급 지속
- 테이퍼링 시행 시점을 가늠해 보면 물가보다 고용상황이 중요. 2013년 당시 비농가 총고용자수가 1억 3,600만명을 넘어서면서 테이퍼링 언급이 시작되었고, 1억 3,700만명을 넘어서는 시점에 테이퍼링 시행(2018년 1월 최대치 1억 3,840만명). 물가지표는 기저효과에 의한 정점통과, 안정화 이후 테이퍼링 언급/시행
- 현재 비농가 고용자수는 1억 4,682만명. 20년 2월 1억 5,200만명과 570만명 괴리 존재(20년 9월, 21년 1월 이후 평균 취업자수 증가는 51만, 61만명)
- 당사는 9월 FOMC 이후 테이퍼링 언급, 2022년 2분기 중 시행 예상. 더 늦춰질 가능성도 열어놓고 있음

[Tapering] 7월 고용서프라이즈, 경기 회복세 지속 Vs. 조기 테이퍼링

7월 고용 서프라이즈. 실업률 5.4%로 레벨다운
비농가 취업자수 94.3만명 증가. 5월 61.4만명, 6월 93.8만명으로 상향조정



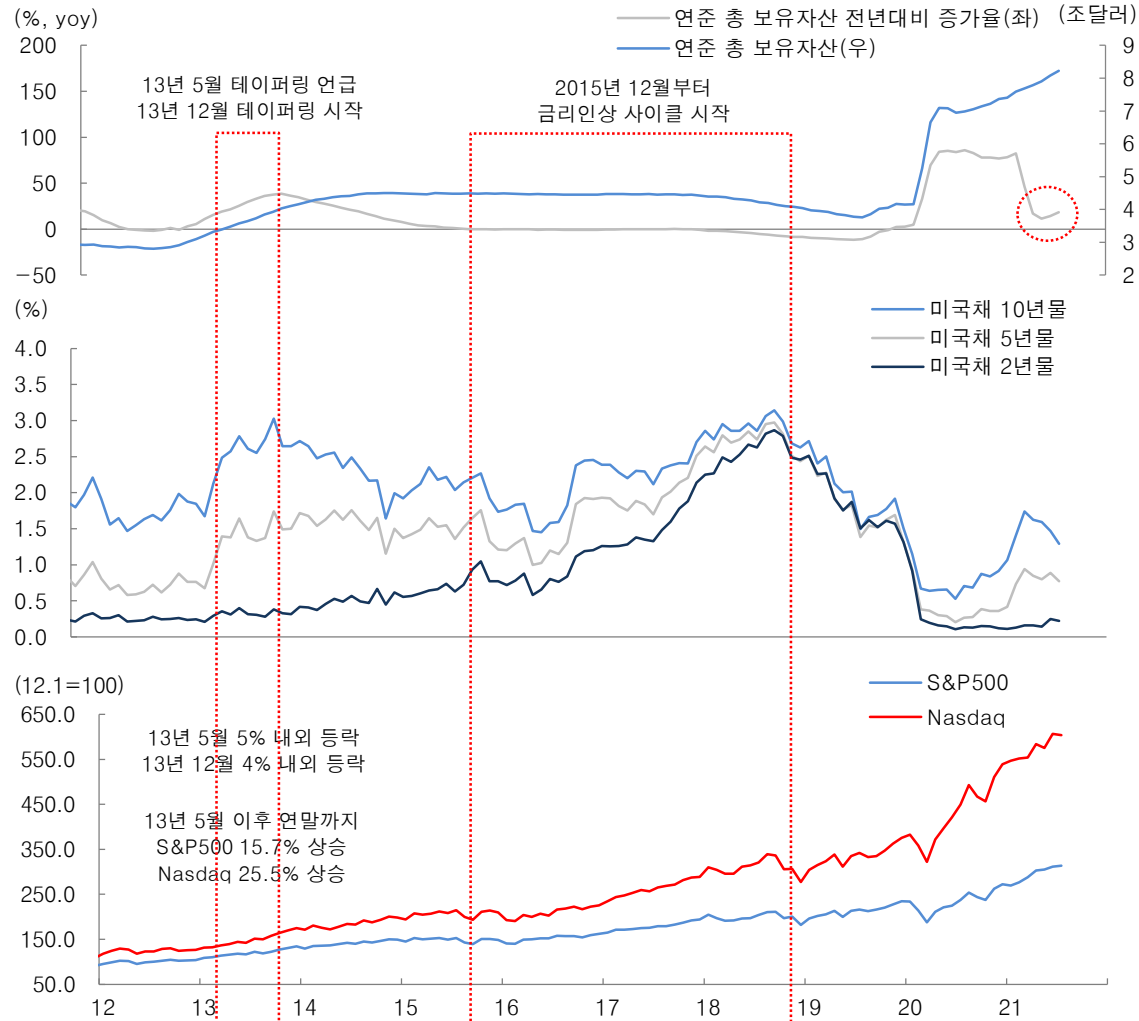
임금상승이 물가 상승압력을 자극할 가능성은 아직 높지 않아



- 7월 고용서프라이즈로 델타 변이에 따른 회복 둔화 우려를 불식시킴. 미 노동부에 따르면 7월 비농업 신규고용은 94만 3000명으로 예상치 87만명을 크게 상회. 당초 85만개 늘어난 것으로 발표된 6월 일자리도 93만8000개 증가로 상향 조정됐다.
- 실업률은 5.4%로 16개월 만에 최저, 예상 5.7%보다 낮았음. 경제회복에 대한 자신감을 회복할 수 있는 계기 마련
- 한편으로는 조기 테이퍼링 우려 유입 가능. 고용호조는 Fed의 통화 정책 정상화의 선결 조건이었기 때문. 크리스토퍼 월러 Fed 이사는 최근 연이어 7, 8월 신규고용이 80만 건 이상이면 오는 10월에 테이퍼링이 실시될 수 있다고 예고. 제롬 파월 Fed 의장도 고용 지표의 상당한 진전을 확인해야 한다고 언급
- 다만, 그동안 고용부진에도 불구하고 미국 통화정책 정상화 속도를 자극해왔던 물가가 정점을 통과하고, 델타 변이 코로나19 확산이 여전하다는 점은 변수
- 당분간은 고용개선속도 가속화와 물가 하향안정이 맞물리며 통화정책에 대한 불안감은 제어될 전망

[Tapering] 테이퍼링으로 인한 증시 충격 우려... 상당부분 선반영

2013년 테이퍼링 언급, 시작까지 증시는 강한 상승추세 전개



- 테이퍼링은 대규모 유동성 공급 규모를 줄여나간다는 정책. 통화정책 정상화에 한걸음 다가갔다고 볼 수 있지만, 유동성을 흡수하는 긴축은 아님
- 경기회복 속도가 빨라진 만큼 통화정책 정상화에 한걸음씩 다가가고 있는 것은 사실이지만, 글로벌 Asset Inflation 국면이 유지/강화될 조건은 여전히 유효하다는 판단
- 실제로 2013년 테이퍼링 준비, 시행 국면에서 미국 증시는 단기 등락 이후 상승 추세를 이어갔음
- 테이퍼링이 언급된 2013년 5월과 테이퍼링이 시작된 2013년 12월 미국 증시는 4 ~ 5% 대 등락을 보였을 뿐
- 2013년 5월 이후 연말까지 S&P500 지수는 15.7%, 나스닥지수는 25.5% 상승. 당시 KOSPI는 박스권 등락. 한국 수출 부진과 중국 유동성 이슈 유입 영향
- 향후 FOMC 전후 테이퍼링 우려에 증시가 흔들린다면 적극 비중확대 기회가 될 것

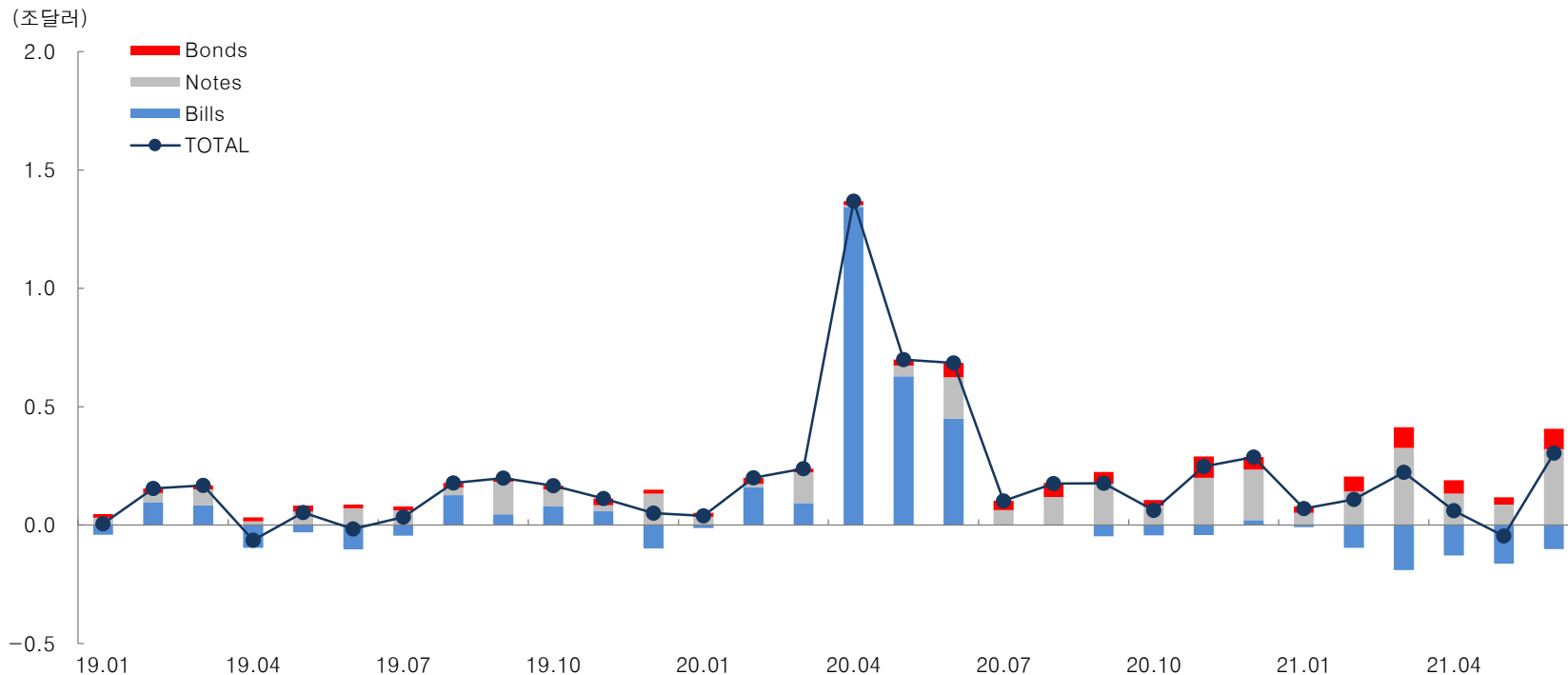
미국 채권금리 하락. 수급 불균형

경기 개선 및 통화정책 일정을 고려하면 시중금리는 하방보다는 상방
문제는 수급, 결국 그린스펀 식 금리 수수께끼 현상의 재연
부채 한도 협상까지 당분간 낮은 금리, 4분기 이후 재반등 예상

Economist & Fixed Income Strategist 공동락

02) 769-3599 / dongrak.kong@daishin.com

미국 월간 국채 순발행 추이

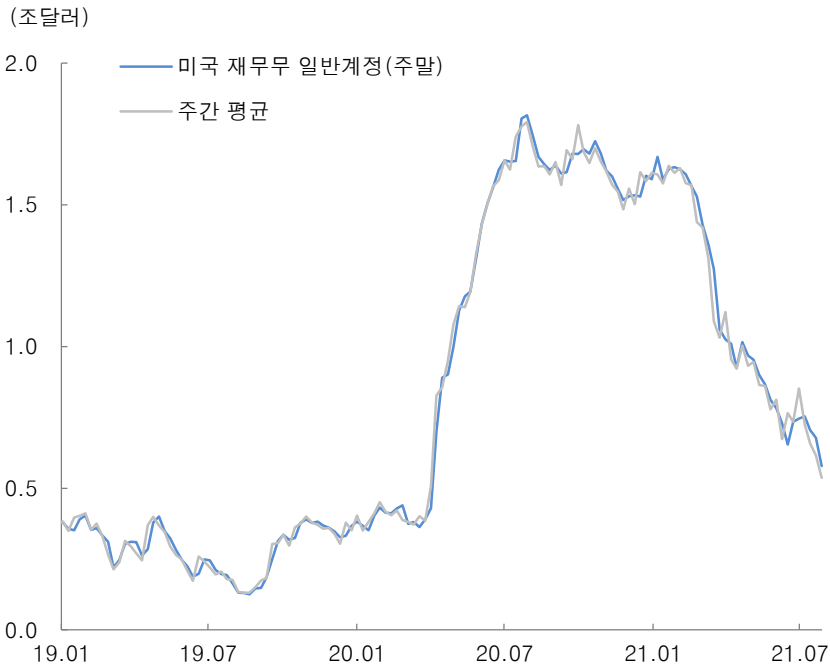


자료: SIFMA, 대신증권 Research Center

코로나19 이후 연준은 꾸준히 대차대조표(Balance Sheet) 확대를 통해 경기 부양, 금융 여건의 안정을 꾀함
올해 2분기 이후 국채 발행이 부채한도 협상 지연 등을 이유로 원활하게 이뤄지지 않음
반면 지속적인 양적완화(QE)로 국채에 대한 수요는 지속, 국채 수급 불균형 발생

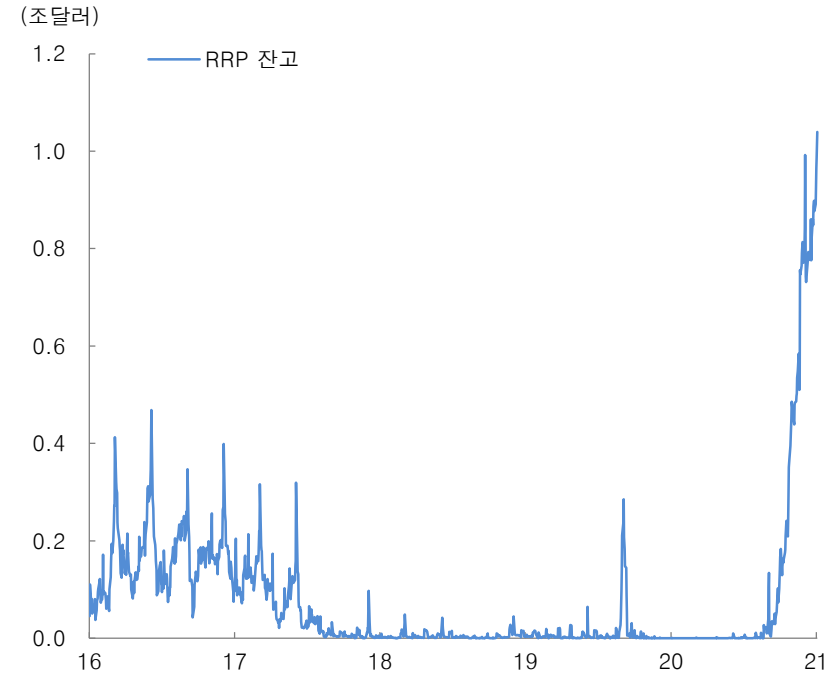
부채한도 협상 앞두고 국채 발행 부진, 단기자금은 넘쳐

미국 재무부 일반계정



자료: Fed, 대신증권 Research Center

미국 RRP 잔고 추이

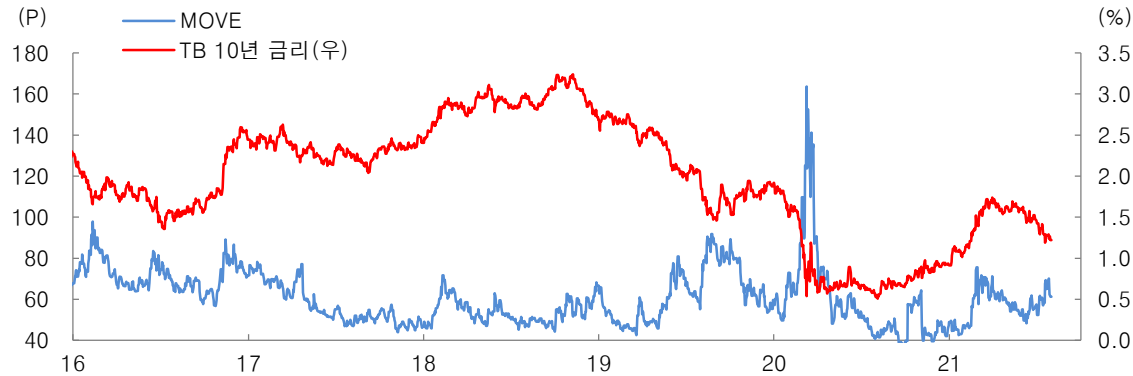


자료: Fed, 대신증권 Research Center

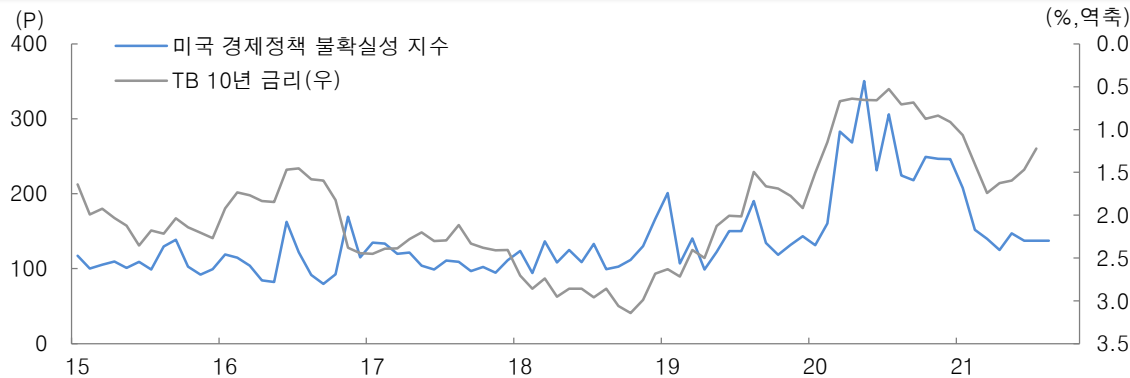
미국 재무부가 보유하고 있는 현금을 의미하는 TGA 계정은 꾸준히 잔고 감소
급증한 단기자금으로 단기금리 하락, 6월 연준은 초과지준금리(IOER)와 익익물 역레포(RRP) 금리를 각각 5bp 인상
바이든 행정부 출범에 맞춰 야심차게 발표됐던 인프라 투자 정책 역시 초기에 제시됐던 규모보다 축소, 수급 구도 인식에 변화

금리 하락이 오히려 불편한 채권시장

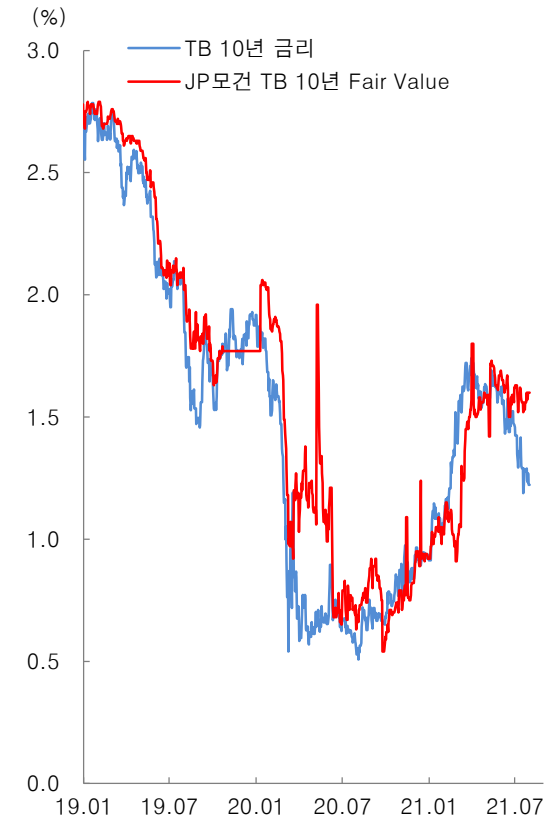
TB 10년 금리와 변동성



TB 10년 금리와 미국 경제정책 불확실성



미국 TB 10년 금리와 JP모건 적정 가치



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

최근 금리 하락에 대해 1) 금리 하락에 채권 보유에 대한 공포감이 오히려 커졌다는 점, 2) 미국 경제정책 불확실성 위험이 더 높아지지 않았다는 점, 3) 현재 금리 수준이 Fair Value를 하회하고 있다는 점 등을 감안하면 경기 둔화 위험과 결부하는 것은 적절하지 않음
3분기까지 금리의 하향 안정화 경로 유지되겠으나 4분기 이후는 다시 반등 예상

경기모멘텀 정점 ≠ 증시 고점

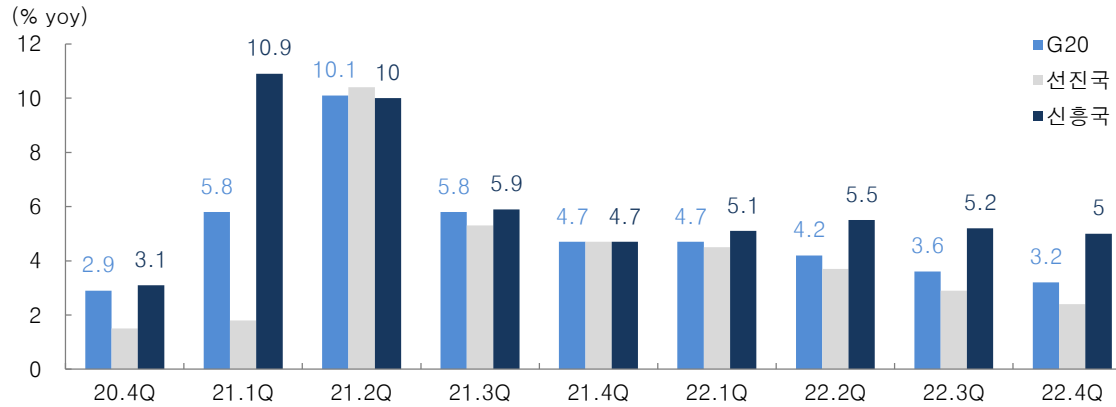
기저효과 약화/소멸에 의한 경기모멘텀 둔화가 시장에 미치는 영향력은 제한적
전월대비 변화율 개선, 경기 우상향 흐름이 유지된다면 주식시장 상승추세 지속될 전망

Strategist 이경민

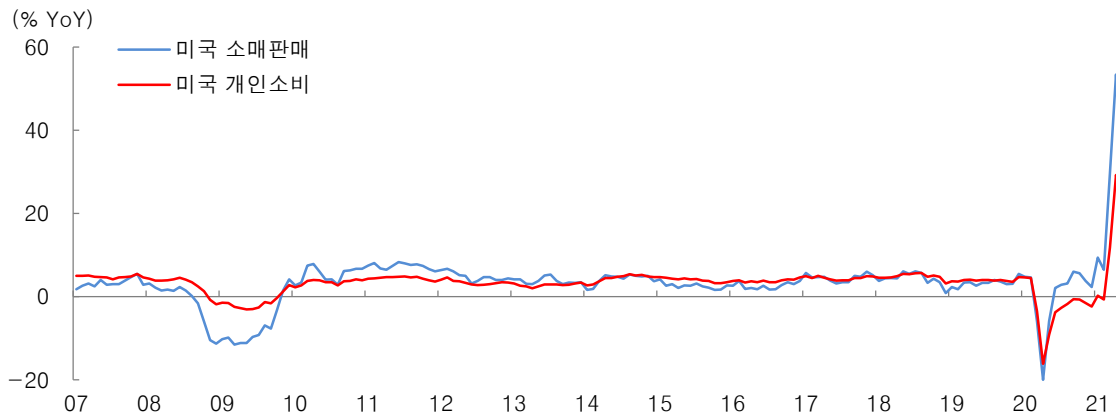
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

[경기모멘텀] 2분기, 4월 ~ 5월이 모멘텀 Peak. 기저효과 약화/소멸로 모멘텀 둔화국면 전개 예상

글로벌 분기별 GDP 성장률 전망. 2분기를 정점으로 둔화



미국 월간 경제지표 모멘텀 또한 4월 ~ 5월 정점 통과



- 하반기 글로벌 금융시장 불안심리를 자극하는 것 중 하나는 경기모멘텀 정점 통과. 이는 기저효과가 약화되고, 소멸되면서 나타나는 필연적인 현상
- 글로벌 GDP 성장률도 2분기를 정점으로 레벨다운. 미국 월간 경제지표에서는 전년대비 변화율 둔화 가시화
- 경기모멘텀 둔화로 인해 글로벌 증시의 상승이 제한되고, 변동성 확대 가능성이 높다면, 2분기 경제성장률, 경제지표 전년대비 변화율 급등 국면에서 증시는 급등 했어야 하지 않았을까 생각
- 모멘텀 둔화보다는 경기회복, 성장세가 유효한지, 확장국면이 지속되는지 여부가 더 중요하다는 판단

[경기모멘텀] 주식시장 민감도 높지만... 기저효과 영향이 컸을 때는 상관관계 크게 낮아져

2007년 이후 경제지표(전년대비 변화율, 지수)와 주식시장 간의 상관관계

	S&P500	코스피	글로벌	신흥국
소매판매	0.39	0.64	0.42	0.55
산업생산	0.06	0.41	0.12	0.30
ISM 제조업	0.39	0.68	0.43	0.62

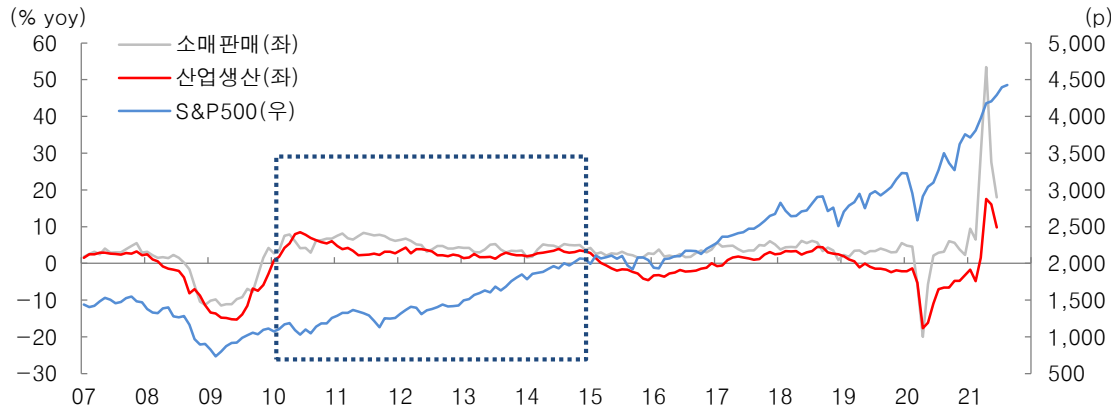
2010년 4월(모멘텀 정점) ~ 13년 12월(모멘텀 저점) 경제지표와 주식시장 간의 상관관계

	S&P500	코스피	글로벌	신흥국
소매판매	-0.52	0.12	-0.45	-0.02
산업생산	-0.72	-0.52	-0.59	-0.24
ISM 제조업	-0.28	0.04	-0.05	0.29

