

9월 주식시장 전망 및 투자전략 | 2021. 9. 2

흔들려도 부러지지 않을 KOSPI

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

9월 증시 전망 및 투자전략

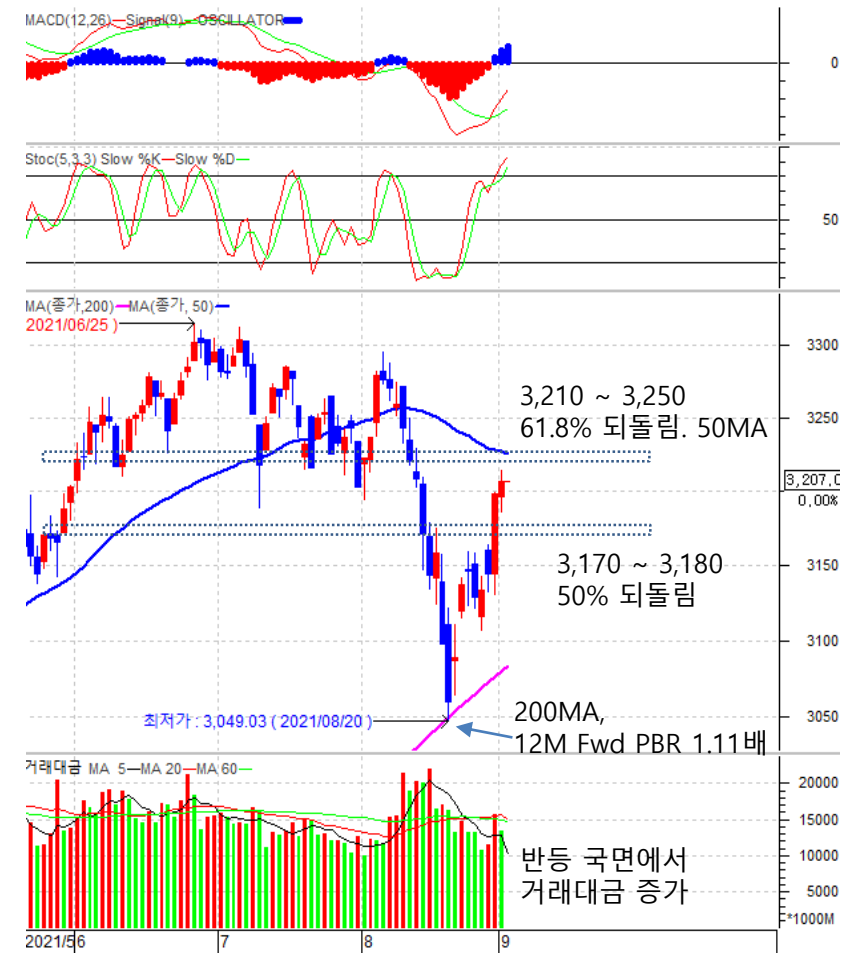
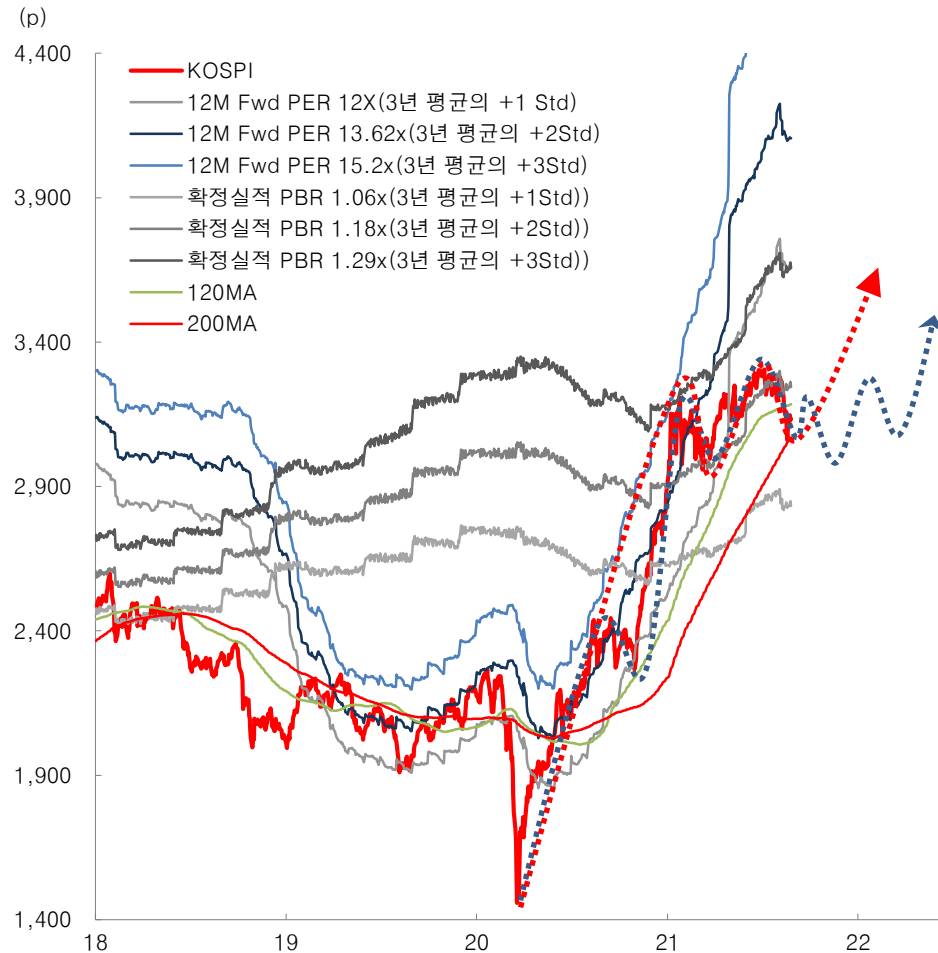
Summary	3
주식시장 전망	6
8월 Review : 후반부에 1차 반등 성공	6
9월 KOSPI Band : 3,080 ~ 3,270p	11
이유 있는 9월 ~ 11월 강세 패턴	17
펀더멘털 점검. 추세반전 위험은 없나?	24
파월 연준 의장의 메시지	30
9월 FOMC에 주목하는 이유	38
엎혀있는 실타래... 반도체, 원/달러 환율, 외국인 매매...	44
투자전략	58
수출주(반도체, 자동차)와 구조적 성장주(인터넷, 2차 전지, 신재생에너지) 비중확대 유지	
퀀트전략	73
9월 관심 업종: 화학, 철강, 은행, H/W, 통신. 낙폭과대주 20종목, 고배당주 15개 관심종목 제시	

Summary. 기술적 반등, 이후 방향성 탐색... 9월 FOMC 이후 단기 흐름 결정. 중장기 상승추세는 유효

- **9월 KOSPI Band 3,080 ~ 3,270p**
하단 KOSPI 3,080p : 12개월 선행 PBR 1.125배로 올해 평균의 -2표준편차 수준. 추세선이라 불리는 200일 이동평균선 위치. 중장기 추세 분기점 상단 KOSPI 3,270p : 12개월 Fwd PER 11.26배로 21년 평균의 -1표준편차. 12개월 선행 PBR 1.21배로 올해 고점권. 되돌림, 정상화 1차 목표치
- **국내외 펀더멘털 동력에 근거한 KOSPI 중장기 상승추세 유효.** 글로벌 경기회복 지속, 2022년 GDP 성장률 상향 조정 중
한국 수출 모멘텀 견고, 2022년까지 KOSPI 기업이익 성장 예상. KOSPI는 현재 저평가 국면. 장기투자 측면에서 기존 주도주들의 비중확대 기회 특히, 9월 이후에는 글로벌 연말 소비시즌이 다가오는데 따른 재고축적 수요 유입 가능. 글로벌 증시의 9월 ~ 11월 강세 패턴 반복
- **다만, 단기 전망과 대응에 있어서는 유연함 요구**
코로나19 상황 악화, 중국 규제 리스크, 미국/한국 통화정책 불확실성에 반도체 업황/실적 불안이 가세하며 불확실성 요인들과 외국인 매도, 원화 약세 등의 변수 간에 악순환의 고리 형성. 이 과정에서 반도체 업종 중심의 KOSPI UnderShooting, 원/달러 환율의 OverShooting(원화 약세), 외국인 과매도 진입. 다소 과한 쓸림에 의한 정상화 과정 수반. 하지만, 엉클어진 실타래를 풀기는 쉽지 않은 상황. 그리고 시간이 필요
- **당분간 KOSPI는 3,000 ~ 3,300선 박스권 등락 예상.** KOSPI 박스권에서 매매전략은 평정심(平靜心)이 필요
KOSPI 추세가 확인되기 전까지는 박스권 하단에 근접하고 공포심리가 커질수록 매수대응이 필요하고, 박스권 상단에 근접하고 기대심리가 커질수록 단기 반등이 강했던 업종/종목을 중심으로 비중을 줄여야 한다는 의미. 3,200선 이상에서는 리스크 관리, 3,100선 이하에서는 비중확대 전략 권고
- **9월 FOMC(21일 ~ 22일) 전후 단기 변동성 확대 가능성 경계.** 21년, 22년 점도표 변화와 새롭게 제시되는 2024년 점도표 확인 필요.
연준의 통화정책 정상화, 긴축의 속도와 레벨을 가늠. 긴축 속도에 대한 부담이 커질 경우 글로벌 금융시장에 단기 충격변수로 작용할 수 있음
- KOSPI가 상승추세 재개를 위한 조건 1) 반도체를 중심으로 한 KOSPI 2022년 실적 기대감 재유입, 2) 원/달러 환율의 하락추세(원화 강세 추세)
반도체 업황/실적에 대한 전망과 원/달러 환율이 변하면 현재의 악순환의 고리가 선순환의 고리로 전환될 수 있음
- **[투자전략]** 중장기 전략적으로 구조적 성장주(인터넷, 2차 전지, 신재생에너지)와 수출주(반도체, 자동차, 운송) 비중확대 전략 유지
특히, 반도체는 중단기 가격/밸류에이션 매력과 연말 소비시즌을 앞둔데 따른 수혜 기대. 추격매수보다는 변동성을 활용한 매수전략 권고
단기적으로는 낙폭과대주의 반등시도 지속될 전망. 시클리컬, IT, 코로나19 피해주 등이 이에 해당. 다만, 방망이를 짧게 잡을 필요가 있음
- **[퀀트 전략]** 8월 주가 조정으로 KOSPI 밸류에이션 부담 다소 완화. 기술적 반등 가능한 권역 진입. 다만 경기 정점 통과 논란, 델타 변이 확산, 연준 통화 정책 등 각종 불확실성 요인은 여전. 하반기 실적에 대한 의구심이 최근 실적 팩터의 주가 선행성 약화로 이어지는 모습. 9월에는 낙폭과대, 고배당주 안 전마진을 확보한 기업들 중심의 대응 제안. 최근 실적 전망치 흐름이 양호한 8월 주가 하락폭 상위 종목 20개, 올해 순이익 성장이 기대되는 고배당주 15개를 관심 종목으로 제시. 낙폭과대주, 고배당주가 다수 분포한 업종은 화학, 철강, 은행, H/W, 통신

[KOSPI 9월 Band 3,080 ~ 3,270p] 9월 FOMC 회의가 분기점

중장기 추세는 유효. 다만, 기술적 반등 이후 9월 FOMC 결과에 따른 변동성 확대 가능성은 경계



[Strategy] 중장기 전략적 대응과 낙폭과대주, 배당주 중심의 전술적 대응력 강화

구조적 성장주와 수출주 비중확대 전략 유지. 9월 낙폭과대주, 배당주 중심의 Trading Buy 제안

Sector

Buy & Hold

인터넷, 2차 전지,
반도체, 자동차,
신재생에너지

퀀트 전략

화학, 철강, 은행,
H/W, 통신

섹터 전략

통신(KT), 보험(현대해상),
2차전지(에코프로비엠),
운송(팬오션), 기계(효성중공업)

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

9월 KOSPI 유망 종목 ; 낙폭과대 & 배당주

최근 실적 전망 흐름이 양호한 8월 주가 하락폭 상위 기업 20개

효성티앤씨, LG화학, LG전자, 코웨이, POSCO, LG디스플레이, 두산밥캣,
롯데지주, 일진머티리얼즈, 현대제철, 삼성에스디에스, SK하이닉스, LG이노텍,
삼성엔지니어링, 호텔신라, 삼성전기, 한국타이어앤테크놀로지, LG유플러스,
CJ제일제당, KT

2021년 순이익 성장이 기대되는 고배당주 15개

삼성증권, 우리금융지주, 하나금융지주, NH투자증권, 금호석유, 기업은행,
삼성카드, KT, 쌍용C&E, 신한지주, KB금융, GS, 한국금융지주, S-Oil,
한국가스공사

2020년 4월 이후
상승추세 주도주
Buy & Hold 유지

단기 Trading Buy
실적 흐름이 양호한
낙폭과대주 20개
&
순이익 성장 기대되는
고배당주 15개

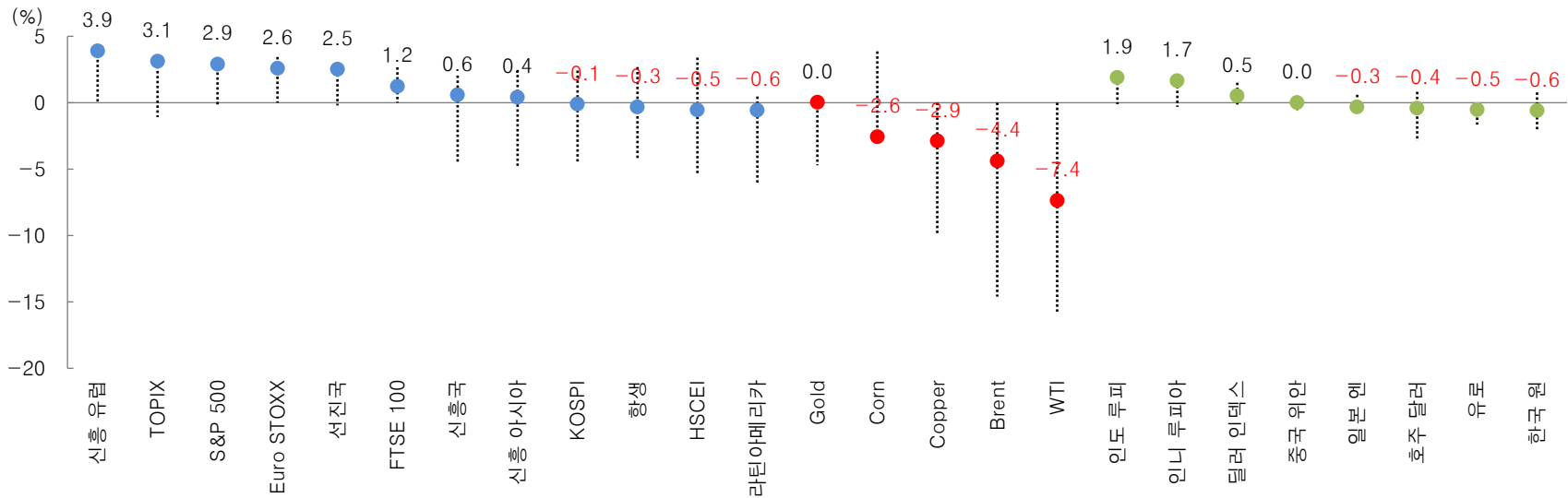
8월 Review : 후반부에 1차 반등 성공

Strategist, RA 김정윤

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

미국은 7개월 연속 상승세 기록. 신흥국은 상대적으로 약세 이어갔지만 월말 분위기 반전 모색

8월 글로벌 금융시장 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

주: 8월 31일 종가 기준

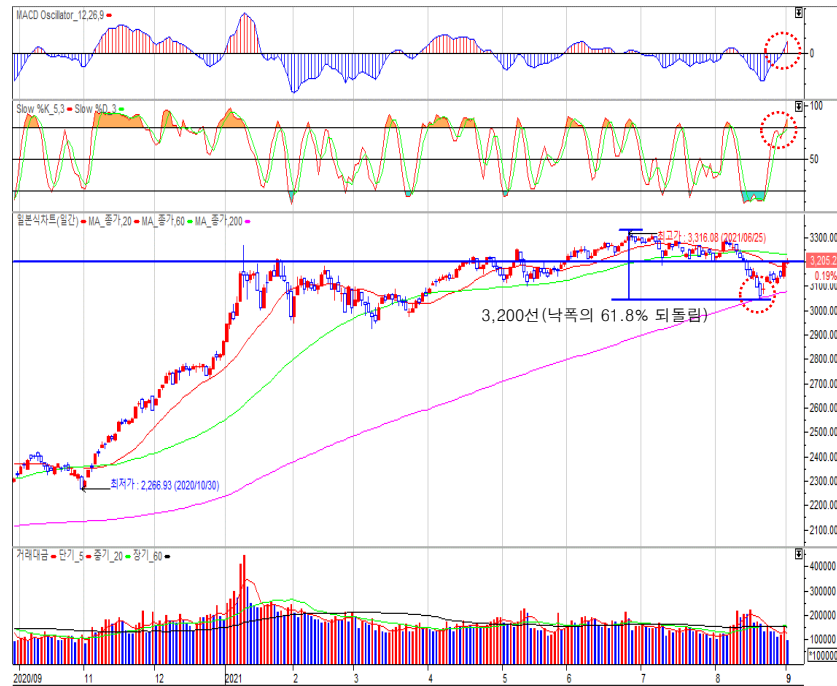
7월에 이어 선진국 증시의 상대적 강세 지속. 특히 미국 S&P500은 7개월 연속 상승세 기록. 코로나19 델타 변이 확산, 경기 둔화 우려는 증시에 전반적으로 제한적인 영향. 향후 실적 모멘텀 강화에 기대하는 모습. KOSPI는 20일까지 급락 이후 분위기 반전 모색하며 월말 들어 반등세 기록. 홍콩H지수, 항셱지수는 지속되는 중국 정부 정책 리스크, 기업 규제에 등락과정을 보였으나 월말 들어 관련 이슈 소화하며 반등 시도.

원자재 시장에서는 브렌트, WTI 등 원유는 델타 변이 바이러스 확산, 경제지표 부진에 따른 향후 수요 둔화 우려에 약세. 구리는 코로나19 델타 변이 확산에 특히 중국이 일부 지역에서 봉쇄조치를 시행하는 등 경기 둔화 우려에 하락세 기록.

전반적으로 위험선호 심리 되살아나며 인도 루피, 인니 루피아 등 신흥국 통화가 달러 대비 상대적 강세 기록. 원화는 여타 환율 대비 약한 모습 보였으나 월말 들어 1,160원 하회하며 약세 압력은 완화. 통화정책 불확실성 측면에서는 잭스홀 미팅에서 파월 연준 의장이 이를 상당부분 완화.

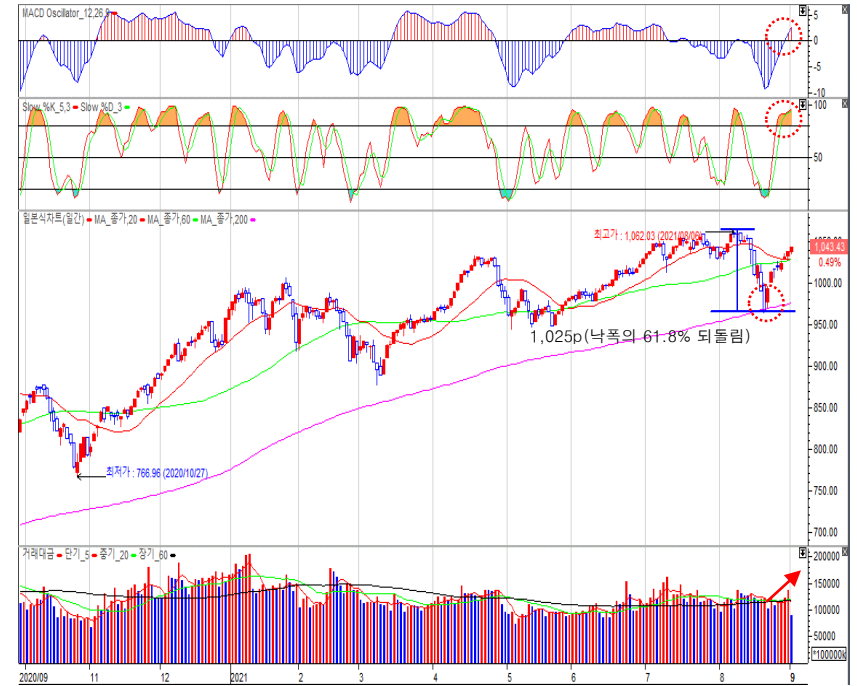
KOSPI, KOSDAQ 모두 200일 이동평균선에서 반등. 다만 KOSPI 거래대금은 아직 부진

KOSPI 200일 이동평균선에서 반등



자료: 대신증권 Research Center

KOSDAQ은 이미 낙폭의 61.8%(1,025p) 회복

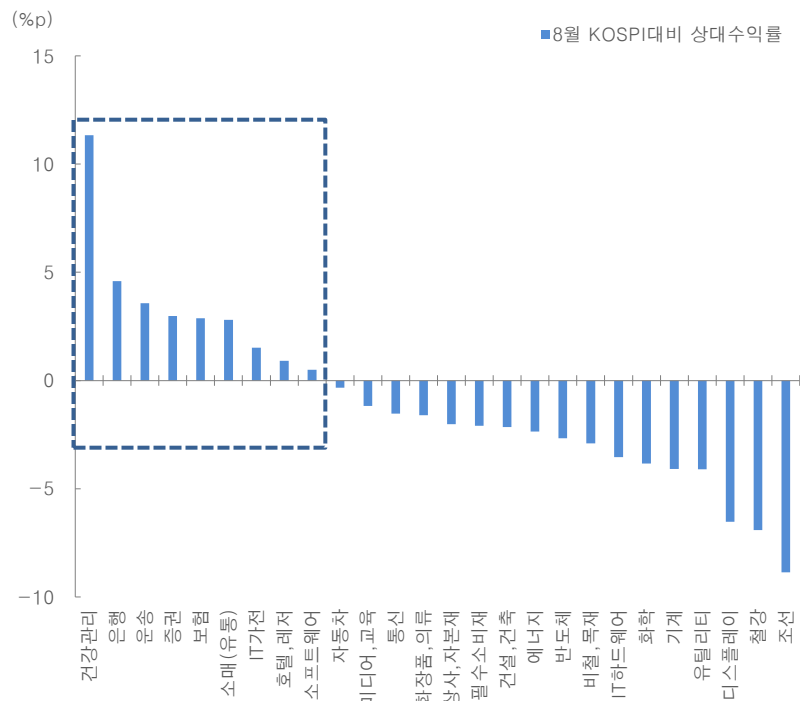


자료: 대신증권 Research Center

8월 KOSPI는 반도체에 집중된 외국인 순매도세에 3,049p까지 레벨 다운되는 모습 보였으나 200일 이평선에서 시장 분위기 반전, 반등세 기록 KOSPI 급락에 영향을 끼친 원/달러 환율 Overshooting과 반도체 급락세는 모두 월말 들어 진정, 외국인 수급 여건 개선도 긍정적 KOSPI 고점(3,300선)대비 낙폭(20일 3,049p)의 50% 되돌림 수준인 3,175p까지 회복. 월말 낙폭의 61.8% 되돌림 수준인 3,200선까지 근접 상대적으로 월간 낙폭이 컸던 KOSDAQ(저점 기준 -6.51%)도 200일 이평선에서 반등. 낙폭의 61.8% 되돌림 수준인 1,025p 돌파 200일 이평선에서 반등, MACD-시그널 상향돌파 등 기술적 지표는 긍정적이지만 여전히 KOSPI 거래대금은 부진하고 있음

2/4분기 실적시즌 종료, 개별 종목 장세, 낙폭과대주들의 급반등세 전개

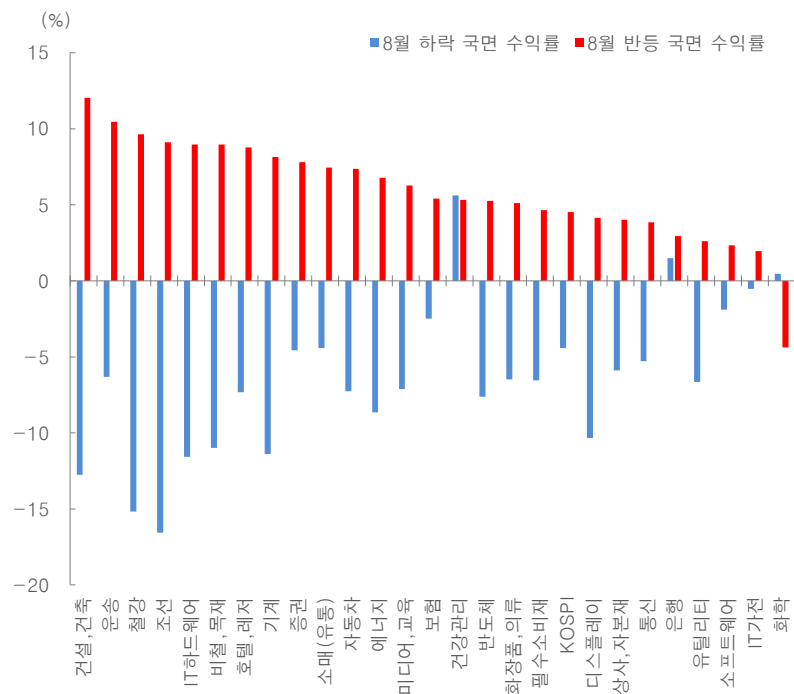
KOSPI Outperform 업종 : 건강관리, 은행, 운송



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 8월 31일 종가 기준

8월 반등 국면에서는 낙폭과대주들의 수익률 상위권



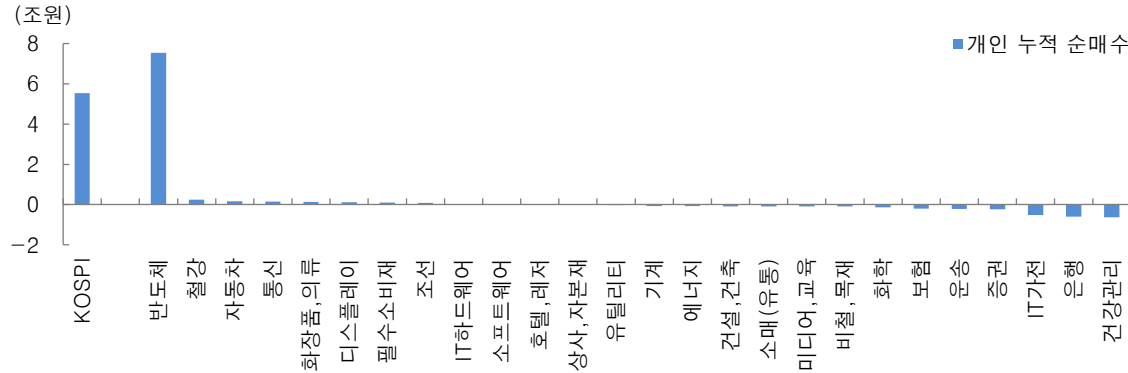
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 8월 31일 종가 기준

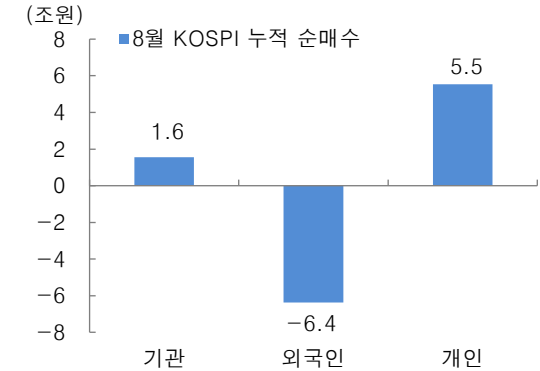
8월 업종별 수익률은 대체로 개별 기업 이슈에 영향. 코로나19 백신 임상 기대감에 SK바이오사이언스는 83.87% 급등, 건강관리 업종 강세 주도
은행 업종은 카카오뱅크 상장에 강세. 반면 조선, 철강, 기계, 유틸리티 등 주요 경기민감 업종은 델타 변이 확산, 경기 둔화 우려에 부진
8월 KOSPI 하락국면(20일 3,049p까지)에서 낙폭이 컸던 업종(철강, 조선 등)들이 전반적으로 월말 반등 국면에서 높은 수익률 기록
화학 업종은 전기차 리콜, 배터리 이슈에 월간 기준 KOSPI 대비 Underperform, 반등 국면에서는 유일하게 소외되며 마이너스(-) 수익률 기록

KOSPI보다는 반도체에 집중된 외국인 순매도

8월에 개인투자자는 저점 인식에 반도체 중심으로 순매수

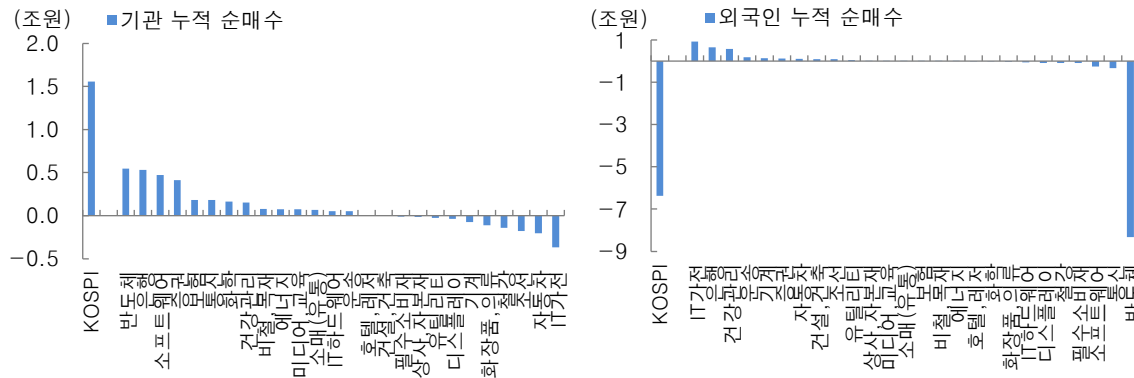


환율 변수에 불안한 외국인 수급



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

기관 1.6조원 순매수, 외국인 6.4조원 순매도(반도체 업종은 8.3조원 순매도)



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 8월 외국인 수급은 반도체에 집중. KOSPI는 6.4조원 순매도, 반도체 업종은 이보다 높은 8.3조원 규모 순매도. 여기에 반도체 업황 둔화 우려 뿐만 아니라 원/달러 환율 Overshooting도 외국인 수급에 악재로 작용
- KOSPI 대비 Outperform한 은행, 건강관리 업종에는 외국인, 기관 순매수 동반 유입. 개인 반도체주 저점 인식에 반도체 업종을 7.53조원 순매수

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

9월 KOSPI Band : 3,080 ~ 3,270p

Strategist 이경민

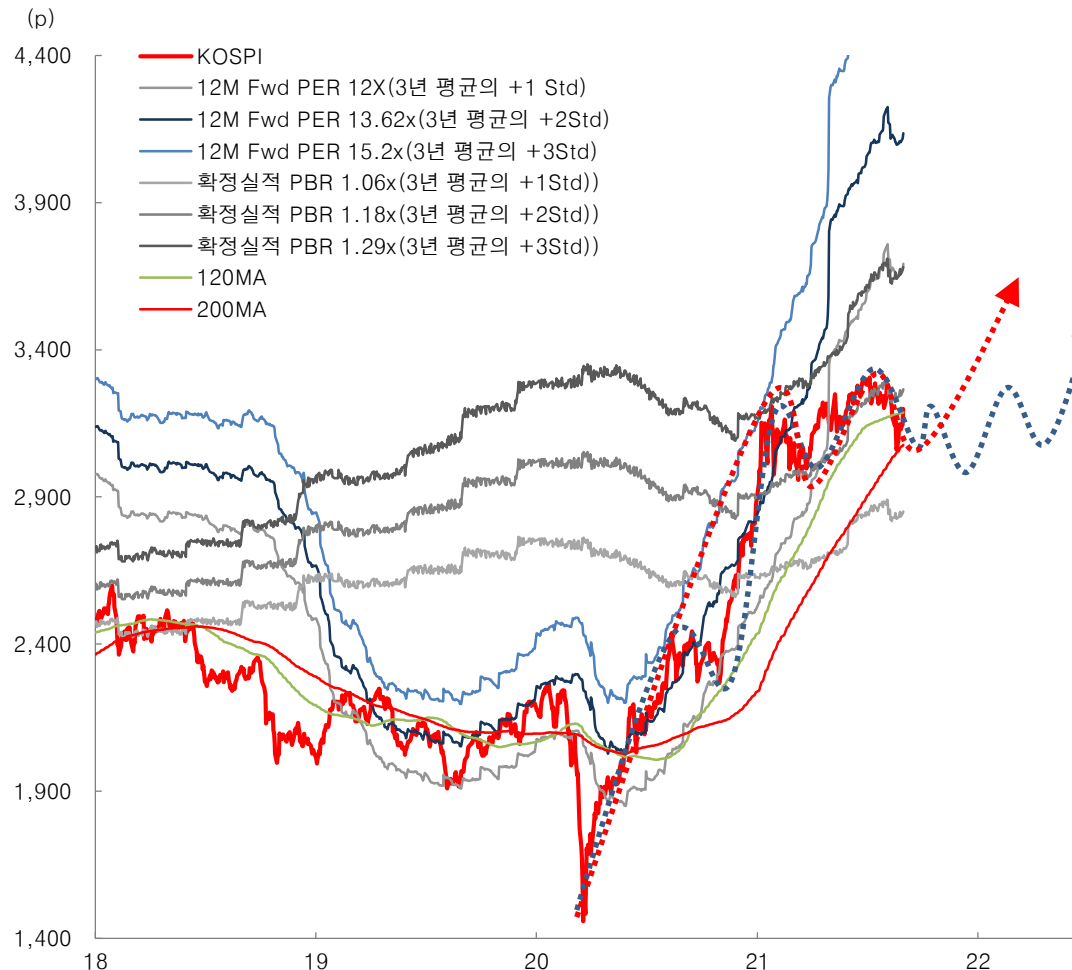
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist, RA 김정윤

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

9월 턴어라운드, 10월 이후 상승추세 재개 전망. 9월 FOMC 결과에 따라 변동성 확대 가능성은 경계

2차 상승추세(펀더멘털/매크로 장세) 전개 중. 4Q KOSPI 상승추세 재개 전망
9월 변동성 확대시 대형주, 업종 대표주 중심으로 Buy & Strong Buy 전략 유효

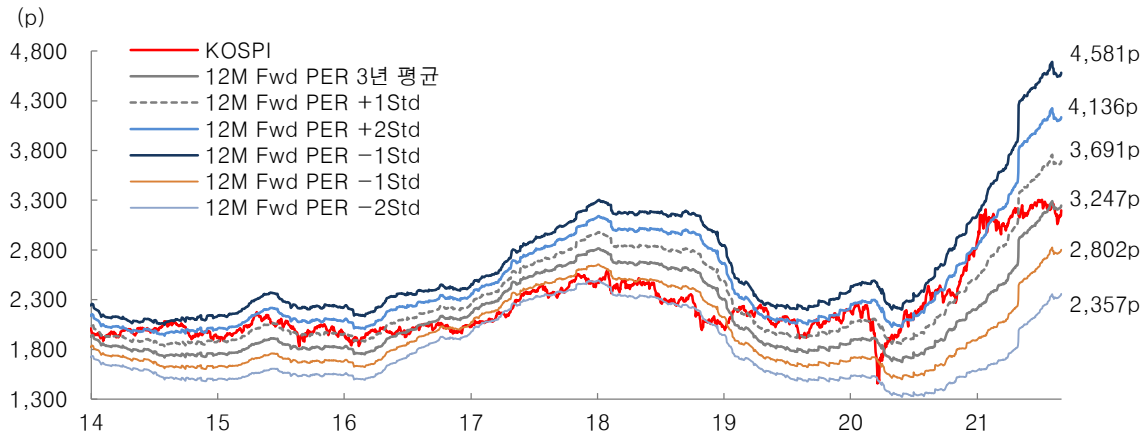


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 반도체 업종 UnderShooting, 원/달러 환율 OverShooting, 외국인 과매도 권역에서 KOSPI 반등시도. 다양한 대내외 불확실성 변수들이 얹히고 설켜며 하방압력을 높였다면, 실타래들이 하나 둘 풀리는 것만으로도 KOSPI는 정상화, 기술적 반등 국면 전개
- 1차적으로 KOSPI 반등을 기대할 수 있는 지수대는 3,170 ~ 3,180선. 고점(6월 25일, 8월 5일, 3,300선)대비 저점(8월 20일 3,049p)의 50% 되돌림 수준. 추세 반전을 가능할 수 있는 지수대는 3,200 ~ 3,215선. 낙폭의 61.8% 되돌림 수준
- Best 시나리오 : 9월초 3,200선 회복 및 안착국면. 9월 23일 FOMC 이후 3,300선 돌파
- Worst 시나리오 : 9월초 3,200선 회복 이후 고용 서프라이즈에 안착 실패. 9월 9일 쿼드러플 위칭데이 당시 3,100선 이탈, 11일 8월 CPI 둔화에 반등시도. 9월 23일 이후 3,000선 하향이탈
- KOSPI 3,180 ~ 3,210선에서는 반등시 비중 축소 권고. 이후 방향성 결정되면 전략적 스탠스 강화 제언

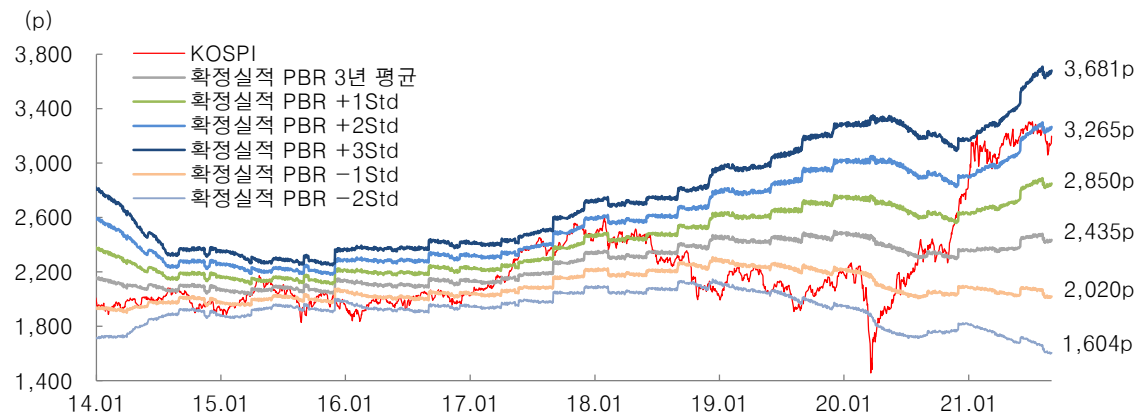
9월 KOSPI Band 3,080 ~ 3,270p

12개월 선행 PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

확정실적 기준 PBR Band

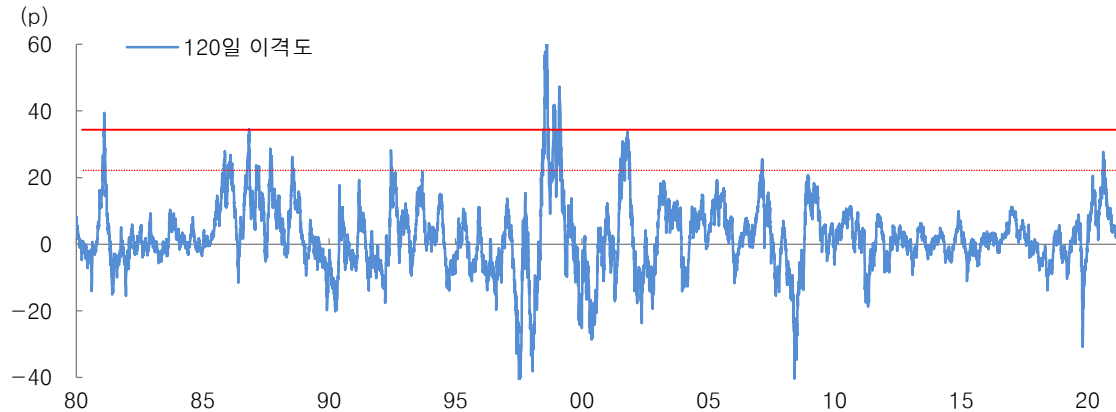


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

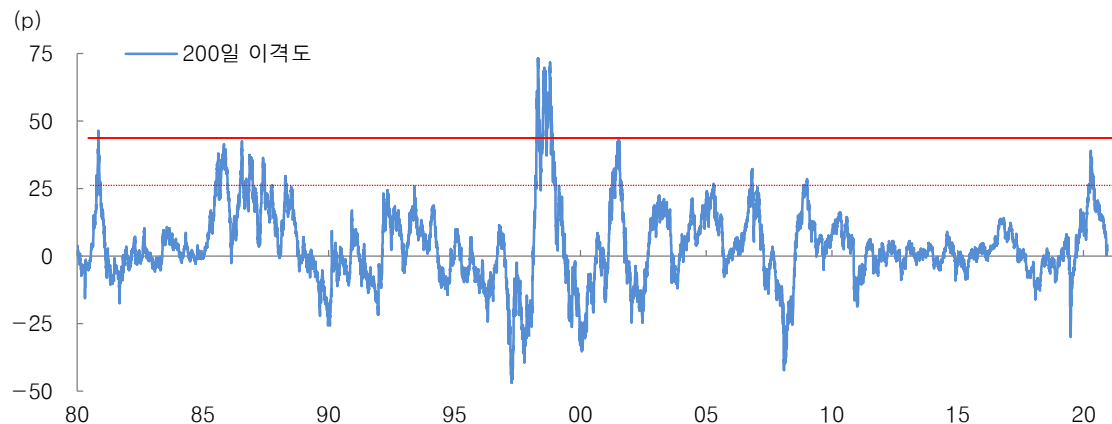
- 9월 KOSPI는 저점을 확인하고, 이후 방향성을 잡아가는 국면. 단기 변동성 확대는 비중확대 기회
- 투자심리 위축과 수급불안으로 등락을 보이는 과정에서 펀더멘털, 실적 개선에 힘입어 KOSPI 하단은 견고해진 상황
- 9월 KOSPI Band는 3,080 ~ 3,270p
- 하단 KOSPI 3,080p : 12개월 선행 PBR 1.125배로 올해 평균의 -2표준편차 수준. 추세선이라 불리는 200일 이동평균선 위치. 중장기 추세 분기점
- 상단 KOSPI 3,270p : 12개월 Fwd PER 11.26배로 21년 평균의 -1표준편차. 12개월 선행 PBR 1.21배로 3년 평균의 +2표준편차이자 올해 고점권. 되돌림, 정상화 목표치
- 2021년 KOSPI Target은 3,630p 유지. 12개월 선행 EPS 290원 기준, 12개월 선행 PER 12.5배(21년 평균) 반영. 밸류에이션 정상화만으로도 갈 수 있는 영역으로 판단

KOSPI 과열 부담 해소. 저평가 영역 진입

KOSPI 120일 이동평균선 이격도. 지수 상승에도 과열 진정 & 마이너스 반전



KOSPI 200일 이동평균선 이격도. 이동평균선 가파른 상승세로 0선 도달



- KOSPI 이격도는 과열권에서 벗어나 오히려 저평가 영역으로 진입하는 양상
- 충분한 과열 해소로 보기 어려울 수 있지만, 120일, 200일 이동평균선의 가파른 상승세로 과열부담은 빠르게 진정되었고, 마이너스 반전
- 120일 이동평균선은 일간 7 ~ 8p, 200일 이동평균선은 일간 5 ~ 6p 상승 중
- KOSPI가 3월말 3,061p에서 8월 31일 3,199p로 4.5% 상승했지만, 120일, 200일 이격도는 오히려 8.36%p, 13.97%p 하락
- 120일 이격도는 마이너스 반전. 200일 이격도는 0으로 수렴. KOSPI는 21년 플러스 수익률을 유지하고 있지만, 시장은 과열 해소는 물론, 저평가 영역으로 진입

9월 주요 경제지표 및 이슈/이벤트 일정 : 9월 FOMC 결과 주목. 점도표, 경제전망...

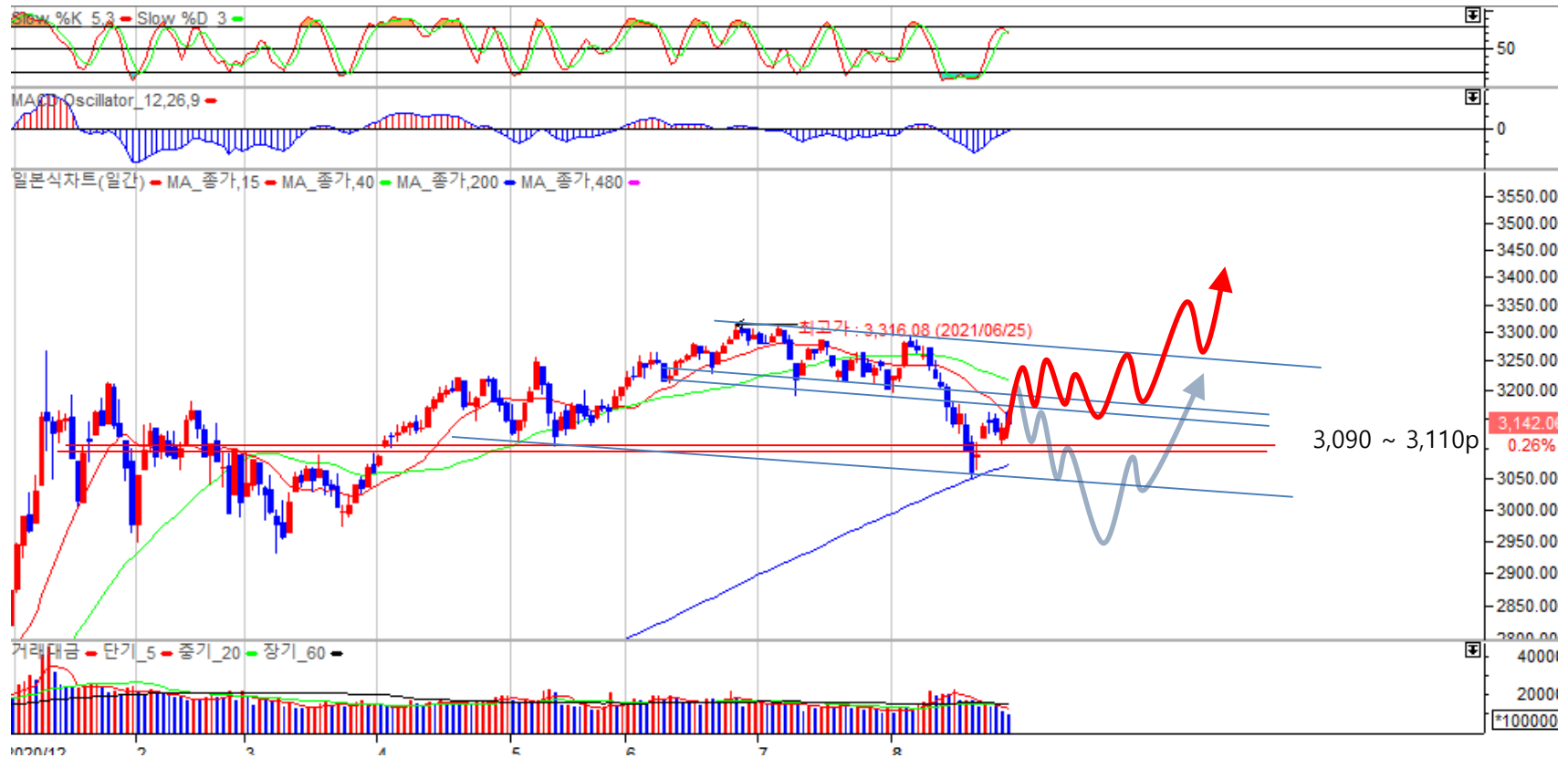
	9월 1일 ~ 10일	9월 11일 ~ 20일	9월 21일 ~ 30일
통화정책	<ul style="list-style-type: none"> 7일 RBA 통화정책회의 9일 연준 베이지북 공개 9일 ECB 통화정책회의, 라가르드 총재 연설 	<ul style="list-style-type: none"> 20일 중국 LPR금리 발표 	<ul style="list-style-type: none"> 22일 BOJ 금정위 23일 연준 FOMC, 파월 연준의장 연설
경제지표	<ul style="list-style-type: none"> 1일 한국 8월 수출입, 무역수지, 마켓 제조업 PMI 1일 중국 8월 차이신 제조업 PMI 1일 유로존 8월 마켓 제조업 PMI, 7월 실업률 1일 미국 8월 마켓 제조업 PMI, ISM제조업지수, ADP취업자 변동 2일 한국 2/4분기 GDP 성장률(확정치), 8월 소비자물가 2일 유로존 7월 생산자물가 2일 미국 주간 신규실업수당청구건수, 7월 제조업수주 3일 중국 8월 차이신 서비스업, 종합 PMI 3일 유로존 8월 마켓 서비스업, 종합 PMI, 7월 소매판매 3일 미국 8월 마켓 서비스업, 종합 PMI, ISM서비스업지수, 비농업부문 고용, 실업률 6일 유로존 9월 섹터스 투자자기대지수 7일 독일 9월 ZEW 서베이 예상, 유로존 2/4분기 GDP 성장률(확정치) 7일 중국 8월 수출입, 무역수지 8일 일본 2/4분기 GDP 성장률(확정치) 9일 중국 8월 소비자물가, 생산자물가 9일 미국 주간 신규실업수당청구건수 10일 미국 8월 생산자물가 	<ul style="list-style-type: none"> 14일 미국 8월 재정수지 14일 미국 8월 소비자물가, NFIB 소기업낙관지수 15일 한국 8월 실업률 15일 중국 8월 소매판매, 광공업생산, 고정자산투자 15일 유로존 7월 산업생산 15일 미국 9월 뉴욕 제조업지수, 8월 광공업생산, 설비가동률, 제조업생산 16일 일본 8월 수출입, 무역수지 16일 미국 8월 소매판매, 주간 신규실업수당청구건수, 9월 필라델피아 연은 제조업지수 17일 유로존 8월 소비자물가 17일 미국 9월 미시간대학교 소비자신뢰지수 20일 미국 9월 NAHB주택시장지수 21일 미국 8월 주택착공, 건축허가 	<ul style="list-style-type: none"> 22일 유로존 9월 소비자자기대지수 23일 한국 9월 1~20일 수출입 23일 유로존 9월 마켓 제조업, 서비스업, 종합 PMI 23일 미국 9월 마켓 제조업, 서비스업, 종합 PMI, 주간 신규실업수당청구건수, 8월 시카고 연방 국가활동지수, 8월 경기선행지수 24일 미국 9월 캔자스시티 제조업지수 24일 한국 8월 생산자물가 24일 일본 8월 소비자물가 24일 독일 9월 IFO예상 27일 미국 8월 내구재 주문, 9월 달러스 연은 제조업지수 27일 한국 8월 소매판매 28일 한국 9월 소비자심리지수 28일 중국 8월 공업이익 28일 독일 10월 GfK 소비자자기대지수 28일 미국 8월 도매재고, 소매재고, 7월 FHFA 주택가격지수, 9월 컨퍼런스보드 소비자자기대지수, 9월 리치몬드 연은 제조업지수 29일 유로존 9월 소비자자기대지수 30일 한국 10월 제조업, 비제조업 BSI, 8월 광공업생산 30일 중국 9월 제조업, 비제조업, 종합 PMI 30일 미국 주간 신규 실업수당청구건수, 2/4분기 GDP 성장률(확정치)
기타 일정	<ul style="list-style-type: none"> 9일 선물옵션 만기일 	<ul style="list-style-type: none"> 14일 UN 정례회의 시작 	<ul style="list-style-type: none"> 26일 독일 의회 선거 29일 일본 자민당 총재 선거

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

코로나19 델타 변이 재확산에 따른 영향 그리고 글로벌 경제회복 방향성 유지 여부 확인. 특히 중국 실물지표의 전월대비 개선 여부 체크할 필요 무엇보다 9월 FOMC에 시장 이목 집중 될 것. 파월 연준 의장이 잭스홀 미팅에서 연내 테이퍼링 가능성에 대해 언급한 만큼 9월 회의에서 테이퍼링 구체화, 일정 공개 여부 그리고 향후 금리전망(점도표) 발표에 주목. 향후 금리 전망 레벨, 속도에 따라 투자자들이 민감하게 반응할 가능성

[KOSPI 단기 예상경로] 3,170 ~ 3,210선이 중요 분기점. FOMC 결과에 따라 단기 흐름 결정

기술적 반등과 추세 반전 여부를 가늠할 수 있는 KOSPI 지수대는 3,170 ~ 3,210p



자료: 대신증권 Research Center

글로벌 경기개선세가 유효한 상황에서 국내 코로나19 상황 진정, 펀더멘털 불안심리 완화시 원화 강세반전과 함께 KOSPI는 빠르게 정상화될 전망. KOSPI는 여진국면에서 3,100선 전후에서 지지력 테스트 예상. 동 지수대를 지켜낸다면 멀지 않은 시점에 분위기 반전은 가시화될 것. 9월 중 3,200선을 회복하고 안착에 성공한다면 예상보다 빠른 KOSPI 추세반전 가능. 반면, 3,150선 회복, 3,200선 돌파하더라도 안착에 실패하고 하락반전시 리스크 관리 강화 필요. 추가적인 하락파동이 전개될 가능성도 배제할 수 없음

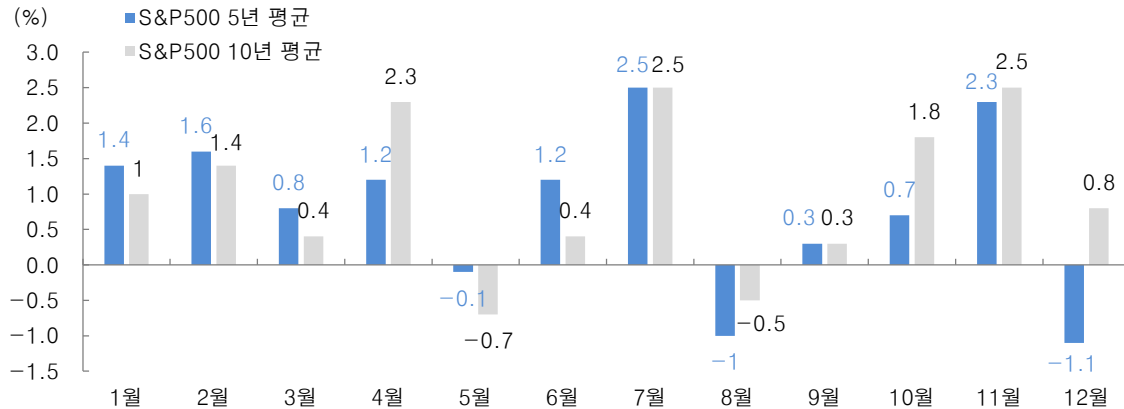
이유 있는 9월 ~ 11월 강세 패턴

Strategist 이경민

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

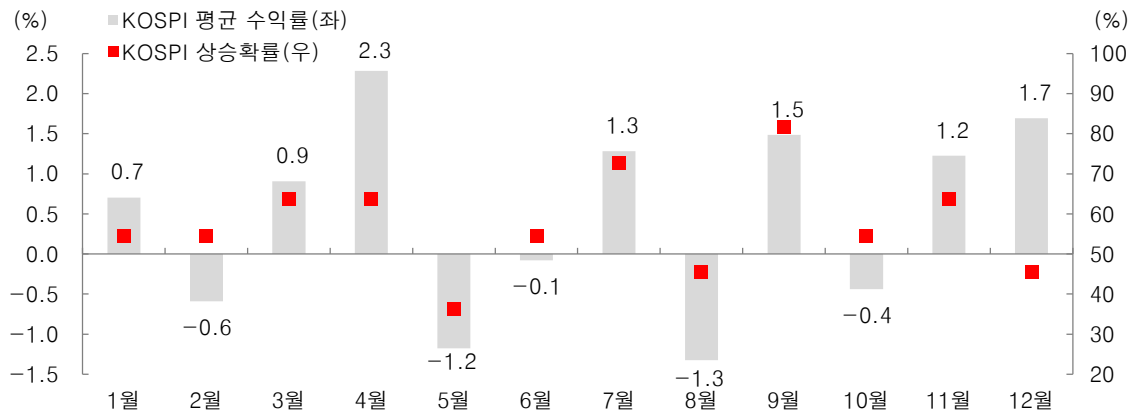
미국, 한국 증시의 계절성. 9월 ~ 11월까지 강세 패턴

미국 S&P500. 9월 ~ 11월 강세 패턴



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

KOSPI 2010년 이후 평균 수익률/상승확률. 9월 상승확률 최고치

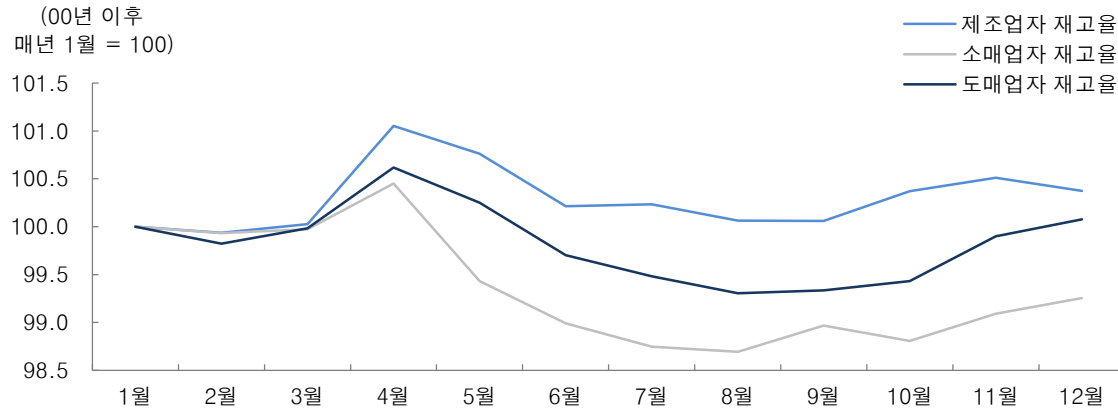


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 미국 S&P500과 KOSPI 모두 8월 부진 이후 9월부터 분위기 반전 가시화
- 미국 S&P500 9월 수익률은 플러스 반전 하기 시작해서 11월까지 상승폭 확대
- KOSPI도 확률적으로 8월 부진 이후 9월 반전, 10월 등락 이후 11월, 12월 강세 패턴 반복
- 미국과 KOSPI 통계적 패턴은 매년 9월 ~ 11월까지 강세를 시사
- 매년 3월 ~ 4월에도 미국, 한국 증시의 강세 확률이 높은 상황

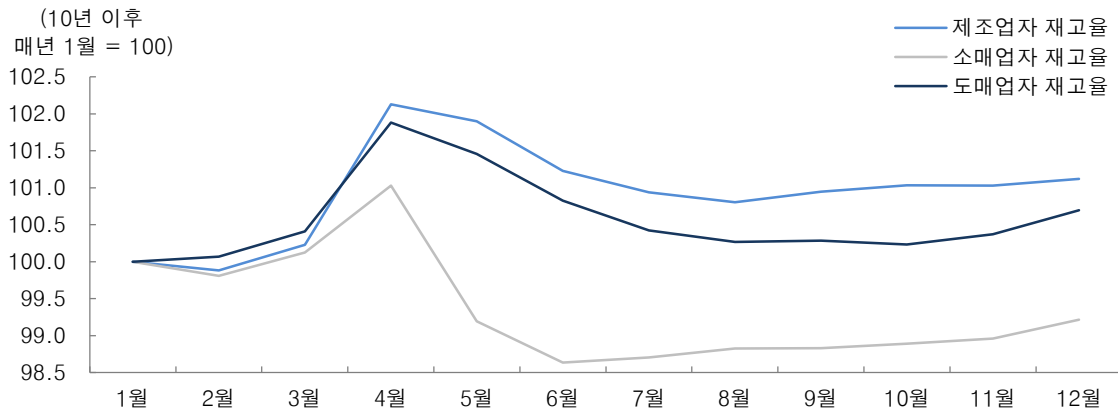
증시 계절성은 재고 축적 수요의 계절성과 연동...

2000년 이후 월별 재고 추이. 3,4월 & 9월 ~ 12월 재고축적 수요 유입



자료: Census Bureau, 대신증권 Research Center

2010년 이후 월별 재고 추이. 3,4월 & 9월 ~ 12월 재고축적 수요 유입

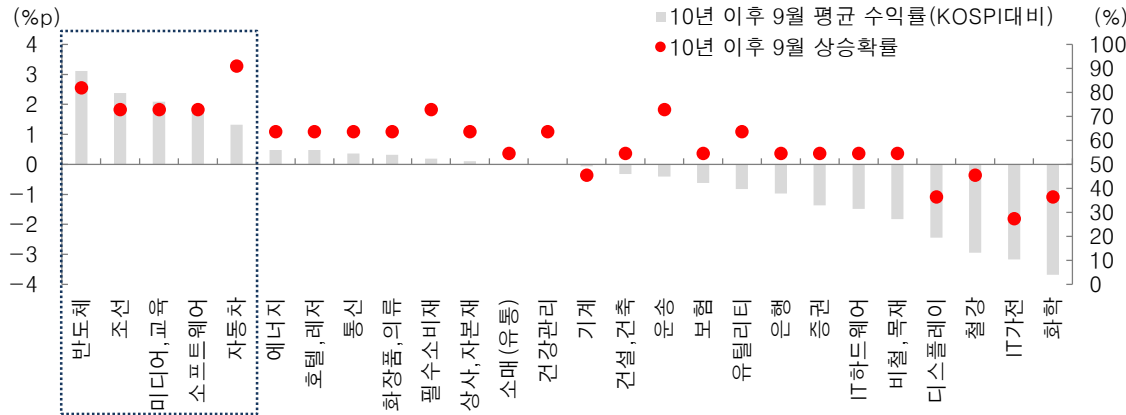


자료: Census Bureau, 대신증권 Research Center

- 월간 수익률 패턴은 재고율 추이에서 답을 찾을 수 있음
- 3월, 4월과 9 ~ 11월까지 주식시장 강세국면에서는 미국 재고율 상승이 공통적으로 관찰. 특히, 소매업자와 도매업자 재고율이 빠르게 상승
- 이는 재고축적 수요가 유입되면서 미국, 한국 증시 강세가 전개되었던 것으로 추정할 수 있는 부분
- 이처럼 매년 9월 ~ 11월 재고율 상승은 연말 소비시즌을 앞두고 강한 재고 축적 수요가 유입되었기 때문

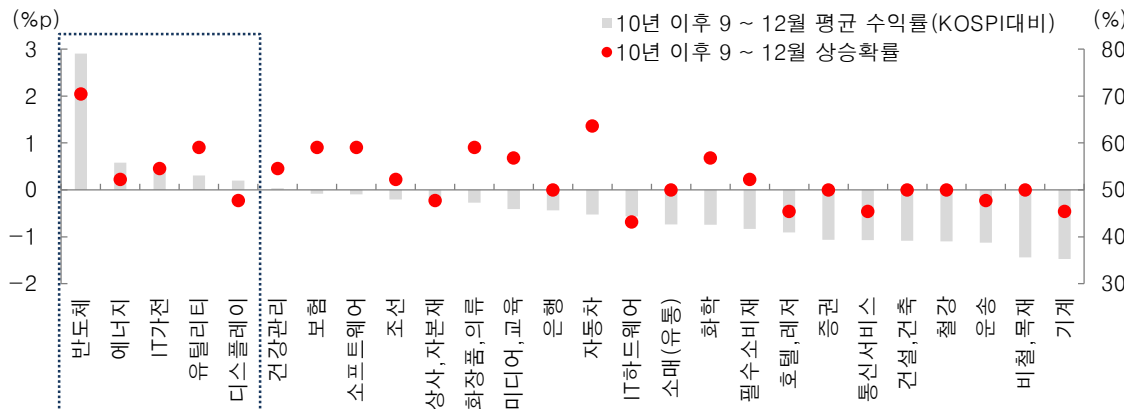
증시 계절성은 재고 축적 수요의 계절성과 연동...