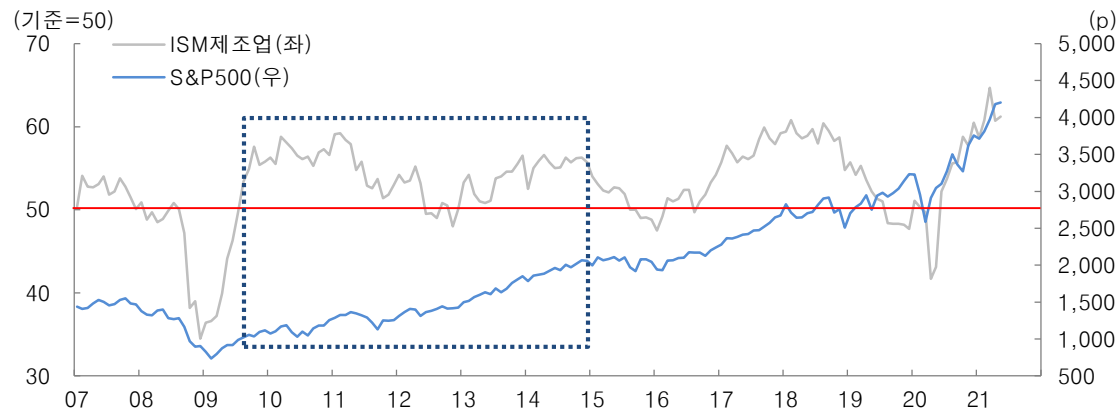
- 경기모멘텀과 증시 흐름 간에는 높은 상관관계가 존재. 2007년 이후 미국 주요 경제지표와 주식시장 간에는 플러스 상관관계 있음
- 특히, 제조업, 수출 의존도가 높은 코스피, 신흥국 증시와 미국 소비, 제조업 지표와 높은 상관성 기록
- 하지만, 2021년 하반기 경기모멘텀은 평상시와 다름. 기저효과 약화/소멸이라는 경제지표 둔화 원인 존재
- 금융위기 이후 기저효과에 급등세를 보였던 경기모멘텀이 둔화되는 국면을 따로 보면 주식시장과의 상관관계 크게 약화
- 오히려 역의 상관관계 기록. 경기모멘텀이 둔화되더라도 증시는 상승세를 이어갔다는 의미

[경기모멘텀] 2010년 ~ 2013년 경기모멘텀 둔화, ISM 제조업 지수 정체국면에서 증시는 상승추세 이어가

기저효과 약화/소멸로 인한 경기모멘텀 둔화 국면에서 미국 증시 상승추세 지속



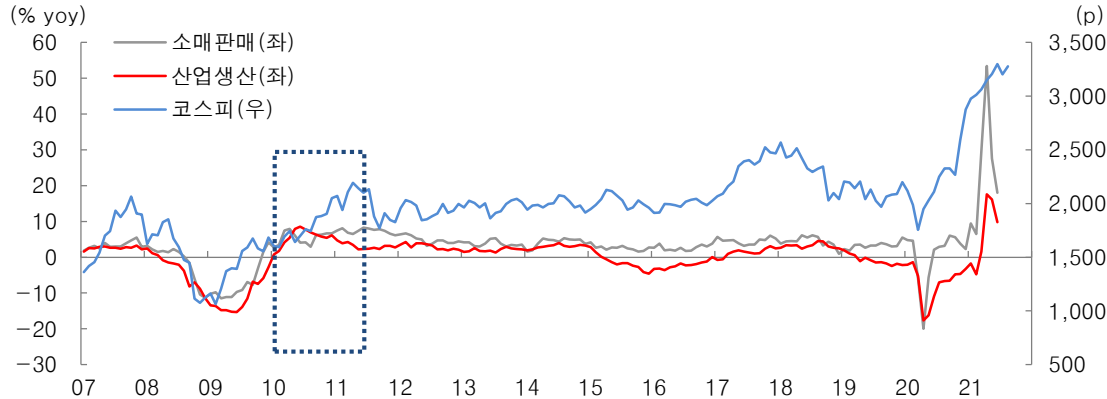
ISM 제조업 지수 고공행진 중에는 미국 증시 상승추세 유지



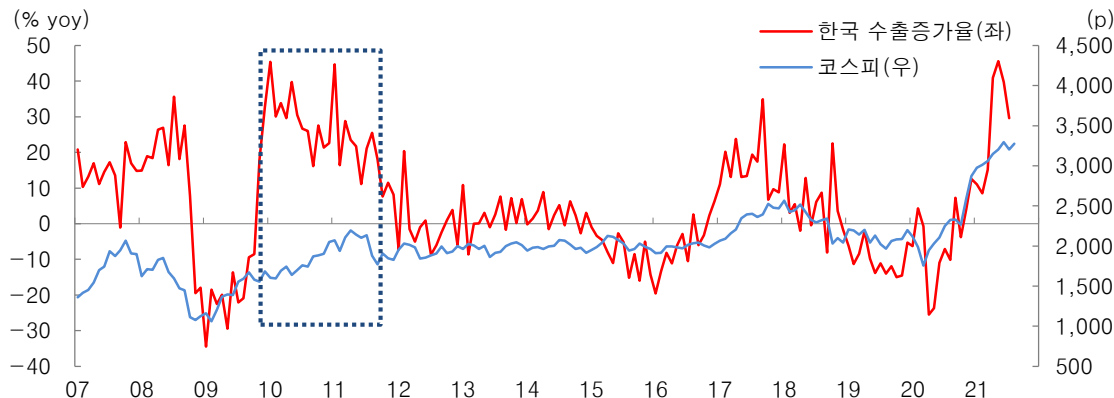
- 실제로 2010년부터 2013년말까지 미국 주요 경제지표들의 전년대비 변화율은 둔화되었고, ISM 제조업 지수 또한 기준선인 50선 위에서 하락세 이어감
- 그럼에도 불구하고 미국 증시는 상승추세를 이어갔음
- 경기모멘텀이 마이너스 반전하고, ISM 제조업지수가 기준선(50)을 하회하기 전까지 미국 증시의 중장기 상승추세 지속되었던 것
- 결국, 기저효과로 인해 경기모멘텀이 큰 폭의 등락을 보이는 경우, 플러스 모멘텀이 지속되는 한, 경기가 확장국면을 유지하는 한 주식시장 상승동력이 약화되었다고 보기는 어렵다고 볼 수 있음

[경기모멘텀] 2010년 ~ 2011년 KOSPI 강세 지속. 문제는 수출이었음

미국 경제지표 둔화 국면에서 KOSPI도 추가적인 레벨업 전개



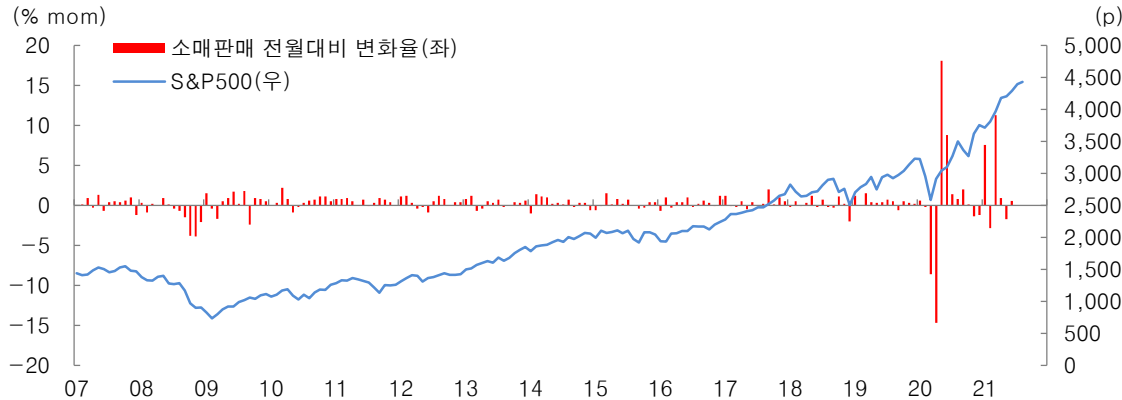
다만, 수출증가율이 큰 폭으로 둔화, 마이너스 반전하면서 KOSPI는 박스권에 갇힘



- KOSPI도 미국 경기모멘텀이 정점을 통과하고, 한국 수출증가율이 정점을 통과하는 국면에서 상승세를 이어간 바 있음
- 특히, 2011년에는 KOSPI가 다시 한 번 2,000선을 넘어서며 당시 역사적 고점을 경신
- 2012년 이후 미국, 글로벌 증시와 다른 주가 흐름을 보인 것은 수출모멘텀 약화 영향. 수출 증가율이 마이너스 반전하면서 KOSPI는 박스권에 갇힘
- 2021년 하반기에도 한국 수출모멘텀 둔화가 역성장으로 이어질 경우 KOSPI 상대적 부진 가능성
- 그러나 하반기 글로벌 재고축적 수요에 의한 제조업 경기회복, 교역개선 가능성과 반도체 공급불안 완화를 고려할 때 한국 수출금액이 감소하는 국면으로 진입할 가능성 낮다는 판단
- 2011년 하반기 ~ 2015년 동안 유럽 재정위기, PIGS 사태, 중국 유동성 불안 등으로 인해 글로벌 경기불확실성 확대되었다는 점도 고려

[경기방향성] 경제지표 방향성이 우상향이라면... 추세에 문제는 없다

2010년 하반기부터 2013년 연말까지 전월대비 변화율 31개월 증가(총 42개월)



주식시장 추세와 상관관계가 가장 높은 것은 경제지표 방향성



	미국 소매판매 금액	
	2010년 4월 ~ 2013년 12월	2007년 이후
S&P500	0.90	0.97
코스피	0.40	0.82
글로벌	0.75	0.95
신흥국	0.22	0.87

- 결국, 기저효과가 유입된 이후에는 경기 모멘텀 둔화가 증시 향배에 미치는 영향은 제한적
- 오히려 전월대비 변화율이 중요. 경제지표의 전년대비 변화율이 정점을 통과한 이후 경제지표 전월대비 변화율이 플러스권을 유지하면서 주식시장 상승추세에 힘을 실어주었다는 판단
- 2010년 하반기부터 2013년까지 총 42개월 중 31개월 동안 전월대비 개선세를 보인 바 있음. 이 국면에서 미국 증시는 추세적인 상승을 이어감
- 이는 경제지표 개선세가 이어지고 있음을 시사하기 때문. 전월대비 변화율이 플러스라는 의미는 기존의 경기회복, 성장세가 지속되고 있다는 것
- 실제로 실제 금액기준 경제지표와 주식시장 간에는 높은 상관관계를 보임. 경기모멘텀의 설명력이 약했던 구간에서도 의미있는 플러스 상관성 기록
- 하반기에는 경기모멘텀 둔화를 두려워하기보다 전월대비 개선 여부를 체크하며 대응력을 높여갈 필요가 있음

‘보복’은 나의 힘: 탄탄한 pent-up 소비

하반기 미국 경제에 대한 피크 아웃 논쟁

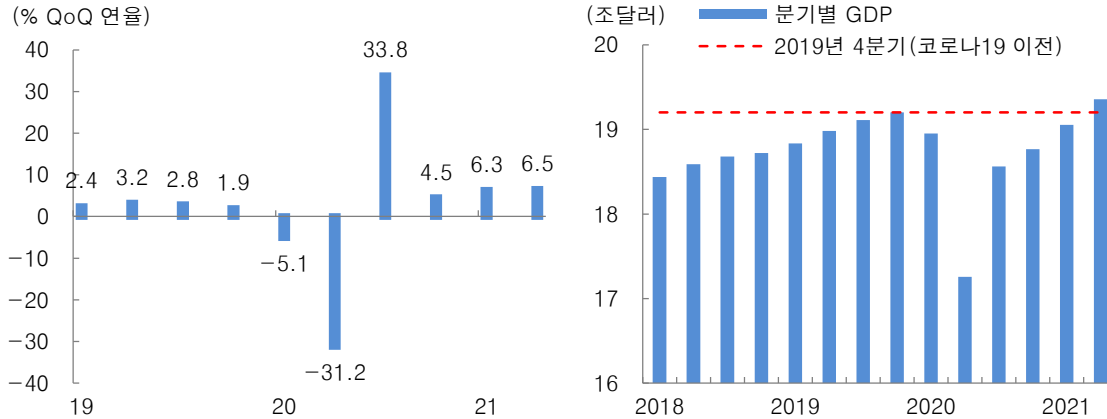
그러나 여전히 소비가 탄탄하다: 고른 품목별 개선, 소비/소득 선순환, 새로운 추세
델타 변이 등 코로나 재(再) 확산에 대한 부담, 하지만 회복 추세의 훼손은 없을 것

Economist & Fixed Income Strategist 공동락

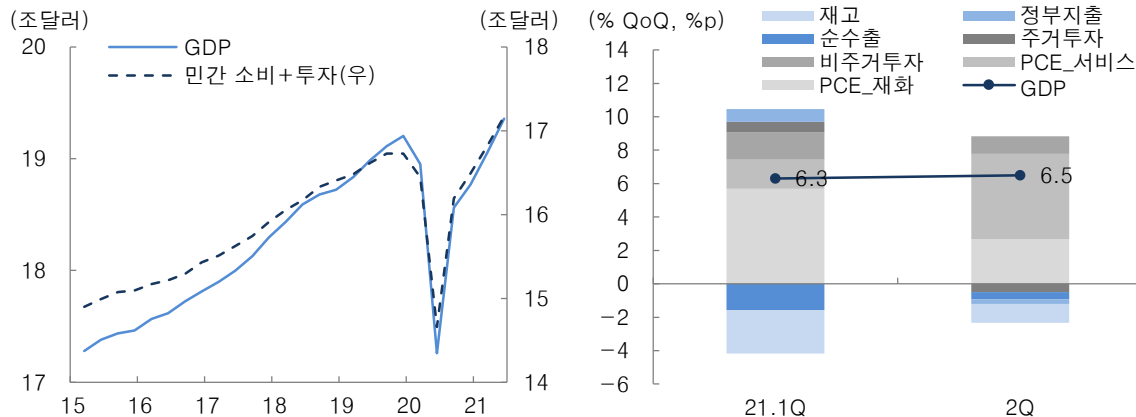
02) 769-3599 / dongrak.kong@daishin.com

미국 경제, 소비 중심으로 여전히 탄탄하다

미국 분기별 GDP 성장률: 1Q와 유사한 2Q / GDP 금액: 코로나19 이전 상회



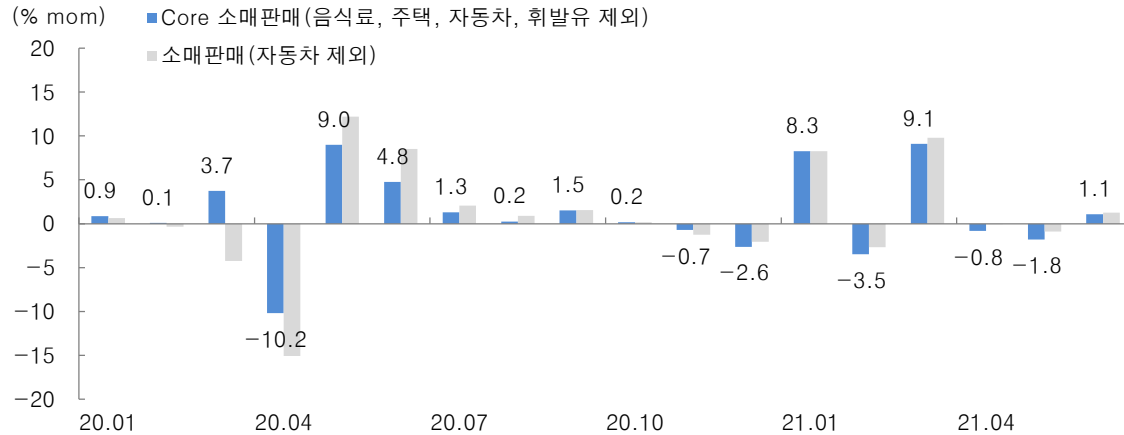
미국 분기별 GDP와 민간소비+투자 비교 / 미국 분기 GDP 성장률 항목별 기여도



- 미국 2분기 GDP 성장률 예상치(8%대)를 하회하며 경기 정점 논쟁 부각
- 그러나 2분기 성장률 1분기 보다 높고, 코로나 19 이전 수준으로 GDP 금액 복귀
- 결국 미국 경제의 키는 민간소비와 투자
- 2분기는 1분기와 비교할 때 재화/서비스 간의 대체, 설비투자 개선. But 정부지출, 재고, 주거투자 부진

월간 소매판매를 통해 본 미국 소비_1: 고른 품목별 소비 증가세

미국 월간 코어 소매판매 전월대비로 2개월 만에 재(再)반등



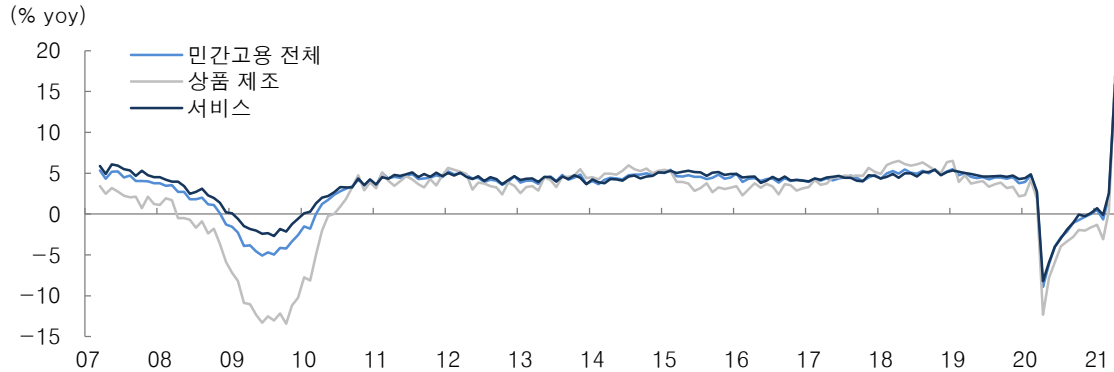
미국 6월 소매판매 품목별 전월대비 증가율



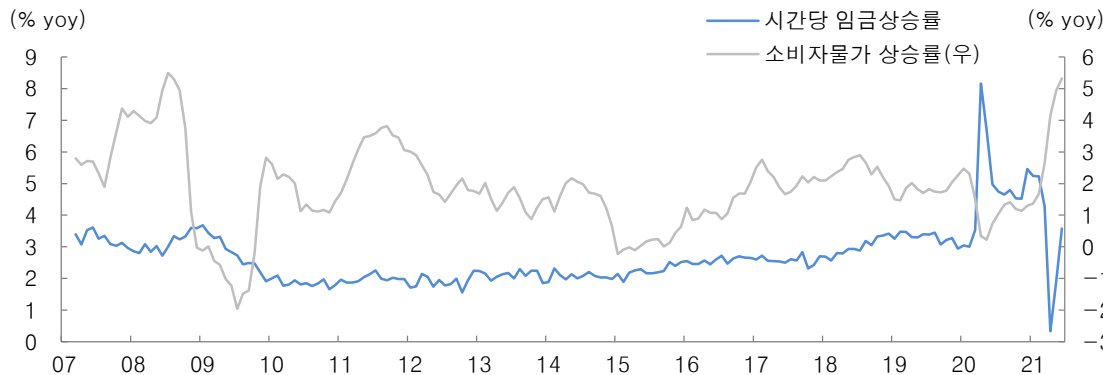
- 미국 소비는 1Q 1인당 1,400달러 규모의 재난지원금 효과가 소진되며 2Q부터는 정체에 예상됐고, 증가하더라도 그간 코로나19로 원활하지 못했던 여행, 외식 등 대면 서비스 부문에 집중될 여지가 크다는 예상 주류
- 그러나 6월 지표를 통해 가전, 의류 등 거의 전 품목에 걸쳐 고르게 소비가 늘어났음. 이는 보복 소비(pent-up)로 대표되는 미국 가계의 소비 개선세가 탄탄
- 또한 비중이 큰 자동차와 변동성을 제외한 코어 소매판매가 일제히 2개월 간의 전월비 감소에서 벗어나 반등

월간 소매판매를 통해 본 미국 소비_2: 소비/소득 간 선순환 경로도 작동

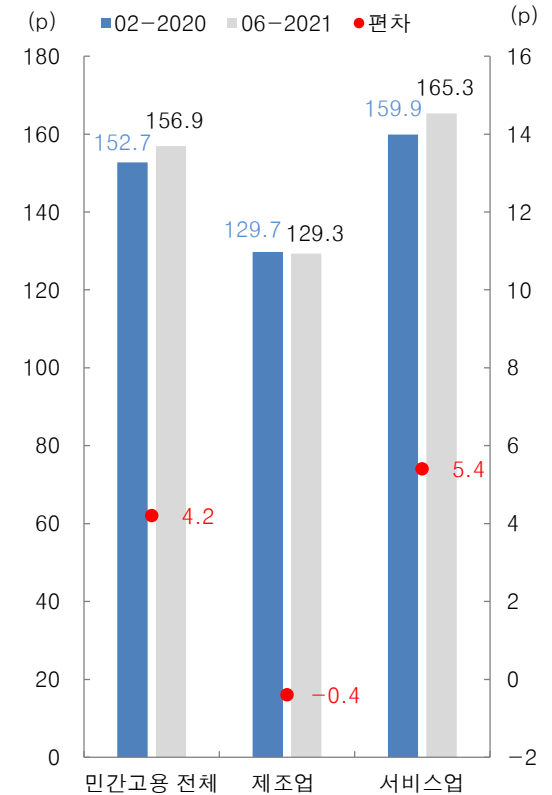
미국 월간 총임금지수(주급 기준) 상승률 추이



미국 시간당 임금상승률과 소비자물가 상승률



미국 월간 총임금지수(주급 기준) 비교

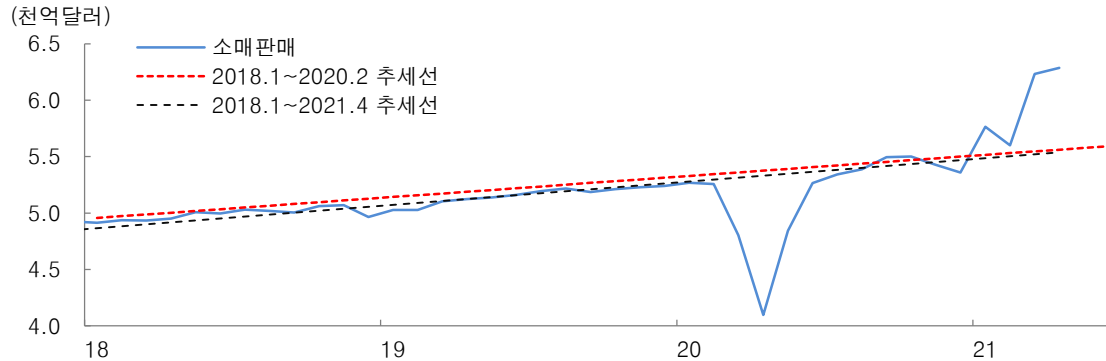


자료: 미 노동부, 대신증권 Research Center

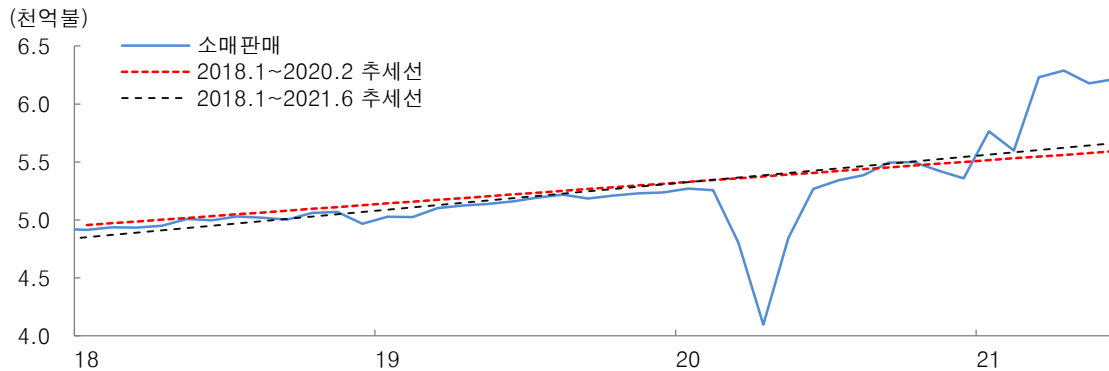
역설적이거나 최근 물가 상승률이 좀처럼 높은 수준에서 낮아지지 않고 있다는 점도 탄탄한 소비 여건을 뒷받침
 현재 미국 소비는 소비/소득 간의 선순환 경로로 작동하고 있음. 재난지원금 등으로 확대된 소비 여력이 지출 증가로 이어지는 한편 늘어난 수
 요로 인해 임금이 다시 상승하는 경로. 제조업이 코로나19 이전 *총임금지수를 소폭 하회했으나 서비스업과 전체 지수는 코로나 이전
 *총임금지수: 업종별 임금과 고용자 숫자를 곱한 값

월간 소매판매를 통해 본 미국 소비_3: 코로나19 이전 추세를 상회

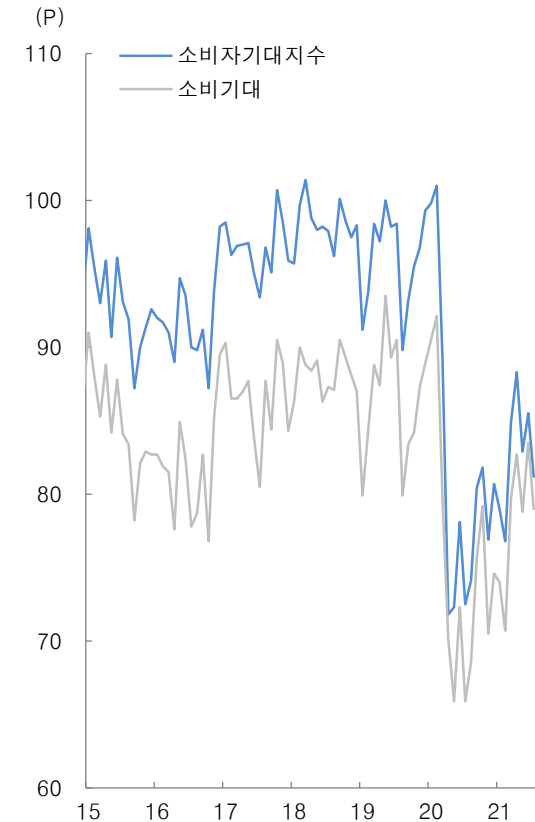
미국 소매판매, 4월까지 반영 이후 추세 비교: 신(新) < 구(舊)



미국 소매판매, 6월분 반영 이후의 추세 비교: 신(新) > 구(舊)



미시간 대학 소비자심리 지수

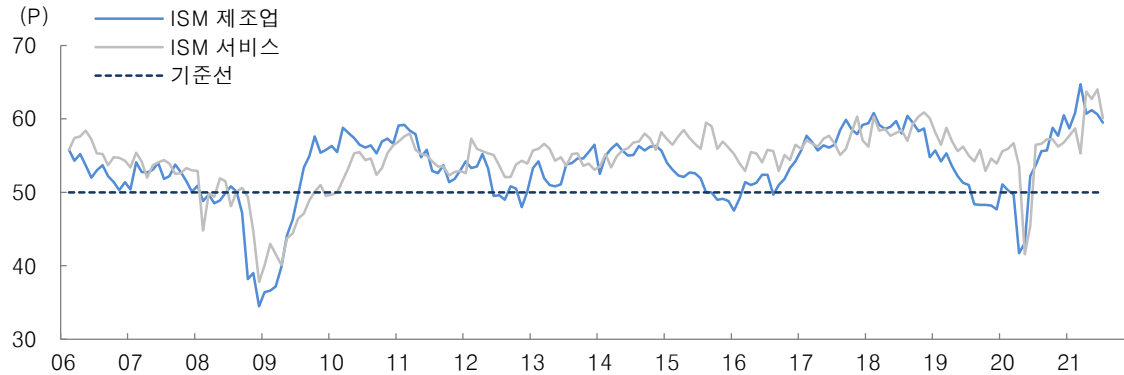


자료: 미 상무부, 미시간대학, 대신증권 Research Center

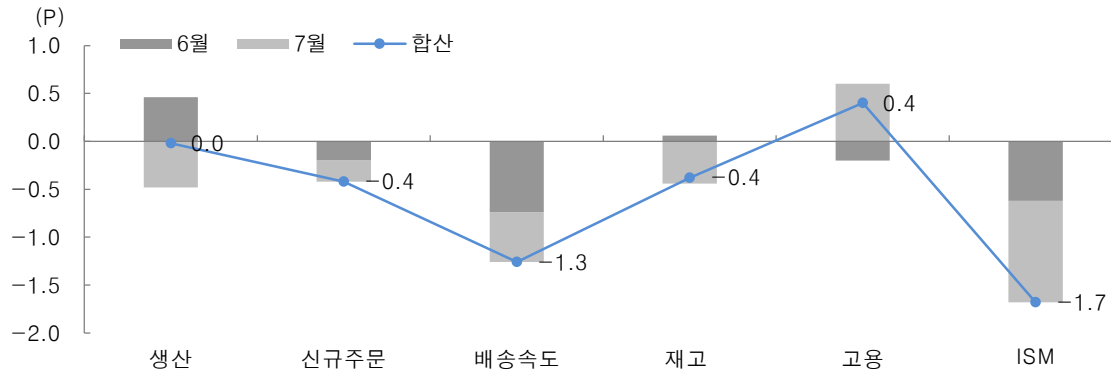
코로나19 이전과 이후 추세 간의 비교를 통해 미국 소매판매의 절대 규모를 수치로 비교. 그 결과 4월까지 코로나19 이전 추세를 하회했던 미국 소매판매는 5월에는 과거 *추세(trend)에 근접, 6월에는 새로운 추세 값이 이전 추세 값을 상회. 재난지원금을 비롯한 적극적인 소비 부양책, 가계 소비의 확장 등이 이어지며 코로나19 충격으로 부진했던 소비 모멘텀이 모두 회복하는 수준까지 반등. 최근 소비심리지표가 델타 변이 등 코로나 재(再) 확산에 대한 우려로 약화된 것은 부담이나, 본 궤도에 오른 소비 개선세를 훼손할 여지는 크지 않다는 판단. *추세(trend): 시계열 데이터를 1차 회귀식 형태로 추정

ISM과 수익률곡선의 저주, 이번에도 통할까?

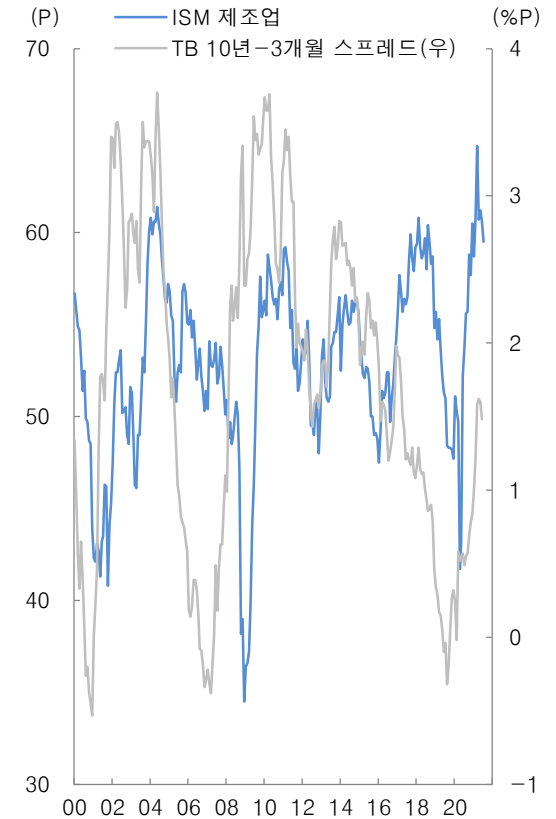
미국 ISM 지수: 50 상회하나 상승 강도는 약화



ISM 지수 세부항목 추이. 빨라진 배송속도, 재고 확보의 어려움이 크게 반영



ISM 제조업 지수와 장단기 금리차

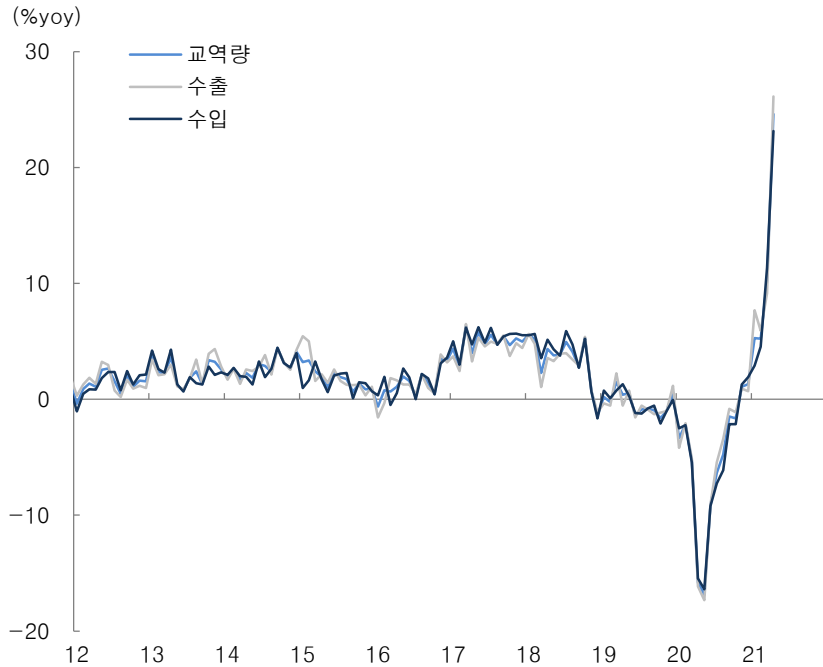


자료: ISM, Bloomberg, 대신증권 Research Center

경기 피크 아웃 논쟁의 또 다른 축인 ISM 지표의 둔화. 6월에 이어 최근 업데이트된 7월 지표까지 둔화되면서 우려도 커짐. 또한 장기금리 급락에 의한 수익률곡선 평탄화까지 발생하며 경기 ↔ 채권시장 간의 상호 시그널링에 대한 우려도 커짐. 그러나 수익률곡선의 평탄화가 경기 위축으로 반드시 단언하기 어려우며 최근 2017년의 경우 커브가 플랫닝됐으나 경기는 상당한 간에 걸쳐 확장을 이어감(2016년 말 트럼프 대통령 당선 이후 상황). 아울러 최근 ISM 지표의 하락은 빨라진 배송속도, 재고 확보의 어려움이 크게 반영된 측면이 큼. 지표 숫자의 하락을 곧바로 경기 둔화의 해석하기에는 다른 여지가 있음

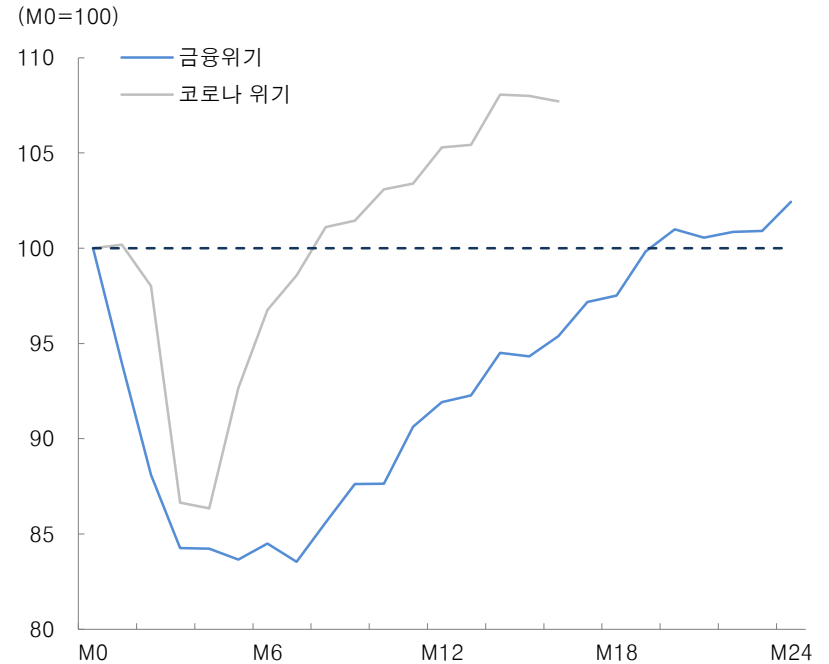
2021년 글로벌 경제, 빠른 교역 개선을 통해 정상화 경로 복귀 예상

글로벌 교역, 코로나19 침체 극복 이후 빠르게 반등



자료: CPB, 대신증권 Research Center

금융위기 VS. 코로나 위기

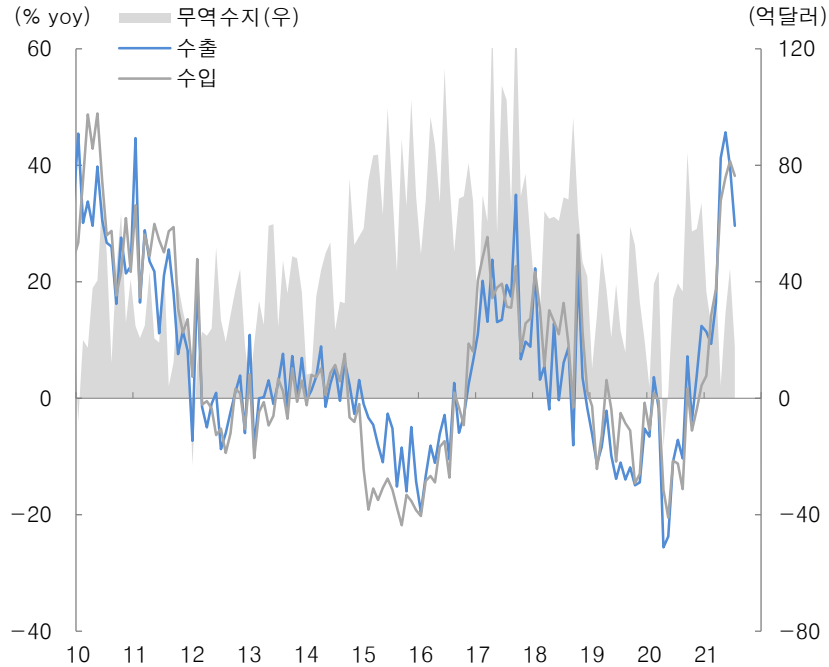


자료: CPB, 대신증권 Research Center

주: 금융위기는 기준 시기 2008년 10월, 코로나 위기는 2020년 1월

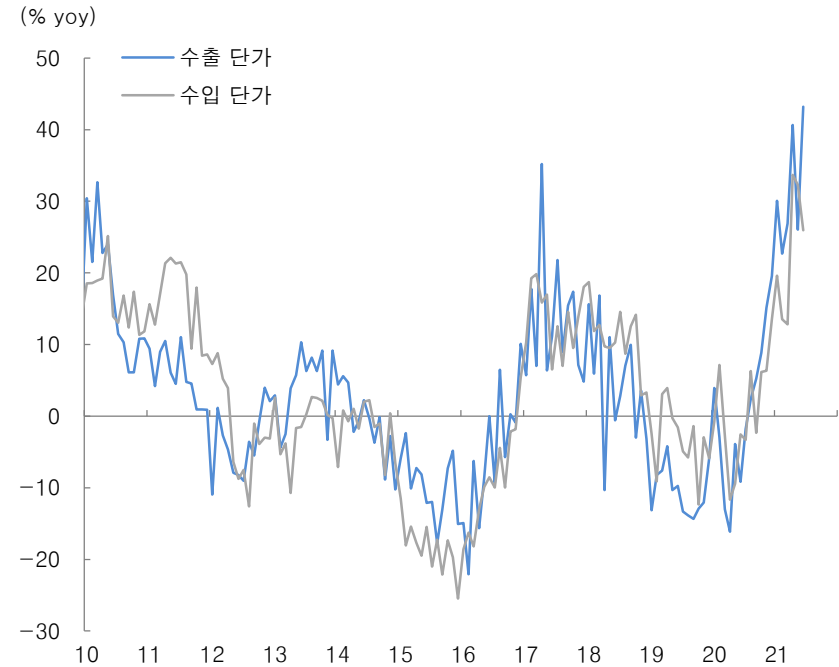
2021년 글로벌 경제는 침체에서 반등, G2(미국과 중국) 중심으로 회복을 나타내며 경제 정상화 기대가 차츰 높아짐
코로나19 위기 이후 가장 큰 경제적인 특징은 금융위기와 달리 빠른 교역 개선
미국 소비에 더욱 주목해야 하는 이유

한국 월간 수출입 증가율



자료: 관세청, 대신증권 Research Center

한국 월간 수출입 단가 상승률



자료: 관세청, 대신증권 Research Center

두자릿수 증가율을 꾸준히 유지하고 있는 한국 수출입. 월간 수출금액은 사상최고치 경신
미국을 중심으로 한 글로벌 수요/소비개선으로 한국은 견조한 수출모멘텀 유지. 하반기 재고축적 수요시 글로벌 교역/한국 수출 모멘텀 고공행진,
수출금액 사상최고치 행진 이어나갈 전망. 금액 증가율을 둔화했으나 단가는 여전히 상승 중이라는 점도 수출 동력을 견조히 하는 동력

투자전략

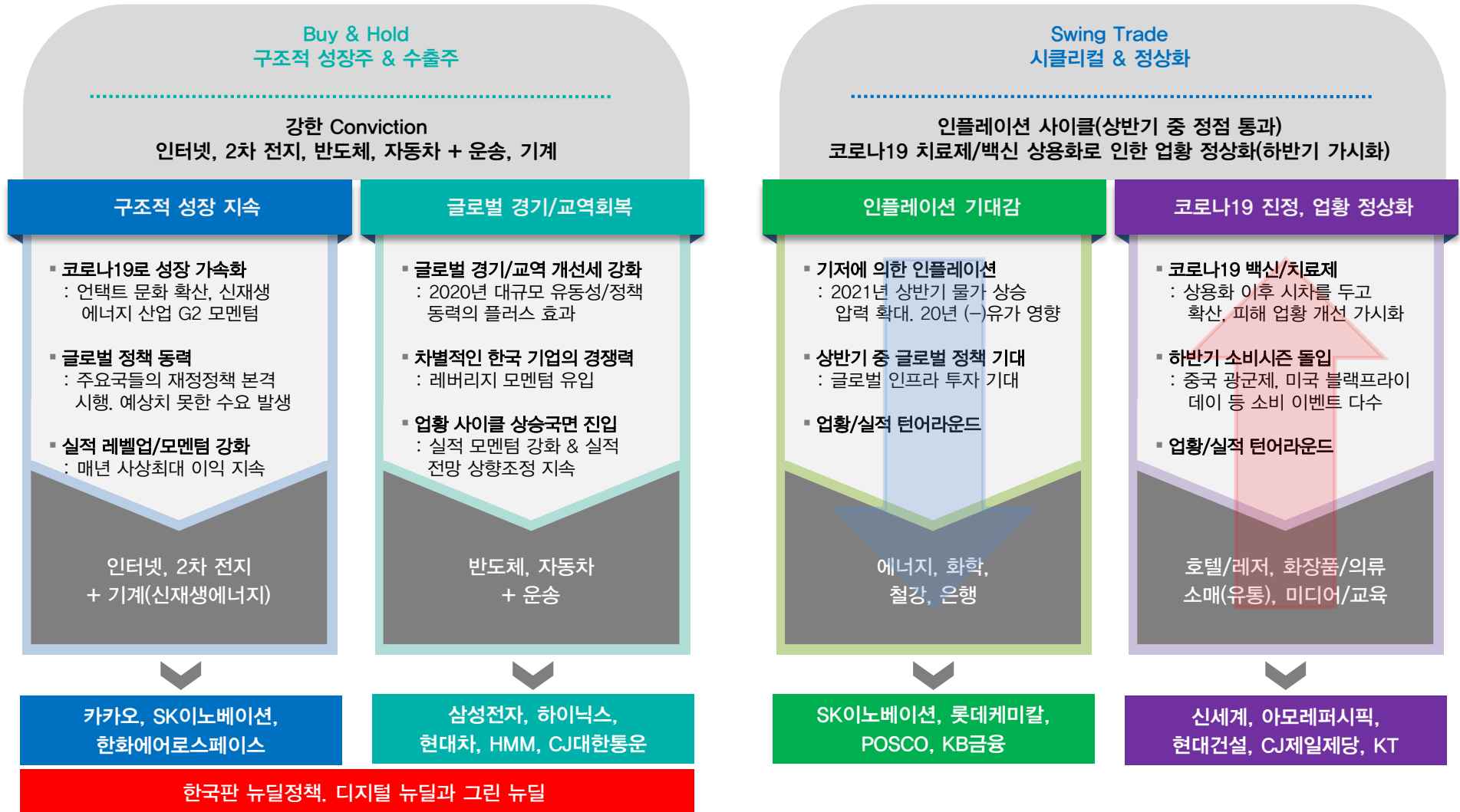
수출주(반도체, 자동차)와 구조적 성장주(인터넷, 2차 전지, 신재생에너지) 비중확대 유지

Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

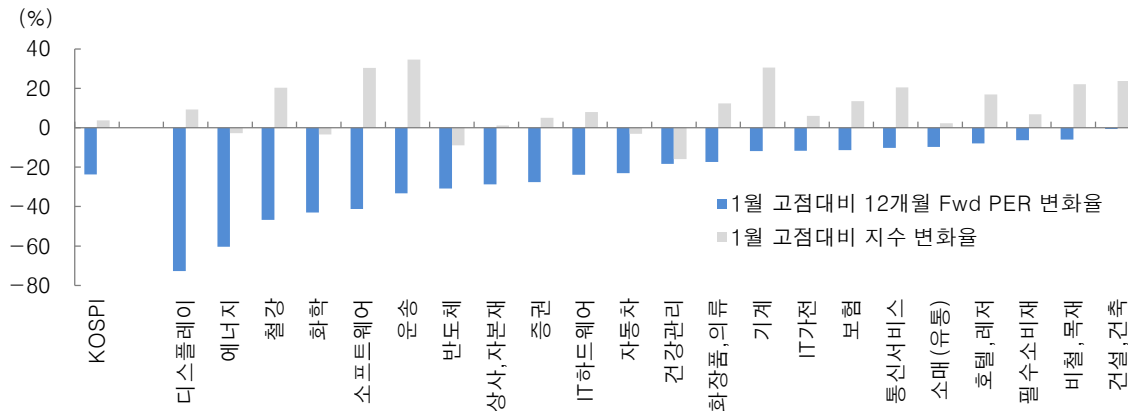
[투자전략] 인터넷, 2차 전지, 신재생에너지 (구조적 성장) & 반도체, 자동차(수출주) 비중확대

하반기 Trading 전략도 코로나19 피해주, 내수주, 소비주 비중확대 권고. 시클리컬/금융주는 반등시 비중축소 제언

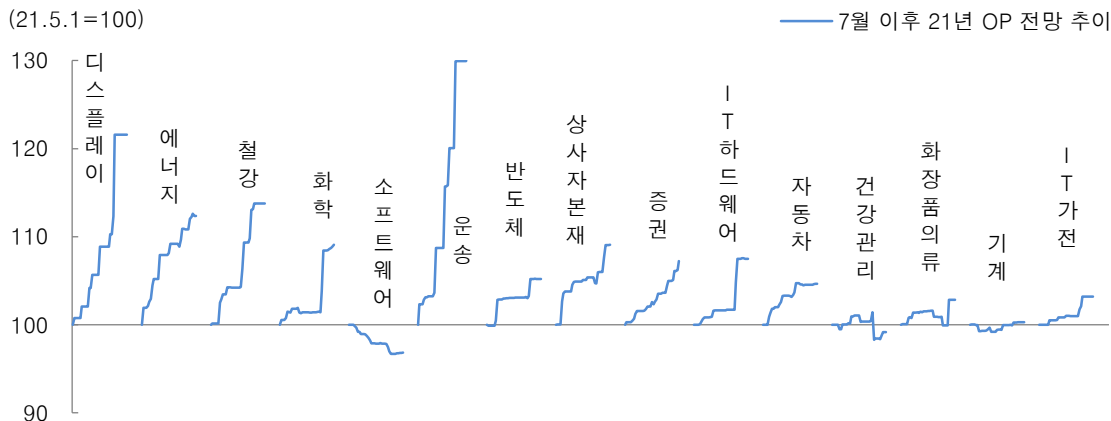


[저평가 & 실적개선] IT, 2차 전지(에너지, 화학), 운송, 자동차 업종과 철강

지수 상승에도 불구하고 12개월 선행 PER 하락. 실적 개선의 힘



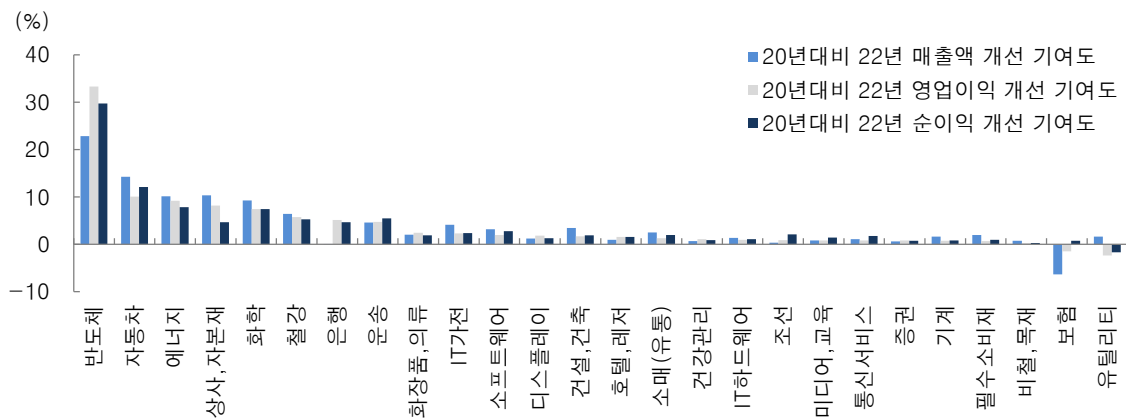
21년 실적전망 추이. 디스플레이, 에너지, 화학, 철강, 반도체, IT 등 상향조정



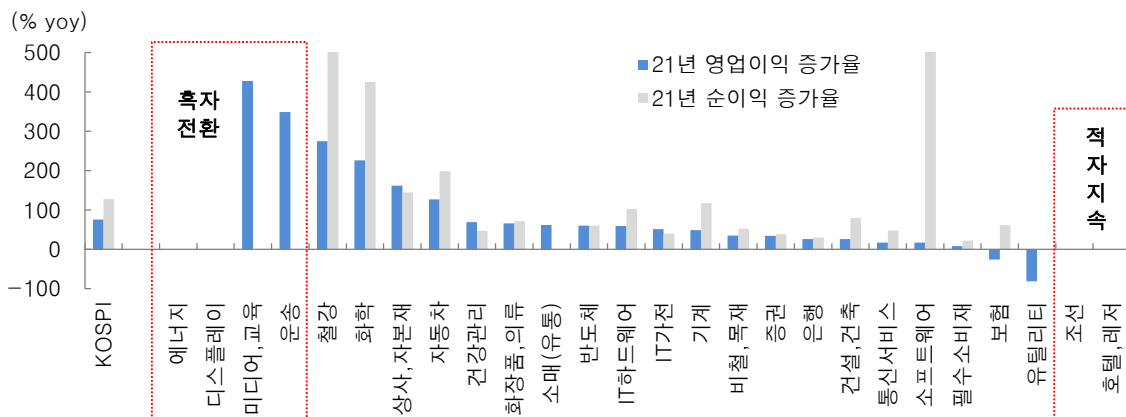
- 최근 KOSPI 상승국면에서 특징은 지수는 레벨업 되었지만, 밸류에이션 매력은 더 커졌다는 점
- KOSPI는 1월 고점대비 3.7% 상승했지만, PER은 23.8% 하락. 이처럼 밸류에이션 매력이 커진 업종들은 IT, 2차 전지, 시클리컬, 제약/바이오, 금융 등 기존 주도주이거나 상반기 실적 레벨업과 함께 주가 강세를 보였던 시클리컬과 금융주
- 이들 업종 중 2/4분기 실적 전망이 상향 조정 중인 업종에는 IT, 2차 전지(에너지, 화학), 운송, 자동차 업종과 철강 등이 있음
- 1/4분기 실적시즌과는 달리 기존 주도주라고 할 수 있는 IT, 2차 전지, 운송, 자동차가 포진하고 있다는 점에 주목
- 밸류에이션 매력과 실적 개선 기대가 맞물릴 경우 이들 업종의 주도력 회복, 강화가 전개될 전망

[Sector 실적 점검] KOSPI 사상최대 실적을 이끌어 가는 업종들이 많아졌다

2022년까지 KOSPI 실적 레벨업을 주도하는 업종: 반도체, 자동차, 에너지, 화학, 운송, 소프트웨어(인터넷)뿐만 아니라 철강, 상사자본재, 은행, IT가전 가세



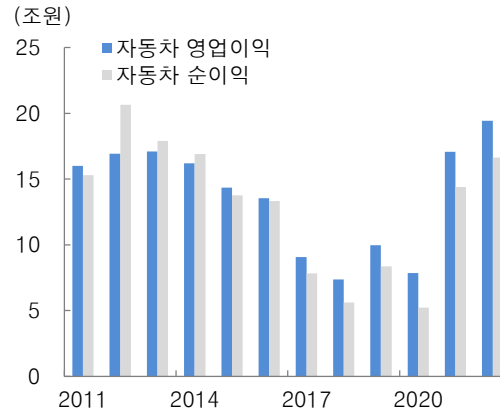
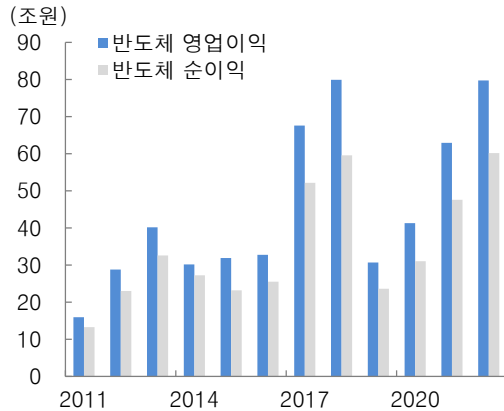
기저효과가 강한 업종들이 흑자전환, 실적 모멘텀 강화