9월에는 통계적으로 반도체, 조선, 미디어/교육, 인터넷, 자동차 강세



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

연말 소비시즌 모멘텀을 기대할 수 있는 반도체, IT가전, 디스플레이 강세

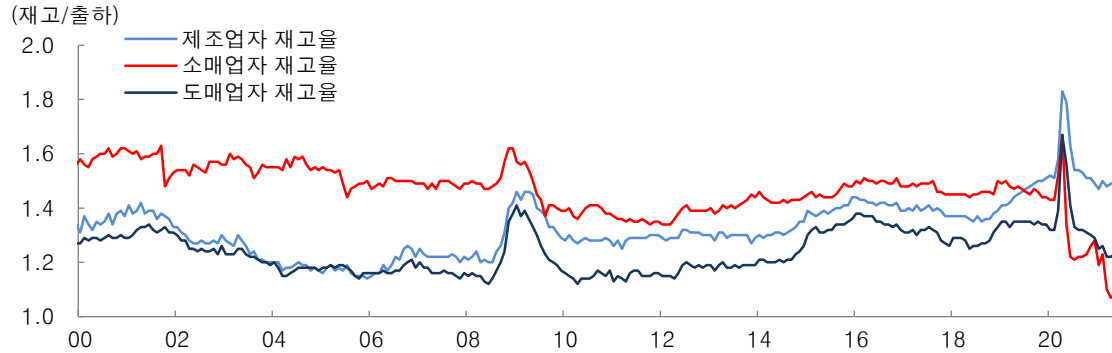


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

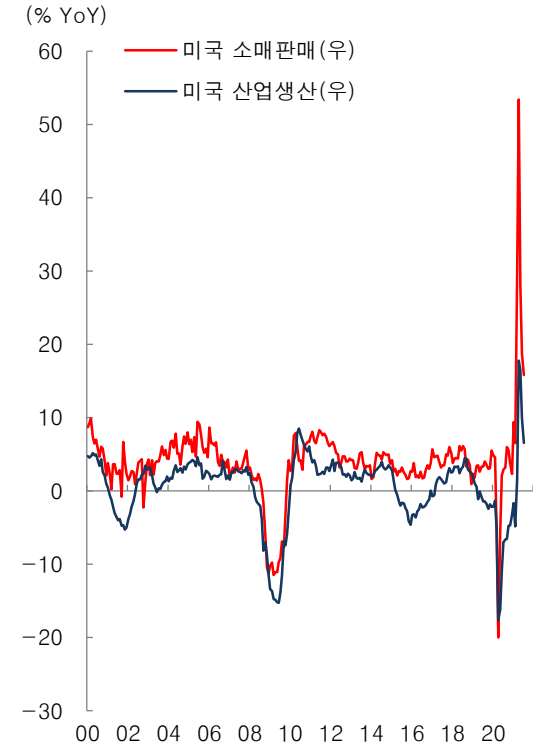
- 2010년 이후 9월 평균 수익률이 KOSPI를 Outperform 한 업종은 반도체, 조선, 미디어/교육, 소프트웨어, 자동차, 에너지 등
- 이들 업종 중 반도체, 자동차 상승확률은 81.8%, 90.9%에 달하는 상황. 9월 반도체, 자동차 업종의 강세 가능성이 높음
- 한편, 재고축적 수요가 반영되는 9월 이후 증시에서 KOSPI를 Outperform한 업종은 반도체, 에너지, IT가전, 유틸리티, 디스플레이 등 IT가 다수 포진
- 연말 받고 싶은 선물 리스트에 항상 IT기기가 1위를 함에 따라 IT기기 수요 확대에 관련 업종이 강세를 보인 것으로 추정
- 특히, 반도체 상승확률은 70%에 달함. IT기기 전반에 반도체 수요가 높았던 영향
- 올해는 갤럭시Z 출시, 애플 아이폰 13 출시 등에 힘입어 억눌렸던 핸드폰 수요 모멘텀에 주목

역대 최저수준인 재고율. Restocking(재고축적 수요) 유입 기대

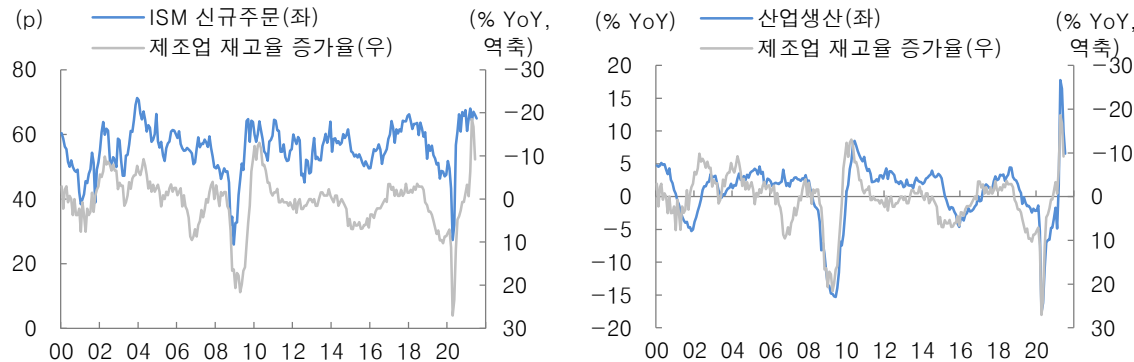
역전된 소매/도매/제조업 재고율. 2021년 제조업 재고율 하락 지속 가능



2021년 하반기에는 탄력적인 제조업 경기회복 기대



2021년에는 재고조정과 수요회복이 맞물리는 구간

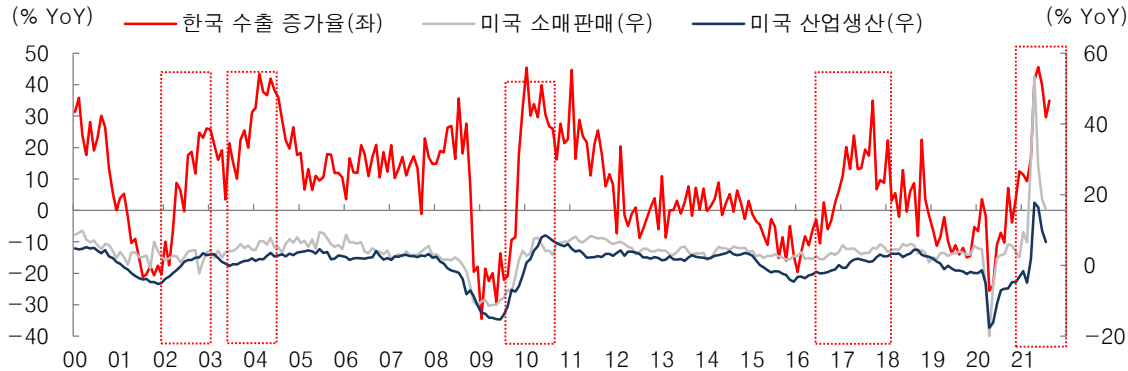


자료: ISM, 미국 상무부, Census Bureau, 대신증권 Research Center

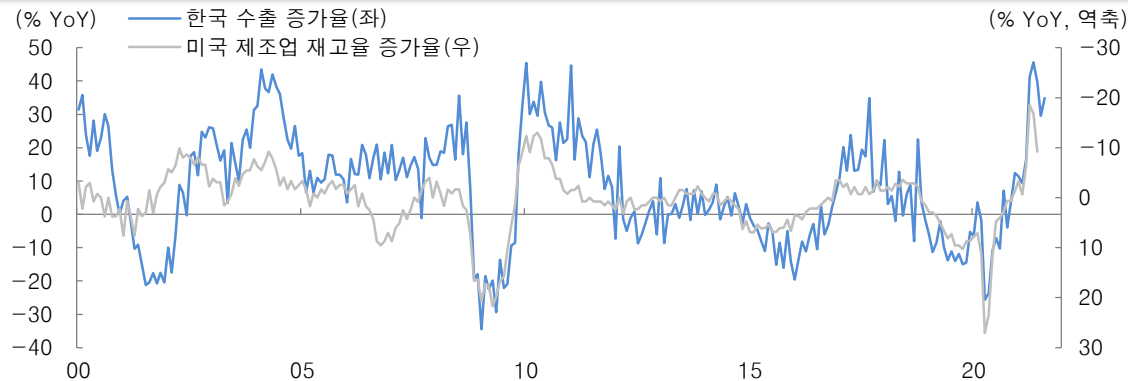
21년 3분기부터 연말까지 제조업 경기 강한 호조 예상. 미국 소비개선 속에 고용부진, 생산 부진의 여파로 시작된 재고 급감이 도매업으로 전이 이 경우 꾸준한 수요회복 속에 재고 확보라는 숙제를 해결해야 함. 실제로 2020년 4/4분기 소매업자 재고율 반등에도 제조업, 도매업 재고율 하락세 지속. 미국 소매판매 대비 상대적으로 부진했던 제조업 경기 회복세 상대적 우위 예상
코로나19 재확산, 공급망 병목현상으로 21년 3분기 중반 이후부터는 미국을 비롯한 글로벌 제조업 쪽에서 강한 성장동력 유입 가능

제조업 경기 회복 => 한국 수출 모멘텀 강화 => 기업이익 개선

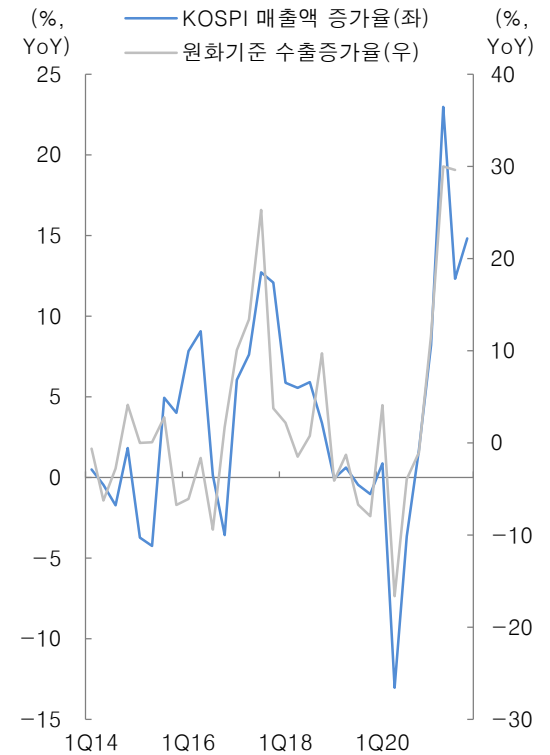
미국 소매판매, 산업생산 동반 개선 또는 산업생산 후행적 개선 국면에서는
한국 수출 모멘텀 강화



미국 재고축적 수요 = 한국 수출 서프라이즈



한국 수출 모멘텀 강화는 한국
기업이익 개선으로 이어질 전망

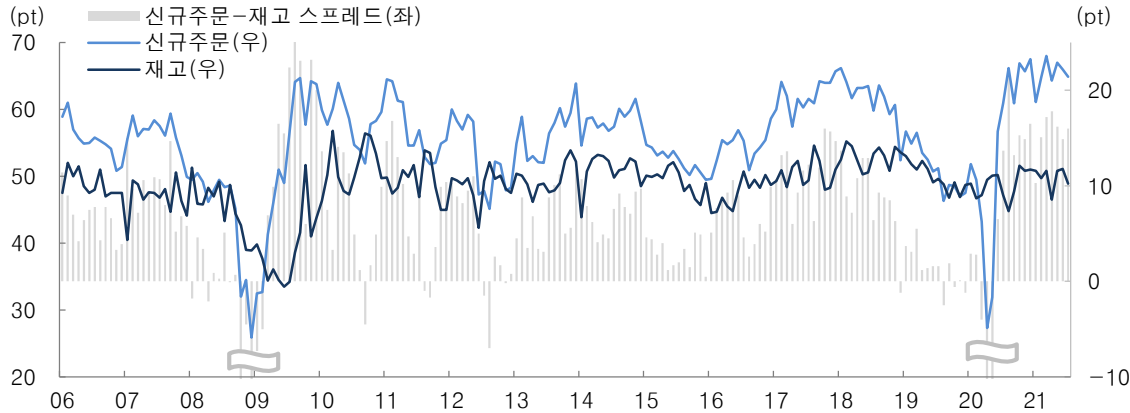


자료: 관세청, Census Bureau, FnGuide, 대신증권 Research Center

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 가을 KOSPI는 2020년 4/4분기와 유사한 상승추세를 전개해 나갈 전망. 20년 10월 ~ 12월까지 재고축적, Restocking 수요 강하게 유입

재고 재축적 사이클은 이미 시작되었다

ISM 제조업 신규주문-재고 스프레드



자료: ISM, 대신증권 Research Center

ISM 공급자 운송시간(Supplier Delivery Time)지수



자료: ISM, 대신증권 Research Center

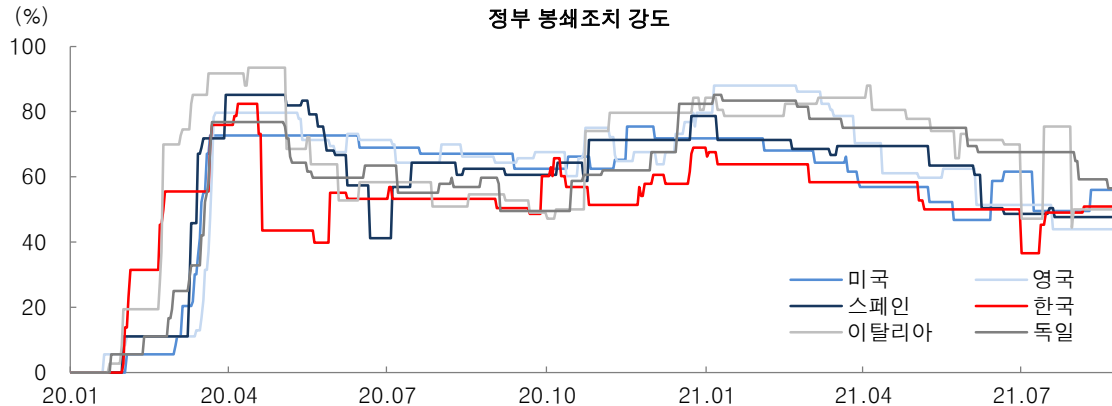
- 올해 재고투자가 경기회복에 크게 후행하는 현상은 2008년 금융위기와 유사해 보이지만, 공급병목현이 또 다른 원인으로 존재하기 때문
- 공급병목현상이란 제품 이동과정이 원활하지 못해 공급이 제한되는 현상. 기업이 재고축적을 위해 신규주문을 늘려도 원자재 가격상승, 구인난, 배송 지연, 자연재해 등에 따른 공급망 문제로 생산 차질이 지속됨에 따라 공급 부족이 심화되는 경우
- 짧은 재고조정 기간을 거쳐 소비가 급속도로 회복되면서 재고수요는 금세 확대되었으나, 공급병목현상이 심화되면서 2021년 1~3분기 재고 확충은 지연
- 현재 공급병목현상을 발생시키는 주요 요인이 구조적인 요인이 아닌 코로나19 등에 따른 일시적인 요인이며, 늦어도 내년 중에는 공급망 차질 문제가 해소될 것
- 이미 재고에 대한 수요가 회복된 만큼 공급망 차질만 해결되면 생산 및 설비투자가 확대됨에 따라 미국 경기의 확장세를 지속할 수 있는 중요 동인으로 작용할 것

펀더멘털 점검. 추세반전 위험은 없나?

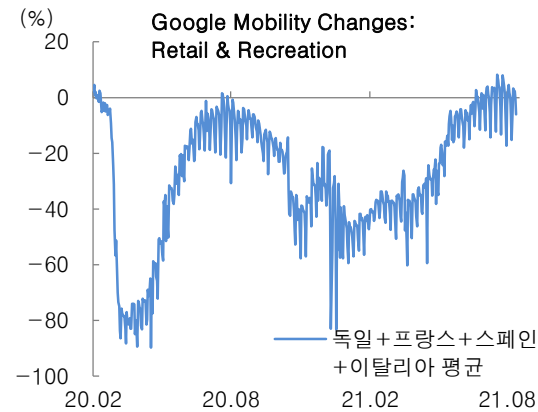
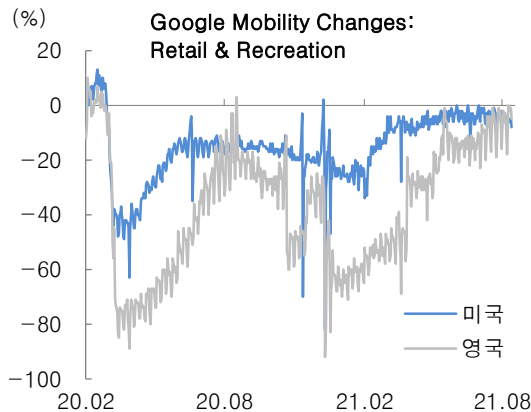
Strategist 이경민

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

글로벌 주요국 봉쇄조치는 완화 기조 지속



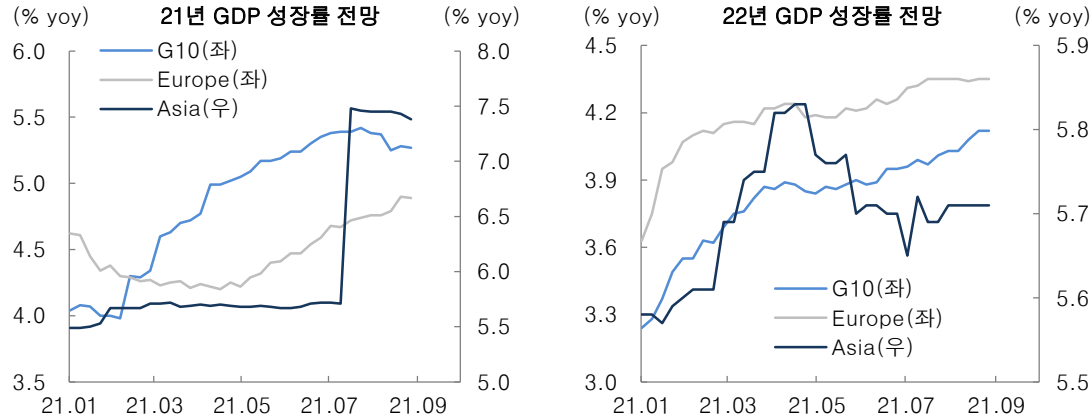
코로나19 재확산, 델타 변이바이러스 공포에도 경제활동지수는 개선세 지속



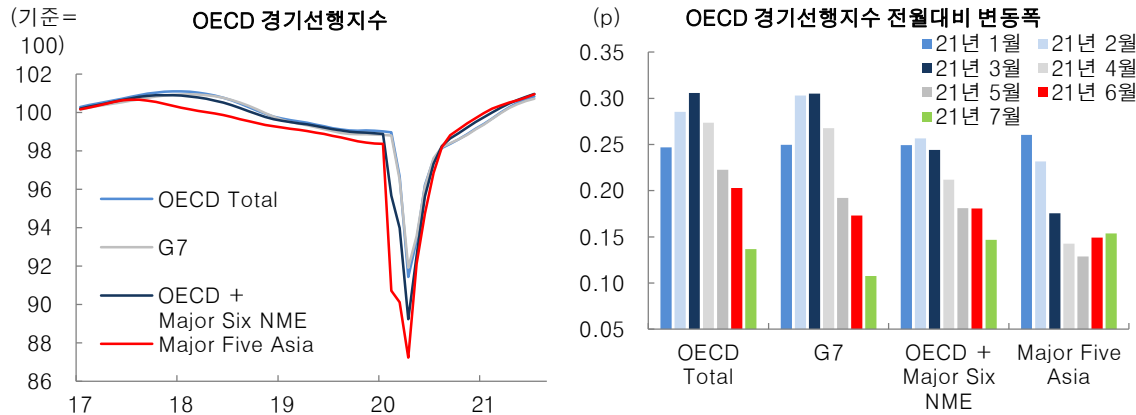
- 코로나19 델타 변이바이러스 확산으로 인한 경기불안 심리가 커지고 있는데 반해 실제 경기둔화, 하락사이클이 현실화될 가능성은 낮은 상황
- 즉, 심리적 불안만 있을 뿐 실질적인 경제활동 위축은 제한적인 상황
- 글로벌 주요국들의 봉쇄조치는 완화기조를 이어가고 있고, 델타 변이바이러스 중심에 서 있는 영국은 봉쇄조치 전면 해제를 선언
- 유럽 주요국들의 구글 활동성 지수도 코로나19 이전 수준으로 회복
- 결국, 코로나19 델타 변이바이러스 확산으로 인한 경기불안은 투자심리 위축에 그칠 가능성 높다고 판단
- 파월 연준 의장도 잭슨홀 미팅에서 델타 변이바이러스로 인한 경계심은 유지하되, 전망을 바꿀 정도는 아님을 강조

펀더멘털 개선은 여전히 지속되고 있어...

21년, 22년 GDP 성장률 동반 상향조정



경기선행지수 개선세 지속. 신흥국, 신흥 아시아 상대적 우위

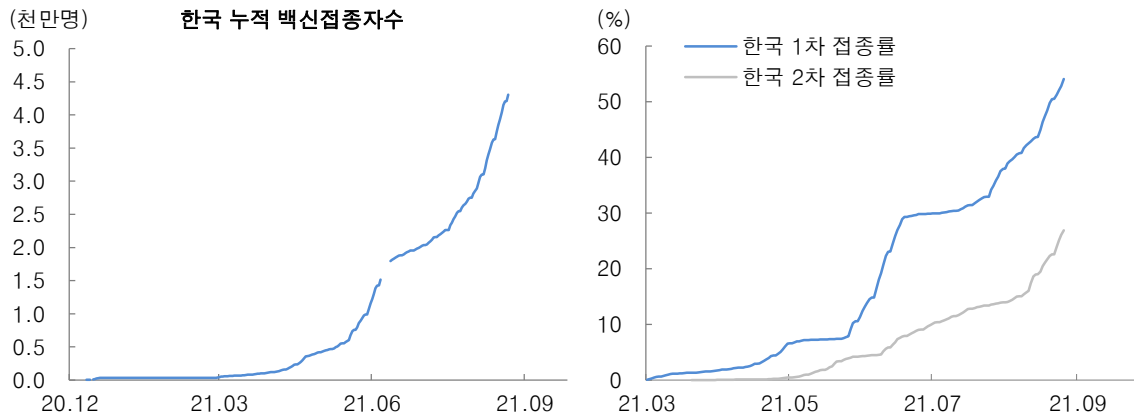


자료: Bloomberg, OECD, 대신증권 Research Center

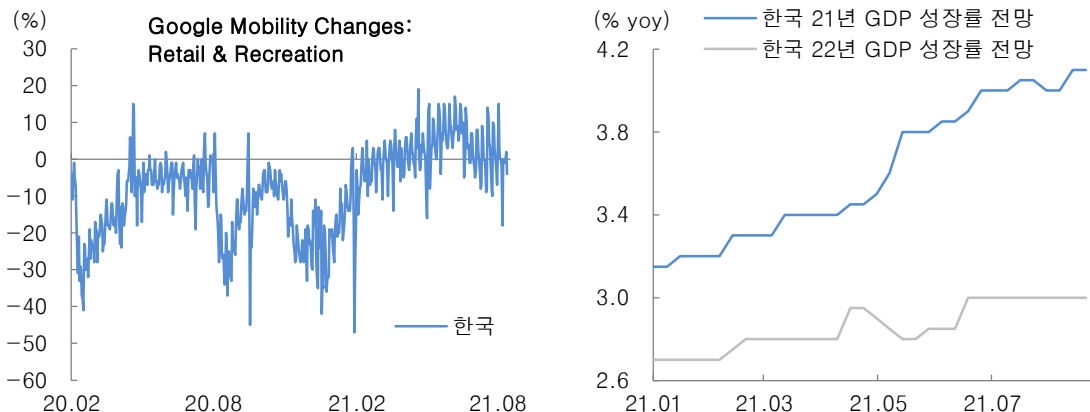
- 글로벌 GDP 성장률 전망도 영국, 유럽을 중심으로 상향조정 지속
- 2021년 경제성장률 전망 뿐만 아니라 2022년 경제성장률 전망도 동반 상향조정 중. 경기정상화를 넘어 경기회복, 호조가 지속되고 있음
- OECD 경기선행지수도 상승세를 이어가고 있음. 특히, 5월 이후에는 신흥아시아를 중심으로 개선폭 확대
- 코로나19 델타 변이바이러스로 인한 경기불안이 커졌음에도 불구하고 경제전망은 꾸준히 상향조정되었고, 경기회복세는 지속되어 왔던 것
- 코로나19 불확실성이 정점을 통과하고, 진정국면으로 진입할 경우 경기불안심리 완화 뿐만 아니라 그동안 억눌려있던 경기회복에 대한 기대감이 커질 전망
- 주식시장에 반영되지 않았던 펀더멘털 동력이 빠르게 반영되면서 증시 상승에 힘을 실어줄 것

한국 코로나19 백신접종 속도 다시 빨라져... 경기회복 기대 유효

한국 코로나19 백신 접종속도 7월말 이후 다시 빨라져
1차 접종률 54.4%로 글로벌 수준인 33% 상회. 2차 접종률 26.86%로 레벨업



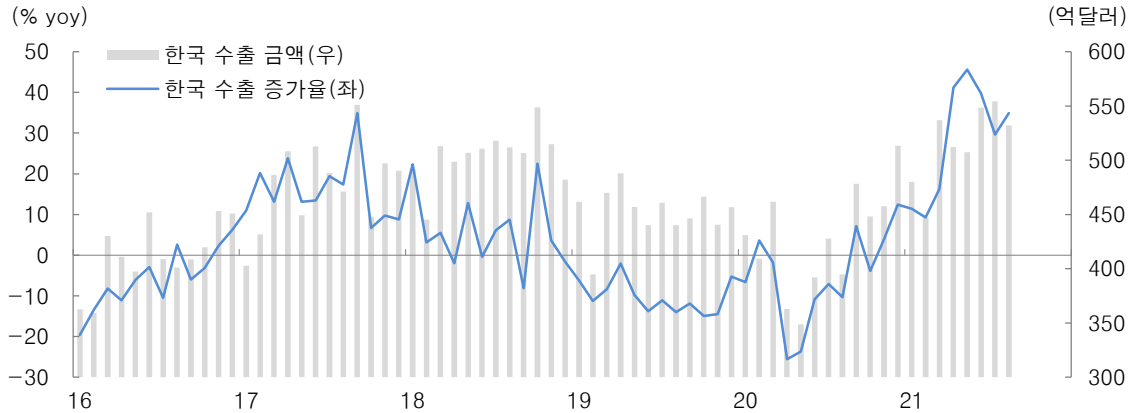
경제활동 지수 코로나19 이전 수준 유지 중. 경제성장률 전망 상향조정 지속



- 한국 코로나19 백신 접종속도가 빨라지고 있다는 점도 국내 코로나19로 인한 불안심리를 제어할 수 있는 변수
- 한국 백신접종은 7월에 다소 주춤했지만, 7월말 이후 다시금 빨라지는 양상. 이에 29 ~ 30%에서 정체를 보였던 1차 접종률도 단숨에 54.4%로 레벨업. 2차 접종률도 14%대에서 26.86%로 크게 상승
- 아직까지 코로나19 상황이 불안하지만, 접종 속도가 빨라지는 상황에서 시차를 두고 진정국면으로 진입할 전망
- 향후 코로나19 상황은 더 악화되기보다는 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, 반도체 업황/실적 및 국내 펀더멘탈 불안심리 완화시 KOSPI 레벨업 시도 예상

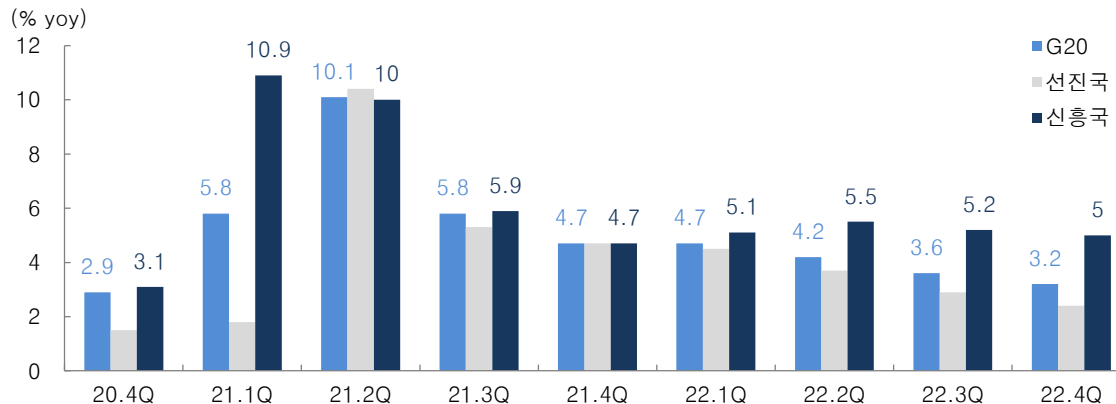
한국 수출 모멘텀 여전히 유효, 고공행진 중

기저효과 약화에도 불구하고 수출 모멘텀 견고. 사상최대 수출금액 수준 유지



자료: 관세청, 대신증권 Research Center

경기모멘텀 기저효과로 둔화되지만, 여전히 경기모멘텀 레벨은 높은 상황



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

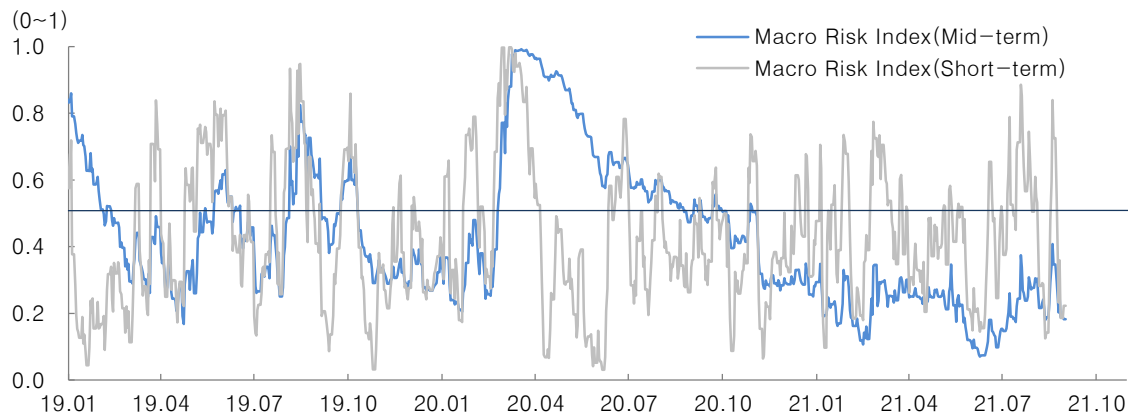
- 8월 수출 증가율 34.9%로 수출금액 532.3억달러 기록
- 7월에 달성했던 사상 최대 수출금액(554억4,000만 달러)을 넘어서지는 못했지만, 8월 수출 금액 기준으로는 사상 최대 기록
- 2021년 3월 이후 6개월 연속 수출금액 500억달러 상회. 이는 2018년 5월 ~ 11월 7개월 연속 다음으로 가장 긴 기록
- 기저효과 약화, 코로나19 재확산에도 불구하고 수출 모멘텀이 견고한 상황. 한국 경제와 반도체 업황 불안을 진정시켜주고, 원화 약세 압력을 제어할 변수
- 경기모멘텀 둔화 우려가 크지만, 기저효과가 약화되는데 따른 것이라면 크게 우려할 필요가 없다는 판단
- G20, 선진국 GDP 성장률은 2022년 상반기까지 4%대 유지할 전망. 코로나19 이전 2 ~ 3% 경제성장률 대비 고성장 국면 지속