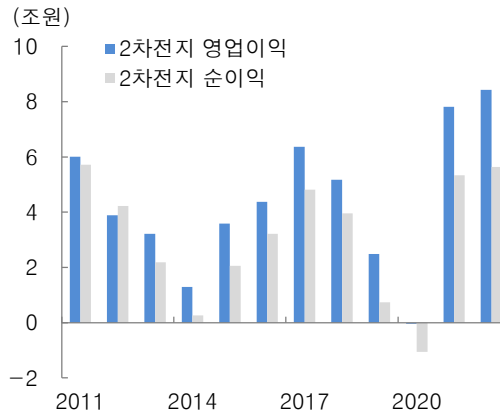
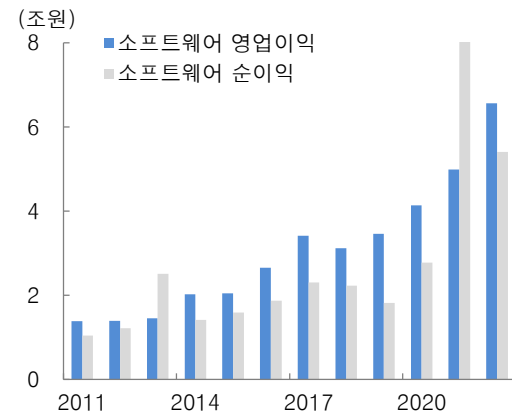
- 2022년까지 KOSPI의 매출액, 이익을 이끌어가는 업종으로는 반도체, 자동차가 Two Top을 형성
- 이 가운데 2차 전지(에너지, 화학), 운송, 소프트웨어(인터넷), IT가전이 뒤를 받쳐주는 양상
- 이들 업종은 압도적인 글로벌 점유율을 확보했거나 확보해 나가는 중이며 구조적/체질적 개선을 가시화해 나가는 중
- 이러한 변화가 각 업종들의 밸류에이션 레벨업, 가격 재평가로 이어지며 KOSPI를 Outperform하며 상승을 이끌어갈 전망
- 한편, 1/4분기 실적시즌을 지나고, 2/4분기 프리어닝 시즌에 돌입하면서 철강, 상사/자본재, 은행 등 시클리컬, 금융주가 상위권에 진입
- 이익모멘텀과 레벨에 대한 고민은 있지만, 강력한 이익모멘텀을 바탕으로 KOSPI 실적 레벨업을 다수의 업종이 뒷받침하고 있다는 점은 KOSPI 하방경직성 강화, Upside Potential 확대에 긍정적이라는 판단

[주도업종] KOSPI 사상최대 실적을 이끌어 가는 반도체, 자동차, 인터넷, 2차 전지

반도체, 2022년 사상최대 이익 경신 전망. 자동차는 2021년에 최대이익 기록 예상



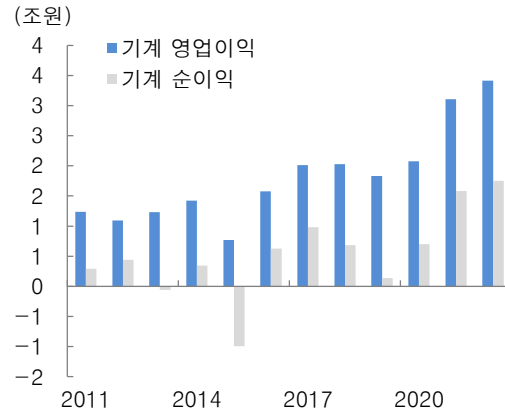
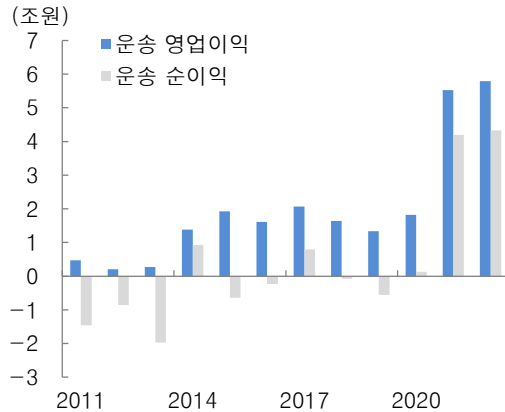
소프트웨어(인터넷)는 2020년 이후 사상최대 실적 기록 후 실적모멘텀 강화 2차 전지 실적 2021년 사상최대 이익 기록



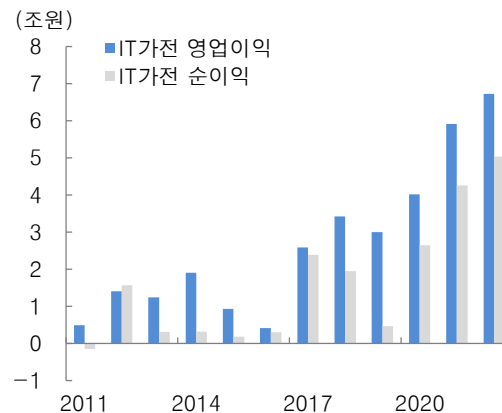
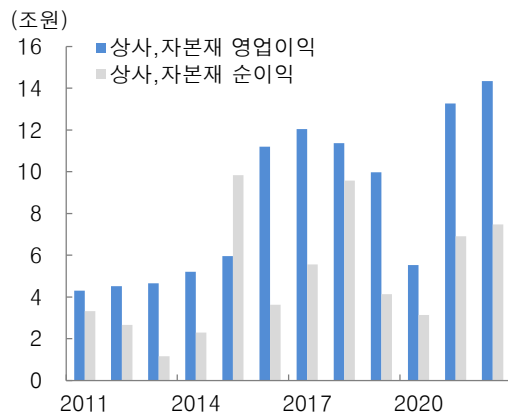
- 2021년 들어 코스피 상승에서 소외된 대표적인 업종이 반도체와 자동차. 반도체는 2022년에, 자동차는 2021년에 사상최대 이익을 기록할 전망
- 하지만, 이익 레벨과 현재 전망치 달성 가능성에 대한 의구심에 주가 상승탄력 제한적. 2021년 2/4분기 실적결과와 하반기 실적 가이드스가 중요 변곡점이 될 수 있음
- 소프트웨어(인터넷), 2차 전지 업종은 구조적인 성장이 가시화되는 대표적인 업종
- 이익전망에 있어서도 2021년 큰 폭의 상승을 기록하며 2022년까지 매년 영업 이익, 순이익이 동반 레벨업될 전망
- 코로나19 이후 글로벌 정책/사회/문화의 변화가 가세하면서 인터넷, 2차 전지 산업과 업종의 매력을 배가시켜주고, 구조적 성장에 속도를 더해줄 것으로 기대

[실적 레벨업 업종] 2021년 실적 레벨업이 예상되는 운송, 기계, 상사자본재, IT가전

운송 실적도 2020년부터 사상최대 경신, 기계 실적은 2021년부터 레벨업 전개



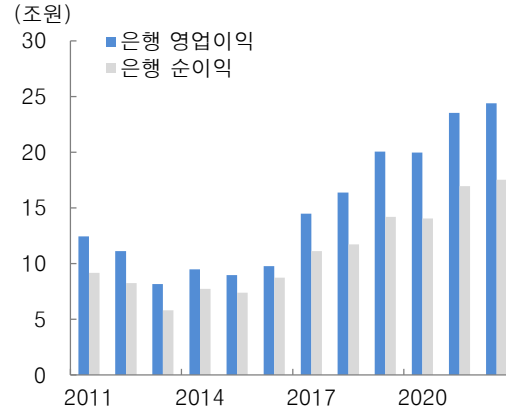
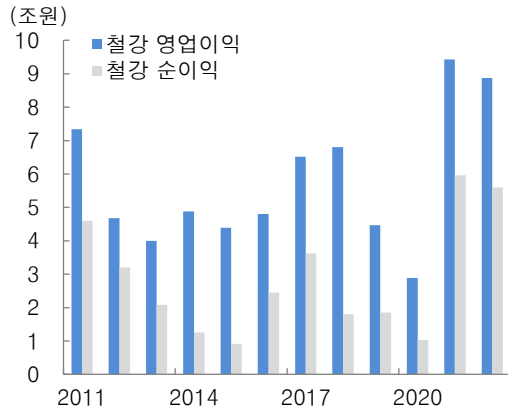
상사/자본재(지주사, 우주항공) 2021년 사상최대, IT가전은 2020년부터 사상최대



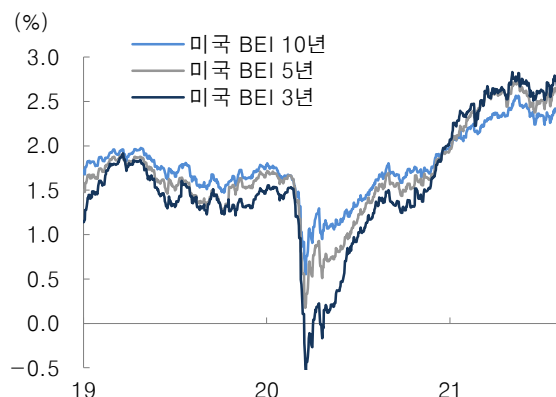
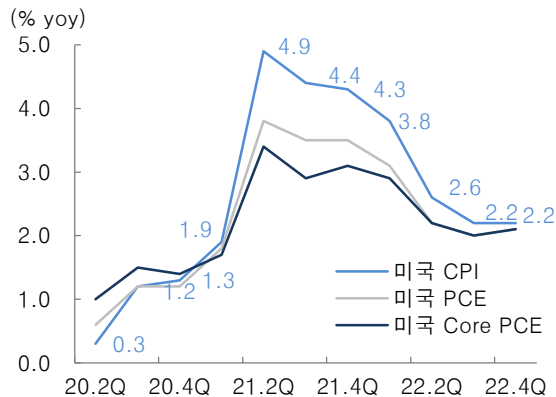
- 한편, 교역개선의 수혜를 받고 있는 운송 업종과 신재생에너지, 우주산업으로 주목 받고 있는 기계, 상사/자본재 업종도 2021년 역사적 최대 실적을 기록한 이후 2022년까지 이익 레벨업 지속 전망
- IT가전 업종은 글로벌 소득지원정책과 Pent Up Demand 유입으로 2021년 이후 매년 실적 레벨업과 함께 사상최대 이익 경신 전망
- 이들 업종은 KOSPI 실적 레벨업을 주도하는 한편, 주가 상단에 대한 부담없이 추세적인 상승을 이어갈 수 있음
- 필자가 Buy & Hold 전략을 강조하고, 유지 하는 데에는 이러한 연간 실적 추이가 자리함
- 실적 모멘텀, 레벨에 대한 신뢰도가 확보될 경우 그 동안 억눌려있던 주가는 레벨업될 전망

[시클리컬 / 금융] 실적기대는 강하지만... 모멘텀 강화 여부 체크

철강은 2022년 감익, 은행은 이익모멘텀 상대적으로 낮아...



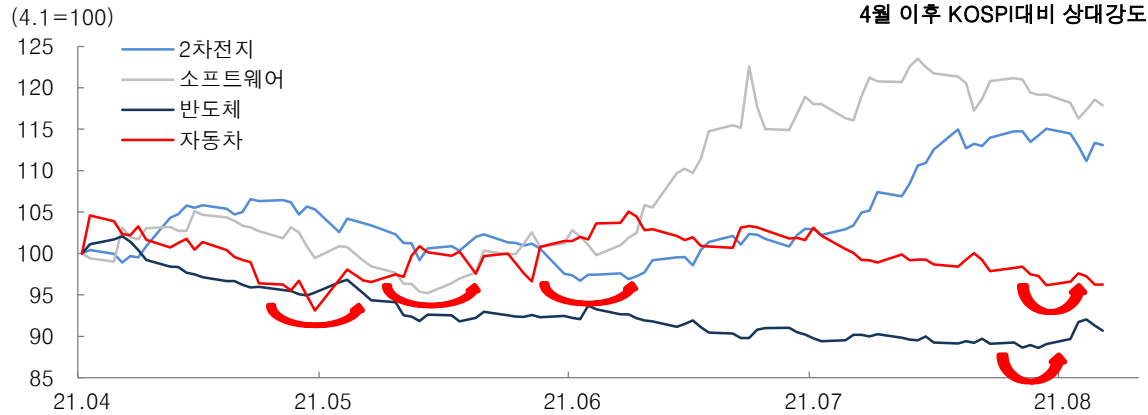
물가, 인플레이션 기대는 21년 2분기 정점 통과



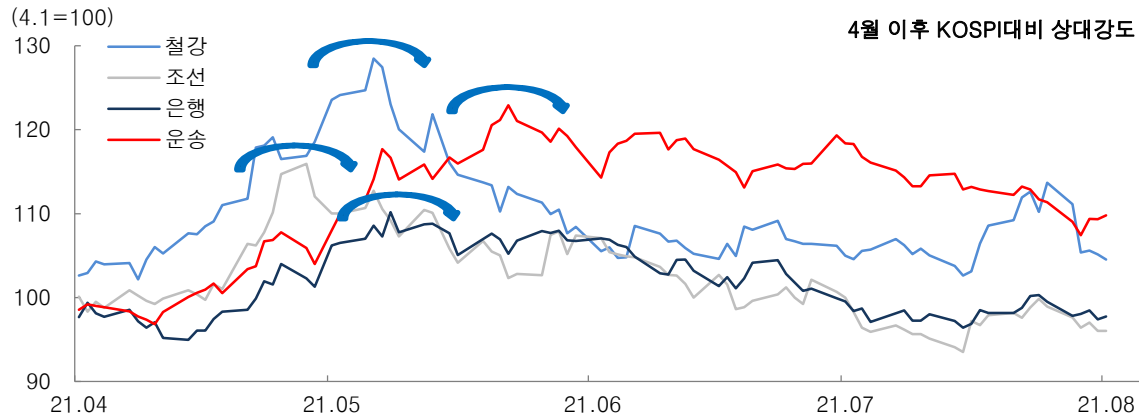
- 철강, 은행 업종도 2022년까지 KOSPI 실적 개선을 이끌어갈 전망
- 하지만, 철강업종은 2022년 감익, 은행 업종은 이익모멘텀 상대적 부진이 한계로 보임
- 특히, 최근 업황 개선, 실적 기대가 금리 상승, 물가, 기대 인플레이션과 연동되어 있음을 감안해야 할 것. 펀더멘털이라기 보다는 가격변수에 따라 업황, 실적 기대가 변할 수 있다는 의미
- 2분기 물가정점 통과, 기대인플레이션 하락반전은 이들 업종의 추가 상승을 저해하고, 실적에 대한 의구심을 자극하는 변화
- 향후 실적 전망 추이를 체크해봐야겠지만, 아직까지는 반등시 비중축소 의견 유지

[기존 주도주 부활 Vs. 시클리컬 / 금융주] 인터넷, 2차 전지에 이어 반도체, 자동차도 바닥탈출

금리하락으로 인한 인터넷, 2차 전지 강세. 반도체, 자동차도 분위기 반전 가시화



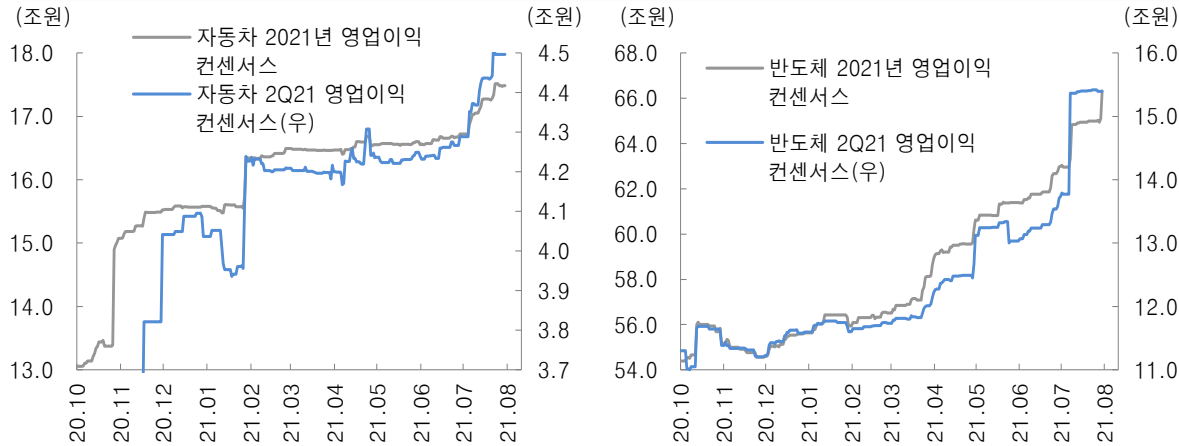
시클리컬, 금융주 상대적 약세국면 진입. 물가 정점통과가 확인된다면?



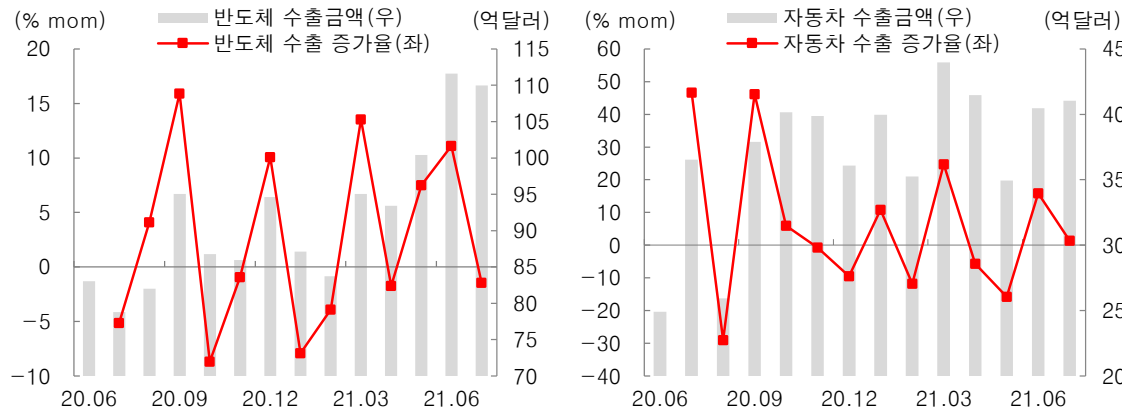
- 성장주의 강세반전 뚜렷. 미국 나스닥 지수는 5월 중순 이후 상대적 강세국면 진입, 6월 FOMC를 전후로 강세 속도가 빨라짐
- KOSPI도 6월초부터 2차 전지와 인터넷 업종이 상대적 강세로 돌아서며 KOSPI 사상최고치 행진을 주도. 채권금리 하향 안정세가 뚜렷해지며 할인을 부담에 억눌려있던 대표적인 고밸류에이션 성장주가 돌아선 것
- 7월말 ~ 8월초부터는 자동차와 반도체 분위기 반전 가시화. 하반기, 2022년 실적 의구심 완화 속에 원/달러 환율 하락 반전 - 외국인 현선물 순매수 유입이 트리거. 추세적인 변화로 이어질 전망
- 반면, 물가 상승률 정점통과 인식이 커지고, 기대인플레이션, 채권금리 하락과 함께 시클리컬, 금융주 상대적 약세 반전
- 물가, 금리에 대한 인식 변화로 시장구도 변화 뚜렷. 시가총액 상위종목군에 대거 포진해 있는 기존 주도주들의 부활은 KOSPI 상승에 힘이 실리는 양상

[반도체, 자동차 Top 2] 수출모멘텀 강화 & 이익전망 상향조정 진행 중

반도체, 자동차 2/4분기, 연간 이익전망 상향조정 재개



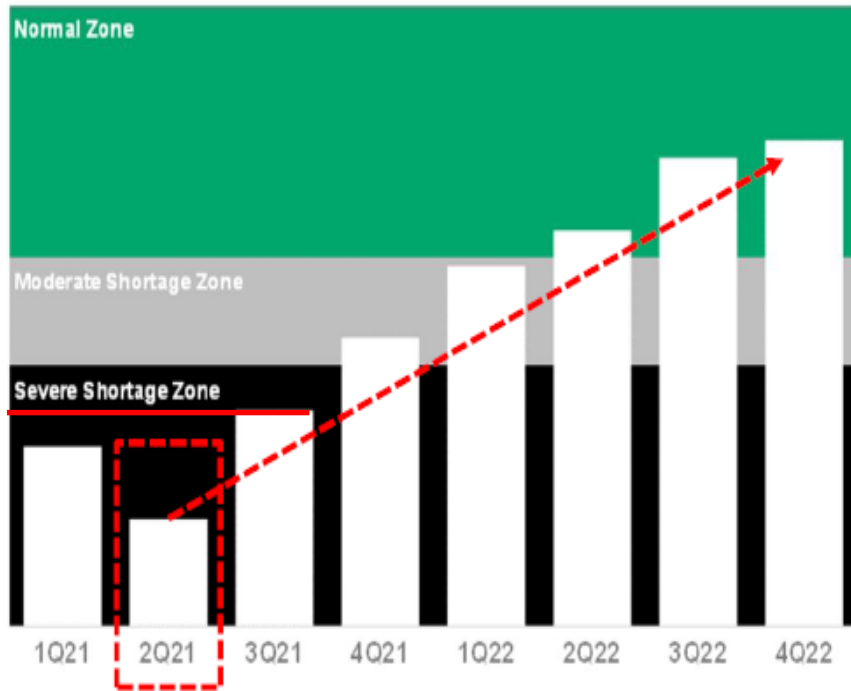
반도체 수출금액은 고공행진 중, 자동차 수출 2개월 연속 개선



- 반도체 공급차질이 최악의 상황에서 벗어나고 있음
- 이러한 변화는 자동차, 반도체 영업이익 전망 상향조정으로 나타나고 있음. 연중 최고치 경신 중
- 수출도 분위기 반전 뚜렷. 반도체 수출은 2개월 연속 증가세를 이어갔고(7월은 영업일수 축소 영향), 수출금액은 역사적 고점에 근접, 고공행진 중
- 자동차 수출도 6월 3개월 만에 전월대비 증가 반전한데 이어 7월에는 2개월 연속 개선을 이어감
- 업황, 실적 개선 기대가 되살아나고 있다는 의미
- 펀더멘털 동력은 강해지고 있음에도 불구하고 지지부진하던 주가는 7월말 ~ 8월초 분위기 반전을 가시화해가고 있음

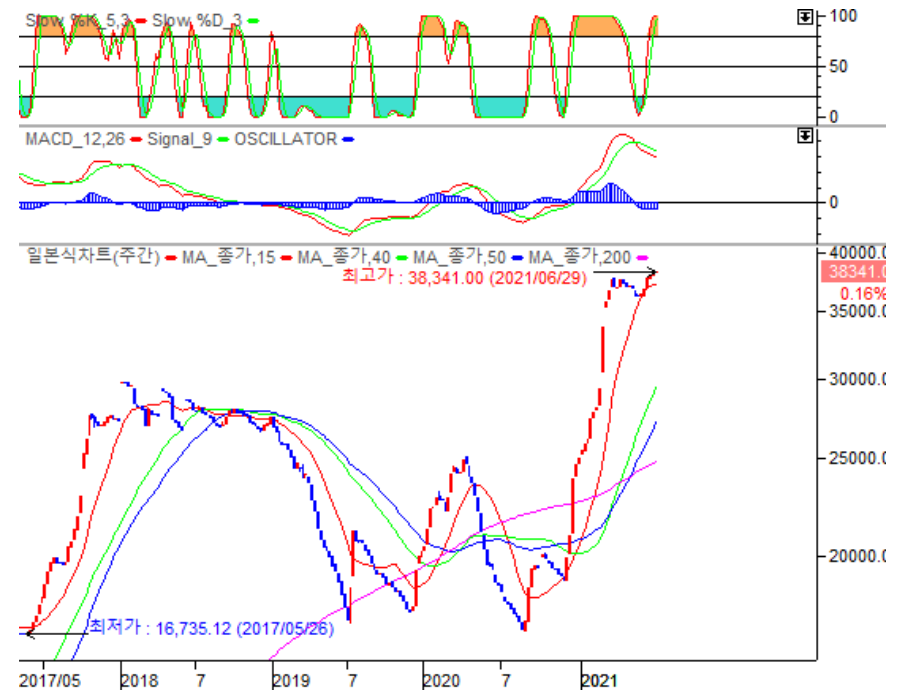
[반도체, 자동차 Top 2] 반도체 공급 불안, 최악의 국면은 통과. 1/4분기보다 수급상황 개선

반도체 공급 차질은 2분기 최악의 국면 지나 점차 완화될 전망
21년 3분기에는 1분기보다 호전될 가능성 높아



자료: 가트너, 대신증권 Research Center

Dram Exchange Index 사상최고치 행진 재개



자료: 대신증권 Research Center

공급망 우려를 언급한 사례를 업종별로 살펴보면, 산업재, 경기소비재, 테크가 과반수
경기소비재 내 자동차 비중이 크다는 점을 감안하면 반도체 칩 공급 차질로 인한 경기불안, 업황 불확실성 확대
Gartner에 따르면 글로벌 반도체 공급 차질은 2분기를 기점으로 완화될 전망. 공급 차질은 최악 국면이 지나가고 있다고 판단
최근 TSMC는 자동차용 반도체 생산량을 지난해 대비 60% 확대할 계획이라고 발표
특히, 3/4분기 공급 상황이 1/4분기보다 개선될 전망. 주요국들의 반도체 투자/지원 정책의 힘이 반영되었다는 판단

[반도체, 자동차 Top 2] 주요국 반도체 공급안정화 정책. 회복모멘텀을 기대할 수 있어...