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 마이너스 폭 확대. G10, 유로존 서프라이즈 인덱스는 미국을 후행하며 하락세 기록, 마이너스 반전
- 경제지표 서프라이즈 인덱스 마이너스는 경제지표에 대한 눈높이 조정으로 판단. 특히, 미국 -54%는 과거 저점권. 경제지표에 대한 눈높이가 충분히 낮아져 있음을 시사
- 기저효과 소멸, 델타 변이 확산으로 인한 경제지표 변동성 확대는 여전히 경기 회복, 경기확장국면은 여전히 유효
- 글로벌 중기 Risk 지표는 예상치를 하회한 경제지표, 예상보다 길어지는 물가 상승 부담에도 불구하고 저점권에서 등락 반복

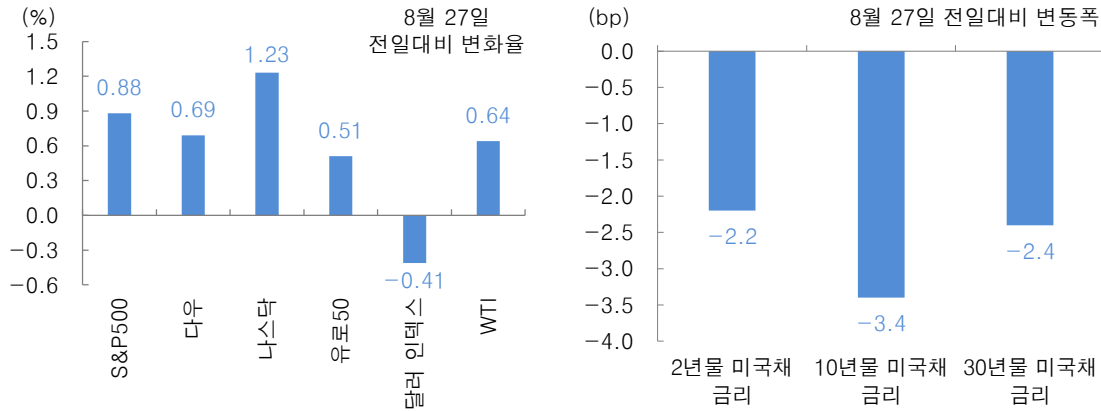
파월 연준 의장의 메시지

Strategist 이경민

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

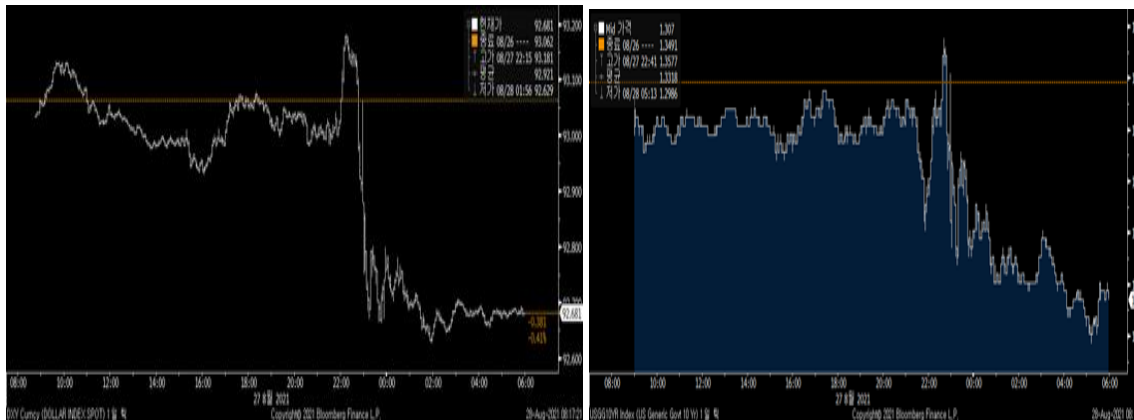
잭슨홀 미팅에서 파월의 기조연설. 위험 선호 심리를 자극

잭슨홀 미팅에서 파월 연준의장 기조연설 이후 글로벌 금융시장 위험자산 강세



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

달러 약세, 채권금리 하락

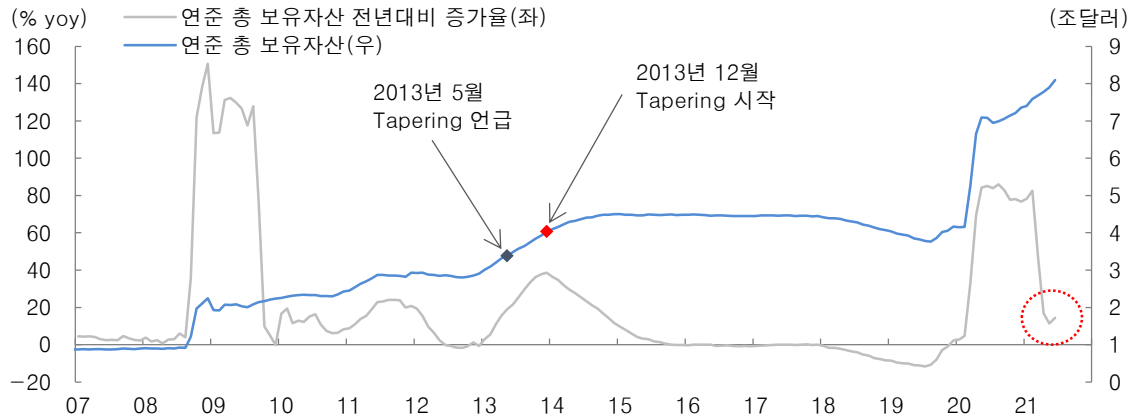


- 8월 27일(현지시간), 글로벌 투자자들의 이목이 집중된 잭슨홀 미팅 개최. 파월 연준의장의 기조연설은 오전 10시(현지 시간)에 시작되었고, 연설문 전문이 FED 홈페이지에 공개
- 글로벌 금융시장은 즉각 반응. 미국 증시는 상승세를 기록하며 사상 최고치를 다시 한 번 경신했고, 달러와 채권금리는 하락. 특히, 나스닥(+1.23%)이 상대적 강세 기록. 이후에도 위험자산 강세 지속
- 파월 연준의장의 연설문을 보면 기존의 입장과 크게 달라지지 않았음. 오히려 연내 테이퍼링 시행을 명시하면서 투자자들의 불안심리를 자극할 수도 있었음
- 그러나 시장의 반응은 정반대. 시장이 걱정했던 것은 테이퍼링 시행여부가 아니었기 때문. 파월 연준의장의 잭슨홀 미팅 기조연설은 1) 통화정책 정상화 속도, 2) 금리인상 시점, 3) 경기 정점통과 여부, 4) 물가 상승압력 장기화(임금상승 영향) 등 그동안 투자자들이 걱정하고, 의심해왔던 변수들에 대해 언급했고, 안심시켜준 것
- 파월의 묘수가 이번에도 통했다고 볼 수 있음

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

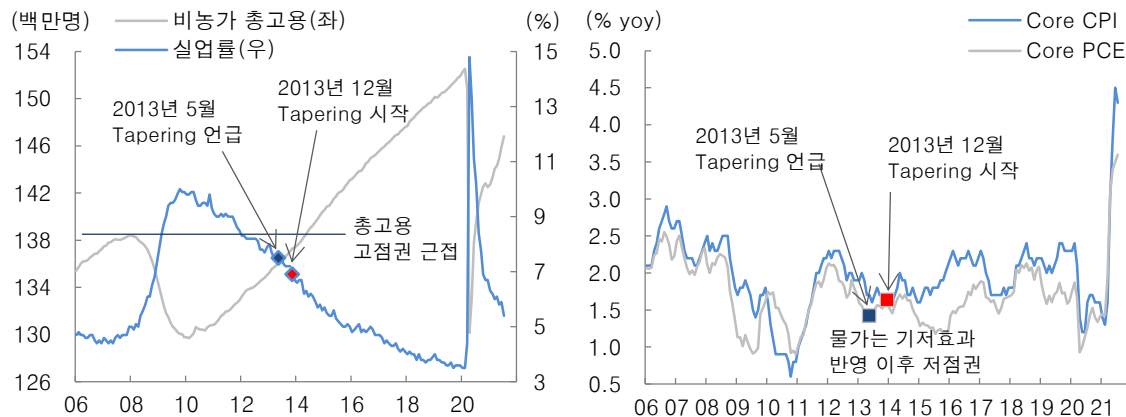
파월의 묘수 1) 연내 테이퍼링 시행 가시화. 하지만 속도는 빠르지 않을 것

테이퍼링을 준비해야하지만... 여전히 완화적인 연준의 통화정책 스탠스



자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

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

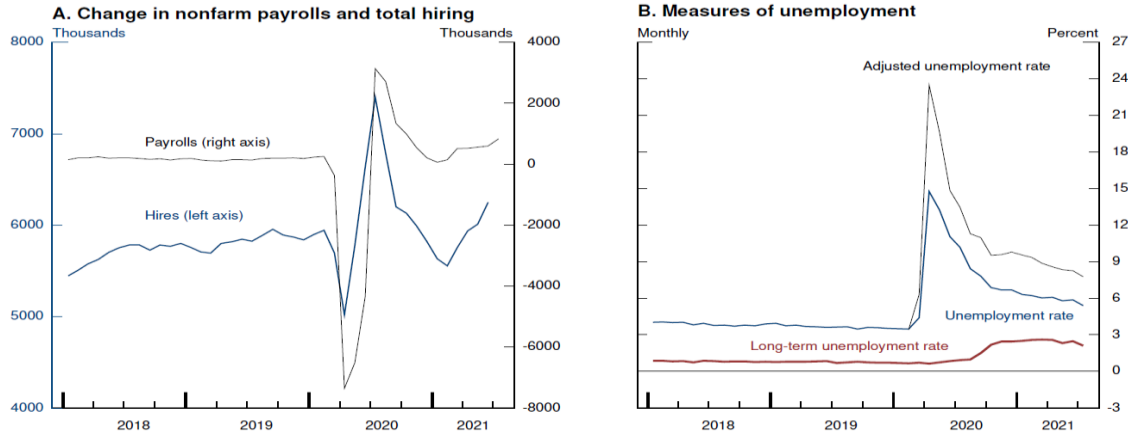


자료: FED, 노동부, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 파월은 7월 FOMC 의사록에 명시된 연내 테이퍼링 가능성을 공식화. 파월 연준의 장도 이에 동의했다는 언급이 있음. 테이퍼링 시기를 명확히 한 것
- 하지만 시장이 주목한 것은 테이퍼링 속도. 그 동안 테이퍼링 이슈에 글로벌 금융시장이 흔들렸던 것은 블러드 세인트 루이스 연방은행 총재가 연내 테이퍼링 시행, 2022년 1/4분기 중 프로그램 종료를 주장했기 때문
- 파월 연준의장은 "최대 고용 목표에서는 명확한(Clear) 진전이 있다"라고 밝히는 한편, 실업률 5.4%도 여전히 너무 높고, 노동참여율은 다른 고용지표에 비해 훨씬 뒤쳐져 있다고 언급
- 그 동안 파월 연준의장이 강조해 온 완전 고용의 중요성을 피력하는 한편, 여전히 완화적인 통화정책 스탠스를 유지하고 있음을 강조한 부분
- 이에 시장은 테이퍼링이 연내 시행되더라도 테이퍼링 속도는 블러드가 주장한 것처럼 빠르지 않을 것이라고 해석

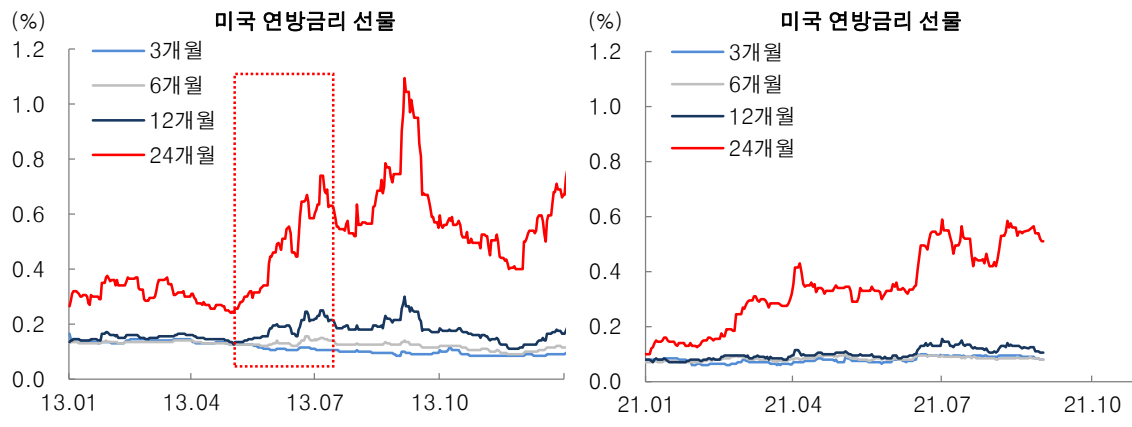
파월의 묘수 2) 아직 먼 금리인상. 낮아진 테이퍼 텐트럼 가능성

완전고용까지는 아직 갈 길이 멀다고 언급



자료: FED, 대신증권 Research Center

연방금리 선물은 여전히 낮은 수준. 2년 내 두 번 금리인상 반영

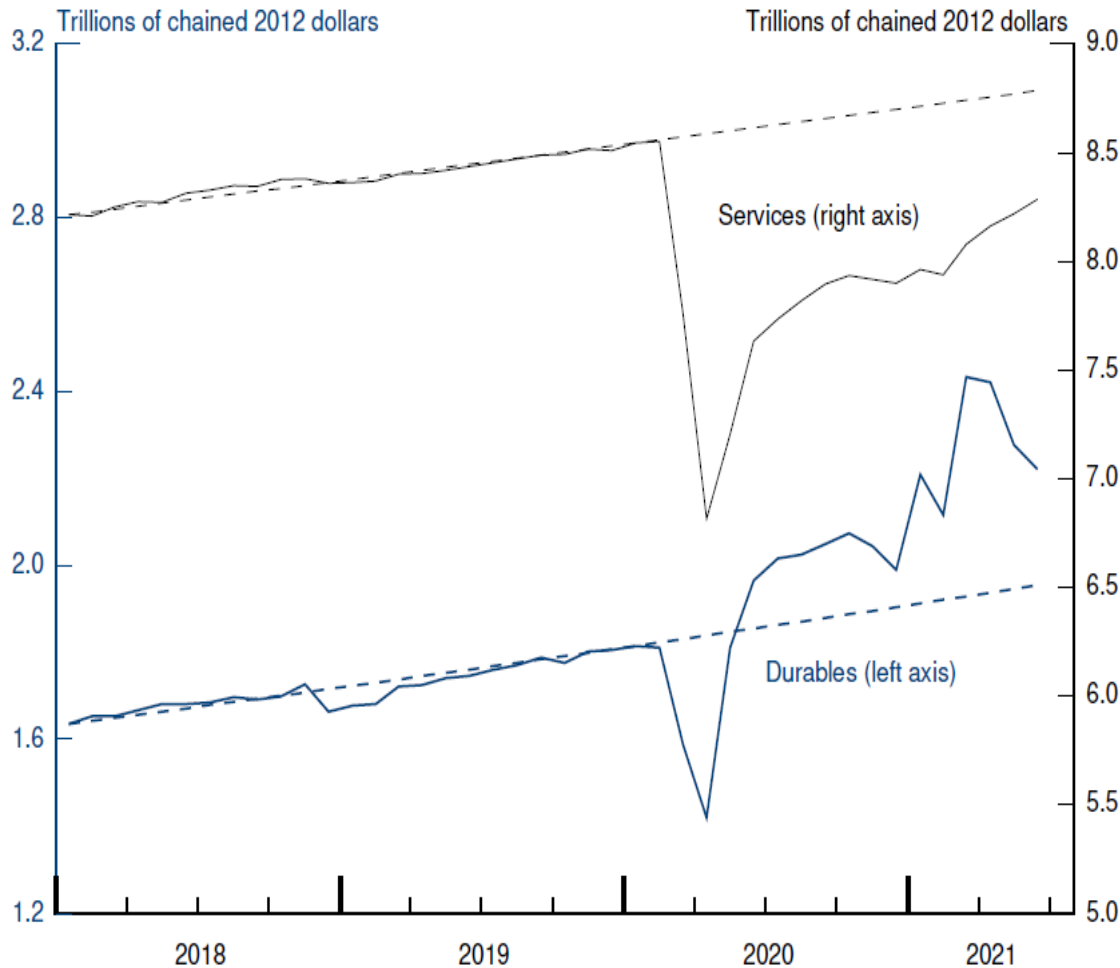


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 파월 연준의장은 조기 금리인상에 대한 걱정을 불식시킴
- 이번 연설에서 테이퍼링이 금리 인상 압박 시그널은 아님을 강조. 금리 인상에 대해서도 “더 엄격한 테스트를 설정했다”고 밝힘
- 즉, 금리인상은 물가, 고용 등에 있어 더 엄격한 기준을 통과해야 가능함을 천명
- 테이퍼링은 긴축이 아닌 통화정책 정상화를 재차 확인하는 한편, 조기 금리인상에 대한 우려 또는 기대를 사전에 차단했다고 평가
- 2013년 테이퍼 텐트럼 재현 가능성도 크게 낮았다고 생각. 2013년 당시에는 테이퍼링이 조기 금리인상 및 인상 폭 확대 예상으로 이어지며 텐트럼이 발생

파월의 묘수 3) 서비스 소비를 통한 경기회복 기대. 델타 변이바이러스 발 경기불안심리 제어

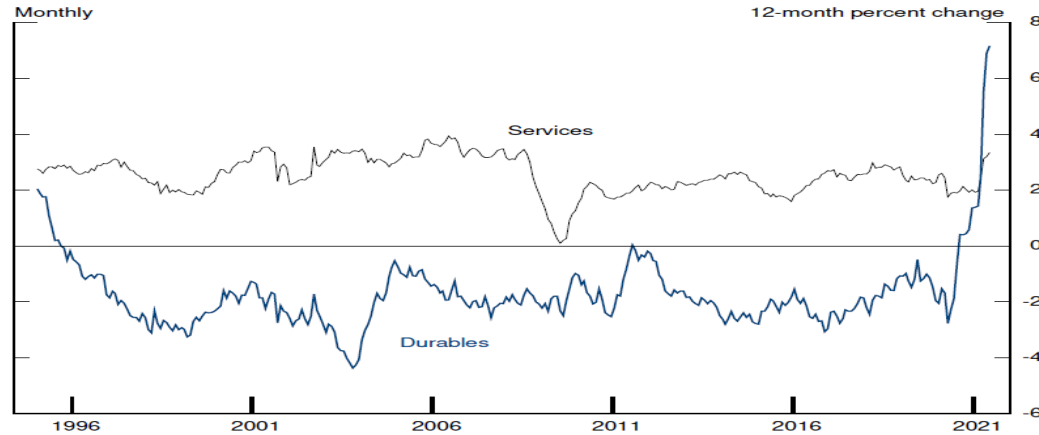
재화 소비 코로나19 이전을 상회. 다음은 서비스 소비?



- 파월 연준의장은 미국 개인소비지출 동향을 통해 내구재 소비의 폭발적 증가와 상반된 서비스 지출 회복의 부진을 보여줌
- 내구재 소비 붐만으로 미국경제가 완전히 회복되지 않았다는 점을 피력하는 한편, 향후 서비스 소비를 통해 미국 경기 회복이 지속될 수 있음을 시사한 부분
- 델타 변이에 대해서도 "단기 위험을 내포하고 있지만, 최대 고용을 향한 지속적인 발전에 대한 전망은 좋다"고 발언
- 즉, 코로나19 상황이 경제/정책 전망을 흐드는 위험은 아니라는 점을 명확히 해준 부분. 시장에 만연해 있는 델타 변이 바이러스발 경기 불안심리를 일정부분 제어 해주었다고 생각

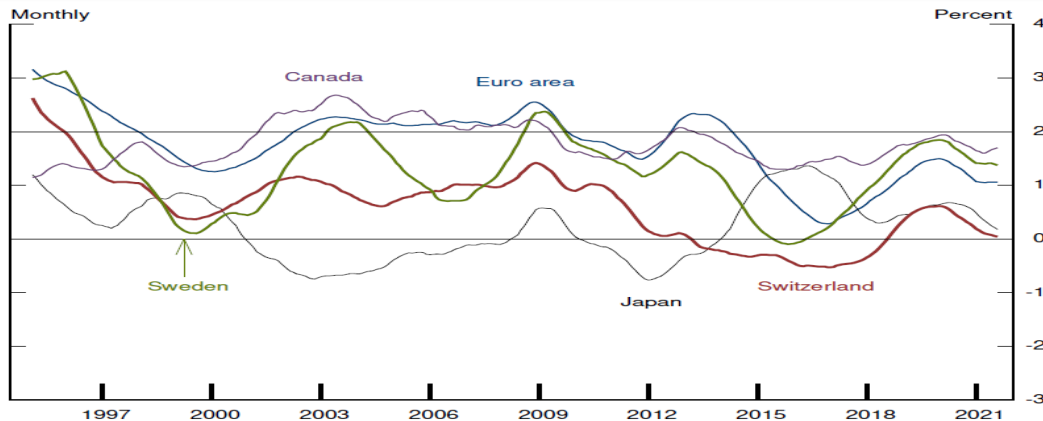
파월의 묘수 4) 물가 상승은 일시적. 임금 주도 인플레이션 가능성도 일축

최근 물가 상승은 내구재 물가 폭등의 영향으로 평가



자료: FED, 대신증권 Research Center

여전히 낮은 글로벌 물가 상승률

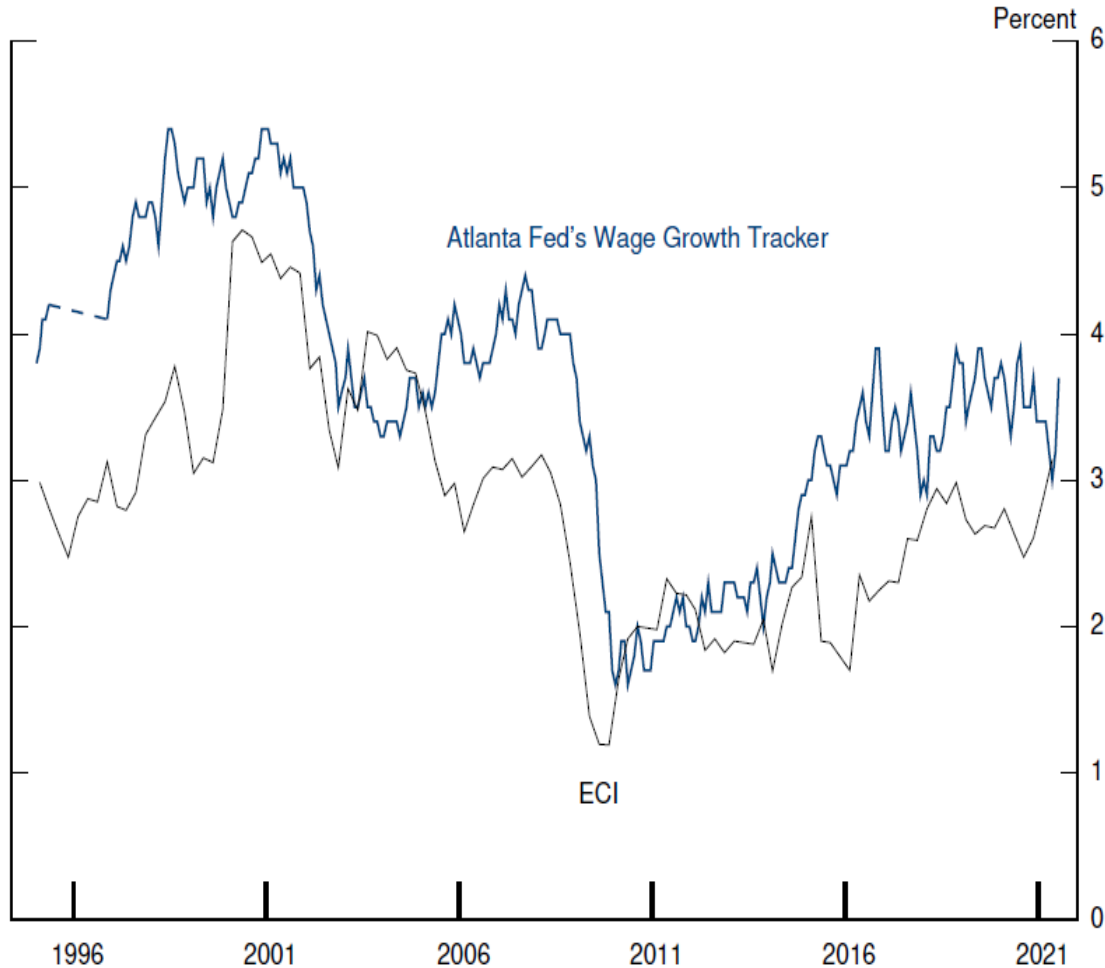


자료: FED, 대신증권 Research Center

- 이번 연설에서 파월 연준의장이 가장 긴 시간(2/3)을 할애한 부분은 인플레이션. 5개의 표와 차트를 통해 재차 인플레이션 압력은 일시적이라고 강조
- 파월 연준의장은 최근 물가 급등의 원인을 중고차를 중심으로 한 내구재 물가 급등(차량용 반도체 공급부족 등)으로 지목하며 지속되기 어렵다고 설명
- 장기적인 내구재 물가 하락의 주된 원인이었던 1) 4차 산업혁명, 정보통신 혁명/혁신 지속, 2) 중국을 비롯한 동아시아 공업국의 미국 소비시장 침투 등이 여전히 유효하다는 점을 논거로 들었음
- 즉, 글로벌 디스인플레이션 요인인 세계화, 기술 발전 등이 여전히 힘을 강조한 것

파월의 묘수 4) 물가 상승은 일시적. 임금 주도 인플레이션 가능성도 일축

임금상승률, 고용비용 상승률 이제 3% 수준



- 한편, 임금 주도 인플레이션 확대 우려도 사전에 차단
- 이후 이어질 수 있는 임금 주도 인플레이션에 대해서도 파월 연준의장은 임금상승률도 억제되고 있다고 주장
- 임금 상승률은 3%대로 소비자 물가상승률(5.4%)을 크게 밑돌고 있고, 고용비용 지수 또한 3%(전년대비) 전후 상승에 그치고 있음을 보여줌

파월 의장은 통화정책의 긴축 전환에 신중해야 하는 이유를 설명

The period from 1950 through the early 1980s provides two important lessons for managing the risks and uncertainties we face today. The early days of stabilization policy in the 1950s taught monetary policymakers not to attempt to offset what are likely to be temporary fluctuations in inflation.¹⁵ Indeed, responding may do more harm than good, particularly in an era where policy rates are much closer to the effective lower bound even in good times.