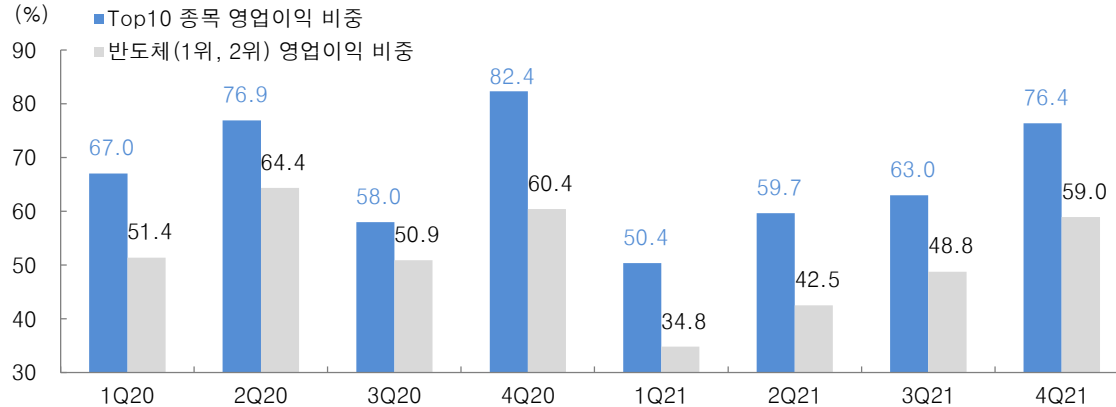
국가	정책	내용
미국	CHIPS for America Act 2020	<ul style="list-style-type: none"> - 2024년까지 기존 설치된 반도체 장비, 반도체 제조 설비 투자비용에 대해 40%까지 환급 가능한 프로그램 지원 - 미국내 파운드리 공장 건설 지원 위해 총 150억 달러 규모 연방기금 조성(10년 운용). 반도체 공장 및 R&D센터 건설에 1건당 최대 30억 달러의 연방 보조금 지급 - 반도체 기술개발 위해 총 120억 달러 지원. 향후 10년간 7.5억달러 규모 신탁펀드 조성
	American Foundries Act of 2020	<ul style="list-style-type: none"> - 상무부: 반도체 제조시설, R&D 시설 건설 · 확장 · 현대화 위해 추정부에 150억 달러 지원 - 국립고등연구사업국(DARPA), 국립과학재단(NSF), 에너지부(DOE), 국가표준기술연구소(NIST)에서 수행하는 반도체 관련 R&D에 50억 달러 지원
	국방수권법안(NDAA) 반도체 관련 내용	<ul style="list-style-type: none"> - 반도체 시설 및 장비 건설 관련 인력양성 지원, 개별 프로젝트에 최대 30억 달러 지원 - 차세대 반도체 기술 연구 위한 민간 합동 국가 반도체 기술센터(National Semiconductor Technology Center) 설립 - 미국 내에 생산공장 건설(국외 기업 포함)할 경우 150억 달러 규모 보조금, 세제혜택 지원
	미국반도체연합(SAC) 출범	<ul style="list-style-type: none"> - 인텔, 엔비디아, 퀄컴 등 칩 제조업체와 아마존, 애플, 구글 참여 - 2.3조달러 규모 인프라 투자 법안에 500억달러 규모 반도체 지원책 포함
유럽	반도체 자립 계획	<ul style="list-style-type: none"> - 메르켈 독일 총리: 시스템 반도체 분야에 36억유로 투자 발표 - EU 집행위원회(2030 디지털 컴퍼스): 2030년까지 전세계 반도체의 최소 20%를 유럽 내에서 생산하도록 할 계획(1,500억유로 규모 투자 계획)
한국	K-반도체 벨트 구축 계획	<ul style="list-style-type: none"> - 2030년까지 국내에 세계 최대 반도체 공급망 구축 추진 - 10년간 반도체 산업인력 3.6만명 양성 계획 - 국내 반도체기업들은 2021년 41.8조원을 시작으로 10년간 누적으로 510조원 투자 예정 - 세액공제: 반도체 R&D에 최대 40~50%, 반도체 신설투자는 최대 10~20% - 총 1조원 이상 '반도체 등 설비투자 특별자금' 신설해 우대금리로 설비투자 지원
	대미 투자 계획	<ul style="list-style-type: none"> - 삼성전자: 미국 내 신규 파운드리 공장 증축에 총 170억달러 투자 계획 - SK하이닉스: 실리콘밸리에 10억달러 규모 R&D센터 건립 계획 - LG에너지솔루션, SK이노베이션: 140억달러 규모 신규 투자 계획 - 현대차: 미국 내 전기차 생산 및 충전 인프라 확충 위해 74억달러 투자 계획
중국	14·5 계획	<ul style="list-style-type: none"> - 14·5 계획(2021년~2025년) 초안에서 반도체를 7대 핵심 육성 기술로 선정 - 반도체 기술 지원정책 중 차세대 반도체 재료 R&D 강화를 공식적으로 문건에 명시
	지방정부 정책	<ul style="list-style-type: none"> - 베이징: 첨단 반도체 기업의 제조용 보조 재료와 핵심 장비의 R&D 및 연구 성과 상용화 지원, 핵심 부문 · 재료 · 제조 장비 자체 제어능력 강화 - 상하이(상하이린강신구 집적회로산업 전용 프로젝트 2021~2025): 집적회로 장비 및 재료 기업 중 연간 판매 수익이 5,000만/1억/5억/10억 위안 초과한 기업에 심사를 거쳐 각각 200만/800만/1,200만/1,500만 위안의 장려금 최초 1회 지급, 각 수익 구간 돌파 시 장려금 1회 지급(차액 보충 지급) - 광저우: 스마트 센서, 전력 반도체, 로직 반도체, 광전자 소자, 혼합 신호, 무선 주파수 회로 등과 관련된 국내의 주요 기업의 12인치 집적회로제조 생산 라인 2~3곳 유치 - 선전: 3세대 반도체 선도 기업 유치, 해당 기업의 RF 장비와 전력 전자 장치 생산 라인 구축지원, 3세대 반도체 RF 장비/전력 전자 장치/광전자 소자의 설계, 제조, 재료 선도 기업 및 혁신 인재 유치
대만	TSMC 투자 확대	<ul style="list-style-type: none"> - 반도체 생산력 확장에 향후 3년 동안 1,000억달러 투자 발표 - 중국 난장공장에서 28나노미터 반도체 증산할 계획(28억달러 규모) - 미국 애리조나에 120억달러 투자해 반도체 공장 건설 발표(2024년 완료 예정, 3년 내 5개 공장 증설 추가 계획)

자료: 국내외 주요 언론, 대신증권 Research Center

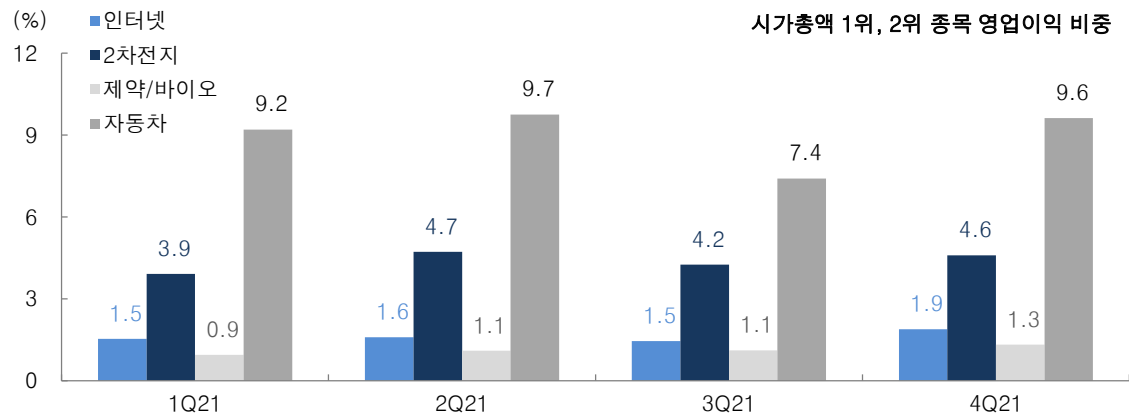
반도체 칩 부족에 대한 주요국들의 산업 육성 정책 연이어 발표되고 있어 반도체 공급 우려보다 향후 반도체 시장의 성장성에 주목할 필요
미국은 CHIPS for America Act, American Foundries Act 등 법안 발효, 반도체연합 출범, 바이든 대통령은 인프라 투자 일환으로 500억달러 규모 반도체 지원책 제시, 유럽도 반도체 자립 계획 발표, 한국은 510조원 규모 K-반도체 벨트 구축, 대미 투자 확대 추진한 바 있음
중국은 중앙정부(14·5계획) 및 지방정부 차원의 지원책 발표, 대만은 TSMC를 중심으로 대규모 반도체 생산 확대 추진하고 있음

[Top10 비중확대] 상대적으로 부진했던 기존 주도주, 업종 대표주/대장주 비중확대 시점

2분기부터 KOSPI Top10의 실적 영향력 확대. 반도체의 반전 가능성 주목



인터넷, 2차전지, 자동차 업종의 2분기 영업이익 비중 레벨업

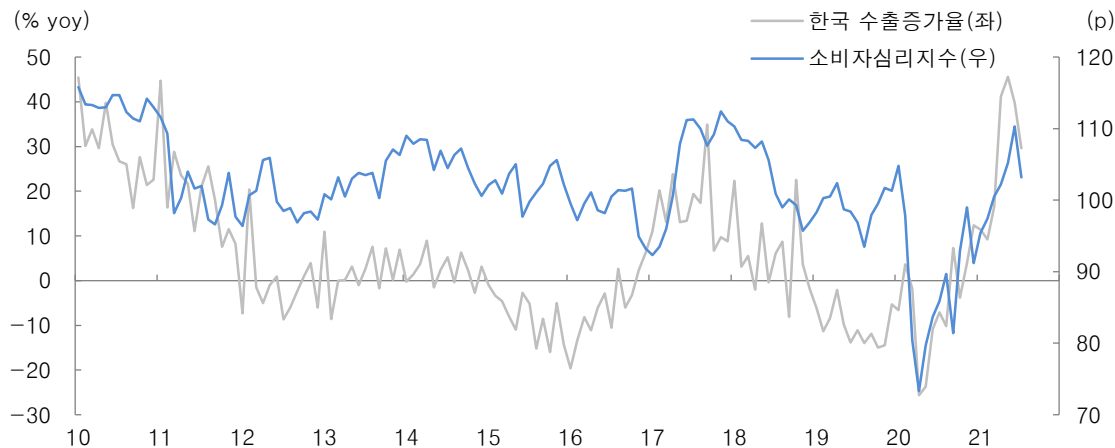


시가총액 1위, 2위 종목 영업이익 비중

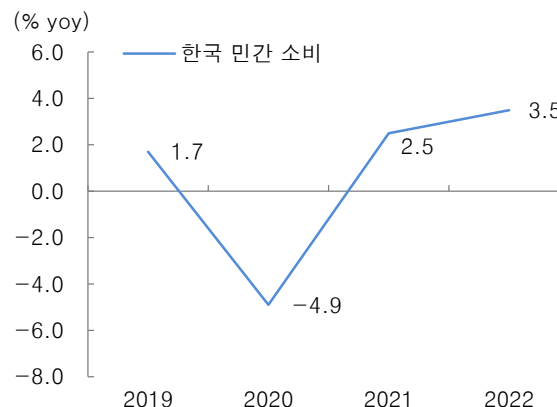
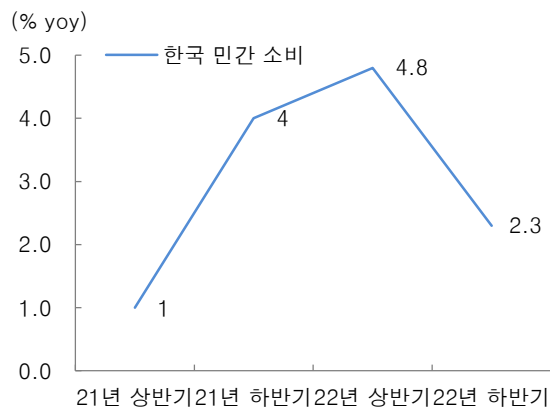
- 향후 KOSPI 상승은 기존 주도주, 시가총액 상위 종목군들이 이끌어갈 전망
- KOSPI Top10 종목의 영업이익 비중이 2021년 1분기를 저점으로 반전될 것으로 예상
- Top10 종목이 KOSPI 시장에서 차지하는 영업이익 비중은 1분기 50.4%에 불과. 2019년 이후 최저치
- 하지만, 2분기 59.7%로 레벨업된 이후 4분기 76.4%까지 확대 예상. 그 중심에 반도체가 자리하고, 인터넷, 2차 전지, 자동차 업종도 2분기 영업이익 비중이 레벨업 기대
- 최근까지 상대적 강세를 보여왔던 KOSDAQ, 중소형주, 또는 시클리컬, 금융주를 따라가기보다 실적 영향력 확대가 예상되는 반도체, 자동차, 2차 전지, 인터넷의 비중을 늘려야 할 때
- 특히, 반도체 업종의 영업이익 비중이 큰 폭으로 레벨업될 가능성이 높다는 점에서 반도체 매력도는 꾸준히 상승할 전망

[하반기 전술적 대응]코로나19 진정국면 진입 & 한국 소비개선 기대 = 코로나19 피해주, 내수주 매력도 상승

수출 개선과 소비심리 간 정의 상관관계(2010년 이후 0.5)



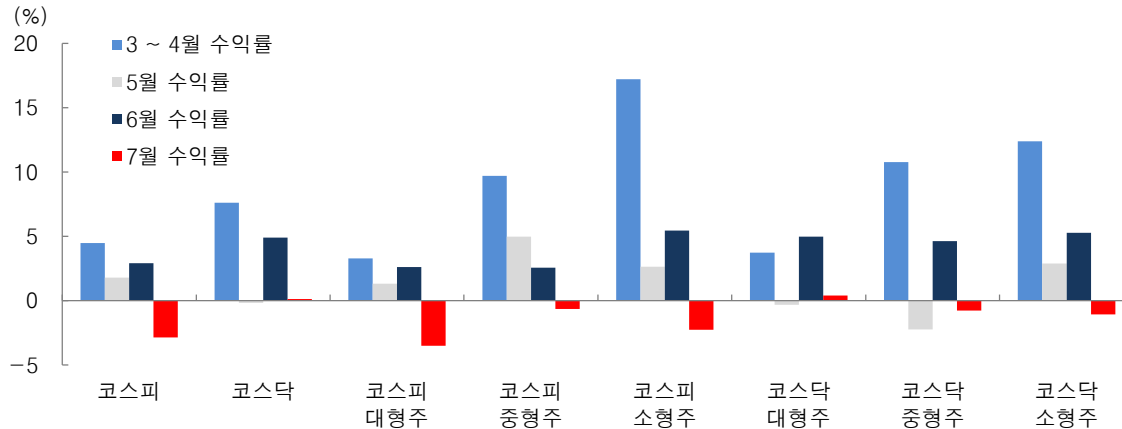
한국 민간소비 증가율은 2022년 상반기까지 레벨업. 2022년 소비모멘텀 3.5%



- 예상보다 빠른 시점에 코로나19 백신 접종이 시작됨에 따라 하반기 코로나19가 진정국면으로 진입할 경우 호텔/레저, 화장품/의류, 소매(유통), 미디어/교육 등 코로나19 피해주들의 강한 반등 기대
- 물론, 델타 변이 바이러스 확산으로 인한 코로나19 재확산 우려가 커진 상황이지만, 글로벌 백신 접종 속도가 다시금 빨라지고 있음
- 하반기 중 미국을 비롯한 글로벌 주요국들의 집단면역이 기대되는 상황. 이와 함께 11월 ~ 12월 소비시즌에 돌입할 경우 기저효과와 억눌린 수요가 동시에 유입되면서 실적개선 기대가 강해질 전망
- 한국 경기흐름을 보더라도 2021년 하반기, 2022년 상반기 소비개선 기대
- 2021년 하반기 중 코로나19 진정과 함께 소비회복, 모멘텀 강화가 가시화된다면 2022년 소비 개선폭 확대에 대한 기대감까지 유입되면서 코로나19 피해주들은 KOSPI를 Outperform할 가능성이 높음

[KOSDAQ] 3월 이후 KOSDAQ, 중소형주 강세에 대한 판단. 매년 반복되어 왔던 패턴

7월 KOSDAQ 다시 상대적 강세. 지속될 수 있을까?



코스피대비 코스닥 상대강도 저점권에서 갭 축소 국면 전개 중



- 8월에는 KOSPI, 그 중에서도 초대형주 비중확대 권고. 글로벌 경기모멘텀과 환율 안정시 대형주 수급 개선 가능성이 높기 때문
- 물론, 3월 이후 KOSDAQ과 중소형주 상대적 강세 뚜렷했고, 6월, 7월에도 코스닥과 중소형주 상대적 강세 전개
- KOSDAQ과 중소형주의 상대적 강세는 금융위기 이후 매년 상반기에 반복되어 왔던 현상
- 하지만, 최근 코스피대비 코스닥 상대강도 추이를 보면 불안한 양상. 2010년 이후 유지해왔던 상승추세 하단에서 등락 반복. 6월 ~ 7월 코스닥 강세 또한 상대강도 저점권에서 반등시도로 판단
- 코스피대비 코스닥 상대강도 지수가 지지선 이탈할 경우 하반기에는 코스피와 대형주의 일방적인 강세가 전개될 수 있음

[KOSDAQ, 중소형주] KOSPI, 대형주 대비 실적 모멘텀이 약해...

KOSDAQ 실적 모멘텀 상대적 우위국면에서 KOSPI대비 상대적 강세 지속. 2021년에는?



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSDAQ의 상대적 강세가 지속되는 국면에서는 모두 KOSPI, 대형주대비 중소형주, KOSDAQ 이익모멘텀이 상대적 우위를 보였을 때 2015년과 2020년 모두 소형주와 KOSDAQ의 이익모멘텀이 KOSPI와 대형주를 압도. 그러나 2021년 이익모멘텀은 KOSPI와 대형주 모멘텀이 중소형주와 KOSDAQ보다 우위. 2017년과 유사한 이익모멘텀이 예상되는 상황 KOSDAQ과 중소형주가 상대적 강세를 유지/강화해가기에는 펀더멘털 동력의 한계에 직면했다는 판단 오히려 2010년, 2016년과 같이 KOSPI, 대형주의 일방적인 강세 가능성이 높아지고 있음

[중소형주] 가격갭 축소가 더 진행되기는 어려운 권역으로 진입

코스피 대형주대비 중형주 상대강도 : 2012년 이후 주요 분기점 도달



코스피 대형주대비 소형주 상대강도 : 2015년 이후 하락추세대 상단 도달



- 올해 코스피 대형주보다 중소형주 강세 뚜렷. 펀더멘털 동력보다는 가격갭 축소 차원에서 상대적 강세로 판단
- 향후 대형주 대비 중소형주 강세가 지속 되기는 쉽지 않아 보임
- 중형주는 코스피 대형주대비 상대강도 측면에서 2012년 이후 주요 분기점, 2019년, 2020년 고점권 도달. 현재 레벨을 넘어서기 위한 펀더멘털 동력 한계
- 소형주는 장기적으로 대형주대비 상대강도 하락추세 전개. 2021년 강세로 하락추세대 상단 도달. 이익모멘텀이 대형주 대비 부진하다는 점은 추가적인 강세 전개가 어려움을 시사
- 2021년 상반기에는 중소형주 강세와 더불어 종목장세 전개. 그러나 종목장세는 펀더멘털 동력의 문제, 가격갭 축소의 한계점에 근접하고 있다는 판단
- 2021년 하반기에는 시장을 이끌어가는 주도주, 대형주에 매매를 집중할 것을 권고

퀀트전략

기대 이상의 호실적 기록 중인 2/4분기 실적시즌

8월 관심 업종: 반도체, H/W, 미디어, 호텔레저, 운송

3/4분기까지 양호한 실적 흐름이 이어지면서 최근 12개월 선행 EPS가 상향조정된 업종들

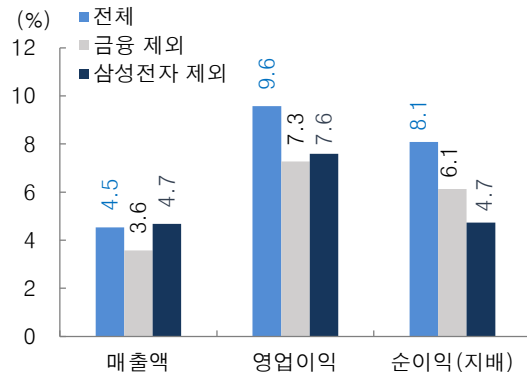
8월 관심종목 20선: 연말까지 실적 개선 흐름이 이어지는 기업들

Quant Strategist 김지윤

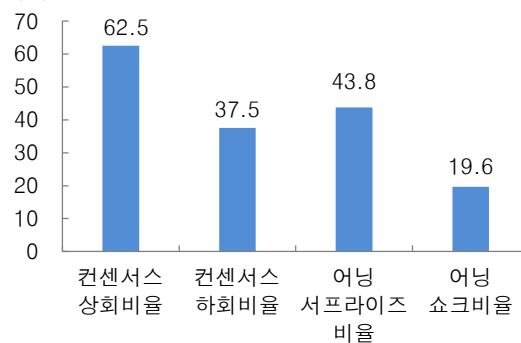
02) 769-2052 / jiyun.kim@daishin.com

[2Q21 실적시즌] 기대 이상의 호실적을 기록 중인 KOSPI

KOSPI 2Q21 컨센서스 대비 발표 실적



(%) ■ 코스피 영업이익 기준 실적 발표 현황

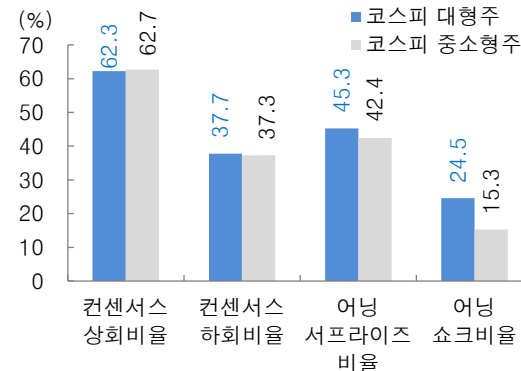
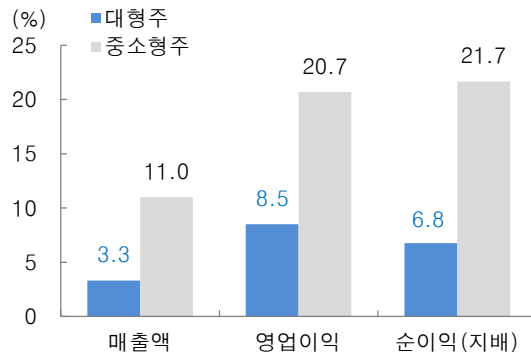


- 2021년 2/4분기 KOSPI 실적은 예상했던 바와 같이 기대 이상의 호실적을 기록 중
- 실적 컨센서스 데이터가 2개 이상 존재하는 기업 합산 기준 KOSPI 매출액은 컨센서스를 4.5%, 영업이익은 9.6%, 순이익은 6.1% 상회
- 영업이익이 컨센서스를 상회한 기업 수 비율은 62.5%로 절반이 넘는 기업이 예상치를 웃도는 실적을 발표
- 현재까지 실적을 발표한 기업 중 37.5%는 컨센서스를 10% 이상 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록
- 시가총액 규모별로는 대형주 대비 중소형주가 우위. 더 큰 폭으로 기대치를 상회 중

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 실적 컨센서스 데이터가 최소 2개 이상 존재하는 기업 합산 기준

대형주 VS 중소형주 2Q21 컨센서스 대비 발표 실적

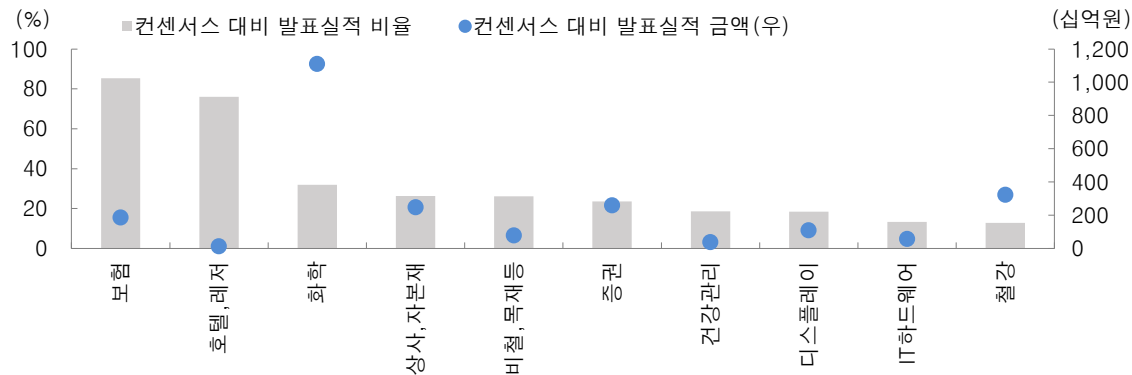


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 실적 컨센서스 데이터가 최소 2개 이상 존재하는 기업 합산 기준

[2Q21 실적시즌] 시클리컬 & IT, 1/4분기에 이어 2/4분기에도 호실적 기록 중

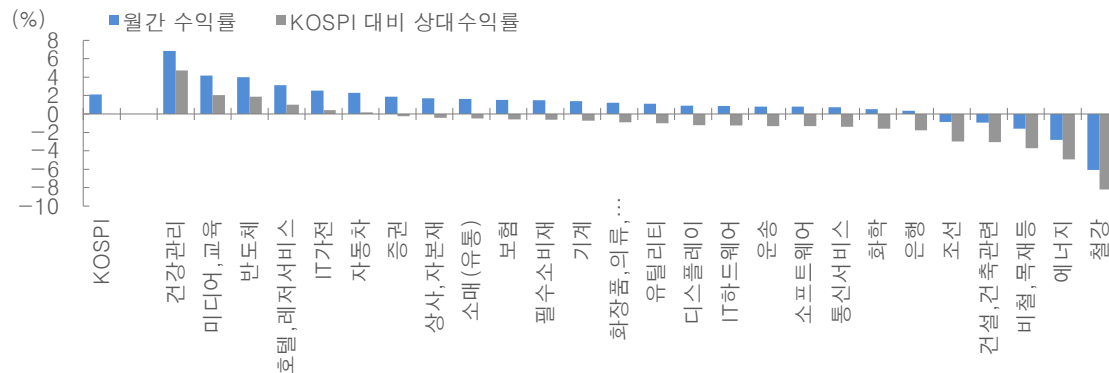
업종별 2Q21 컨센서스 대비 발표 실적



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 금융 업종은 순이익, 그 외 업종은 영업이익 기준

KOSPI 업종별 8월 수익률

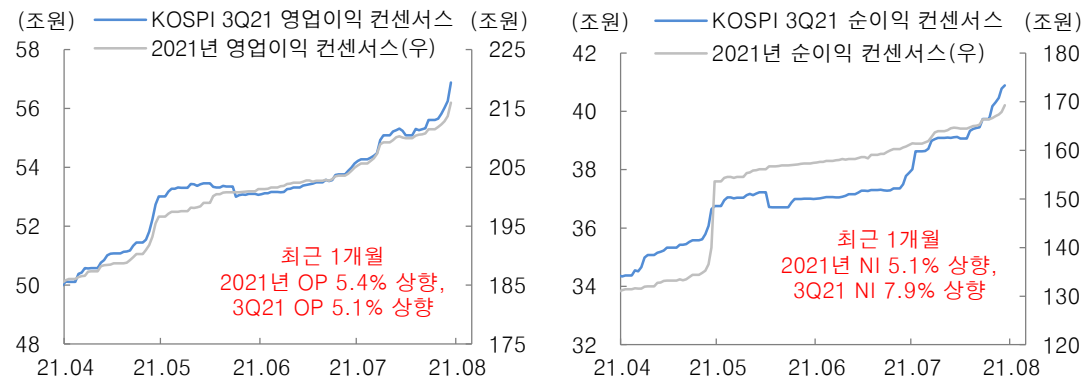


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 업종별로는 보험, 호텔레저, 화학, 상사/자본재, 비철 등이 기대 이상의 실적을 발표
- 지난 1/4분기와 마찬가지로 소재, 산업재, 금융 등 시클리컬 산업과 일부 IT 업종이 컨센서스 상회 폭 상위 업종에 자리
- 상기 업종들 전반적으로 실적시즌이 진행 중인 8월 어닝 서프라이즈 효과로 인해 KOSPI 대비 양호한 성과를 기록 중

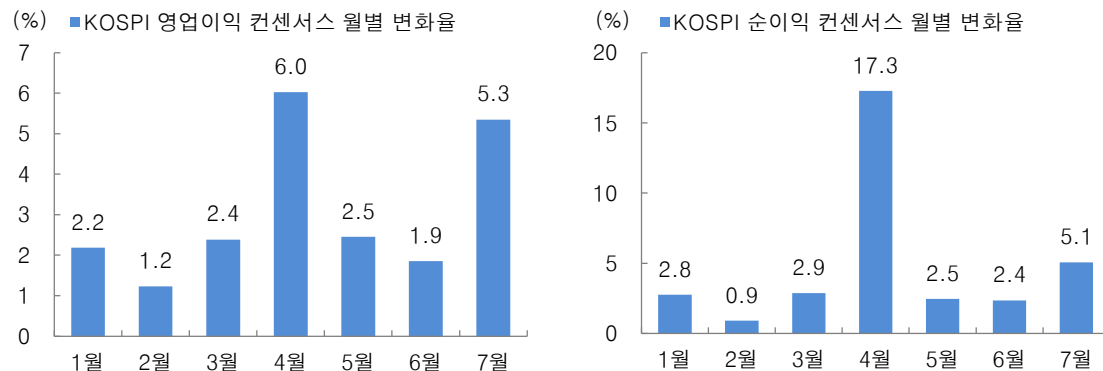
[2Q21 실적시즌] KOSPI 실적 전망치 상향조정 속도 가속화

KOSPI 3Q21, 2021년 영업이익 컨센서스 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

증

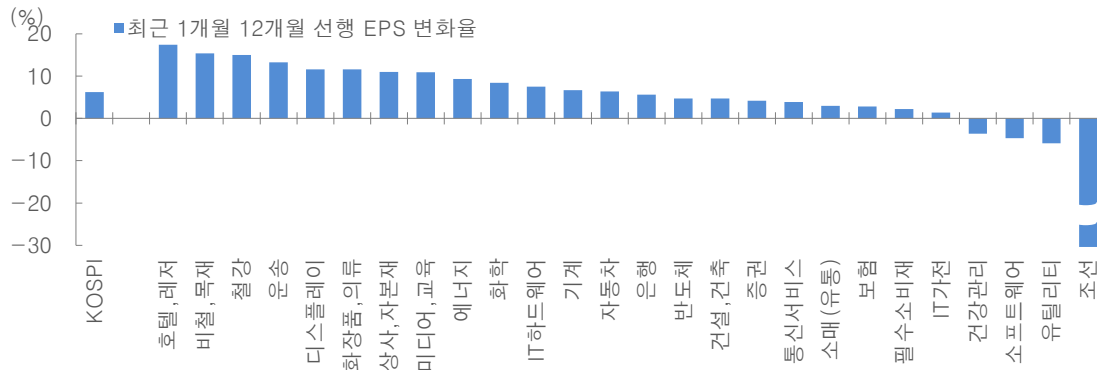


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI 실적 전망치 상향조정 국면 지속 중
- 최근 1개월 KOSPI 3Q21 영업이익 컨센서스는 5.1%, 2021년 영업이익 컨센서스는 5.4% 상향조정
- KOSPI 3Q21 순이익 컨센서스도 7.9%, 2021년 순이익 컨센서스는 5.1% 상향조정
- 특히 양호한 2/4분기 실적 결과를 바탕으로 실적 전망치 상향조정 속도 가속화되는 모습. 5~6월 다소 둔화됐던 컨센서스 상승률은 7월 들어 재차 확대

[어닝 모멘텀] 기대 이상의 2/4분기 실적을 발표한 기업들 중심으로 실적 전망치 상향조정

최근 1개월 KOSPI 업종별 12개월 선행 EPS 변화



- 호텔레저, 비철, 철강, 운송, 디스플레이 등이 최근 1개월 12개월 선행 EPS 상향 조정폭 상위 업종에 자리. 마찬가지로 기대 이상의 2/4분기 실적을 발표한 업종들 중심으로 실적 전망치 상향조정
- 반면 조선은 컨센서스를 큰 폭 하회하는 2/4분기 실적을 발표함에 따라 실적 전망치 하향조정

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 조선은 적자전환

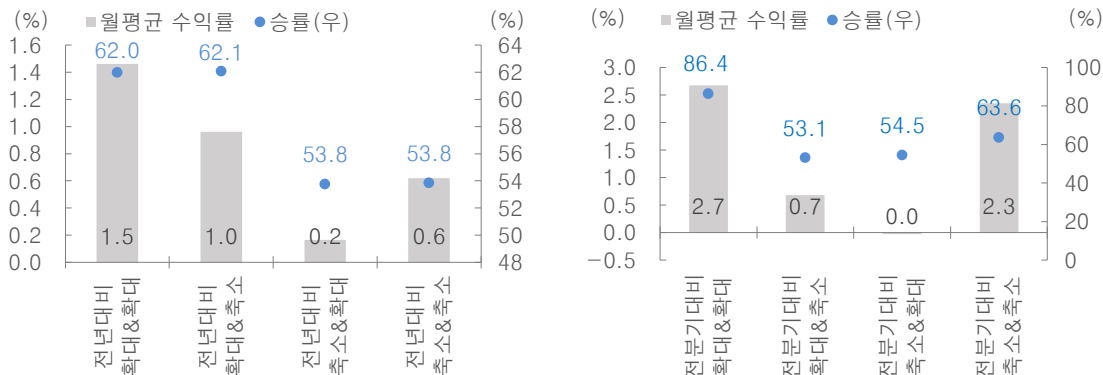
최근 1개월 12개월 선행 EPS 변화율 상위 20개 기업



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

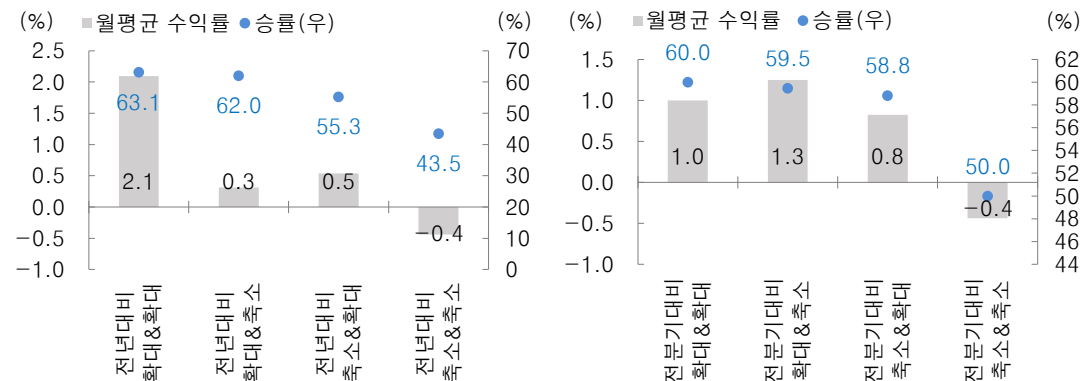
[어닝 모멘텀] KOSPI 어닝 모멘텀과 지수 움직임의 상관관계

영업이익 FQ0, FQ1, FQ2 증가율 추이별 KOSPI 수익률, 승률 : 전체 기간



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

순이익 FQ0, FQ1, FQ2 증가율 추이별 KOSPI 수익률, 승률: 전체 기간



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI 지수 움직임과 높은 상관관계를 가지는 어닝 모멘텀 지표는 KOSPI 영업이익 혹은 순이익 전년대비 증가율의 개선 혹은 둔화 여부

- 2000년 1월 ~ 2021년 7월 매월 말 1) KOSPI 매출액, 영업이익, 순이익 각각 2) 직전 분기(FQ0), 현재 분기(FQ1), 다음 분기(FQ2) 실적의 3) 전년동기 대비, 전 분기 대비 증가율을 산출한 뒤

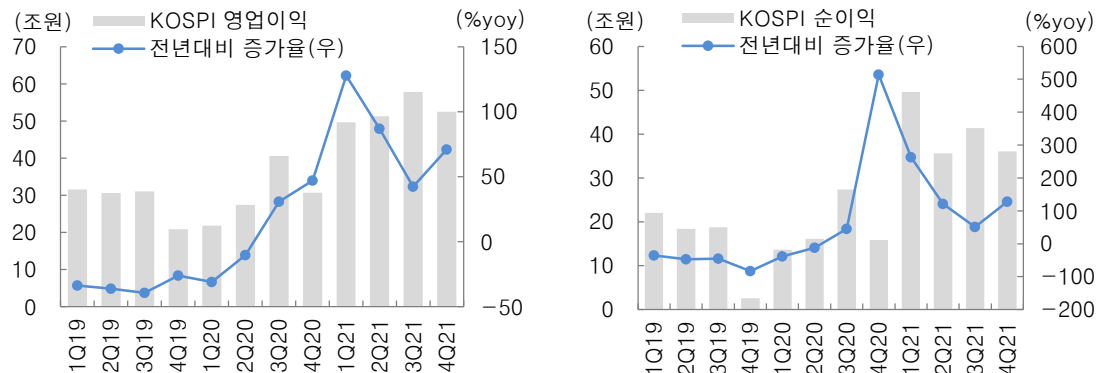
FQ0에서 FQ1, FQ1에서 FQ2의 실적 증가율이 확대, 둔화되는지 여부에 따라 1) FQ0 > FQ1 증가율 확대 & FQ1 > FQ2 증가율 확대, 2) 증가율 확대 & 증가율 축소, 3) 증가율 축소 & 증가율 확대, 4) 증가율 축소 & 증가율 축소 4가지로 분류

- 상기 4가지 경우별로 익월 KOSPI 평균 수익률과 승률을 산출한 결과 영업이익, 순이익의 전년대비 증가율이 2개 분기 연속 확대되는 경우의 성과가 가장 우수

* 보다 자세한 분석내용은 21/8/2 발간 보고서 "KOSPI 어닝 모멘텀과 지수 움직임의 상관관계" 참고

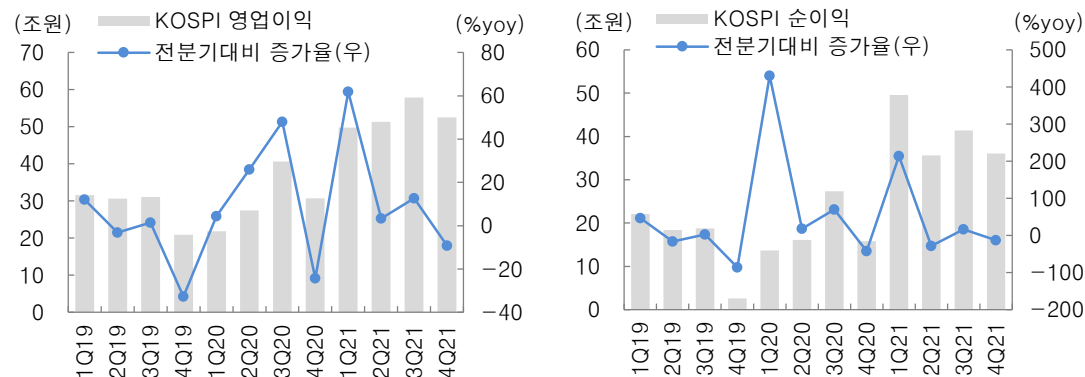
[어닝 모멘텀] 현재 KOSPI 어닝 모멘텀은 비우호적이나 연말로 갈수록 모멘텀 회복 기대 유입 가능

KOSPI 영업이익, 순이익 전년동기대비 증가율 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 영업이익, 순이익 전분기대비 증가율 추이

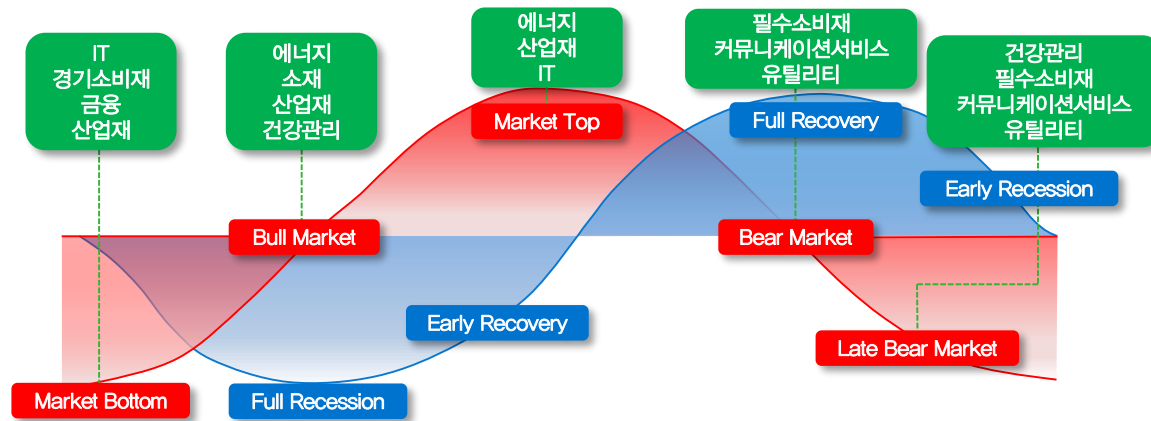


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 현재는 KOSPI의 FQ1, FQ2 영업이익, 순이익의 전년대비 증가율이 2개 분기 연속 축소가 예상되고 있어 어닝 모멘텀 상으로는 주식시장에 우호적이지 못한 환경
- 현재 컨센서스 기준 KOSPI 1Q21 ~ 3Q21 영업이익의 전년대비 증가율은 125.2%, 85.9%, 42.7%. 1Q21 ~ 3Q21 순이익의 전년대비 증가율은 255.0%, 119.9%, 52.3%
- 다만 FQ1 시점이 4/4분기로 이동하는 연말이 다가올수록 KOSPI 어닝 모멘텀 회복이 지수 상승을 재차 뒷받침할 가능성 기대
- 현재 컨센서스 기준 4Q21 영업이익, 순이익의 전년대비 증가율은 72.1%, 136.0%로 3Q21 대비 확대가 예상되고 있음

[어닝 모멘텀] 업종별 어닝 모멘텀과 주가 움직임을 상관관계

경기순환 국면에 따른 KOSPI 업종별 주가 강도



자료: 대신증권 Research Center

업종별 어닝 모멘텀에 따른 주가 강도

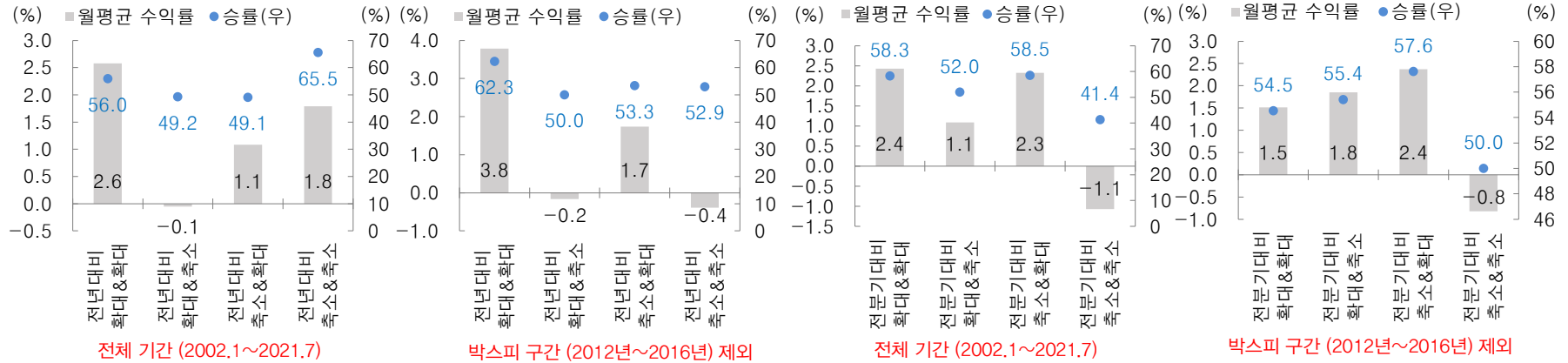
업종명	순이익 F0>F1>F2 전년 대비 증가율 추이			
	축소&축소	축소&확대	확대&확대	확대&축소
에너지		+	++	
소재	+		++	
산업재		++	+	
경기관련소비재		++	+	
필수소비재	+		++	
건강관리		+	++	
금융	++		+	
IT			++	+
커뮤니케이션서비스			+	++
유틸리티	+		++	

자료: 대신증권 Research Center

- 주식시장의 상승—하락 사이클이 진행되는 동안 경기동락 시기 별로 각 업종들의 주가가 차별화된 움직임을 나타내는 업종순환이 전개
- 이로 인해 업종마다 강세를 보이는 어닝 모멘텀 환경도 다소 상이하게 나타났음. 앞서 KOSPI 어닝 모멘텀과 지수 움직임의 관계를 분석한 것과 동일한 방식으로 업종별 어닝 모멘텀과 주가 움직임을 상관관계를 분석
- 대부분의 업종이 확대&확대 국면에서 강세를 보이긴 했으나, 주로 주가 상승 초기 국면에 집중적으로 주가가 상승하는 금융, 경기소비재, 산업재는 오히려 확대&확대 국면보다 축소&축소 혹은 축소&확대 국면에서의 성과가 가장 좋았음
- 반대로 주가 하락기 강세를 보이는 커뮤니케이션서비스(통신)는 확대&축소 국면에서의 성과가 가장 양호했으며 필수소비재, 유틸리티, 건강관리는 타 업종 대비 확대&확대 국면의 성과가 상대적으로 더 우수했음