The main influence of monetary policy on inflation can come after a lag of a year or more. If a central bank tightens policy in response to factors that turn out to be temporary, the main policy effects are likely to arrive after the need has passed. The ill-timed policy move unnecessarily slows hiring and other economic activity and pushes inflation lower than desired. Today, with substantial slack remaining in the labor market and the pandemic continuing, such a mistake could be particularly harmful. We know that extended periods of unemployment can mean lasting harm to workers and to the productive capacity of the economy

"중앙은행이 일시적인 요인에 대응해 긴축 정책을 펼치면 그 필요성이 지나고 나서 주요 정책 효과가 나타날 가능성이 크다. 시기적절하지 않은 정책 움직임은 고용 등 경제 활동을 더디게 만들고 인플레이션을 예상보다 낮춘다. 오늘날 고용시장에 상당한 여유가 남아 있고 전염병이 계속되는 상황에서 그런 실수는 특히 해로울 수 있다"

- 이번 잭슨홀 미팅을 통해 파월 연준의장의 비둘기파적인 스탠스를 재확인하는 한편, 통화정책 정상화(테이퍼링)는 가까워졌지만, 정상화 속도나 금리인상 시점에 대한 불안심리를 크게 낮춤
- 연준은 앞으로도 경제상황과 데이터를 기반으로 한 신중한(Baby-step) 정책기조를 이어갈 전망
- 당분간 통화정책 불확실성으로 인해 글로벌 시장이 큰 충격을 받거나 추세가 흔들릴 가능성은 낮아졌다는 판단
- 관건은 9월 FOMC(21~22일). 정책금리 전망치가 공개되기 때문
- 현재 연준의 점도표는 '22년 금리동결, '23년 2회 금리인상. 테이퍼링 스케줄 공개 여부와 함께 금리인상 시점, 속도에 대한 연준의 전망치 변화, 생각을 읽을 수 있음. 9월 FOMC에서는 24년 금리전망도 공개
- 앞으로는 테이퍼링보다 이후의 금리인상 시기와 속도, 그리고 최종 금리 수준에 대한 투자자들의 평가가 금융시장의 향배를 결정지을 전망

9월 FOMC에 주목하는 이유

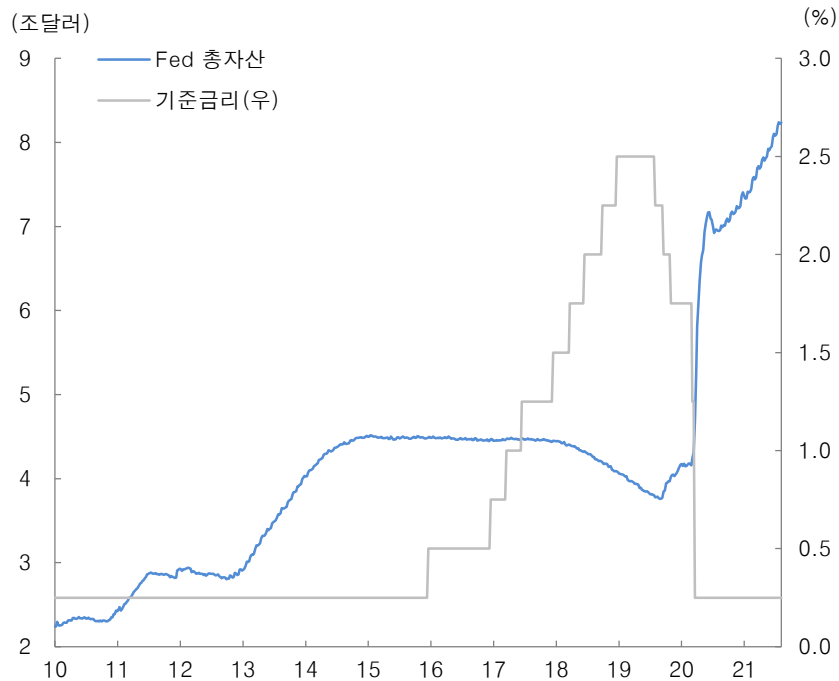
Economist & Fixed Income Strategist 공동락

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

Strategist 이경민

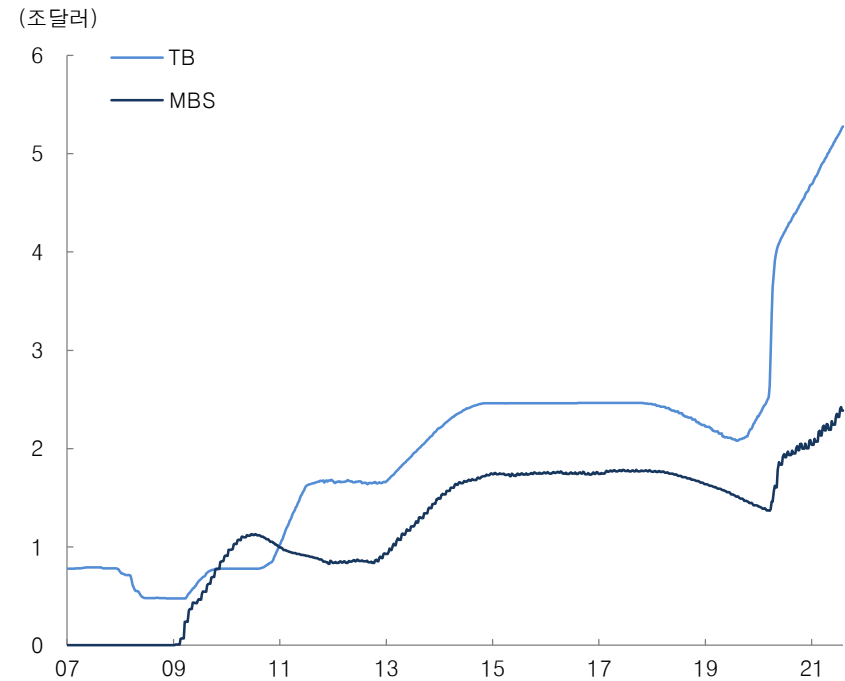
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

미국 연준(Fed) 총자산과 기준금리



자료: FED, 대신증권 Research Center

미국 연준(Fed)의 TB 와 MBS 보유 잔액 추이

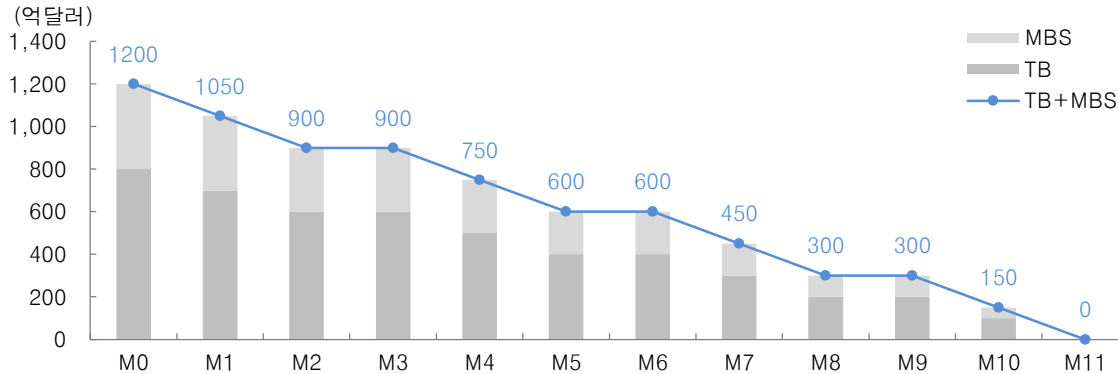


자료: FED, 대신증권 Research Center

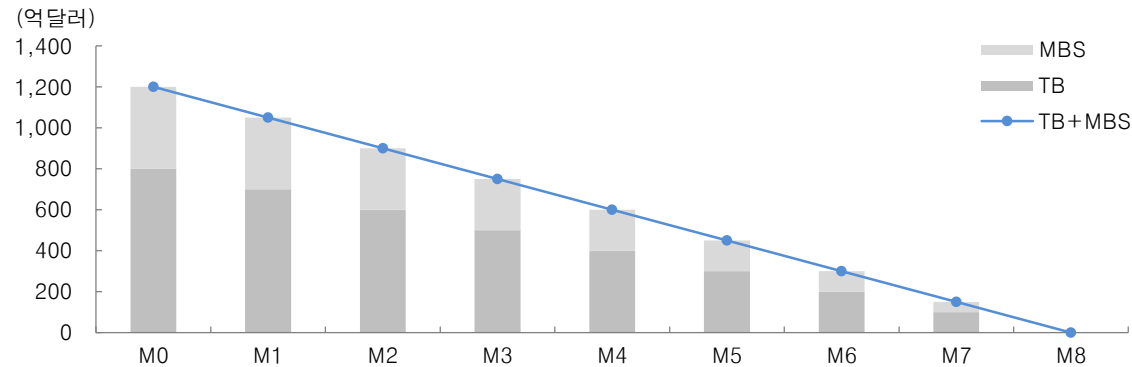
7월 FOMC 의사록: 연내에도 테이퍼링(tapering: 자산매입 축소) 시행이 가능하다는 연준 위원들 간의 공감대 확인
경기 여건의 '추가적인 진전' 이 향후 통화정책의 변화가 발생할 수 있는 근거: 1) 물가는 이미 충족 2) 고용도 곧 달성 가능
그리고 잭슨홀에서 마침내 연내 테이퍼링 개시를 구체화한 파월 의장, 따라서 9월이나 11월에 공식 선언 예상
2013년과 같은 텐트럼이 발생할 여지는 제한적이라는 견해

테이퍼링 속도는 2014년과 유사한 수준으로 예상

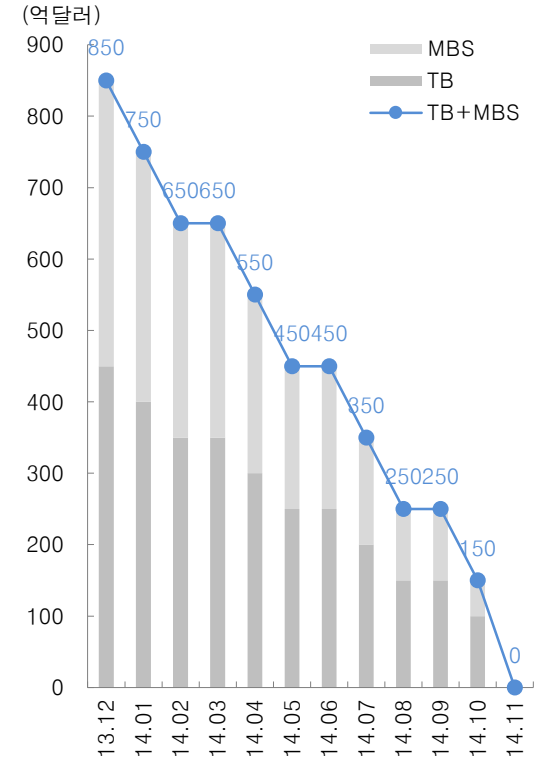
테이퍼링이 실시될 경우 향후 Fed 의 월간 채권 매입액 전망(당사 예상)



테이퍼링이 실시될 경우 향후 Fed 의 월간 채권 매입액 전망(빠른 속도)



2014년 테이퍼링 실시 당시 Fed 의 월간 채권 매입액 추이

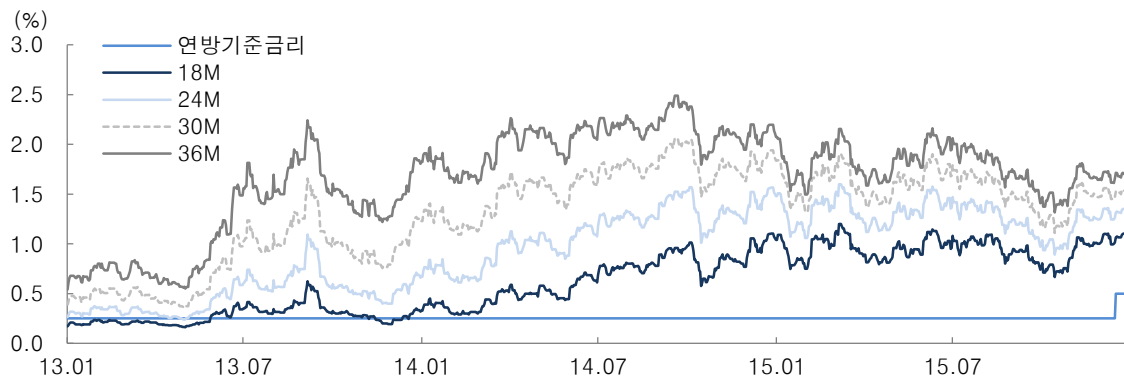


자료: FED, 대신증권 Research Center, 주 : 당사 전망은 테이퍼링 개시 시 매 분기 첫 2달에 FOMC가 이뤄진다는 가정

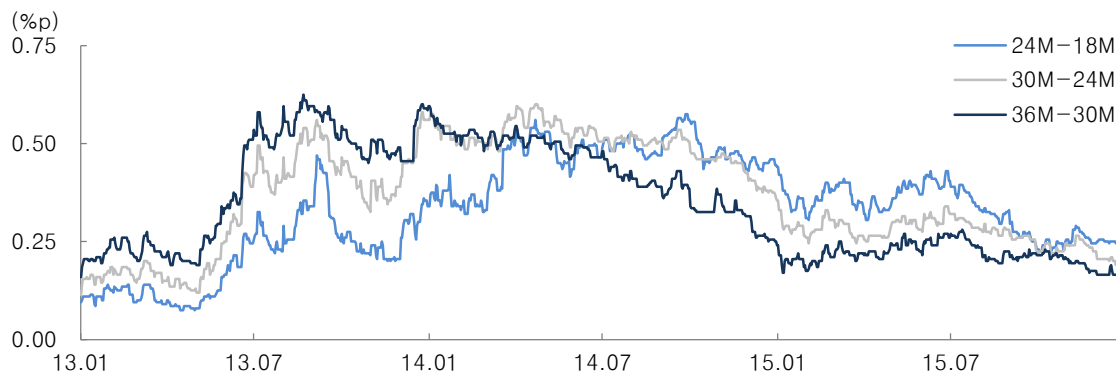
테이퍼링 속도는 지난 2014년, FOMC 일정이 있을 때마다 TB와 MBS를 각각 50억달러씩 매입을 줄였던 방식과 유사하게 이뤄질 전망. 하지만 당시에 비해 절대적인 채권 매입의 규모가 큰 만큼 평균적으로 매 회의 때 TB와 MBS를 각각 100억달러, 50억달러씩 줄여 채권 매입 종료까지는 총 10개월 소요 예상(2014년과 동일)
최근 일부에서 주장하는 월간으로 TB 100억달러, MBS 50억달러 줄이는 것은 너무 빨라 보임

비교해 보세요 1) 2013년 테이퍼 텐트럼: That Tapering was Different!

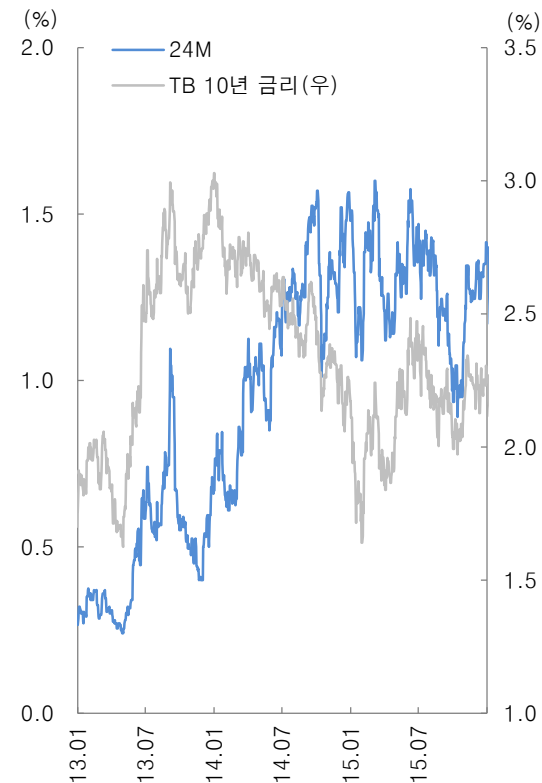
미국 연방기준금리와 연방금리선물 주요 월물별 선물



연방금리선물 월물별 스프레드



TB 10년 금리와 연방금리선물 24개월

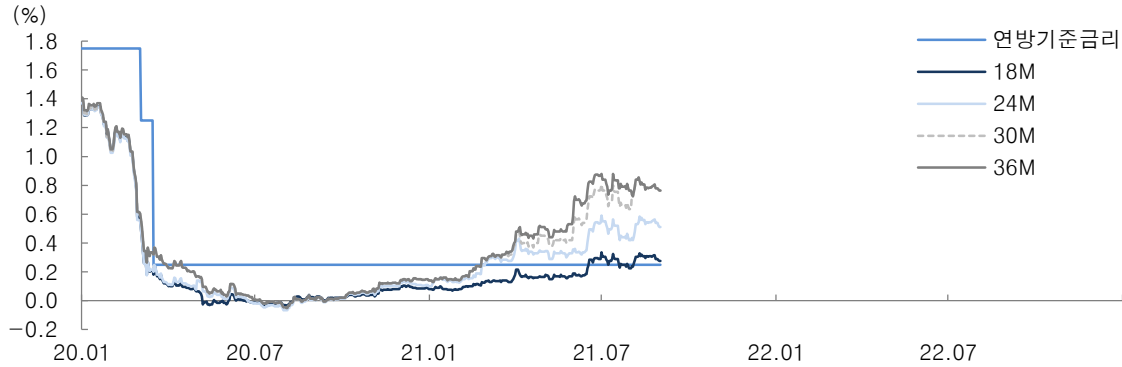


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

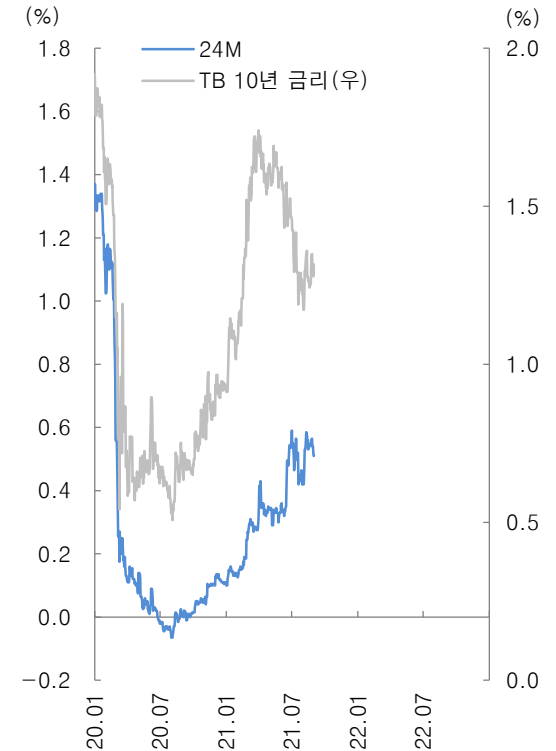
2013년 5월 버냉키 연준 의장 발언 “향후 몇차례 회의(과정)을 통해 자산매입 속도를 줄여나갈 수 있다”, 이후 텐트럼이 나타남
 통화당국의 행보에 대해 가장 민감한 연방금리선물이 테이퍼링 시사 후 9월 초에 18개월 0.625%, 24개월 1.095%, 30개월 1.655%, 36개월 2.24%까지 상승. 당시 美 기준금리는 0.00~0.25%로, 18개월 이후 2회, 24개월 이후 4회 인상이 예상된 것. 그러나 실제 인상은 테이퍼링 발언 이후 1년 반이 경과한 2015년 12월에 0.25~0.50%로 인상됐고, 그 다음은 1년이 더 경과한 2016년 12월에 이뤄짐

비교해 보세요 2) 연내 개시 앞둔 테이퍼링: This Tapering is Different?

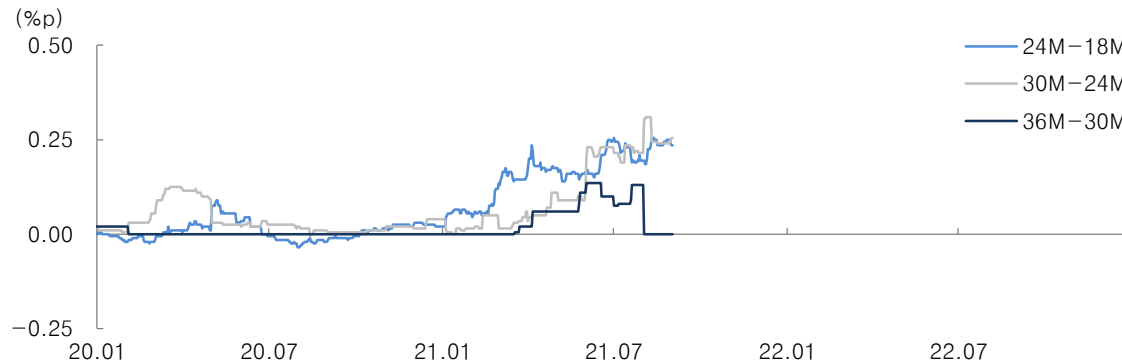
미국 연방기준금리와 연방금리선물 주요 월물별 선물



TB 10년 금리와 연방금리선물 24개월



연방금리선물 월물별 스프레드

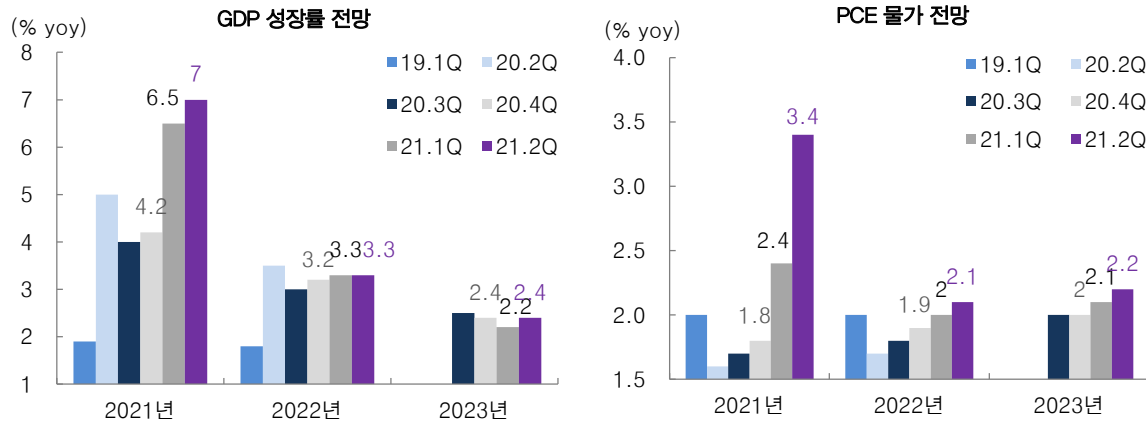


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

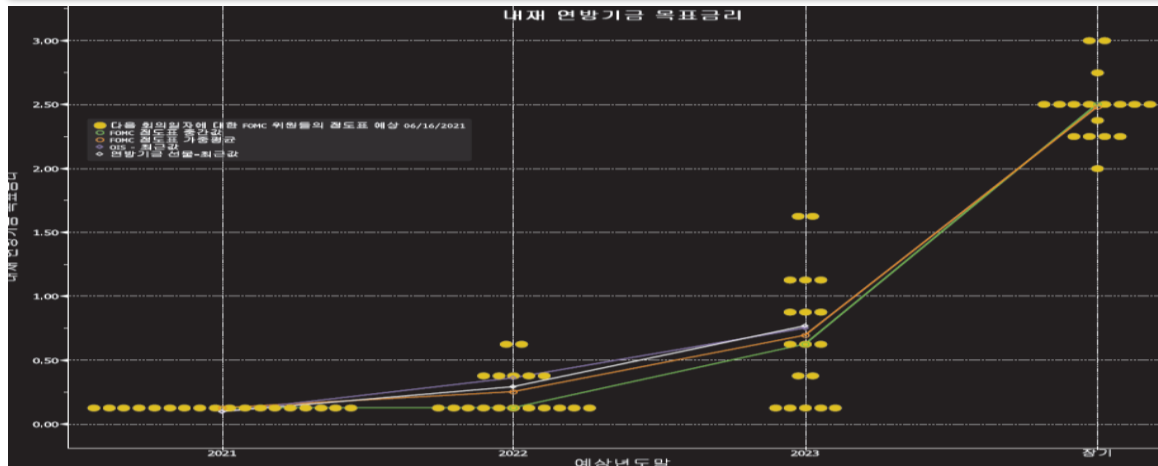
그렇다면 지금 채권시장의 경우 연방금리선물을 기준으로 지난 13일 18개월 0.310%, 24개월 0.560%, 30개월 0.805%, 36개월 0.805%. 30개월과 36개월 선물 간의 스프레드는 0
연내 개시 예상되는 테이퍼링을 감안하면 채권시장은 매우 차분한 분위기. 또한 채권시장은 앞서 인플레이션 텐트럼을 사전에 예방주사 맞음

[9월 FOMC Check Point] 경제전망 변화와 점도표... 2024년 점도표 레벨도 중요

연준의 2021년 GDP 성장을 전망 6.5%에서 7%로 추가 상향조정
연준의 2021년 물가전망은 2.4%에서 3.4%로 대폭 상향조정



FOMC 점도표, 2023년 중간값 0.6%로 레벨업(2번 금리인상)



- 6월 FOMC에서 금융시장에 충격을 준 것은 점도표. 3월 FOMC에서 2023년까지 제로금리를 유지할 것임을 시사했지만, 6월 FOMC에서 2023년 점도표 중간값은 0.6%(두 번 금리인상)로 대폭 상향조정
- 대부분의 연준 위원들(13명, 3월 7명)이 2023년에 금리인상을 전망했고, 5명의 연준위원은 2023년에 1%를 상회하는 기준금리 수준을 예상. 2022년에 금리인상을 전망한 연준위원도 7명에 달했음
- 2021년 9월에도 점도표 변화에 따라 금융시장 변화 불가피. 특히, 2024년 점도표가 처음 공개되는데, 연준의 통화정책 정상화, 긴축정책의 속도와 레벨을 가늠할 수 있을 것
- 점도표 변화가 없거나 오히려 완화될 경우 시장에는 긴축 우려가 완화되면서 빠르게 안정을 찾아가고, KOSPI 상승추세 재개 전망
- 점도표가 추가적으로 상향조정되거나 2024년 점도표가 1.5%를 상회할 경우 긴축 속도에 대한 부담이 글로벌 금융시장에 단기 충격변수로 작용할 수 있음

얼혀있는 실타래...
반도체, 원/달러 환율, 외국인 매매...

Strategist 이경민

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

실타래가 얹히고 설켜 있어... 불확실성 완화로 반등, 정상화 가능. 실타래를 푸는데 까지 시간이 필요

불안심리가 완화되면 시장에는 긍정적일 것. 다만, 꼬인 실타래가 풀리는데는 좀 더 시간이 필요하고 확인할 필요가 있어

반도체 업황/실적 불안

- 21년 4/4분기 반도체 가격 하락, 2022년 업황 불확실성 확대
- 해외 투자증권(CLSA, 모건 스탠리 등) 삼성전자, 하이닉스 목표주가, 투자 의견 하향조정
- 단기간에 반도체 시가총액 43.1조원 감소. 21년, 22년 실적 전망 최저치 반영시 22.2조원 하락
- 반도체 업종의 주가, 가치는 극심한 저평가, 과매도 영역에 위치했다고 판단

국내외 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

원화 약세, 외국인 대량매도

- 달러, 위안화대비 원화만이 차별적인 약세를 보이고 있는 상황
- 반도체, 코로나19 변수로 인한 원화 약세, 외국인 순매도 압력 확대 간의 악순환 고리 형성
- 글로벌 경기 불확실성, 한국 경제/산업/금융시장 측면에서 시스템 리스크 제한적
- 8월 원/달러 환율의 급등은 과도한 흐름으로 판단. 시차를 두고 강세반전 예상

통화정책 불확실성 속도 테이퍼링 시점은?

- 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

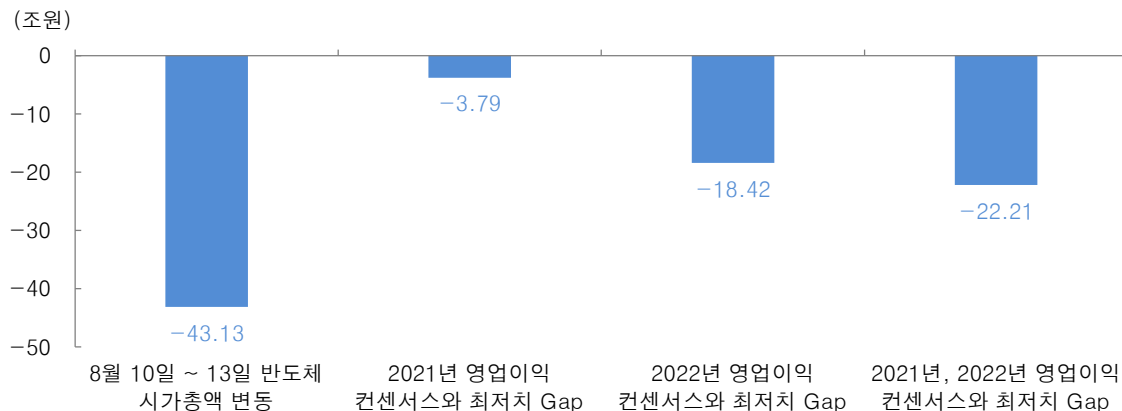
중국발 규제 리스크

- 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. 중국, 홍콩증시 비중확대 전략 유효
- 7월 강력한 규제들이 집중된 만큼 규제 강도 완화 예상



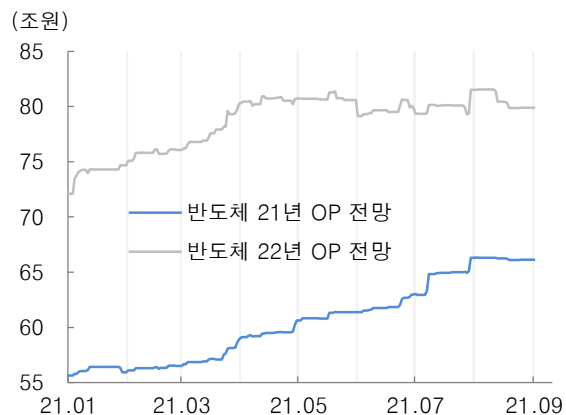
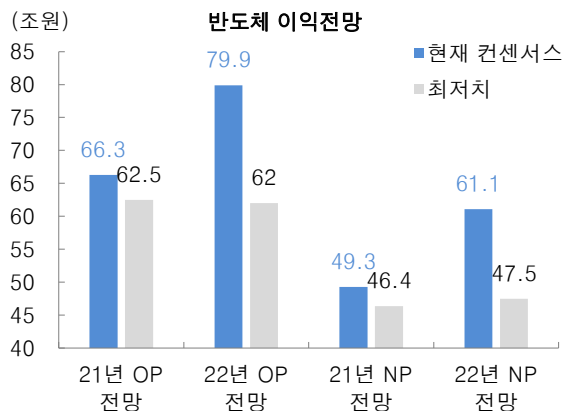
[반도체 언더슈팅 1] 업황, 실적 불확실성과 우려감 선반영

반도체 시가총액 43.13조원 감소 Vs. 영업이익 최저 전망 반영시 22.21조원 감소



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

21년, 22년 실적전망 최저치와 괴리율 OP 22조, NP 17조원. 현재는 정체국면

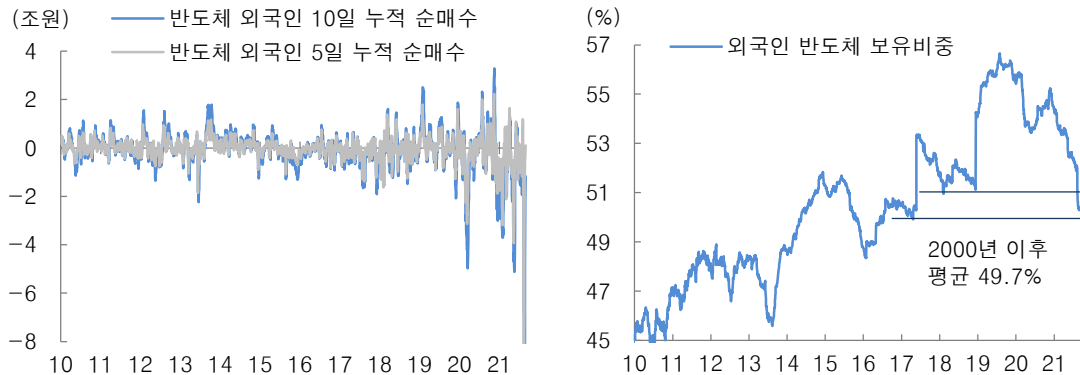


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 반도체 업종은 8월 10~13일 급락 기간 동안 시가총액 43.13조원이 감소
- 반도체 업종의 2021년, 2022년 영업이익 전망은 66.3조원, 80.4조원. 컨센서스 최저치를 반영할 경우 2021년, 2022년 영업이익 전망은 62.5조원, 61.2조원으로 레벨다운. 이는 2년 합산 22.21조원 하향조정된 수준
- 반도체 업종의 2021년, 2022년 순이익 전망은 49.7조원, 61.1조원. 컨센서스 최저치를 반영할 경우 2021년, 2022년 영업이익 전망은 46.4조원, 47.5조원으로 레벨다운. 이는 2년 합산 16.98조원 하향조정된 수준
- 단기간에 업황, 실적 측면에서 최악의 상황을 반영했다고 볼 수 있음. 현재 반도체 업종의 실적 전망은 정체국면 진입