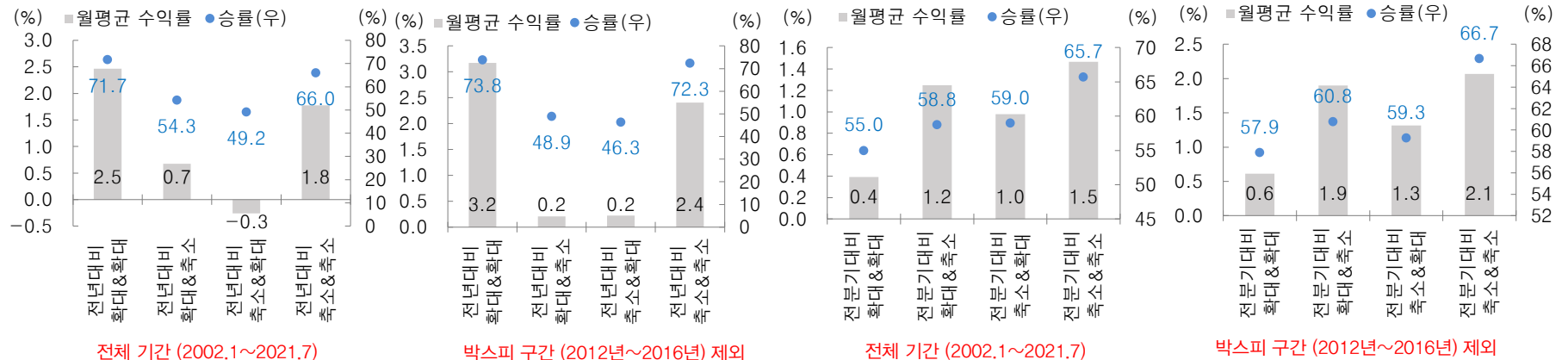
[어닝 모멘텀] 업종별 어닝 모멘텀과 주가 움직임을 상관계수로

순이익 전년대비, 전분기대비 증가율 추이별 수익률, 승률 : 에너지



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

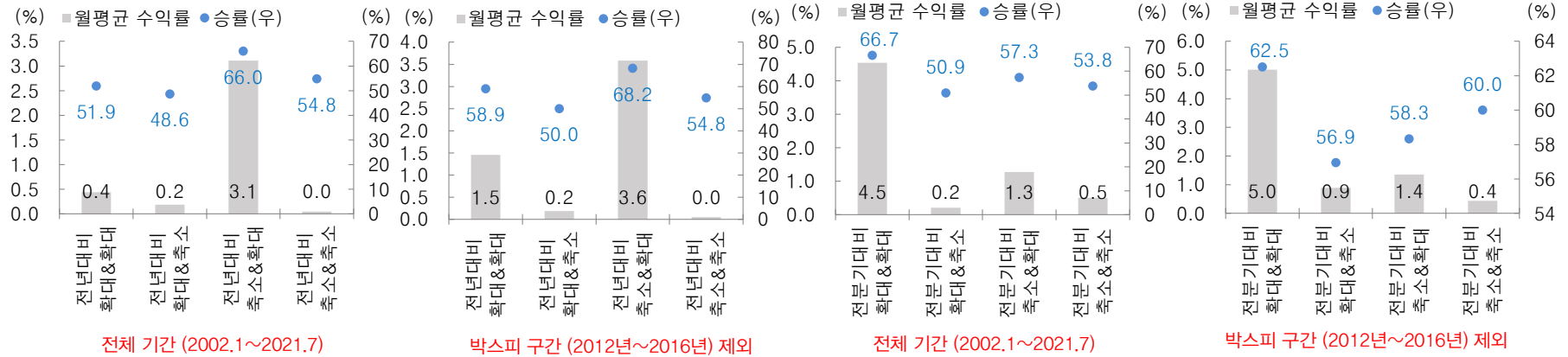
순이익 전년대비, 전분기대비 증가율 추이별 수익률, 승률 : 소재



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

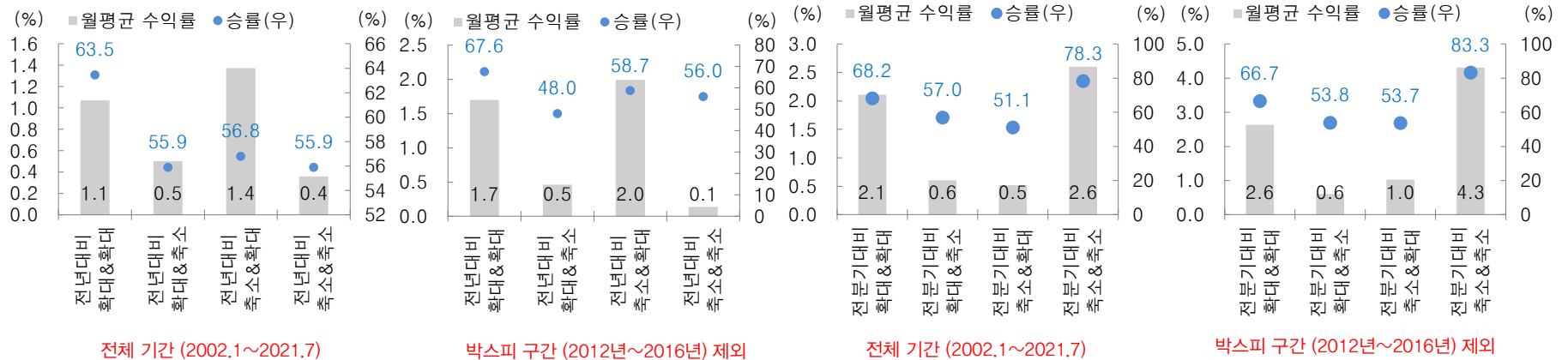
[어닝 모멘텀] 업종별 어닝 모멘텀과 주가 움직임을 상관계수로

순이익 전년대비, 전분기대비 증가율 추이별 수익률, 승률 : 산업재



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

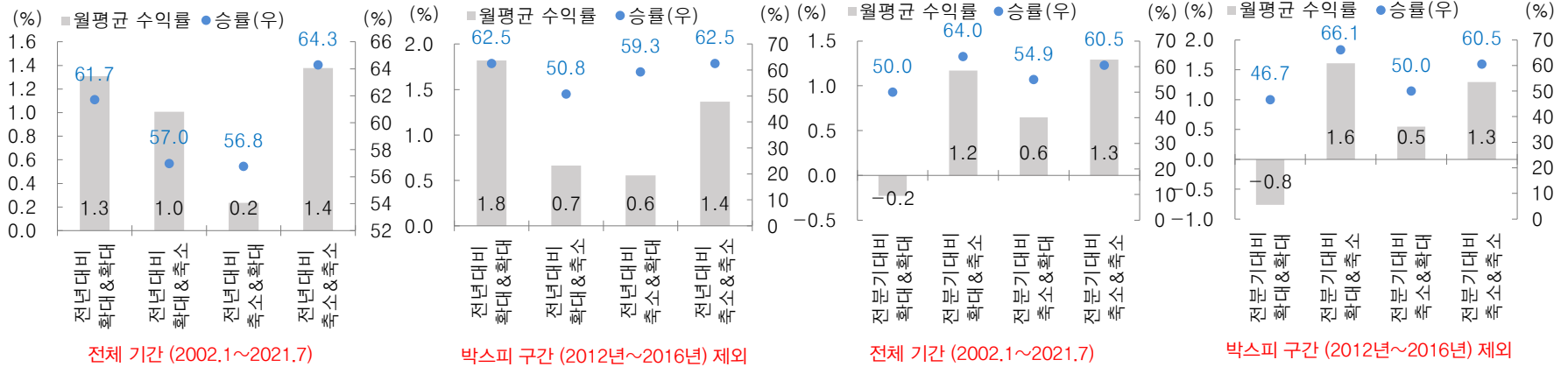
순이익 전년대비, 전분기대비 증가율 추이별 수익률, 승률 : 경기소비재



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

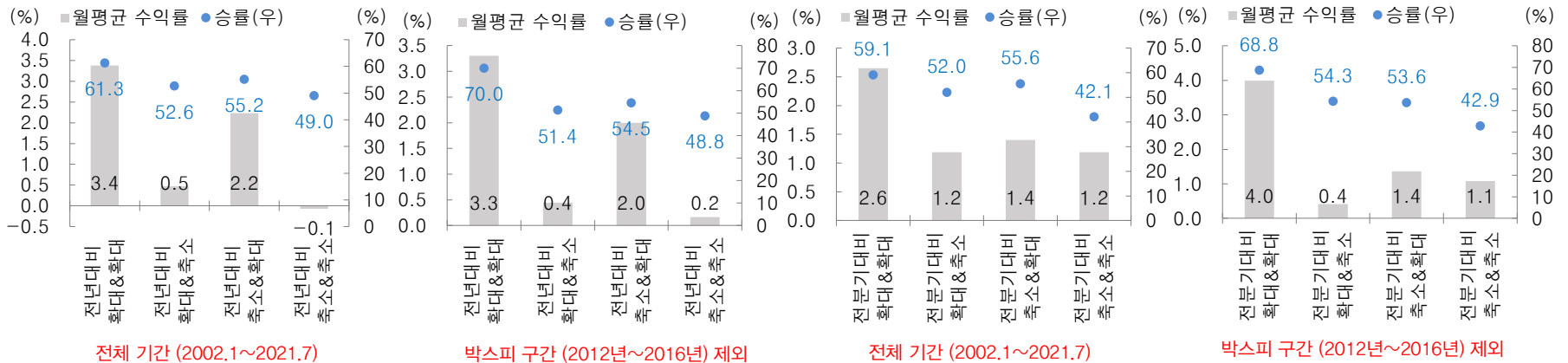
[어닝 모멘텀] 업종별 어닝 모멘텀과 주가 움직임의 상관관계

순이익 전년대비, 전분기대비 증가율 추이별 수익률, 승률 : 필수소비재



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

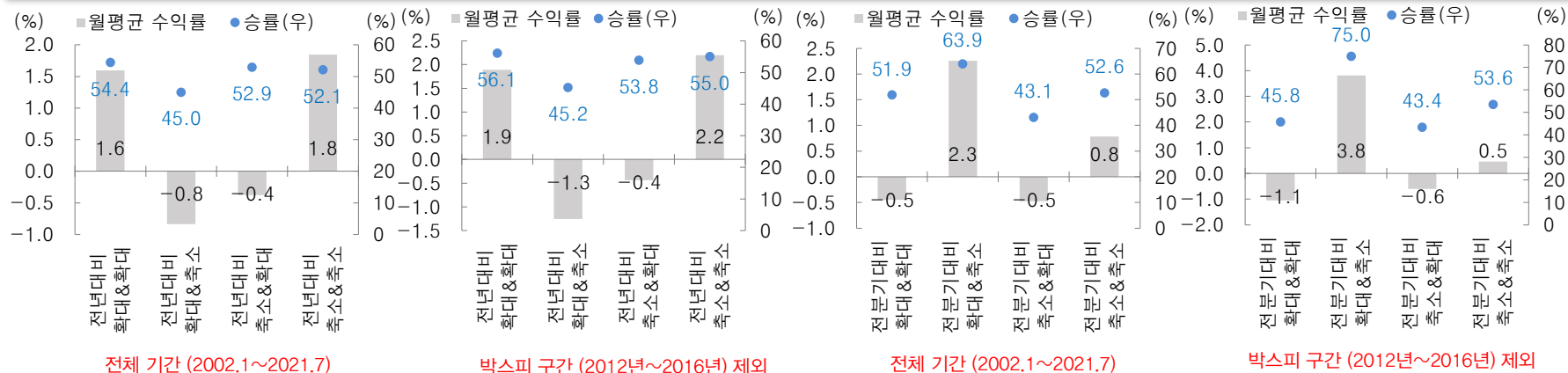
순이익 전년대비, 전분기대비 증가율 추이별 수익률, 승률 : 건강관리



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

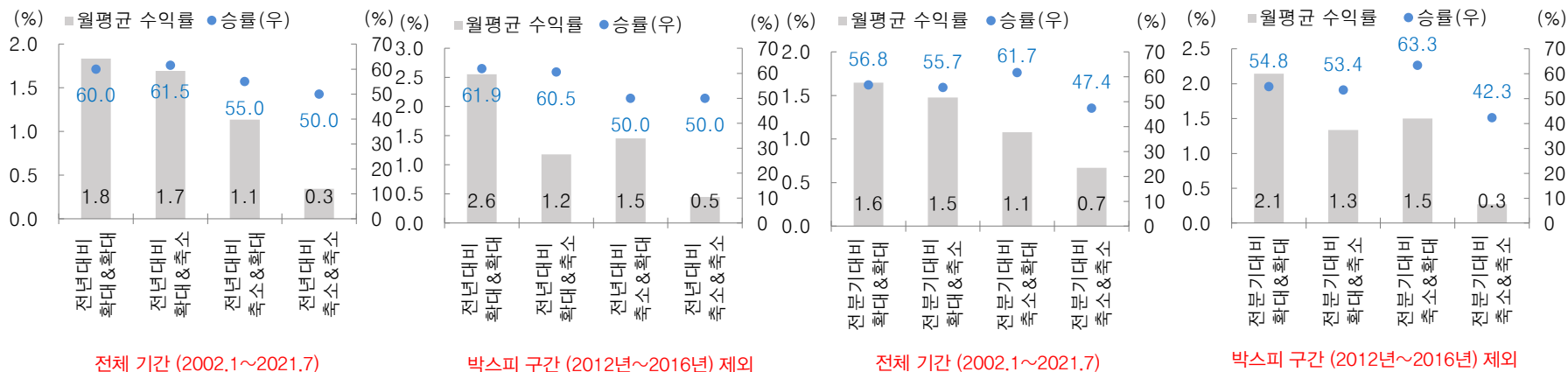
[어닝 모멘텀] 업종별 어닝 모멘텀과 주가 움직임의 상관관계

순이익 전년대비, 전분기대비 증가율 추이별 수익률, 승률 : 금융



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

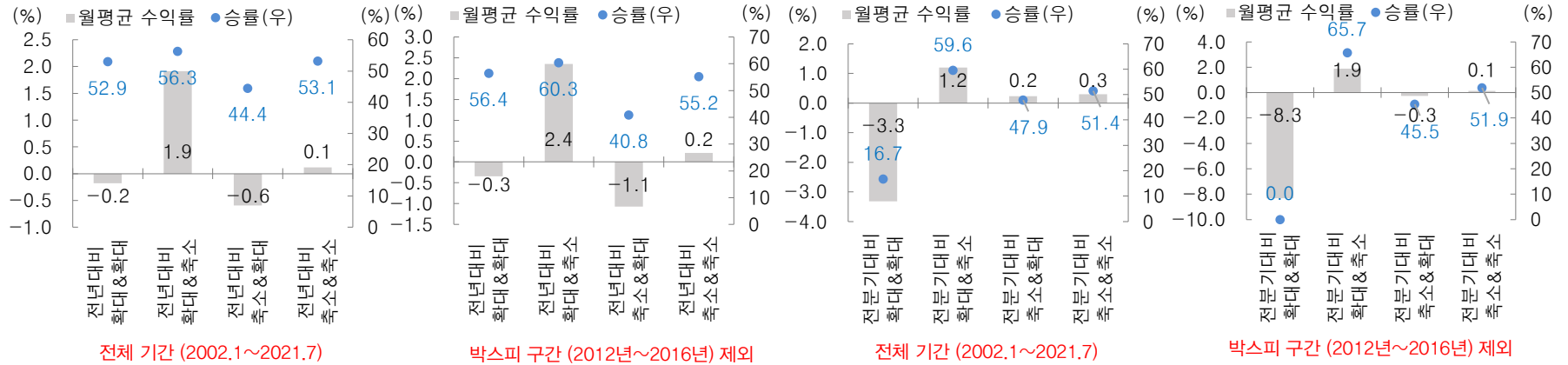
순이익 전년대비, 전분기대비 증가율 추이별 수익률, 승률 : IT



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

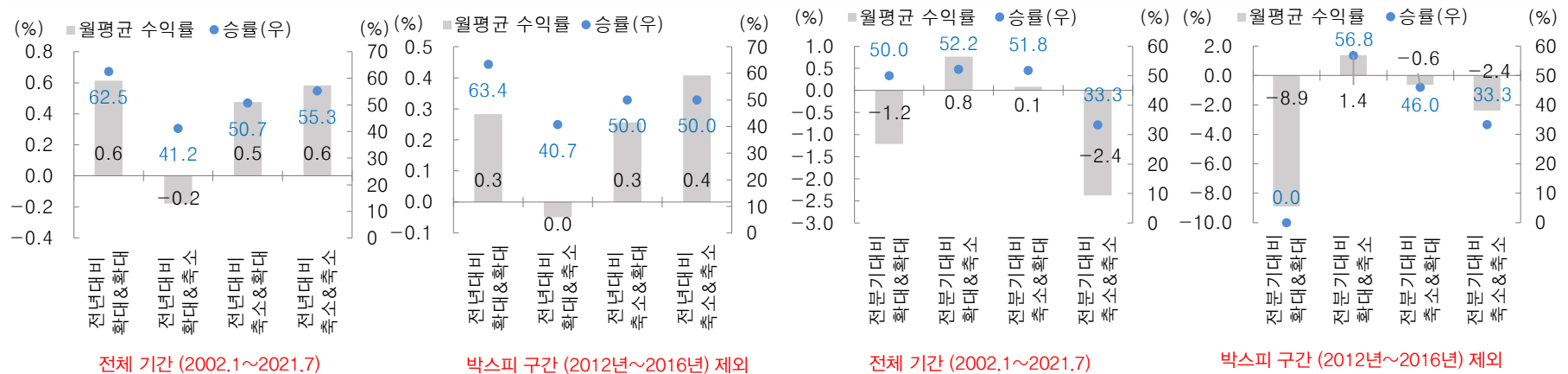
[어닝 모멘텀] 업종별 어닝 모멘텀과 주가 움직임의 상관관계

순이익 전년대비, 전분기대비 증가율 추이별 수익률, 승률 : 커뮤니케이션



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

순이익 전년대비, 전분기대비 증가율 추이별 수익률, 승률 : 유틸리티



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[퀀트전략] 실적 모멘텀이 양호한 5개 업종: 반도체, H/W, 미디어, 호텔레저, 운송

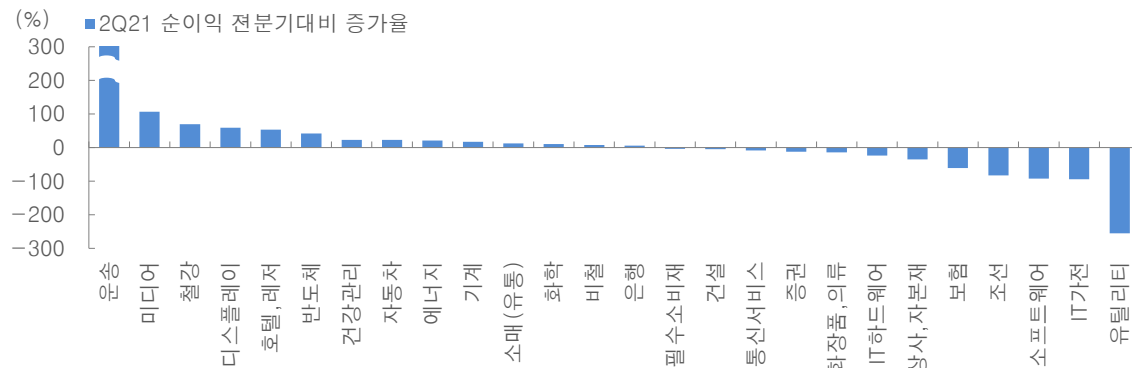
KOSPI 업종별 실적 / 주가 모멘텀 / 밸류에이션 현황

업종	순이익 전년대비 증가율(%YoY)				12개월 선행 EPS 1M 변화율(%)	*가속화 모멘텀	PBR 3년 Z-SCORE		
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21			현재	백분위 1%	백분위 99%
KOSPI	263.7	121.8	52.6	129.7	6.2	-1.2	2.0	-3.0	2.6
에너지	흑전	흑전	326.2	흑전	9.3	-2.1	1.1	-2.5	4.3
화학	639.0	328.6	105.1	흑전	8.4	-1.4	1.5	-2.4	3.7
비철,목재	89.5	122.6	8.6	19.3	15.4	-0.9	2.4	-2.6	3.2
철강	571.4	1,767.1	294.1	683.5	15.0	-2.8	1.8	-2.6	3.6
건설,건축	45.4	66.0	-0.0	흑전	4.7	-1.6	1.5	-2.5	2.9
기계	353.0	147.6	36.2	95.5	6.7	-1.6	2.3	-2.4	3.4
조선	적전	적지	적지	적지	적전	-1.7	1.9	-2.3	3.6
상사,자본재	156.5	237.4	18.4	흑전	11.0	-1.0	0.7	-2.8	3.7
운송	흑전	172.2	1,157.5	114.9	13.3	-2.6	2.4	-2.5	3.9
자동차	165.9	1,264.4	523.4	37.3	6.4	-1.7	1.7	-2.8	3.0
화장품,의류	49.8	50.8	20.5	82.7	11.6	-0.9	0.3	-2.5	3.8
호텔,레저	적지	적지	흑전	흑전	17.4	-0.9	1.6	-2.8	3.0
미디어,교육	적지	흑전	흑전	흑전	10.9	-1.0	3.0	-3.0	3.9
소매(유통)	353.4	193.9	67.4	흑전	3.0	-1.0	0.4	-2.6	3.1
필수소비재	-29.8	-4.0	17.3	91.0	2.2	-0.2	0.6	-2.1	3.2
건강관리	6.7	40.9	39.9	9.3	-3.6	0.0	1.1	-2.0	4.5
은행	37.8	41.5	7.2	21.2	5.6	-1.2	0.1	-2.8	2.2
증권	1,022.8	5.0	6.1	-7.2	4.2	-1.2	1.0	-2.3	3.9
보험	240.0	-1.1	-3.7	1,168.4	2.8	-0.9	-0.1	-2.7	3.8
소프트웨어	2,851.6	60.5	33.2	96.4	-4.7	-1.1	0.6	-2.3	3.7
IT하드웨어	103.8	567.5	66.3	36.1	7.5	-1.1	1.6	-2.2	3.2
반도체	45.5	69.0	36.8	77.9	4.7	-1.3	1.8	-2.2	2.6
IT가전	11.5	-37.0	32.0	43.3	1.4	-2.1	1.8	-2.3	3.9
디스플레이	흑전	흑전	1,130.0	-37.8	11.6	-1.9	1.5	-2.9	2.6
통신서비스	59.5	28.4	7.2	297.3	3.9	-0.9	0.6	-2.6	2.0
유틸리티	10.2	적지	-58.0	적전	-5.9	-1.0	0.8	-3.0	2.7

- 3/4분기까지 각 업종에게 우호적인 실적 모멘텀을 보유하고 있으면서 최근 1개월 12개월 선행 EPS 흐름이 양호한 반도체, H/W, 미디어, 호텔레저, 운송 5개 업종을 관심 업종으로 선정
- 반도체, H/W는 1Q21 ~ 3Q21 순이익 전년대비 증가율의 확대 > 축소가 예상되고 있으며 호텔레저, 미디어, 운송은 2개 분기 연속 확대가 예상되고 있음
- 특히 호텔레저는 2/4분기 기대치를 큰 폭 웃도는 실적을 발표하고 있는 점이 긍정적이며 운송은 최근 주가 조정으로 인해 가속화 모멘텀 지표 상 투자 매력도가 높은 업종

[퀀트전략] 전분기 대비 증가율 기준으로 반도체, H/W, 미디어, 호텔레저, 운송의 실적 모멘텀 양호

KOSPI 업종별 2Q21 순이익 전분기대비 증가율

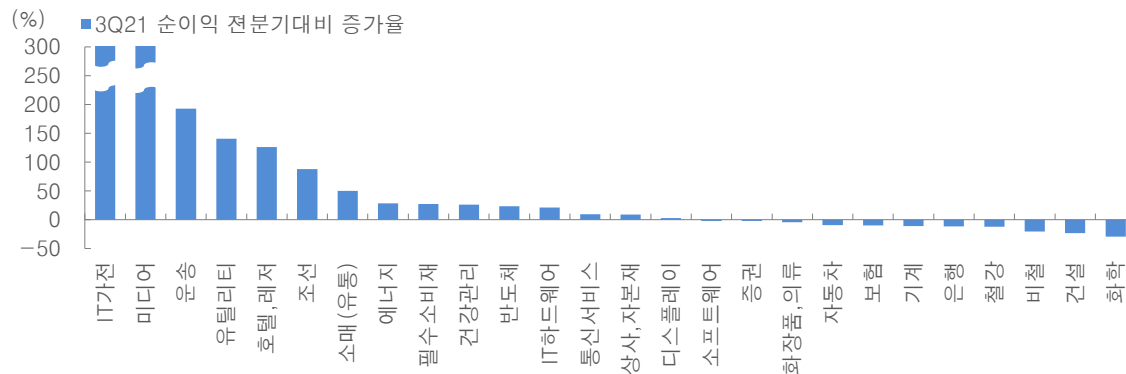


- 운송, 미디어, 호텔레저, 반도체는 전년 대비 순이익 증가율 기준으로 봤을 때 뿐만 아니라 전분기대비 증가율 측면에서도 우수한 실적 모멘텀 보유. 2/4분기와 3/4분기 모두 전분기 대비 실적 증가가 예상되고 있음
- H/W는 2/4분기에 전분기 대비 실적이 감소하나 3/4분기에는 전분기 대비 증가한 실적을 기록할 것으로 기대

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 호텔레저, 조선은 적자지속, 유틸리티는 적자전환, 미디어는 흑자전환

KOSPI 업종별 3Q21 순이익 전분기대비 증가율

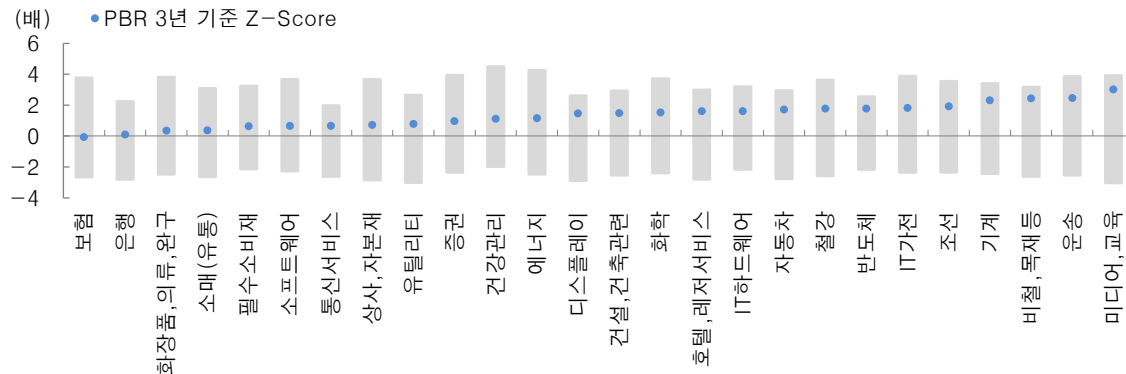


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 유틸리티, 호텔레저는 흑자전환, 조선은 적자지속

[퀀트전략] 업종별 밸류에이션 및 주가 모멘텀 현황

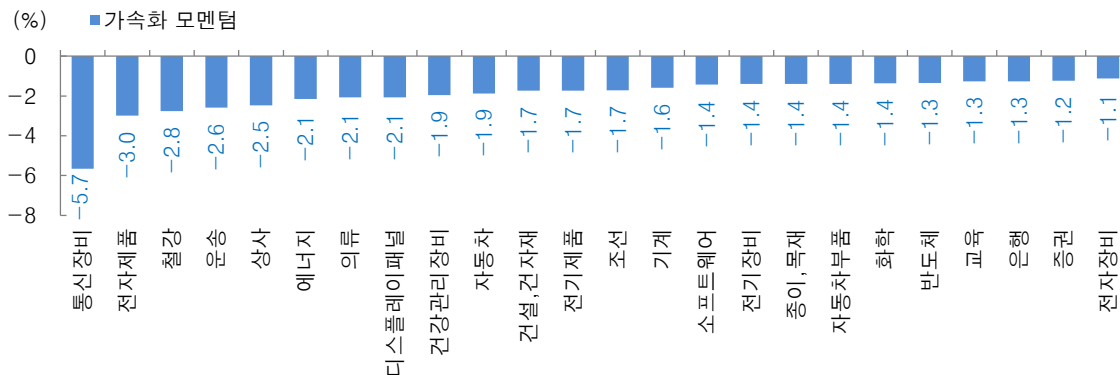
KOSPI 업종별 PBR 3년 기준 Z-Score



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 회색 음영은 PBR Z-Score 상위 1% ~ 하위 1% 레벨 표시

KOSPI 업종별 가속화 모멘텀



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- PBR 직전 3년 기준 Z-Score 상 밸류에이션 매력 보유한 업종은 보험, 은행, 화학제품/의류, 필수소비재 등
- 미디어, 운송은 PBR Z-Score 최상위권으로 타 업종 대비 밸류에이션 부담은 높은 상황
- 가속화 모멘텀 지표상 현재 투자 매력도가 높은 업종은 철강, 운송, 에너지, 가전, 디스플레이 등

* 가속화 모멘텀 지표에 대한 자세한 설명은 21/6/7 발간 보고서 "모멘텀 팩터에 대한 모든 것" 참고

[퀀트전략] 8월 관심종목 20선

2/4분기에서 4/4분기까지 실적 개선 흐름이 이어지는 기업들

업종	Name	전분기대비 실적 증가율(%)			12개월 선행 EPS 1M 변화율(%)	*가속화 모멘텀	PBR 3년 Z-SCORE		
		2Q21	3Q21	4Q21					
조선	HSD엔진	적지	흑전	300.0	60.0	-2.6	1.8	-2.7	3.9
호텔,레저	GKL	적지	적지	적지	48.6	-1.1	0.4	-3.0	1.2
호텔,레저	롯데관광개발	적지	흑전	55.5	40.5	-0.7	0.8	-1.8	5.8
운송	제주항공	적지	적지	적지	26.0	-2.1	2.7	-2.5	5.0
미디어,교육	CJ CGV	적지	적지	흑전	25.6	-1.3	2.5	-2.0	4.8
자동차	한라홀딩스	7.6	1.8	14.0	24.4	-1.6	0.8	-2.5	0.8
자동차	현대위아	64.7	20.1	32.2	21.2	-4.0	2.4	-2.7	4.3
화학	포스코케미칼	4.3	2.8	5.8	11.9	-3.1	0.0	-1.6	4.6
IT하드웨어	솔루스첨단소재	412.2	586.7	16.8	10.9	-1.1	N/A	N/A	N/A
IT가전	삼성SDI	121.7	19.6	11.0	10.0	-1.9	1.9	-2.4	4.3
자동차	만도	6.8	3.2	25.2	9.7	-3.0	1.4	-1.8	2.9
호텔,레저서비스	호텔신라	74.6	10.5	2.4	9.7	-0.9	2.6	-1.8	3.6
반도체	삼성전자	33.9	23.2	2.1	7.0	-1.3	1.8	-2.2	2.9
자동차	넥센타이어	76.2	32.3	15.9	6.3	-2.3	0.5	-2.4	3.8
운송	진에어	적지	적지	적지	5.5	-4.2	3.2	0.9	7.3
소프트웨어	현대오트모터	191.8	2.4	27.5	5.3	-4.9	N/A	N/A	N/A
자동차	금호타이어	1,760.0	147.7	47.1	4.6	-2.1	3.0	-2.8	5.2
유틸리티	한전기술	23.8	503.8	47.8	4.5	-5.9	2.9	-2.4	4.4
미디어,교육	하이브	23.0	154.6	33.0	4.1	N/A	N/A	N/A	N/A
IT가전	두산퓨얼셀	228.1	641.0	117.6	4.0	-0.3	N/A	N/A	N/A

■ 1) 4/4분기까지 전분기 대비 실적 개선 흐름이 지속되는 기업들 중에서

2) 12개월 선행 EPS 최근 1개월 변화율 상위 20개 기업을 관심종목으로 선정

■ 12개월 선행 EPS 상향조정 팩터에 근거한 종목선택 전략은 장기적으로 KOSPI 대비 초과 성과를 달성 해온 전략

* 보다 자세한 분석내용은 21/7/12 발간 보고서 "실적 컨센서스 상향 팩터와 함께하는 실적시즌" 참고

■ Bottom-Up 방식으로 선정한 종목들 중에서는 호텔레저, 자동차 기업들이 다수 분포하는 양상

이슈분석

China Risk 대응: 당의 가이드라인에 주목

최근 규제 이슈는 데이터 안보 주도력, 내부 사회적 이슈를 해결하기 위한 것

규제 불확실성이 높은 시기에는 정부 육성 정책 수혜 업종(반도체, 신재생에너지)에 집중할 필요

Strategist, RA 김정윤

02) 769-3496 / jungyeon.kim@daishin.com

플랫폼 기업 규제 문제는 이미 이전부터 지속되어온 이슈

주요 이슈 타임라인

2021-02-07	국무원 반독점위원회: 플랫폼 경제 분야에 관한 반독점 지침 발표
2021-03-08	전인대 상무위원회: 반독점법 개정 계획 발표
2021-03-12	국가시장감독관리총국: 반독점법 위반으로 텐센트 등 12개 플랫폼 기업에 각각 50만 위안 벌금 부과
2021-03-15	국가시장감독관리총국: 온라인 거래 관리감독방법 발표
2021-03-18	국가 인터넷 정보 판공실, 공안부: 바이트댄스, 알리바바 등 11개 플랫폼 기업 소환해 네트워크 안전법 등에 따라 평가 실시
2021-04-10	국가시장감독관리총국: 반독점법 위반으로 알리바바에 182억위안 벌금 부과
2021-04-13	국가시장감독관리총국: 바이두, 텐센트, 디디추싱 등 34개 플랫폼 기업 대상 행정지도회의 소집. 시장지배력 남용 행위 자체 조사 후 결과 발표 지시
2021-04-22	인민법원: 지적재산권 사법보호 규칙(2021~2025년) 발표
2021-04-26	국가시장감독관리총국: 메이투안 반독점행위 조사 개시
2021-04-29	인민은행, 은감회, 증감회 등 금융당국: 텐센트 등 13개 플랫폼 기업 소환 면담 실시
2021-04-30	광둥성 시장감독관리국: 알리바바, 텐센트 등 42개 플랫폼 기업 행정지도회 개최
2021-05-10	상하이 소비자 보호 위원회: 소비자 권익 보호 문제로 메이투안, 핀뎬뎬 대상 면담 실시
2021-05-14	교통운수부: 디디추싱, 메이투안 등 10개 운수 플랫폼 기업 경영진 소환
2021-06-01	저장성 시장감독관리국: 저장성 내 310개 플랫폼 기업 행정지도회 개최
2021-06-03	국가시장감독관리총국: 메이투안, 샤오먼 등 8개 공유소비 브랜드 기업 행정지도회 개최
2021-06-10	전인대 상무위원회: 데이터 보안법 통과
2021-07-02	국가 인터넷 정보 판공실: 국가 데이터 안보 방지, 국가 보안 보호를 위해 디디추싱 사이버 보안 검사 실시
2021-07-04	국가 인터넷 정보 판공실: 디디추싱 앱을 APP 마켓에서 삭제와 문제 시정 요구
2021-07-06	국무원: 증권 위법 활동을 엄격히 타격하는데 과한 지침 발표
2021-07-08	국가시장감독관리총국: 반독점법 위반으로 메이투안에 50만 위안 벌금 부과, 불법 지분인수 책임으로 텐센트에 50만 위안 벌금 부과
2021-07-09	국가 인터넷 정보 판공실: 디디추싱이 운영하는 25개의 앱을 APP 마켓에서 삭제 발표
2021-07-10	국가시장감독관리총국: 텐센트가 추진하는 후야, 두유와 M&A 중단, 국가 인터넷 정보 판공실 사이버 보안 관련 조치에 대한 개정 내용 발표
2021-07-12	국가시장감독관리총국: 텐센트뮤직 엔터테인먼트 그룹에 대해 음반사의 독점권을 포기할 것을 명령
2021-07-23	국무원: 사교육 부담 경감 관련 지침 발표
2021-07-24	국가시장감독관리총국: 텐센트에 대해 온라인 음원 독점 저작권 계약 포기 요구, 2016년에 차이나뮤직을 인수한 것을 독점금지법 위반으로 50만위안 벌금 부과
2021-07-26	국가시장감독관리총국: 등 7개 부처 인터넷 음식 배달 서비스 플랫폼의 의무를 실천하고 배달원의 권익을 수호하는 것에 관한 지침 발표
2021-07-28	증감회: 요건을 충족할 경우 중국 기업의 미국 상장 허용할 방침
2021-07-30	美 SEC: 중국 기업 IPO 일시중단. 중국에서 운영되는 역외 발행자들의 등록 서류가 발효되기 전에 특정 자료를 공개할 것을 요구. VIE와 실제 회사를 명확히 구분하고, 두 기업 간의 관계에 대한 자세한 정보를 제공할 것을 요구
2021-08-01	증감회: 적절한 해결책을 찾아 시장에 대한 좋은 정책과 제도적 환경을 조성해야 한다. “개혁개방을 추진하는 중국의 기본적 국가정책은 확고하고 대외 금융개방의 강도는 계속 확대될 것”

자료: 주요 언론, 각 부처, 대신증권 Research Center

중국 정부는 이례적으로 상장 직후 기업에 대한 사이버 보안 조사 단행(디디추싱), 이후 연달아 플랫폼 및 사교육에 대한 규제 연달아 발표 그러나 플랫폼 이슈는 이미 작년 애플 그룹 IPO 무산부터 시작해 연초 국무원 반독점 지침, 온라인 거래 등, 사이버 보안에 대한 규제/지침 존재 시장에서는 이미 어느정도 중국 정부의 추가 규제 단행을 예상했음에도 불구하고 이 과정이 빠르고 급진적이었던 점이 불안요인 확대 특히 관련 기업들이 ADR 형태로 미국증시에 상장되어있다는 점에서 이번에 중국 정부가 VIE구조에 대해 부정할 가능성도 큰 우려 요인이었음