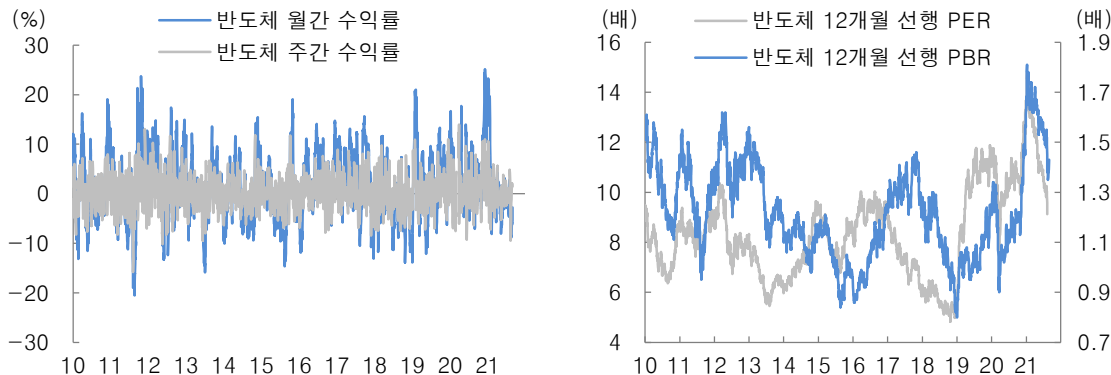
[반도체 언더슈팅 2] 외국인의 과매도. 단기 하락속도가 가팔랐음

외국인 반도체 단기 과매도. 외국인 반도체 보유비중 반도체 사이클 저점 수준



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

반도체 주간, 월간, 수익률 저점권. 반도체 12M Fwd PER 9.12배, PBR 1.38배

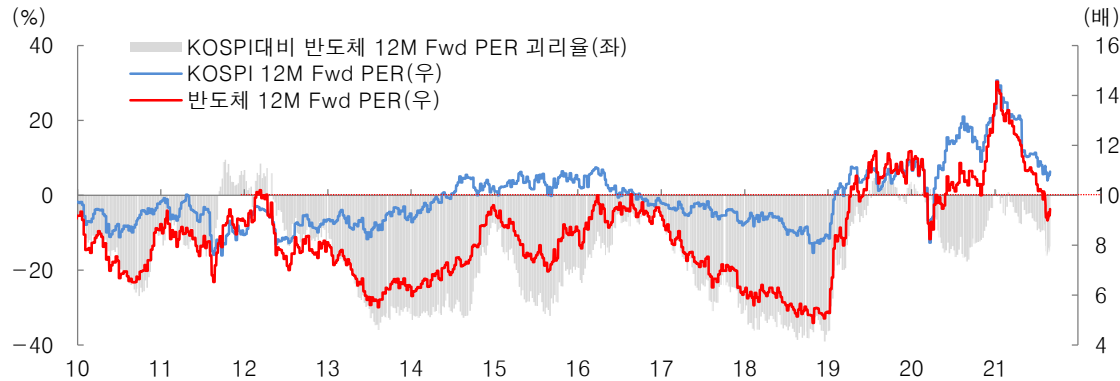


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

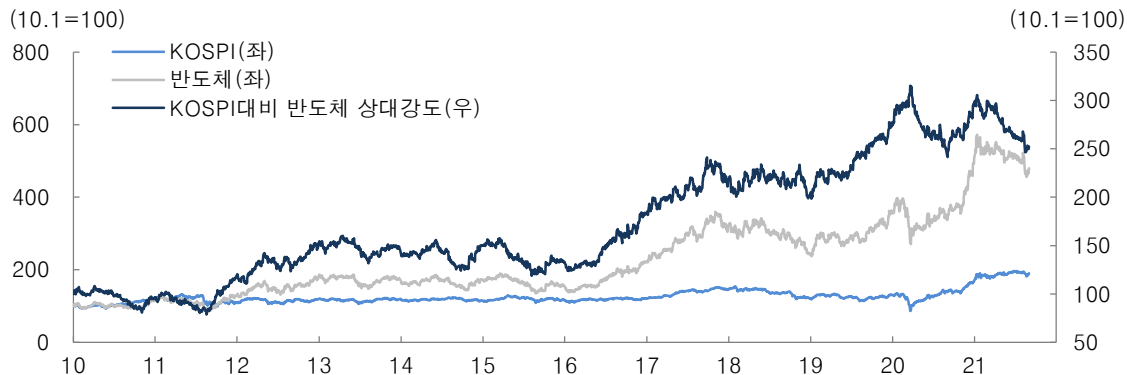
- 수급 측면에서도 반도체 업종에 대한 외국인 5일, 10일 누적 순매도는 7.87조원, 6.69조원으로 사상최저 수준을 기록. 단기적으로 이례적인 과매도라고 생각
- 대만 가권지수의 외국인 순매도(10.5억 달러, 약 1.23조원)와 비교해 보면 지난 주 KOSPI 반도체 업종에 대한 매도강도를 가늠
- 주간, 월간 수익률 모두 과매도권에 진입. 2010년 이후 동반 과매도권에 진입한 것은 코로나19 팬데믹 이후 처음. 단기 하락속도, 강도 또한 금융위기 이후(코로나19 팬데믹 제외) 가장 빠르고, 강하다고 볼 수 있음
- 반도체 업종의 12개월 선행 PER은 8.99배, PBR은 1.38배까지 레벨다운. 팬데믹 이후 가장 낮은 수준이자, 미중 무역전쟁이 격화되고, 반도체 하락사이클 정점 구간에서나 볼 수 있었던 밸류에이션 수준

[반도체 언더슈팅 3] 가격/밸류에이션 매력도

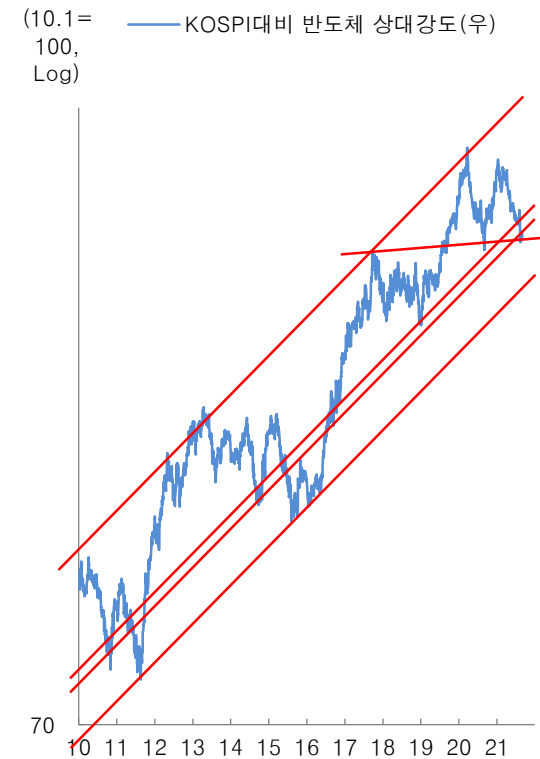
반도체 12개월 선행 PER 9배 초반. KOSPI대비 저평가 영역에 위치



반도체, KOSPI대비 상대강도 코로나19 당시 저점권에 도달



KOSPI대비 반도체 상대강도 로그차트 상승추세대의 중요 지지권 도달



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

반도체 업종의 12개월 선행 PER은 8.99배까지 레벨다운. 2020년 4월 ~ 5월 코로나19 팬데믹 국면 당시 저점 수준. 업황/실적 불확실성 확대에도 불구하고 반도체 사이클 저점 당시 수준이자, 2010년 이후 고점권, 밸류에이션 레벨업 이전 수준으로 회귀
상대강도 또한 2020년 코로나19 팬데믹 당시 저점까지 내려앉음
장기간 KOSPI대비 상대적 부진이 이어져 온데 따른 가격/밸류에이션 매력 부각. 불확실성 완화만으로도 충분히 반등시도가 가능할 전망

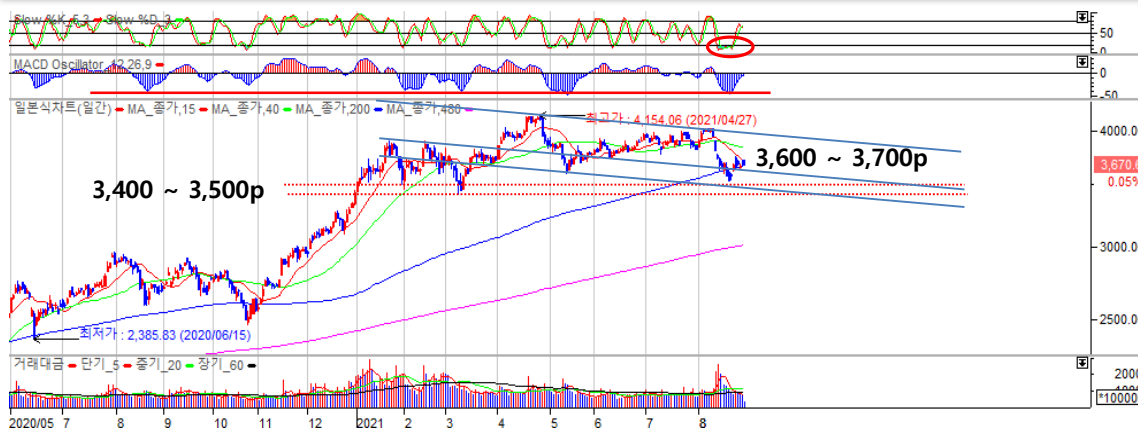
[반도체 전망] 추가 하락은 진바닥 형성 과정. 단기 반등 이후 정상화/추세형성 예상

반도체 업종 주가는 중요 지지권에서 반등 시도 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

200일 이동평균선에서 분위기 반전. 중요 분기점은 3,800 ~ 3,850p

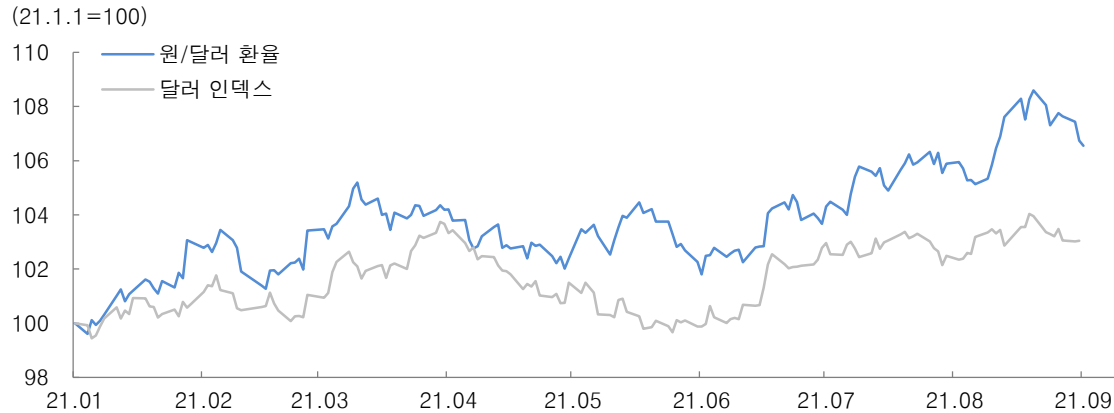


자료: 대신증권 Research Center

- 반도체 주가는 미래의 업황과 실적 불안을 선반영하며 레벨다운. 그 결과 과매도 구간에 진입했고, 가격, 밸류에이션 측면에서 매력적인 구간에 위치
- 8월 둘째주 반도체 사이클에 대한 논란이 컸던 것이 사실. 비관적인 전망과 우려가 주가에 적극적으로 반영된 반면, 여전히 낙관적이라는 의견은 묻힘
- 향후 주가에 반영될 수 있는 반도체 관련 이슈/변수는 무엇일까? 필자는 우려했던 것보다, 걱정했던 것보다 나쁘지 않다는 안도만으로도 반도체 주가는 반등시도에 나설 것으로 생각
- 이후 반도체 업황에 대한 회복 기대, 턴어라운드 기대가 유입되면서 주가는 다시금 상승추세를 만들어갈 전망
- 기술적 분석 측면에서도 Stochastic가 침체권에 진입했고, 200일 이동평균선에서 아랫꼬리를 형성. KRX 반도체 지수 기준 2차 지지선인 3,400 ~ 3,500p에서 저점을 형성하고 반등 시도 중
- 9월 중 3,800 ~ 3,850p 돌파/안착 여부가 관건

[원/달러 환율] 단기 오버슈팅 국면. 정상화 국면 전개 예상

달러, 위안화와 차별적인 원화 약세... 코로나19와 반도체 업황이 문제



달러대비 원화 약세강도 15년 이후 고점권. 원화 멀지않은 시점에 강세 반전 가능



- 원/달러 환율 1,180원까지 레벨업은 다소 과도한 흐름. 글로벌 경기와 달러 안정세가 유효할 경우 추가적인 원화 약세 압력은 제한적일 전망. 달러 대비 약세폭은 더 확대되지 않을 것
- 일단, 글로벌 경기가 양호한 상황에서 달러가 연중 고점을 넘어서지 못하고 있음. 코로나19 재확산, 델타 변이 바이러스 확산으로 인한 심리지표 부진이 가시화되고 있지만, 경제활동은 코로나19 이전 수준을 회복, 유지 중. 경제성장률 전망 또한 견조한 흐름을 이어가고 있다. 2022년 경제성장률 전망은 상향조정 중
- 미국 통화정책에 대한 불안심리도 완만하게 진정세를 이어가고 있음. 한편, 외국인 매도가 일부 업종(반도체)에 집중되고 있다는 점은 역설적으로 한국 경제의 시스템 리스크는 제한적임을 시사
- 달러인덱스 대비 원/달러 환율 상대강도는 2015년 이후 고점권에 근접. 과거 동레벨에서 원화 약세압력은 제한적이었고, 일정 시간이 지난 뒤에는 원화 강세국면으로 진입. 최근까지 일방적인 약세를 보였던 원화가 이제는 달러를 따라갈 가능성이 높다는 판단

[원/달러 환율] 단기 오버슈팅 구간. 1,155원대 하회 여부가 중요

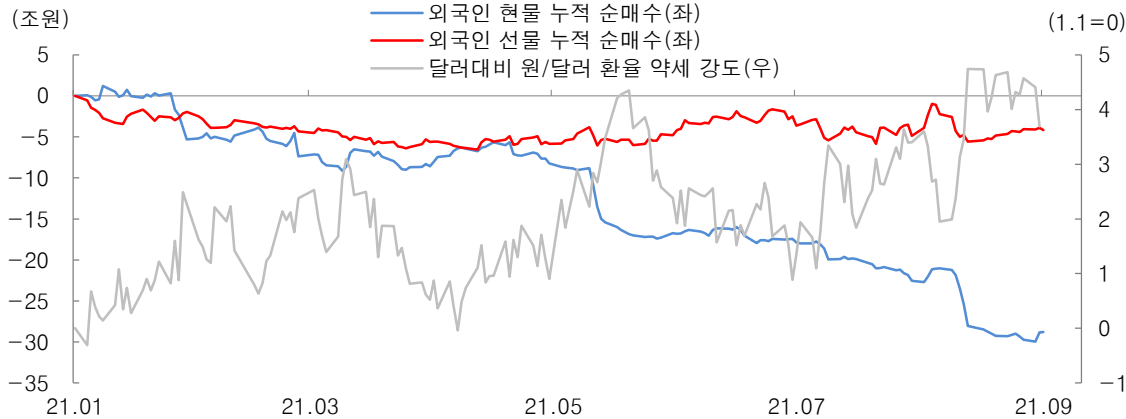
원/달러 환율 정점권에 도달. 향후 하향안정(원화 강세) 국면 전개 예상



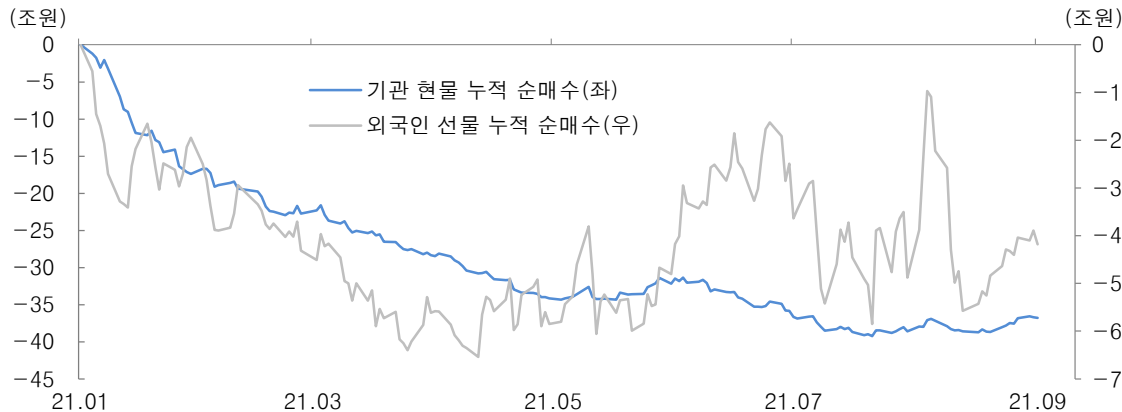
- 앞서 살펴본 바와 같이 국내외 펀더멘털 측면, 구조적인 변수에 있어서 원화가 일방적으로 약세를 보일만한 문제는 없다고 볼 수 있음
- 최근 원화의 일방적인 약세의 주된 원인이었던 심리적, 수급적 변수만 제어된다면 원화 약세 압력은 진정될 전망
- 반도체 업황에 대한 불안심리가 진정되면서 외국인 수급이 안정되는 것만으로도 원/달러 환율의 1,180원 돌파는 쉽지 않을 것
- 오히려 1,160원대 초반, 또는 1,150원대 진입 가능성이 높다고 생각
- 향후 코로나19 상황까지 진정된다면 원화는 빠르게 진정될 전망

[원/달러 환율과 외국인 매매] 악순환의 고리와 선순환의 고리

달러대비 원/달러 환율이 약세를 보일 경우 외국인 현선물 수급 악화. 반대는?



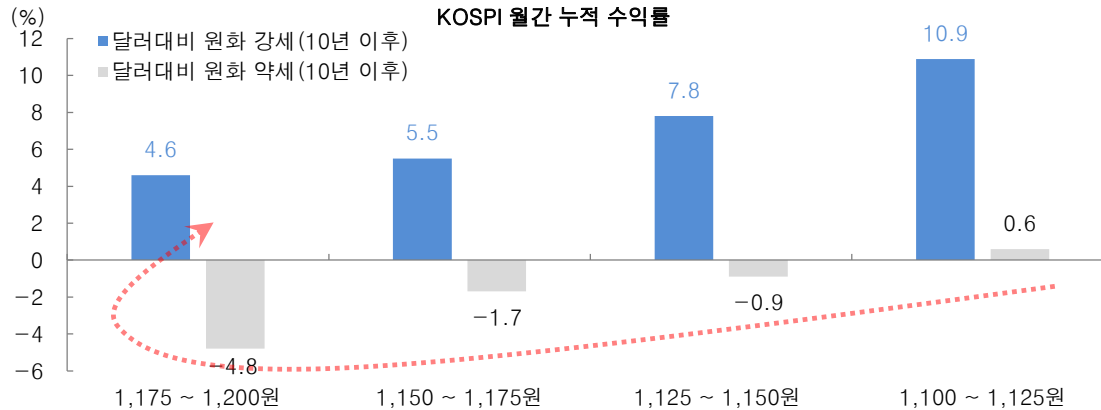
외국인 선물 순매수/순매도 여부에 따라 기관 프로그램 매수/매도 결정



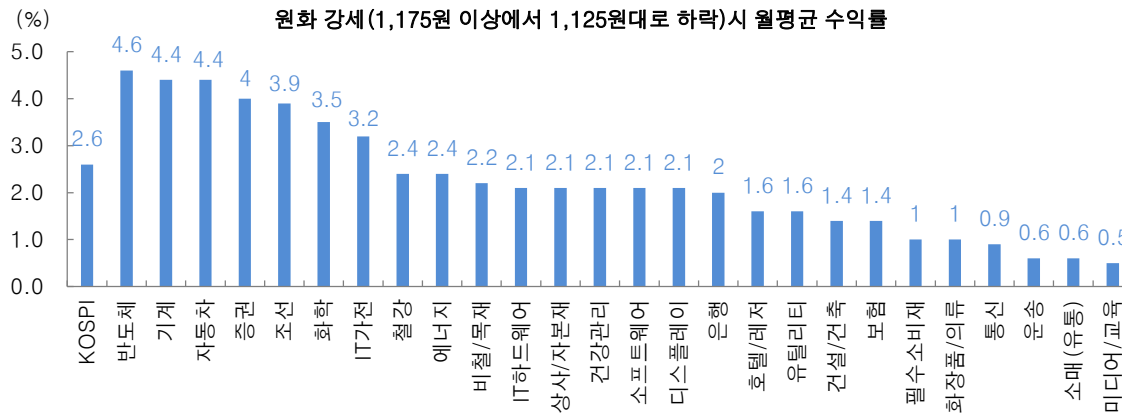
- 원화 약세 압력 확대는 외국인 대규모 현선물 매도 - 국내 기관 프로그램 매물 출회라는 수급의 악순환 고리를 작동시켜 왔음
- 미국 경기불안, 중국 규제리스크까지 가세, 최근 채권금리 하락은 경기둔화를 선반영했다는 해석이 유입되며 안전자산 선호심리마저 자극
- 하지만, 이러한 불안심리가 진정되고, 불확실성 변수들이 완화되면서 원화 약세 흐름 진정, 강세 반전 가능
- 실제로 8월 첫째주 원화 강세반전만으로 외국인 현선물 시장에서 대규모 순매수 유입, KOSPI 급반등 전개
- 향후 원화 강세가 지속될 경우 지금까지 수급상황과 정반대로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

[원/달러 환율과 외국인 매매] 원화 강세 – 외국인 순매수 유입 – KOSPI 강세 선순환 고리

원/달러 환율 레벨과 KOSPI 월간 수익률, 원화 강세 국면 = KOSPI 상승추세 강화



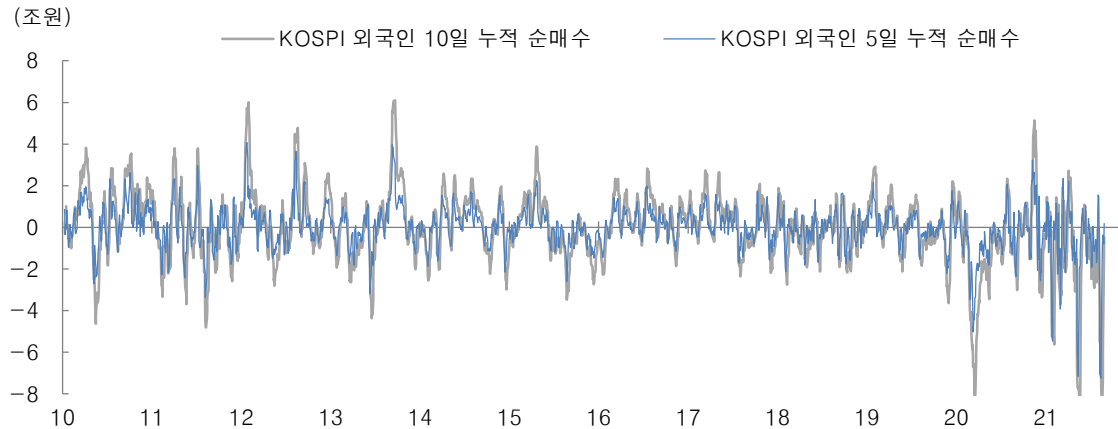
원화 강세 추세적에서 반도체, 자동차, 기계, 증권, 조선, 화학, IT가전 강세 뚜렷



- 원/달러 환율 흐름에 따라 외국인 투자자는 물론, 국내 기관/프로그램 매매까지 변화. KOSPI 시장에 미치는 영향력도 상당한 것이 사실
- 2010년 이후 원화 약세 국면에서 원/달러 환율 레벨이 상승할수록 KOSPI 낙폭 확대
- 반면, 원화 강세 국면에서는 원/달러 환율 레벨이 낮아질수록 KOSPI 상승폭 확대
- 원화 강세국면에서 주가 반응이 더 강한 것은 반도체, 기계, 자동차, 증권, 조선, 화학, IT가전 등 경기민감주, 대형주가 강한 상승흐름을 보여왔기 때문
- 향후 원화 강세가 추세적으로 전개될 경우 외국인과 기관/프로그램 순매수 간의 선순환 고리가 형성되며 KOSPI 상승추세 강화 가능

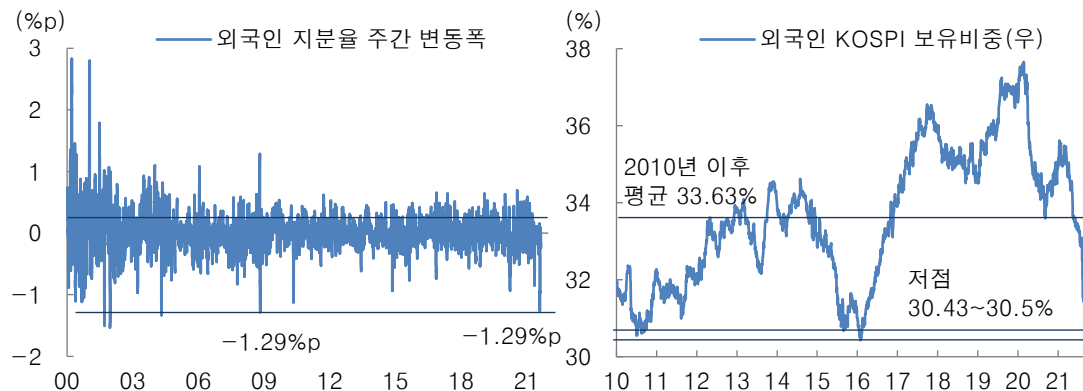
[외국인 매매] 단기 과매도 영역에 진입, 외국인 지분을 충분히 낮아짐

외국인 KOSPI 단기 과매도 영역에 진입



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 지분율 주간 변동폭 역사적 저점 수준. 지분율도 31.4%로 레벨다운

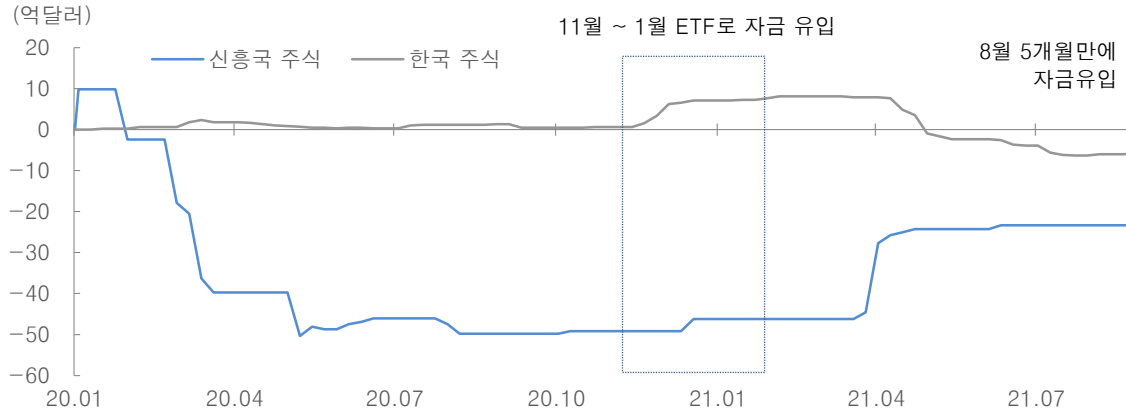


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 8월 둘째주 외국인 투자자들은 7조 이상 순매도, 주간 누적 기준 사상최대 매도를 기록, 단기 과매도권역에 진입
- 외국인 지분율 변화도 전주대비 -1.26%p로 2008년 11월(-1.29%p) 이후 최대 하락폭 기록
- 글로벌 경기침체, 시스템 리스크 확대/정점 국면과 유사한 외국인 매물압력이 증폭되었다는 것
- 그 결과 외국인 지분율은 31.4%로 레벨다운. 동 수준은 금융위기 이후 저점권으로 외국인 투자자들의 국내 주식비중 축소 이제 정점에 근접했음을 시사

[글로벌 유동성] 5개월 만에 한국 ETF로 자금 유입. IT, 반도체 섹터로 자금 유입 재개

한국 ETF로 자금 유입 재개



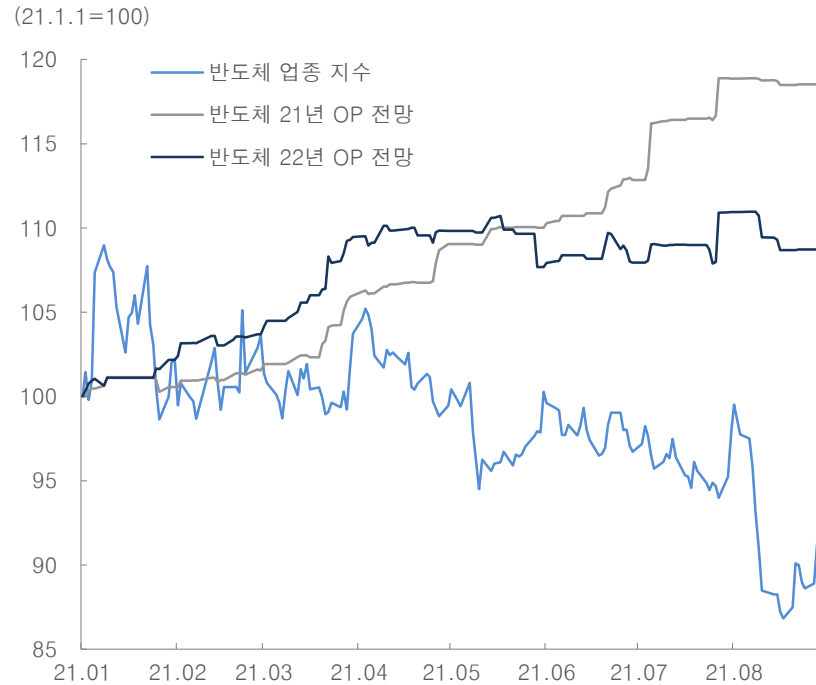
시클릭 ETF에서 자금 이탈, IT, 반도체, 금융, 필수소비재로 자금 유입 조짐



- 글로벌 ETF 자금 흐름에서 변화 감지
- 8월 한 달 동안 한국 ETF로 5,730만달러 자금 유입. 이는 2021년 3월 이후 5개월 만에 자금 유입 전환 조짐
- 한국 ETF에서 자금 유출입과 KOSPI 외국인 매매와 큰 흐름을 같이 하고 있다는 점에서 향후 국내 불확실성 완화시 외국인 투자자 순매수 유입/강화 기대
- 글로벌 섹터 ETF에서도 자금 유출입 변화. 에너지, 소재, 산업재, 경기소비재에서 4월 ~ 5월 이후 자금 이탈 지속
- 반면, 최근 금융, IT, 반도체, 필수소비재로 자금 유입 재개
- 연말 소비시즌에 대비해 글로벌 유동성이 이동하고 있는 것으로 추정

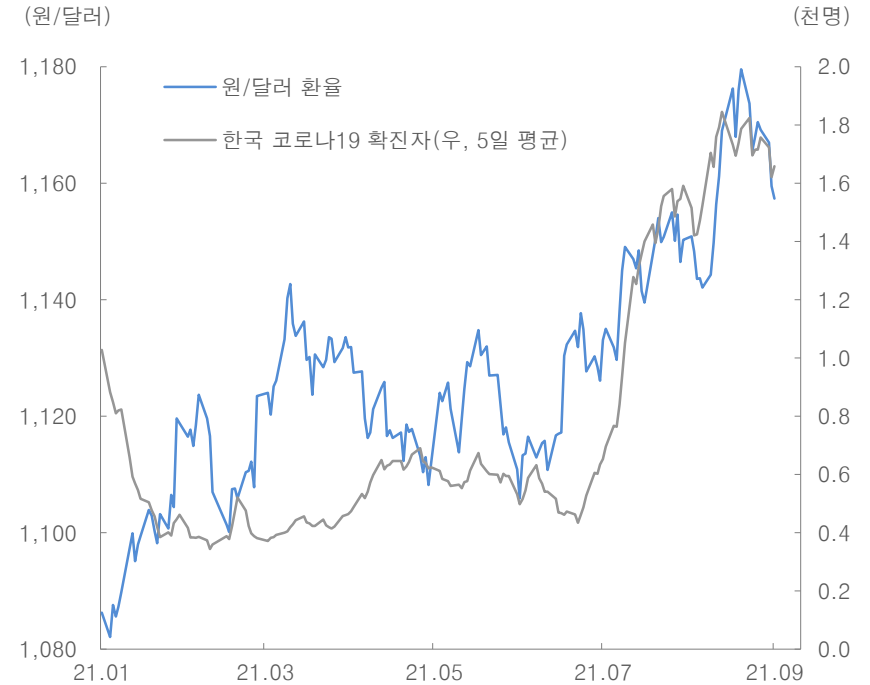
추세반전을 위한 조건. 1) 반도체/KOSPI 2022년 이익전망 상향조정, 2) 원화 강세추세 형성

반도체 업종 2022년 실적 불확실성 여전



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

한국 코로나19 확산으로 원화 약세 지속



자료: WHO, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

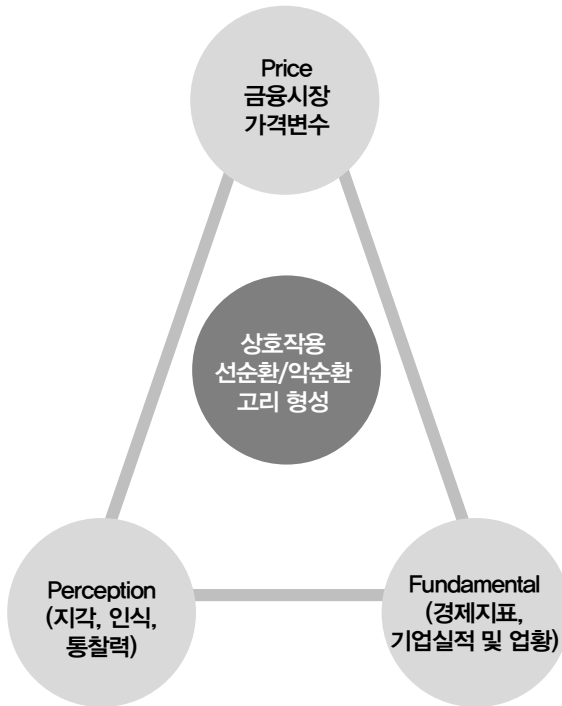
KOSPI가 박스권 등락에서 벗어나 중장기 상승추세를 재개하기 위해서는 1) 반도체를 중심으로 한 KOSPI 2022년 실적 기대감 재유입,

2) 원/달러 환율의 하락추세라는 두 가지 조건이 필요

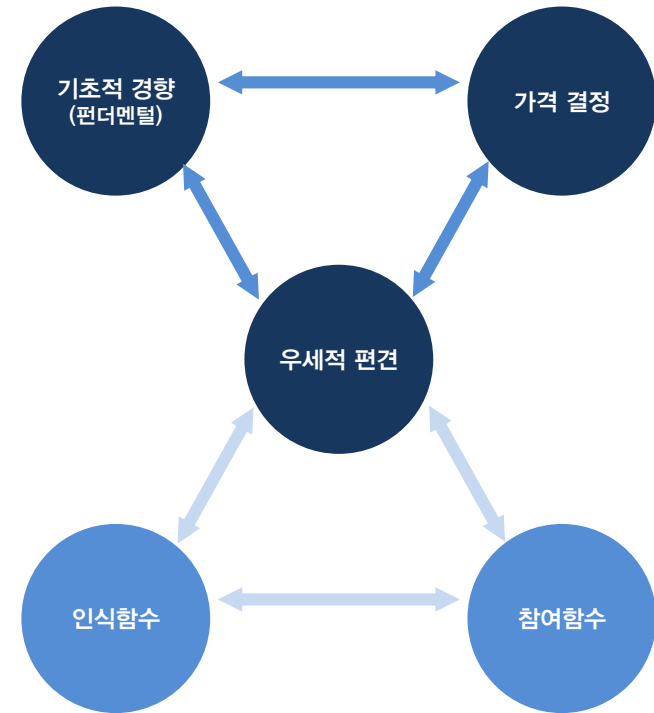
반도체와 원/달러 환율이 변하면 현재의 악순환의 고리가 선순환의 고리로 전환될 것

반도체, KOSPI 실적 전망과 원/달러 환율 변화가 확인되기 전까지는 평정심을 유지하며 방망이를 짧게 잡고 단기 매매에 집중

소로스의 재귀성 이론



편견에 의한 자기강화 현상



자료: 조지 소로스 금융시장의 새로운 패러다임, 대신증권 Research Center

자료: 조지 소로스 금융시장의 새로운 패러다임, 대신증권 Research Center

소로스의 '재귀성(Reflexivity) 이론' : 세상은 불완전하므로 시장 참가자들이 서로 영향을 주고, 그 영향이 다시 시장 가격에 미치는 과정을 반복함으로써 가격이 급등하거나 급락할 수 있다는 주장

즉, 행위 주체, 투자자들 간 상호작용이 Positive, Negative 피드백을 만들어 내면서 평균수준을 벗어나는 과열과 침체를 만든다는 것

투자자들은 비이성적 판단을 내릴 수 있어 가격이 지속해서 오르거나 떨어질 경우 합리적인 지점을 찾지 못하고 오히려 한 방향으로만 몰리는 '자기강화 현상' 전개. 자기강화 현상은 영원하지 않음. 작은 트리거로 재귀적인 현상의 고리는 약화되고, 끊어지고 이후에는 단기 방향성 변화 자기강화 현상의 선순환/악순환의 고리가 약화되고 전환될 것

투자전략

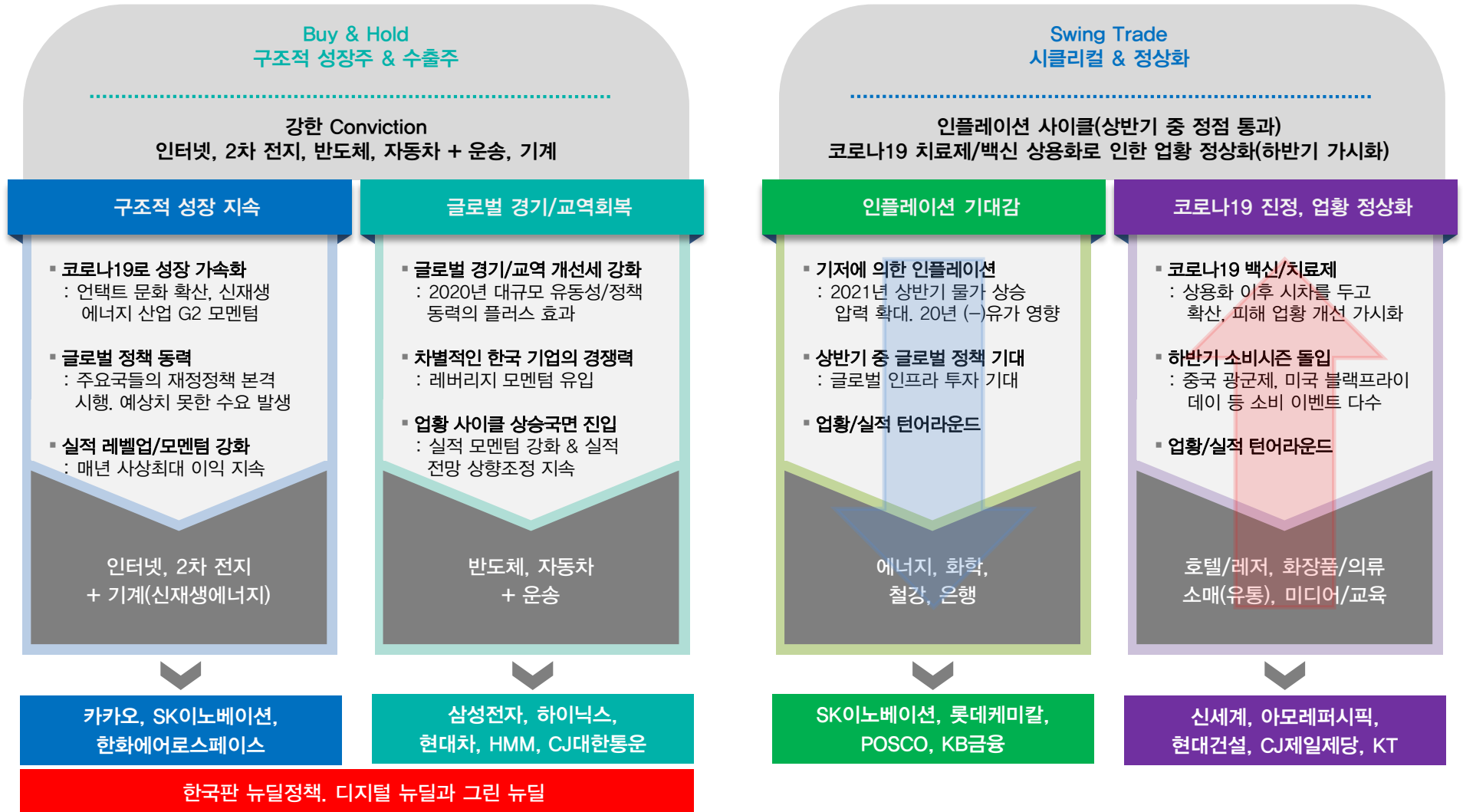
수출주(반도체, 자동차)와 구조적 성장주(인터넷, 2차 전지, 신재생에너지) 비중확대 유지

Strategist 이경민

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

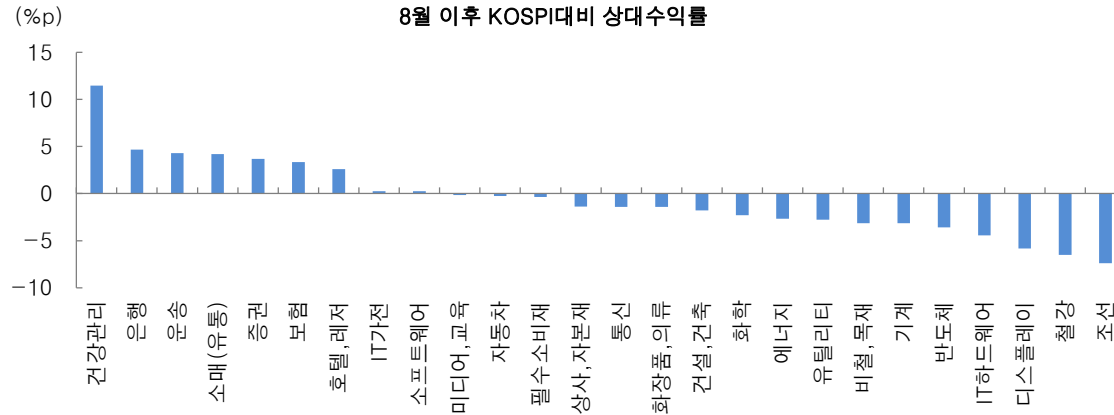
[투자전략] 인터넷, 2차 전지, 신재생에너지 (구조적 성장) & 반도체, 자동차(수출주) 비중확대

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

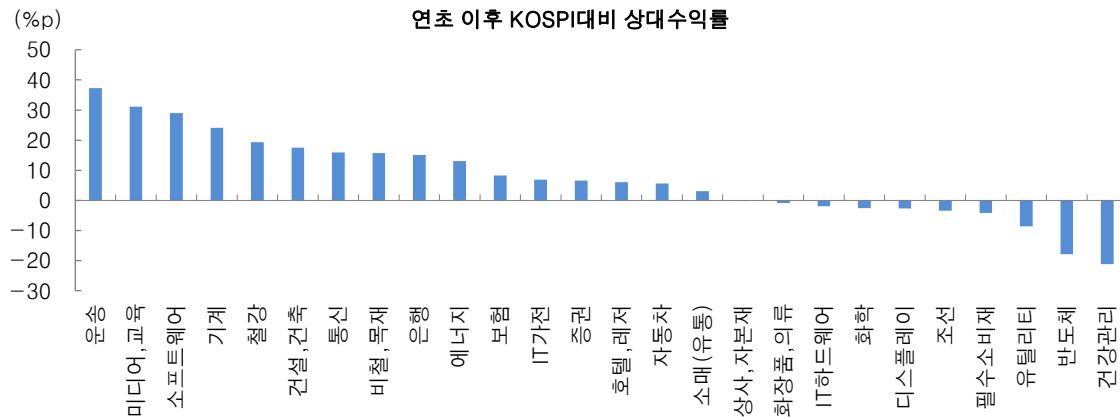


[단기 낙폭과대 & 소외 업종] 시클리컬 기술적 반등시도 가능. 반도체 업종 저평가/소외주에 위치

시클리컬, IT, 2차 전지 단기 저평가 국면 위치 : 기술적 반등시도 가능



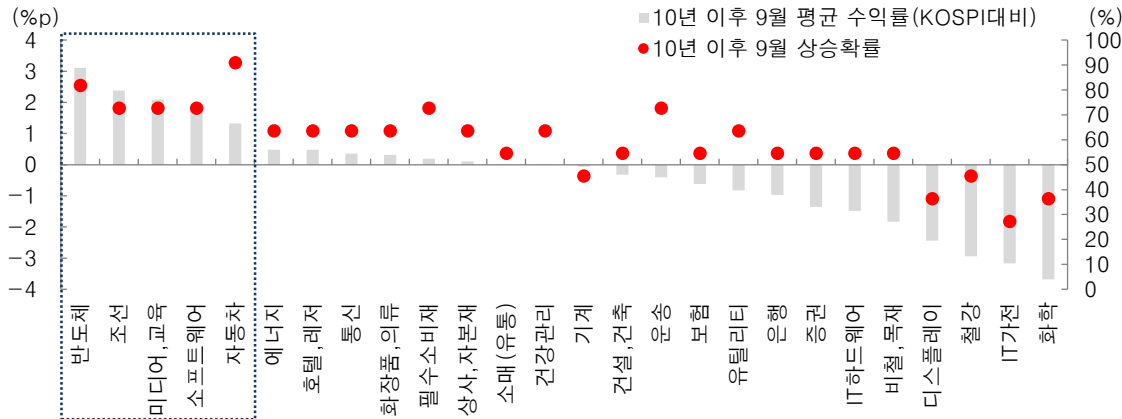
21년 소외 업종의 반란. 1차는 건강관리, 2차는 반도체?



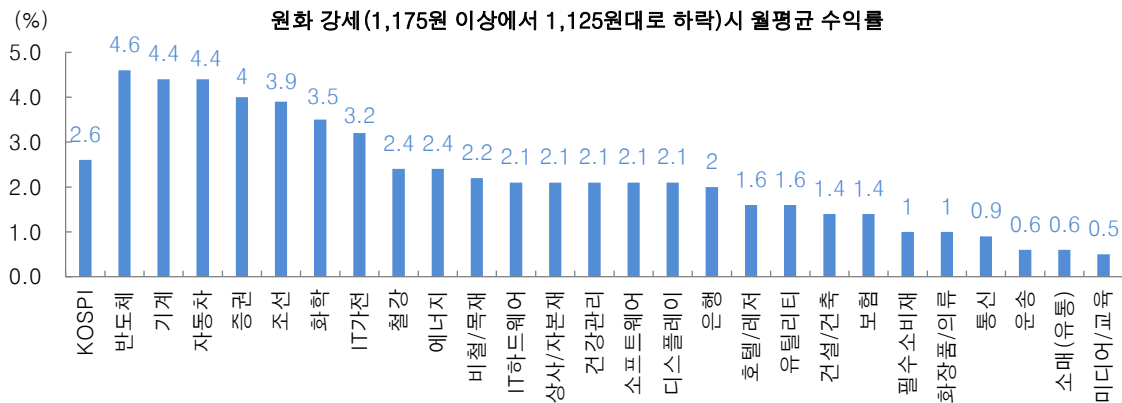
- KOSPI 기술적 반등 국면에서 1차적으로 주목해야 할 업종은 단기 낙폭과대 업종
- 조선, 철강, 디스플레이, IT하드웨어, 반도체, 기계, 비철목재와 에너지, 화학 등 시클리컬, IT, 2차 전지 업종이 저평가 영역에 위치
- 시클리컬은 단기 급락에 따른 되돌림, 기술적 반등시도 기대
- 한편, IT, 그 중에서도 반도체는 단기 낙폭과대주이자 장기 소외주. 2021년 연말로 갈수록 반도체 업종의 주가 정상화 시도 지속될 전망

[9월 계절성과 원화 강세국면 수혜 업종] 반도체, 자동차 업종의 강세 뚜렷

9월 강세를 반복해 왔던 반도체, 자동차, 인터넷



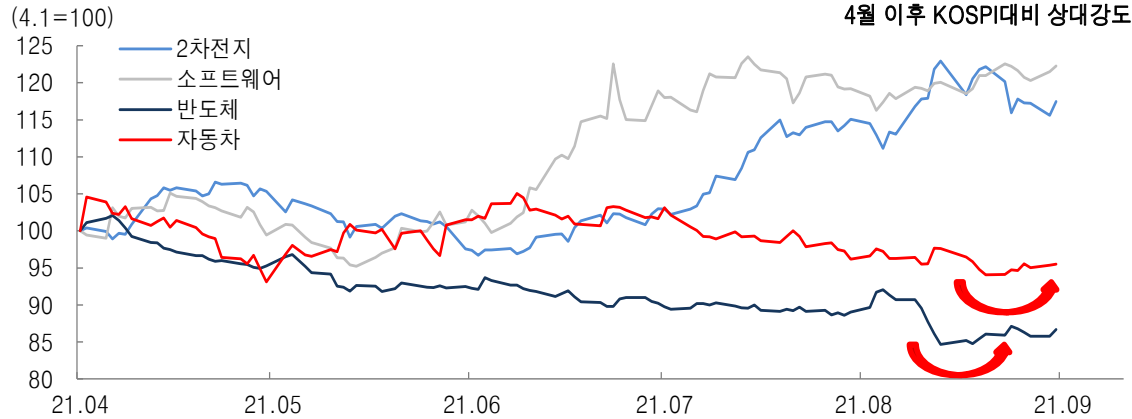
원화 강세국면에서 KOSPI를 Outperform 해왔던 반도체, 기계, 자동차, 증권 등



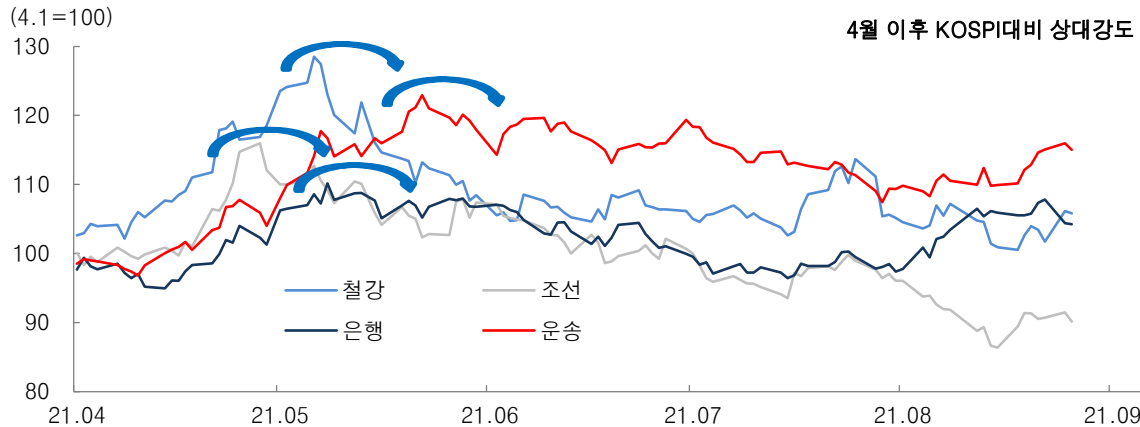
- 9월부터 연말 소비시즌에 대비한 재고 축적 수요 유입 가시화. 이 과정에서 미국 증시, KOSPI 강세 전개
- 소비확대 기대와 재고축적 수요가 맞물리며 경기민감주 강세 뚜렷. 매년 9월에는 반도체, 조선, 미디어/교육, 인터넷, 자동차 업종 등이 강세를 보여왔음. 특히, 반도체와 자동차는 2010년 이후 각각 81.8%, 90.9%의 확률로 상승
- 한편, 원화가 강세국면으로 전환되었을 경우 외국인 수급개선과 함께 경기민감주 강세 확인
- 반도체, 기계, 자동차, 증권, 조선, 화학, IT가전 등이 KOSPI를 Outperform
- 9월 매크로 변수로 인한 계절성과 원화 강세국면에서 시장을 주도한 업종을 보면 반도체, 자동차 비중확대 전략 유효

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

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



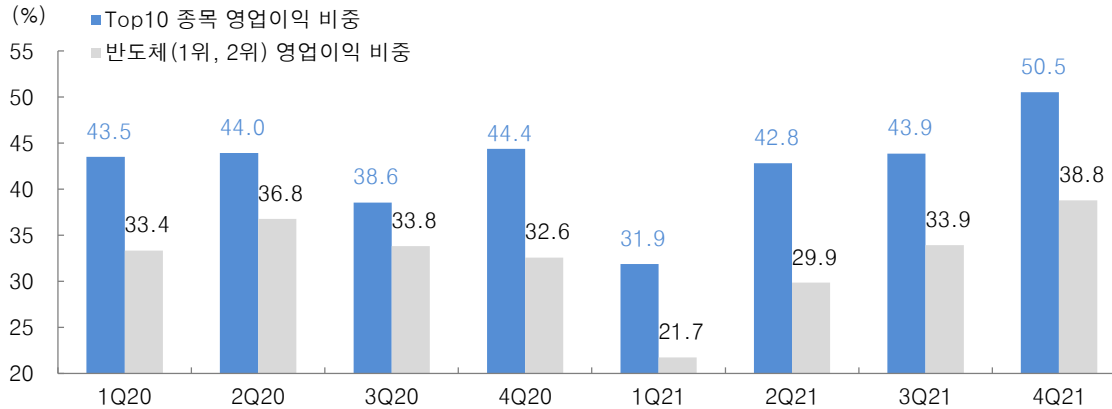
시클리컬, 금융주 상대적 약세국면 진입. 물가 정점통과가 확인된다면?



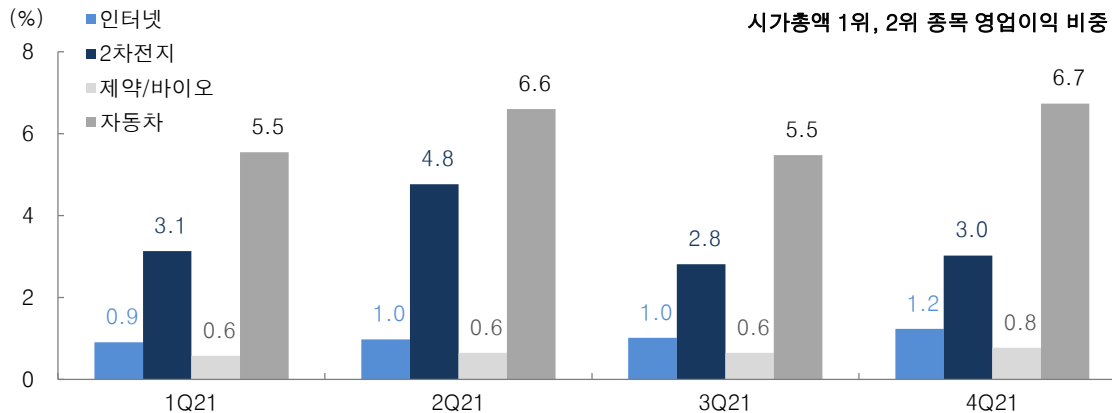
- KOSPI는 6월초부터 2차 전지와 인터넷 업종이 상대적 강세로 돌아서며 당시 KOSPI 사상최고치 행진을 주도. 채권금리 하향안정세가 뚜렷해지며 할인율 부담에 억눌려있던 대표적인 고밸류에이션 성장주가 돌아선 것
- 8월 중순부터는 자동차와 반도체 분위기 반전 가시화. 최악의 상황을 겪은 뒤에 KOSPI대비 강세를 보이기 시작
- 하반기, 2022년 실적 의구심 완화, 원/달러 환율 하락반전 - 외국인 현선물 순매수 유입이 현실화될 경우 추세적인 변화로 이어질 전망
- 반면, 물가 상승률 정점통과 인식이 커지고, 기대인플레이션, 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

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

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



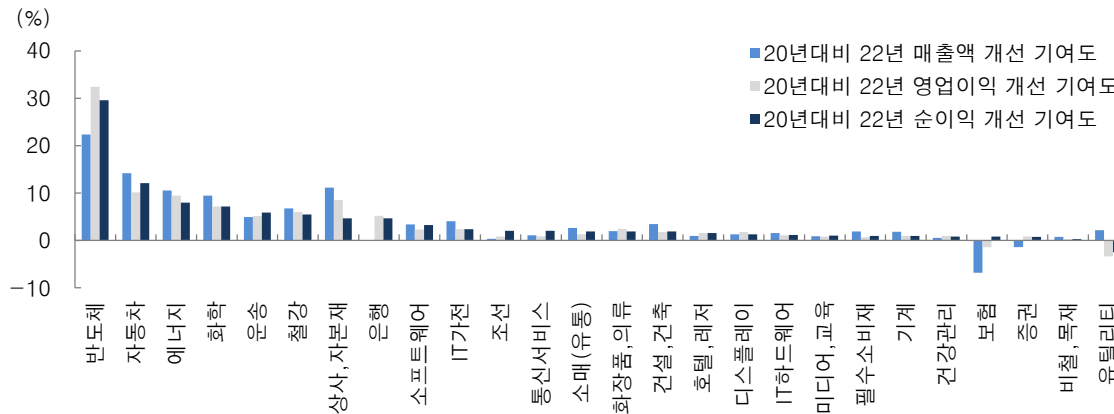
인터넷, 2차 전지, 자동차 업종의 2분기 영업이익 비중 레벨업



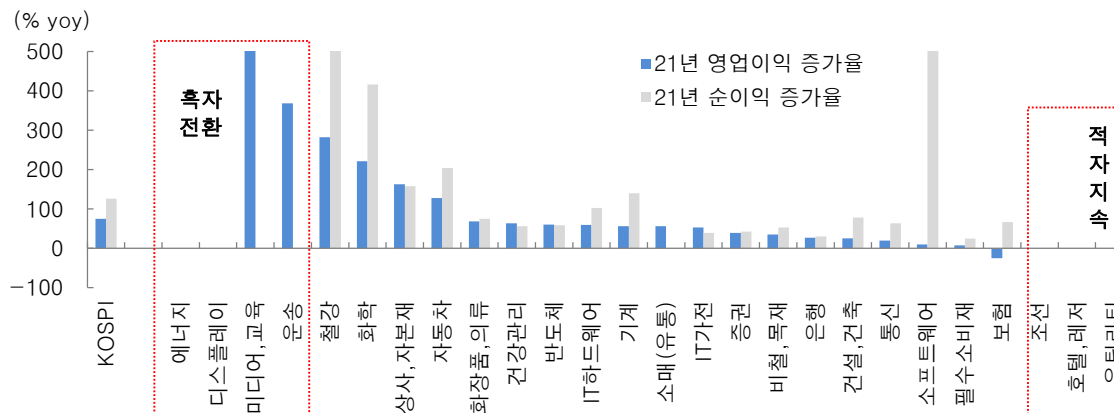
- 연말까지 KOSPI 상승은 기존 주도주, 시가총액 상위 종목군들이 이끌어갈 전망
- KOSPI Top10 종목의 영업이익 비중이 2021년 1분기를 저점으로 반전될 것으로 예상
- Top10 종목이 KOSPI 시장에서 차지하는 영업이익 비중은 1분기 31.9%에 불과. 2019년 이후 최저치
- 하지만, 2분기 42.8%로 레벨업된 이후 4분기 50.5%까지 확대 예상. 그 중심에 반도체가 자리하고, 인터넷, 2차 전지, 자동차 업종도 2분기 영업이익 비중이 레벨업 기대
- 최근까지 상대적 강세를 보여왔던 KOSDAQ, 중소형주, 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

[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



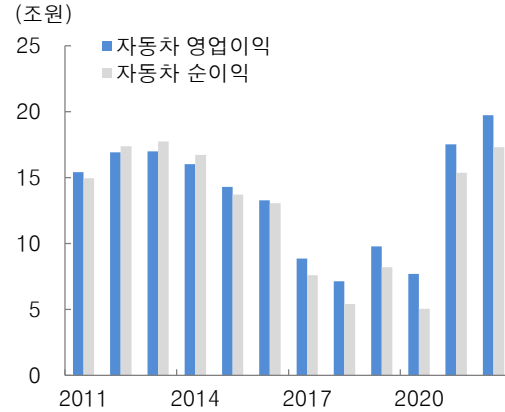
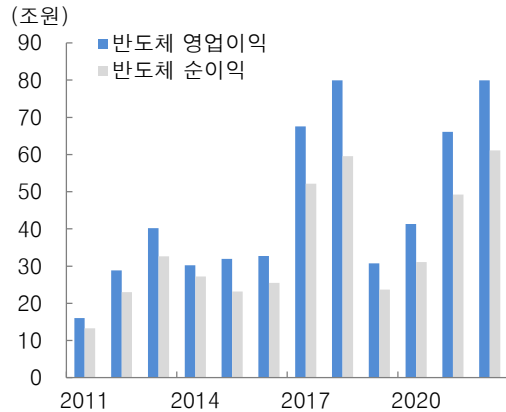
기저효과가 강한 업종들이 흑자전환, 실적 모멘텀 강화