이례적으로 여러 산업에 걸쳐 강도 높은 규제를 발표한 것이 불안요인 확대

사이버 보안부터 교육, 배달업까지 사회 다방면에 규제 발표

관련 산업	주요 규제 내용
데이터 보안	<p>사이버 보안법: 2021년 6월 10일 전인대 상무위원회에서 채택, 9월 1일 시행 예정</p> <p>- 제 4장 데이터 보안 보호 의무 제 31조: 중국 내에서 운영하는 동안 중요 정보 인프라 운영자가 수집 및 생성하는 중요 데이터의 국경간 움직임은 중국의 사이버보안법 규정을 따른다</p> <p>- 제 6장 법적 책임 제 46조: 제 31조 규정을 위반하여 해외에 중요한 자료를 제공하는 자는 유관 주관기관에서 시정을 명하고 경고하며 10만위안에서 100만위안까지의 벌금을 부과할 수 있다.</p> <p>- 국가 인터넷 정보 판공실 사이버 보안 검토 조치 관련 개정 내용: 100만명 이상의 사용자의 개인 정보를 보유하고 해외 시장에 새로 상장하는 경우 보안 심사실에 사이버 보안심사를 위해 보고해야 한다</p>
증권 활동 관련 지침	<p>국무원: 불법 증권 활동을 엄격히 단속하는 것에 대한 의견/지침</p> <p>- 요구 사항 19번: 해외 증권의 발행 및 상장과 관련한 기밀유지 및 파일 관리 강화에 관한 규정을 개정하고 해외 상장기업의 정보 보호 주요 책임을 강화하도록 노력한다</p> <p>- 요구 사항 20번: 중국 concept 주식에 대한 감독을 강화한다. 해외 상장에 관한 국무원의 특별규정을 개정하고 국내 산업감독관과 감독부서의 책임을 명확히 하며 부서간 감독협조를 강화한다</p> <p>- 요구 사항 21번: 자본시장법의 역외적용 체계를 확립하고 개선한다. 증권법의 치외적용에 대한 사법적 해석과 뒷받침하는 규칙을 마련하고 치외법적 적용을 위한 구체적인 조건을 개선한다</p>
사교육 관련 지침	<p>중앙위원회, 국무원: 의무 교육 학생의 교외 교육 부담을 줄이기에 대한 의견/지침</p> <p>- 모든 지역은 의무 교육 단계의 학생을 위한 새로운 교육 기반 교외 교육 기관을 승인하지 않으며 기존 교과 기반 교육 기관은 비영리 기관으로 일률적으로 등록</p> <p>- 교육기관은 자금조달을 위해 할 수 없으며 상장기업은 주식시장 자금조달을 통해 교육훈련기관에 투자할 수 없으며 주식을 발행하거나 교육훈련기관을 매입할 수 없다</p> <p>- 외국 자본이 인수합병, 가맹점이나 VIE 등의 방식으로 투자하는 것을 제한</p>
배달업 관련 지침	<p>중국 국가시장감독관리총국 등 7개부처: 음식 배달 플랫폼의 책임 강화 및 배달원 권익 보호에 대한 의견/지침</p> <p>- 배달원에게 최저시급 이상을 보장하고 의료 · 실업보험 등 사회보험에 가입시킬 것</p> <p>- 노동강도 낮추기 위해 주문량 분산 시스템 보완할 것</p>

- 발표된 규제 내용을 세부적으로 보면 중국 정부의 의도는 산업 성장 억제가 아닌 국가안보상의 우려 요인 해결과 저출산, 부의 재분배 등 사회적 문제를 목표로 한 것임 알 수 있음
- 특히나 디디추싱의 경우 개인정보, 자국 내 지리 등 민감 정보를 가지고 있으며 중국 정부는 사이버 보안 확립을 위해 이번에 더욱 민감하게 반응. 이러한 행보는 중국뿐만이 아니라 미국(국가의 사이버 보안 향상에 관한 행정명령), EU(GDPR 일반개인정보보호법) 등과 유사한 성격
- 배달업 관련 지침은 산업 규제로 판단하기 보다는 배달원에 대한 처우 개선을 목적으로 중점 둘 필요
- 최근 사태에 투자자들이 민감하게 반응한 문제는 증권 활동 관련 지침과 사교육 관련 지침에서 해외 상장, VIE(변동지분 실체/계약통제방식) 문제에 대한 해석. 해당 규제 여파로 미국 증시에 VIE 구조를 ADR 형태로 상장되어 있는 기업들이 무너질 수 있다는 우려가 panic-selling으로 이어짐

Panic Sell의 배경에는 VIE 리스크도 큰 비중 차지

VIE 구조에 대해 다소 모호한 중국 법

외국인 투자 관련 주요 사항

중국 상무부 외국투자법(초안) 발표

2015년 1월

- 제 1장 6조, 제 3장 23조: 외국투자자의 중국 역내 투자에 대하여 내국 민대우를 적용한다. 단, 내국민대우를 실시함에 있어 동 법 제23조(목록제 정절차)에 따라 제정된 '외국투자특별관리조치목록(네거티브 리스트)'에 별 도로 규정한 경우는 제외한다. 이는 기존의 '외상투자산업 지도목록'이 아 닌 '투자 내거티브(Negative) 리스트제'를 시행할 것을 명시
- 제 2장 제15조: 외국인 투자의 정의에 '계약 · 신탁 등 방식으로 국내기 업을 지배하거나 국내기업의 권익을 보유하는 경우'라는 표현 명시

중국 전인대 상무위원회 외상투자법 제정, 2020년 1월 시행 예고

2019년 3월

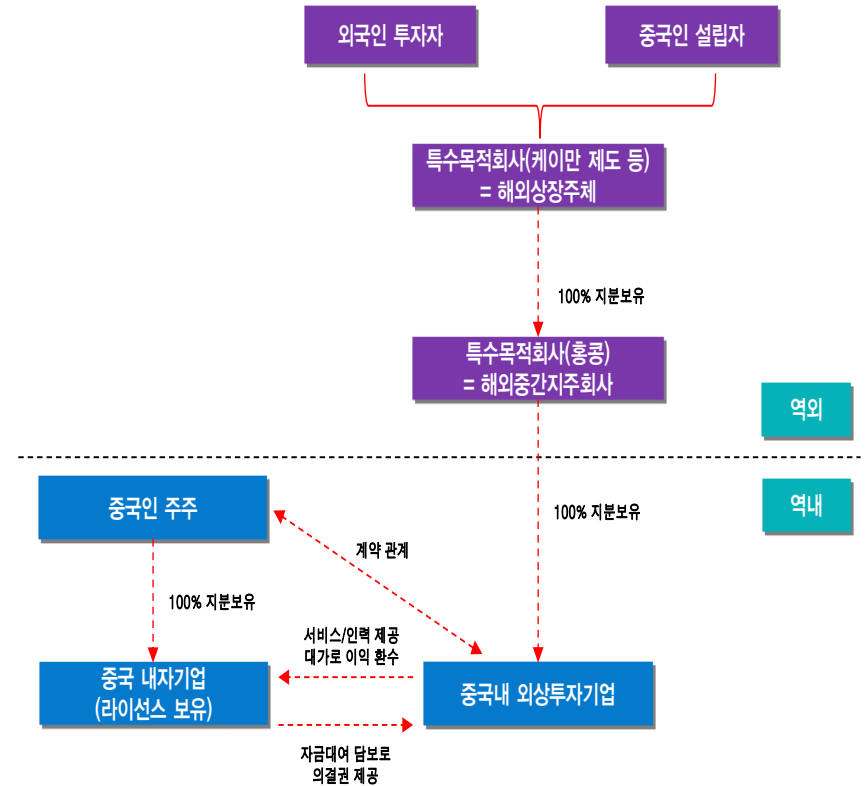
- 2015년 외국투자법 초안은 11장 170개 조항으로 구분, 2019년에 발 표된 외상투자법은 6장 42개조항으로 축소되고 외국인투자자 및 외국투 자, 진입관리 등 많은 내용 삭제
- 2015년 초안에 명시된 VIE에 따른 투자 규제 관련 조항이 삭제되고 제 1장 총칙 제 2조에 외국투자자 정의에 '외국투자자가 법률, 행정법규, 또 는 국무원에서 규정한 기타방식으로 중국 경내에 투자하는 경우'로 수정

2020년판 외국인투자 네거티브 리스트 발표, 20년 7월 23일 시행 예고

2020년 6월

교육: 유아교육기관, 일반 고등학교, 고등교육기관은 중외합작경영만 허 용, 중국 측 과반 기본 확보(교장 또는 주요 행정 책임자가 중국 국적 보유 자, 이사회 구성원 중 중국인이 1/2 이상), 의무교육, 종교교육은 투자금 지 대상 *의무교육 투자금지는 이전 리스트들에서 지속된 사항

일반적인 VIE(변동지분실체) 구조

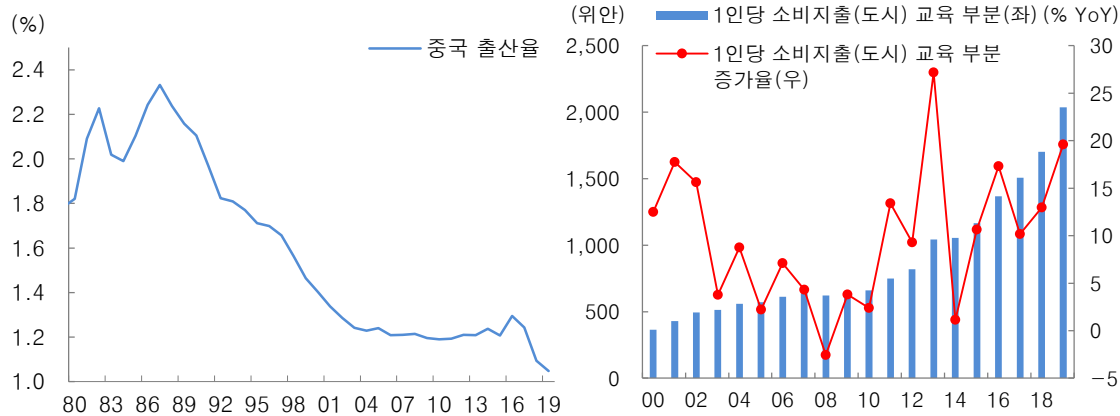


자료: 각 부처, SEC, 대신증권 Research Center

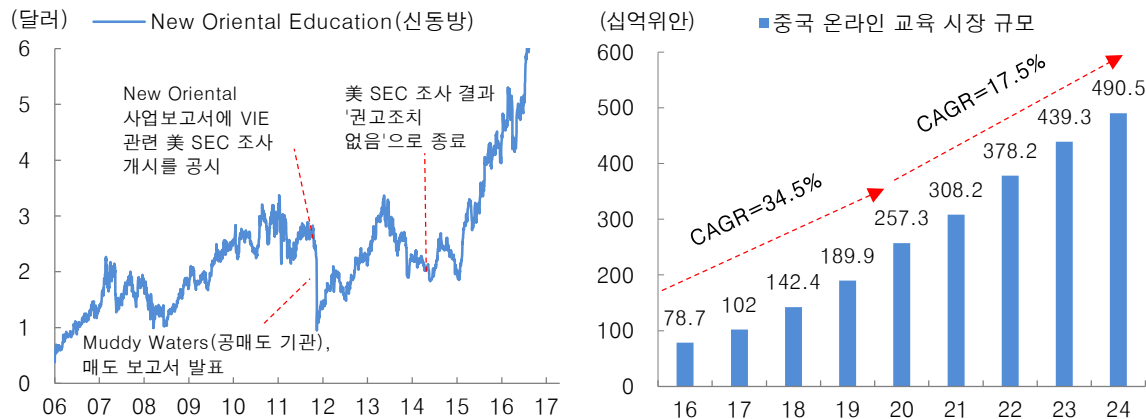
중국은 VIE 구조에 대해 실체를 부정하거나 인정하지 않으며 이번 사태의 불안심리 키움. 2015년 당시 발표된 외국투자법 초안에서 외국인 투자의 정의에 계약 및 신탁 등의 방식으로 국내기업을 지배하거나, 국내기업의 권익을 보유하는 경우라는 표현 명시. 이는 VIE를 외국인 투자로 인정하고 중국이 법적으로 통제하겠다는 의미. 그러나 2019년에 최종 제정된 외상투자법은 해당 문구를 삭제하며 VIE를 부정하거나 인정하지 않음. 의무교육 산업은 원칙적으로 외국인 투자가 금지되어 이를 VIE구조로 우회. 최근 사교육 기업들의 급락 이유 중 하나는 이들 기업들이 VIE로 상장되어 있다는 점

중국 사교육 규제는 사회 문제 해결 목적. 과거 VIE 지적에도 산업 성장과 연동된 흐름으로 관련주 급등 지속

저조한 출산율, 그에 반해 계속 오르는 교육 지출



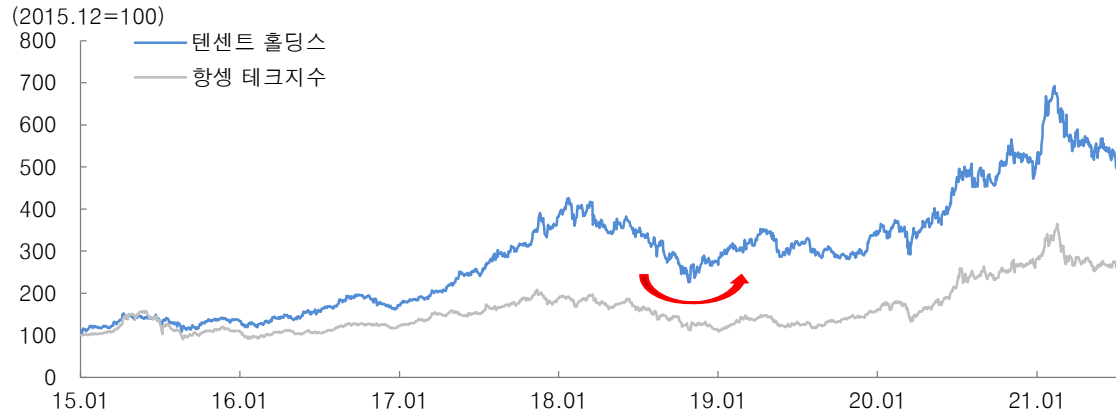
2012년에 VIE구조 지적에 급락. 그러나 결국 산업 성장 급등세에 주가도 급등



- 중국의 사교육 규제는 이미 이전부터 시행 조짐 보임. 지난 2월 교육부는 올해 업무 중점으로 과도한 숙제 및 교외 교육에 대한 재정적 부담을 감소시킬 것이라는 내용 언급. 4월 초에 개정된 민간교육 촉진법에서도 사교육은 교육의 중요한 부분이 되었지만 국민이 만족하는 교육 제공이라는 취지에서 벗어나면 안된다고 명시
- 5월 중앙전면심화개혁위원회에서 의무교육단계에서 학생의 숙제 및 교외 교육에 대한 부담을 경감시키는 것에 대한 의견 합의 통과. 더불어 중국의 출산율 급감, 그에 반해 계속 오르고 있는 교육비 지출에 대응하고 있다고 판단. 특히 중산층의 교육비 부담을 완화하고, 세 자녀 출산 허용 등으로 출산율을 끌어 올리겠다는 의지 보임
- 2012년 신동방 사태의 경우 최근 투자자들의 우려한 VIE구조의 취약성으로 조사를 받아 최근처럼 급락세를 기록한 바 있음. 그러나 과련 여파는 제한적. 오히려 온라인 교육 산업 성장의 급등세에 발맞춰 신동방 주가도 SEC 조사 이후 불확실성 해소되어 역사적 최고치를 경신

당의 규제 방침은 항상 확고. 이에 맞설 이유는 없다

2018년 게임 규제 이슈 이후 텐센트 재차 반등



플랫폼 기업 규제 이슈는 지속적으로 시달려 온 문제



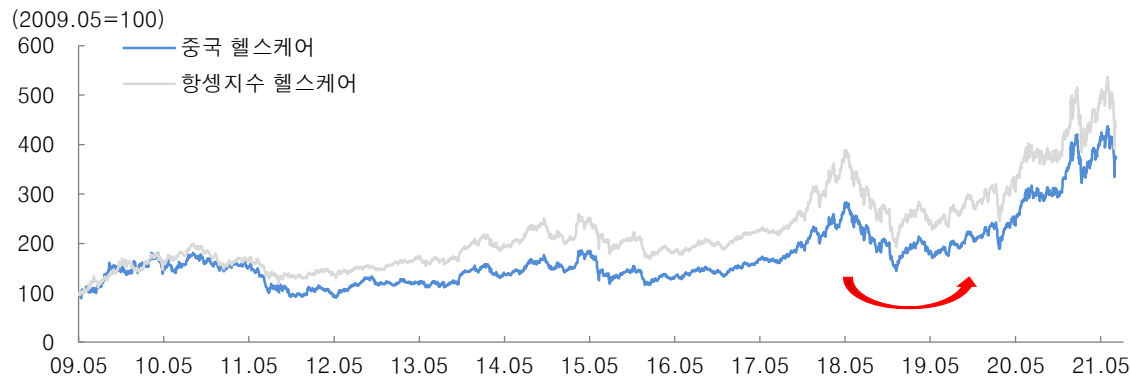
- 최근 기업 규제 이슈가 게임 산업까지 번질 우려 형성. 2018년에 중국 당국이 게임중독을 단속하고 텐센트의 라이선스 발급을 중단한 바 있음
- 이는 당시 텐센트 매출에 직접적인 타격을 주면서 13년 만에 처음으로 분기 순이익이 감소
- 그러나 연말 게임 판호 발급 심사를 기점으로 규제 불확실성 완화, 곧바로 반등세 기록
- 지난 몇년간 중국은 플랫폼 기업 중심으로 규제 이슈에 지속적으로 시달렸음. 관련 기업들 다수 포진한 Golden Dragon China지수를 보면 규제 발표에 따라 단기적으로 등락과정을 보임
- 그럼에도 불구하고 해당 산업의 발전 속도에 따라 추세적으로 상승하는 모습 보이며 오히려 애플그룹 상장 이후 최고점을 경신

산업에 대한 개혁은 오히려 장기적으로 호재로 작용될 소지

장기적인 관점에서 의료개혁은 산업 성장 동력으로...

	2018년 헬스케어 관련 주요 이슈
2018년 5월	수입한 항암제 등 28종 약품에 대해 0%의 잠정관세 적용
2018년 7월	절강화해제약 발사르탄 API에서 발암성 불순물 검출 창성바이오 가짜 백신 미년건강산업 무면허 진료 적발
2018년 9월	중국약품감독관리국이 국가시장감독관리총국 산하기관으로 지정
2018년 12월	4개의 직할시와 7개의 성에서 31개 의약품에 대한 중앙집권식 국가 의약품 조달 시범 계획 추진

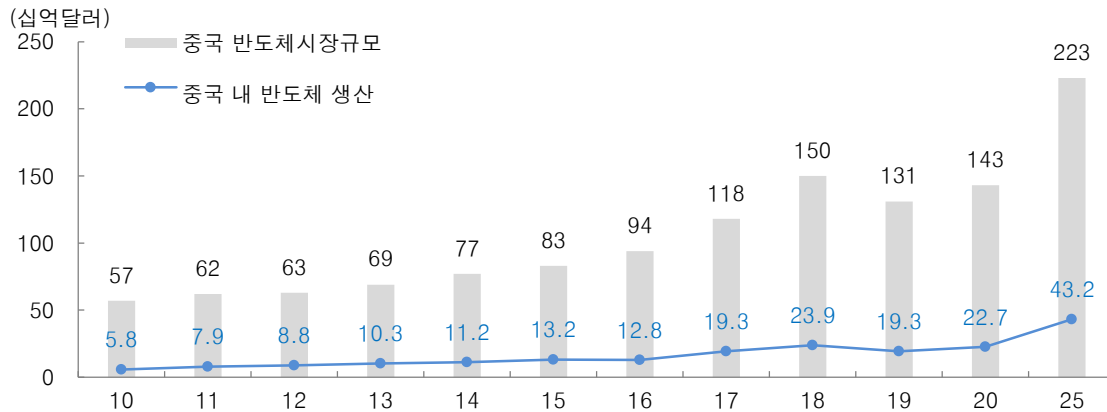
의료개혁 이후 오히려 헬스케어 지수는 더욱 크게 반등



- 산업에 대한 규제/개혁은 반드시 부정적인 요인은 아니라고 판단
- 특히 중국 의료개혁을 봤을 때 오히려 개혁 이후 산업이 더욱 탄력적으로 성장해 헬스케어지수도 역사적 최고치를 경신
- 2018년에는 약가 및 조달 방식 등에 대한 주요 개혁이 이루어졌음. 물론 당시 7월에 가짜 백신, 무면허 진료 등 약재성 뉴스 플로우도 헬스케어 지수 급락 요인으로 작용
- 그러나 관련 불확실성 해소, 개혁을 통한 신약 개발, 바이오테크 혁신 등 산업의 장기적인 발전 도모로 오히려 헬스케어 지수는 탄력적인 상승세를 기록

당의 가이드라인에 따른 정책수혜업종 옥석 가리기 1) 반도체

중국 반도체 생산은 아직 낮은 수준. 이를 확대하기 위한 정부 정책 확대 기대



하반기 들어 플랫폼 기업들도 반도체 산업에 진출하기 시작

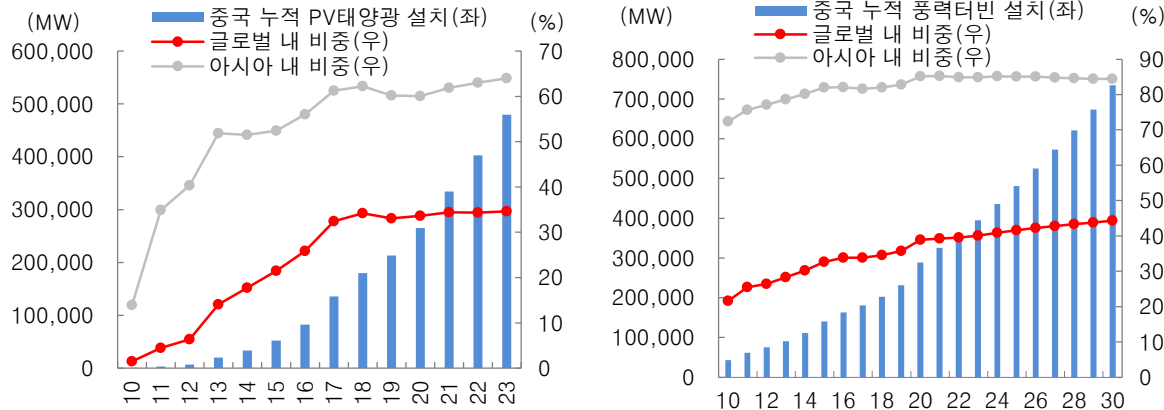
기존 플랫폼 기업들도 반도체 제조라는 국가사업 진출 시사

2020년 8월	국무원: 새로운 시기 집적회로 산업 및 소프트웨어 산업의 고품질 발전 촉진을 위한 정책 통지 발표하며 첨단기술 보유한 기업에 대해 세제 지원 강화
2021년 3월	14차 5개년 계획 및 2035 중장기 목표에서 반도체 분야를 전략육성 분야의 하나로 선정. 중국의 약점이 되고 있는 설계 소프트웨어, 중요 제조장비 및 제조기술, 첨단 메모리 기술등 3세대 반도체 등의 개발을 직접적 언급 재정부 등 3개 부처는 집적회로 산업과 소프트웨어 산업 발전 지원을 위한 수입 세수 정책에 관한 통지를 발표하고 집적회로 산업과 소프트웨어 산업 관련 부품에 대한 수입관세 면제 내용을 구체화
2021년 6월	바이두: AI 반도체 사업부를 분사해 쿤룬칩테크(Kunlun Chip Technology) 설립
2021년 7월	텐센트: 반도체 엔지니어 채용 언급으로 산업 진출 시사 알리바바: 파산 위기에 처한 반도체 관련 복합기업 칭화쯔광집단 인수 계획

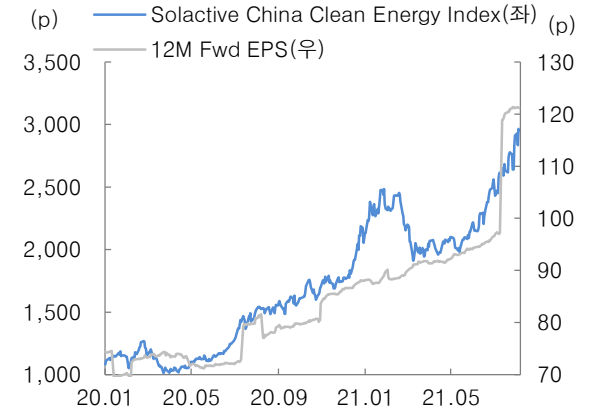
- 중국은 14차 5개년 계획 및 2035 중장기 목표에서 쌍순환 전략, 혁신주도 성장. 더불어 올해 들어 공급망 병목 현상 부각되면서 기술자립도 추구
- 미래 신산업의 발전을 위해서는 반도체 공급이 중요. 중국의 반도체시장 규모는 성장하고 있지만 그에 반해 중국 내 반도체 생산 규모는 아직 역부족
- 국무원은 새로운 시기 집적회로 산업 및 소프트웨어 산업의 고품질 발전 촉진을 위한 정책 통지를 발표하고 세제 지원 등 차세대 반도체 제조에 대해 전폭적인 지원을 해주고 있음
- 하반기 들어 바이두, 텐센트, 알리바바 등 기존 플랫폼 기업들도 하나 둘 씩 반도체 산업에 진입하며 반도체 산업이 국가 전략 사업으로 거듭나고 있다고 판단

당의 가이드라인에 따른 정책수혜업종 육성 가리기 2) 신재생에너지

태양광, 풍력 부문에서 글로벌, 아시아 내에서 상당 비중 차지할 전망



중국 신재생에너지지수 이익전망 상향 뚜렷



당에서 직접적으로 신재생 산업에 집중할 것을 요구

신재생 산업 관련 2021년 주요 이슈

2021년 2월 탄소배출권 거래 관리방법 구축

국가발전개혁위원회: 2021년 신형 도시화 및 도농 융합발전 중점업무 발표. 에너지의 청정 · 저탄소 · 안전 · 고효율 이용, 녹색 저탄소 전환을 심화 추진할 것을 제시

2021년 4월 인민은행/발개위/증감회: 녹색채권 지원 사업 목록 발간

국가에너지국: 2021년 석탄 소비 비중 56% 이하, 신규 전기에너지의 대체 전력 규모는 2,000 억 kWh, 전기에너지가 최종 소비 에너지에서 차지하는 비중은 28%에 도달하도록 힘쓰고, 동시에 비(非) 화석에너지 발전 설비용량은 11억 kW에 달하도록 할 것을 명시

2021년 5월 생태환경부/탄소 거래관리규범 구축

2021년 6월 상하이환경에너지거래소/ 전국 통합 탄소배출권 거래에 관한 공고

2021년 7월 전국 단일 탄소배출권거래소 출범

- 국가발전개혁위원회는 지난 4월 공업, 건축, 교통 등 분야에서 녹색 저탄소 전환을 심화 추진할 것을 직접적으로 제시
- 국가에너지국은 전체 전력사용량 중 풍력 및 태양광 발전량 비중을 올해 11%, 2025년 16.5%까지 확대하는 목표 설정 등 신재생 산업 확대에 대한 의지를 확인
- 지금과 같이 규제 불확실성이 높은 시기에는 앞선 반도체 산업과 신재생 산업 등 중국 정부가 이전부터 직접적인 가이드라인을 제시하고 육성 정책을 펼치고 있는 업종에 대해 주목하는 대응전략을 펼치는 것이 현명하다고 판단

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 이경민, 공동락, 김지윤, 김정윤)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.