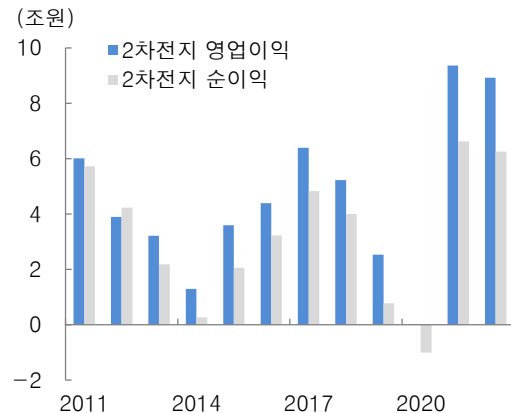
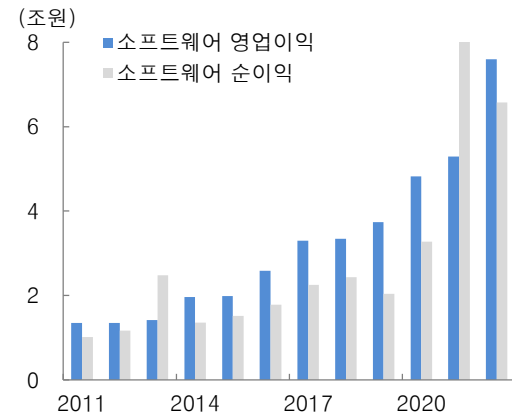
- 2022년까지 KOSPI의 매출액, 이익을 이끌어가는 업종으로는 반도체, 자동차가 Two Top을 형성
- 이 가운데 2차 전지(에너지, 화학), 운송, 소프트웨어(인터넷), IT가전이 뒤를 받쳐주는 양상
- 이들 업종은 압도적인 글로벌 점유율을 확보했거나 확보해 나가는 중이며 구조적/체질적 개선을 가시화해 나가는 중
- 이러한 변화가 각 업종들의 밸류에이션 레벨업, 가격 재평가로 이어지며 KOSPI를 Outperform하며 상승을 이끌어갈 전망
- 한편, 1/4분기 실적시즌을 지나고, 2/4분기 프리어닝 시즌에 돌입하면서 철강, 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



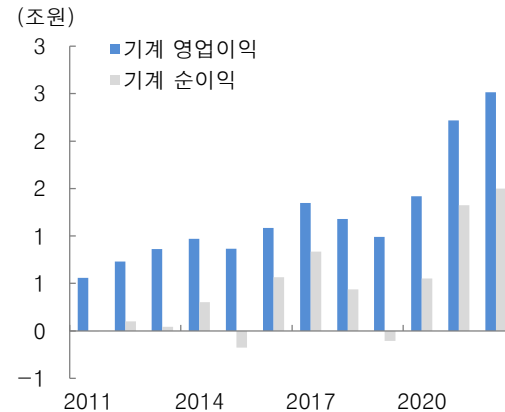
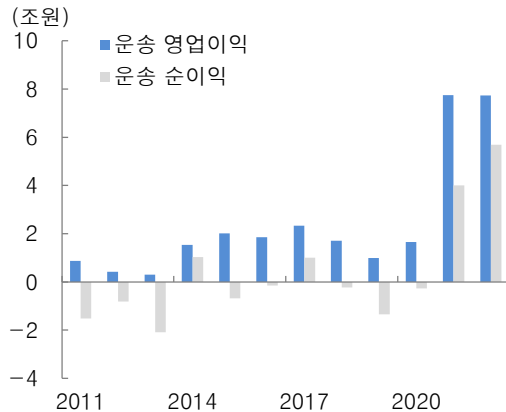
소프트웨어(인터넷)는 2020년 이후 사상최대 실적 기록 후 실적모멘텀 강화 2차 전지 실적 2021년 사상최대 이익 기록



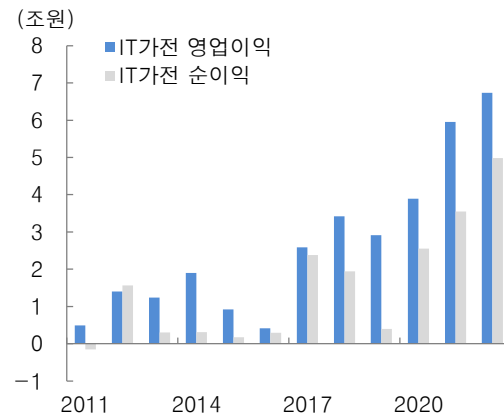
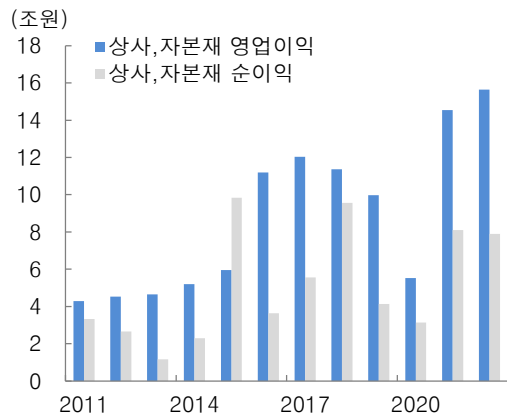
- 2021년 들어 코스피 상승에서 소외된 대표적인 업종이 반도체와 자동차. 반도체는 2022년에, 자동차는 2021년에 사상최대 이익을 기록할 전망
- 하지만, 이익 레벨과 현재 전망치 달성 가능성에 대한 의구심에 주가 상승탄력 제한적. 2021년 3/4분기 실적결과와 2022년 실적 가이드스가 중요 변곡점이 될 수 있음
- 소프트웨어(인터넷), 2차 전지 업종은 구조적인 성장이 가시화되는 대표적인 업종
- 이익전망에 있어서도 2021년 큰 폭의 상승을 기록하며 2022년까지 매년 영업 이익, 순이익이 동반 레벨업될 전망
- 코로나19 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



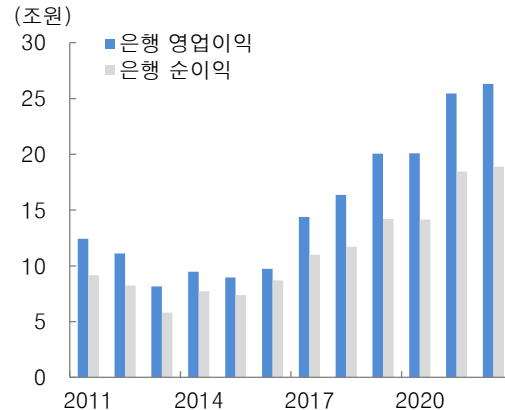
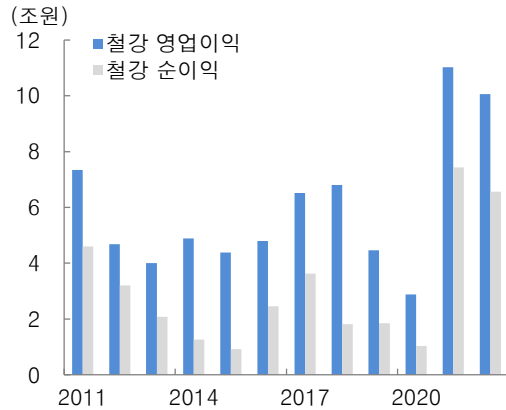
상사/자본재(지주사, 우주항공) 2021년 사상최대, IT가전은 사상최대 경식 지속



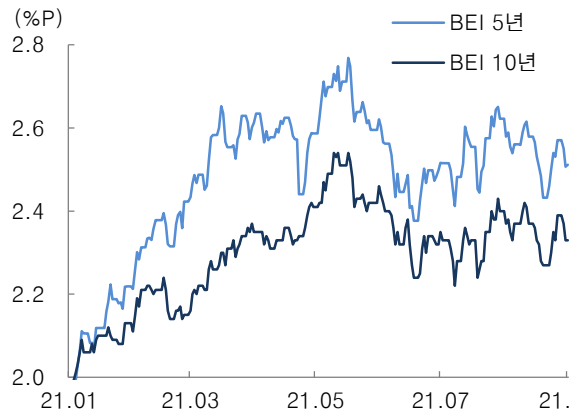
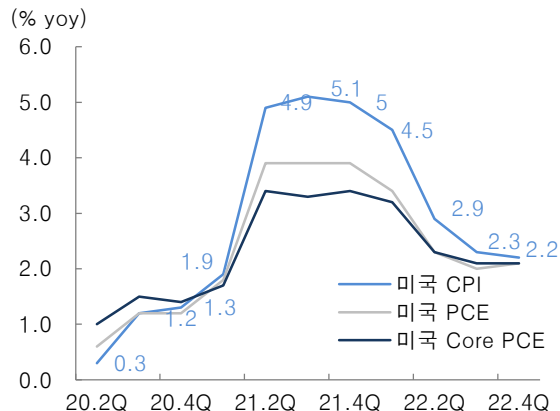
- 한편, 교역개선의 수혜를 받고 있는 운송 업종과 신재생에너지, 우주산업으로 주목 받고 있는 기계, 상사/자본재 업종도 2021년 역사적 최대 실적을 기록한 이후 2022년까지 이익 레벨업 지속 전망
- IT가전 업종은 글로벌 소득지원정책과 Pent Up Demand 유입으로 2021년 이후 매년 실적 레벨업과 함께 사상최대 이익 경신 전망
- 이들 업종은 KOSPI 실적 레벨업을 주도하는 한편, 주가 상단에 대한 부담 없이 추세적인 상승을 이어갈 수 있음
- 필자가 Buy & Hold 전략을 강조하고, 유지 하는 데에는 이러한 연간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



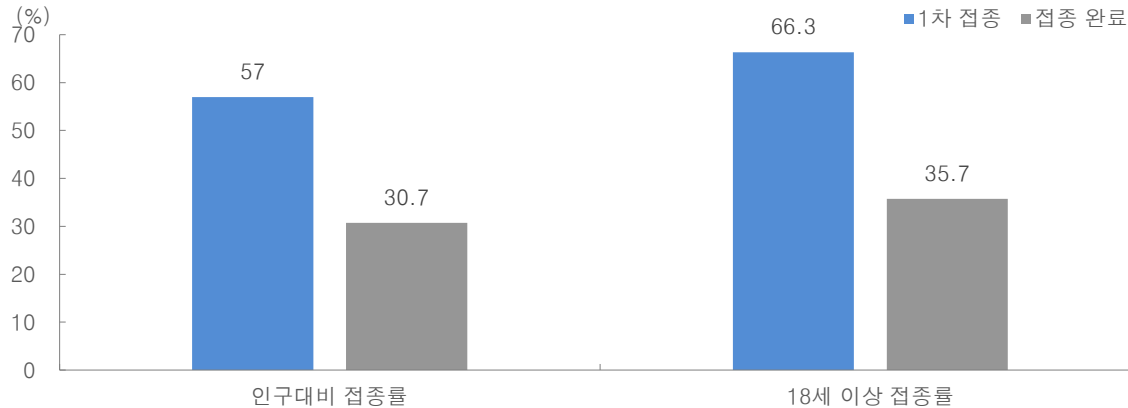
물가, 인플레이션 기대는 21년 2분기 정점 통과



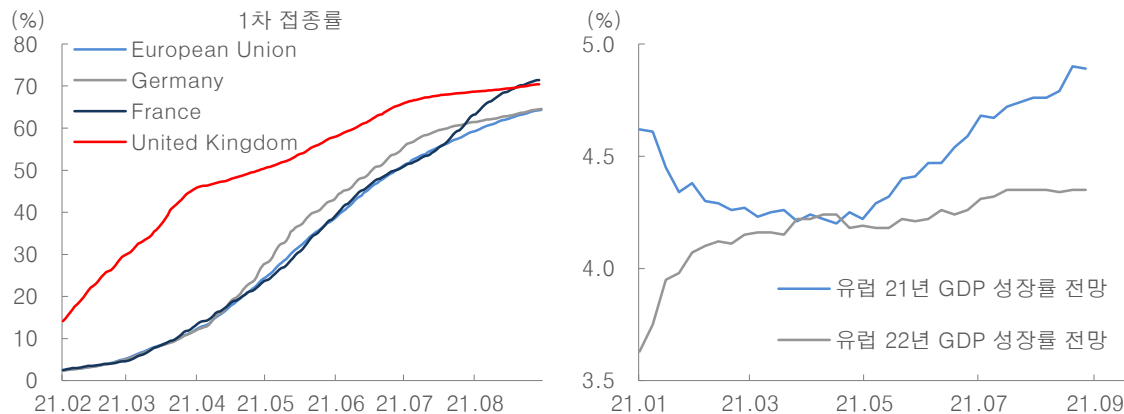
- 철강, 은행 업종도 2022년까지 KOSPI 실적 개선을 이끌어갈 전망
- 하지만, 철강업종은 2022년 감익, 은행 업종은 이익모멘텀 상대적 부진이 한계로 보임
- 특히, 최근 업황 개선, 실적 기대가 금리 상승, 물가, 기대 인플레이션과 연동되어 있음을 감안해야 할 것. 펀더멘털 보다는 가격변수에 따라 업황, 실적 기대가 변할 수 있다는 의미
- 2분기 물가정점 통과, 기대인플레이션 하락반전은 이들 업종의 추가 상승을 저해하고, 실적에 대한 의구심을 자극하는 변화
- 향후 실적 전망 추이를 체크할 필요가 있지만 아직까지는 반등시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

[하반기 전술적 대응] 11월 집단면역 가능성 & 위드 코로나 정책전환 = 코로나19 피해주, 내수주 매력도 상승

한국 접종률 가파르게 상승. 1차 접종률은 57%, 2차 접종률은 30.7%



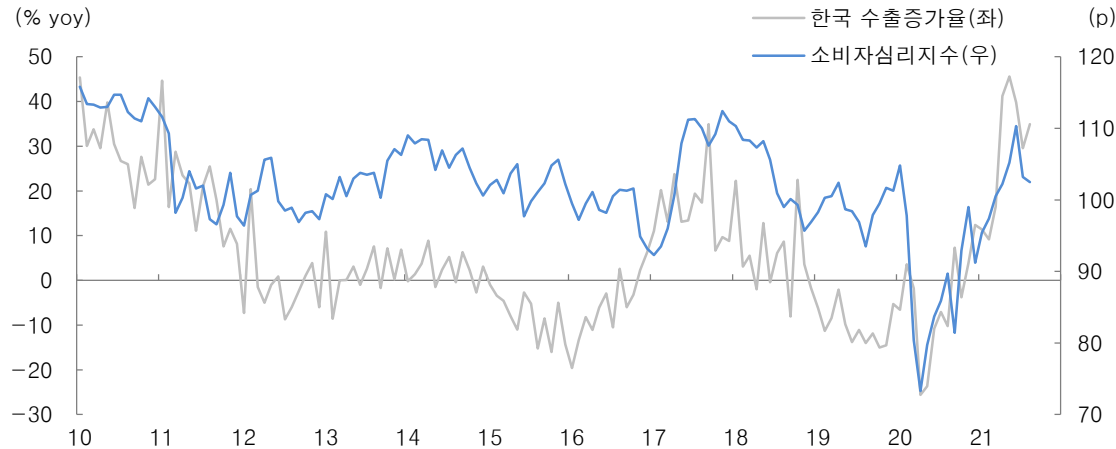
유럽 1차 접종률 64%. 영국, 프랑스 등 70% 상회. 유럽 경기회복 기대 강화



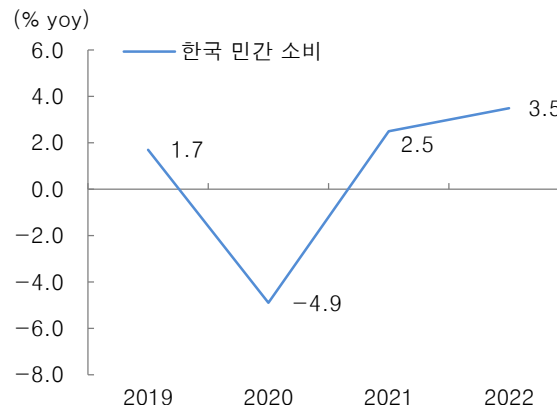
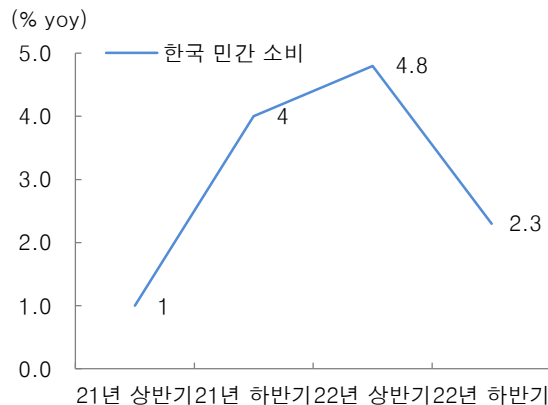
- 한국은 빠른 속도로 코로나19 백신접종 진행 중. 1차 접종률은 57%, 2차 접종률은 30% 넘어서
- 한국 정부와 방역대책본부는 11월 중 집단면역에 돌입할 계획. 현재 일정상으로는 가능성 높은 상황
- 유로존은 전체 접종률이 60%를 넘어서. 영국, 프랑스 등은 70% 상회
- 유로존 접종률이 50%를 넘어서면서부터 경기회복 기대 유입, GDP 성장률 전망 상향조정
- 한국도 집단면역에 근접, 도달한 이후 방역 정책을 위드 코로나로 전환할 계획
- 11월 이후 연말 소비시즌과 맞물릴 경우 한국 코로나19 피해주, 내수주, 소비주들의 매력도 재평가가 가능할 것

[하반기 전술적 대응] 연말 소비시즌 & Pent-Up Demand = 코로나19 피해주, 내수주 매력도 상승

수출 개선과 소비심리 간 정의 상관관계(2010년 이후 0.5)



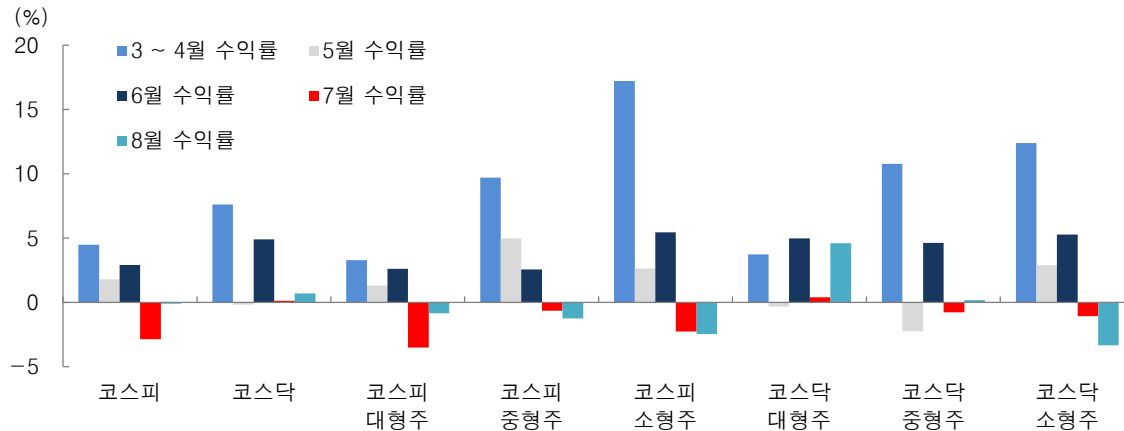
한국 민간소비 증가율은 2022년 상반기까지 레벨업. 2022년 소비모멘텀 3.5%



- 코로나19 백신 접종이 가속화됨에 따라 방역 정책 전환, 하반기 코로나19 진정 국면 진입 시 호텔/레저, 화장품/의류, 소매(유통), 미디어/교육 등 코로나19 피해주들의 강한 반등 기대
- 4분기 중 한국은 물론, 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 소비개선을 기대할 수 있음
- 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

8월 KOSDAQ 다시 상대적 강세. 지속될 수 있을까?



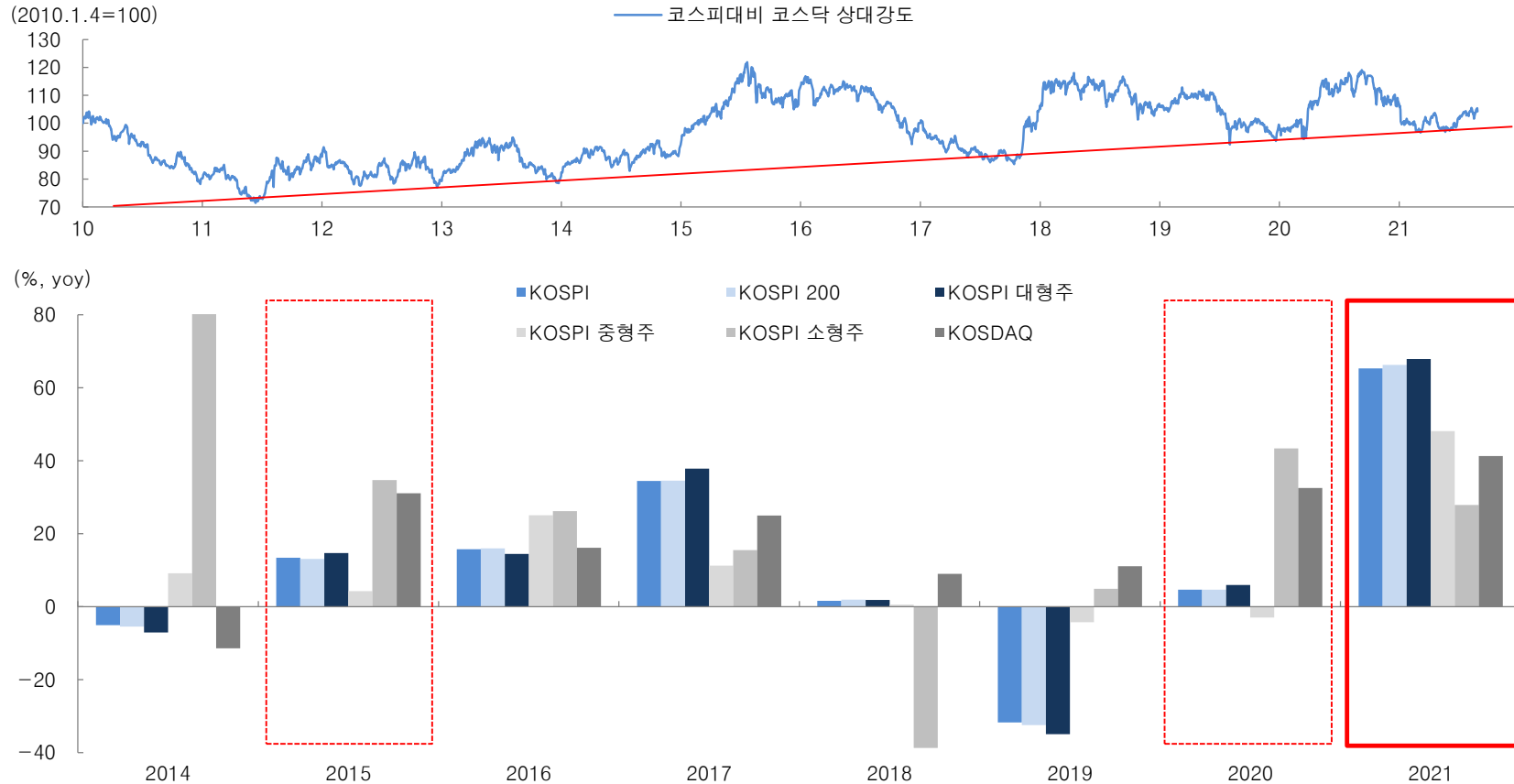
코스피대비 코스닥 상대강도 저점권에서 갭 축소 국면 전개 중



- 9월에는 KOSPI, 그 중에서도 초대형주 비중확대 권고. 글로벌 경기모멘텀과 환율 안정시 대형주 수급 개선 가능성이 높기 때
- 물론, 3월 이후 KOSDAQ과 중소형주 상대적 강세 뚜렷했고, 6월, 7월, 8월에도 코스닥과 중소형주 상대적 강세 전개
- KOSDAQ 과 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?

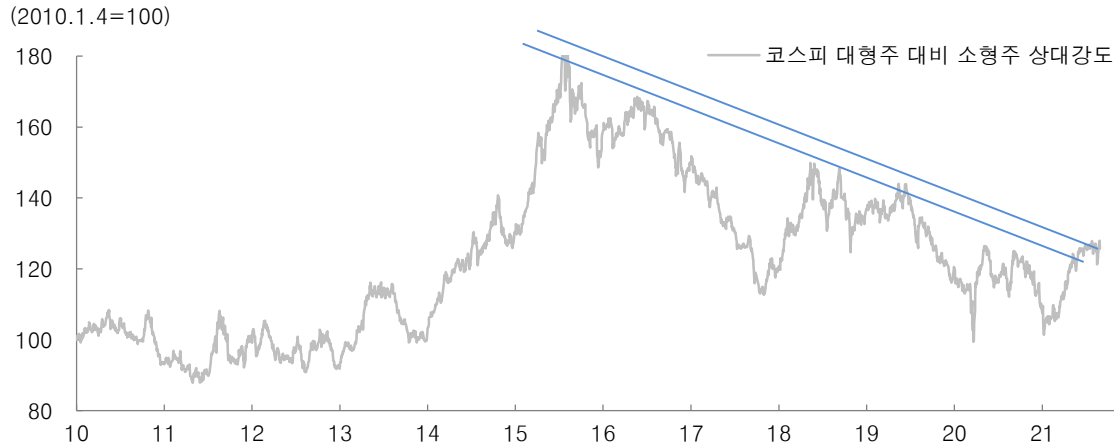


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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

9월 관심 업종: 화학, 철강, 은행, H/W, 통신

Bottom-Up 관점에서 낙폭과대주, 고배당주가 다수 분포한 업종을 관심 업종으로 선정

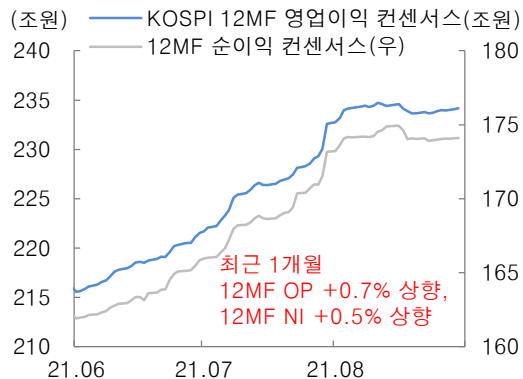
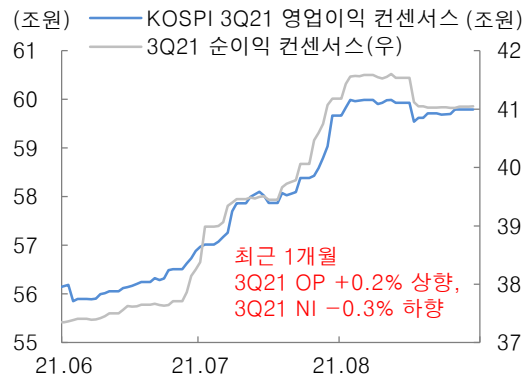
9월 관심종목: 안전마진을 갖춘 낙폭과대주 20개, 고배당주 15개 관심종목으로 제시

Quant Strategist 김지윤

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

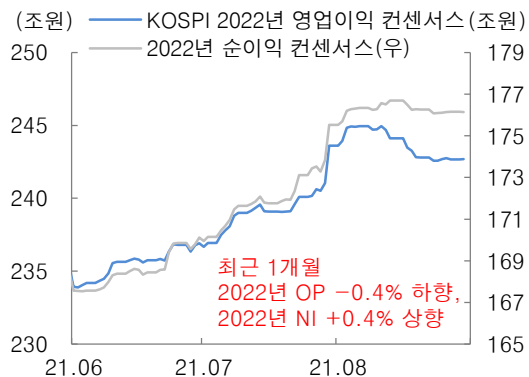
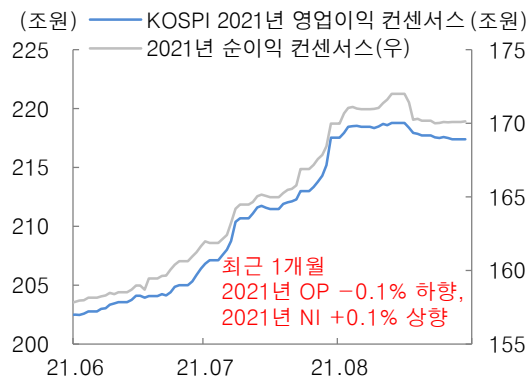
[실적 동향] KOSPI 실적 전망치 정세 구간 진입

KOSPI 3Q21, 12개월 선행 실적 컨센서스 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 2021년, 2022년 실적 컨센서스 추이

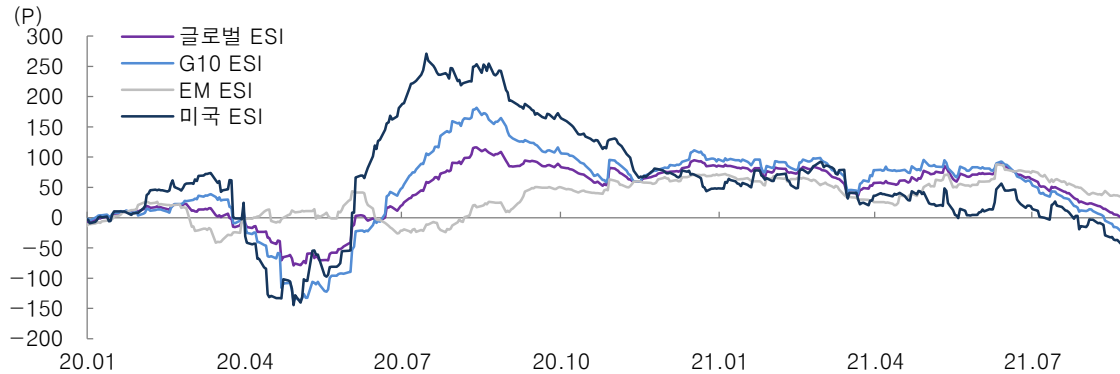


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 2/4분기 실적시즌 초반까지 가파른 상승 흐름 이어오던 KOSPI 실적 전망치는 최근 들어 정체된 흐름 보이고 있음
- 최근 1개월 KOSPI 실적 컨센서스 동향
 - 1) 3Q21 영업이익: +0.2% 상향
3Q21 순이익: -0.3% 하향
 - 2) 2021년 영업이익: -0.1% 하향
2021년 순이익: +0.1% 상향
 - 3) 2022년 영업이익: -0.4% 하향
2022년 순이익: +0.4% 상향
 - 4) 12개월 선행 영업이익: +0.7% 상향
12개월 선행 순이익: +0.5% 상향
- 2021년, 2022년 영업이익 컨센서스 모두 하향조정 됐으나 2022년 전망치 반영 비율 확대 효과로 인해 12개월 선행 영업이익 컨센서스는 상향조정

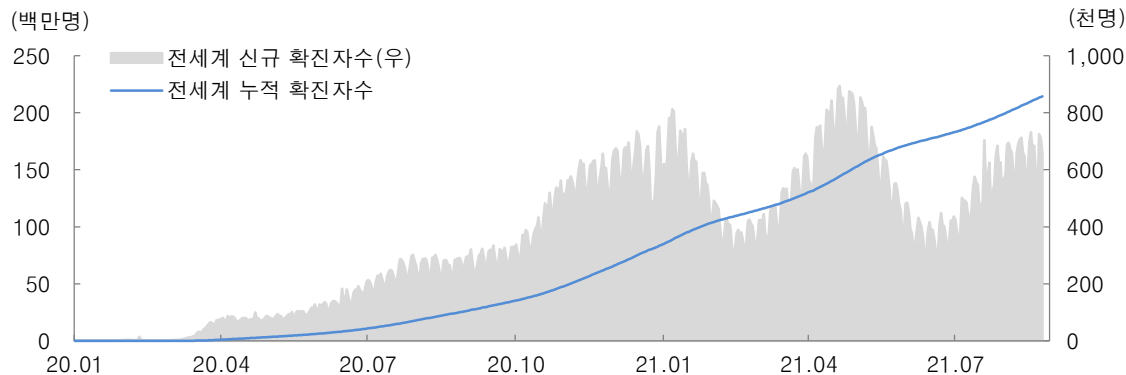
[실적 동향] 경제지표 개선 모멘텀 약화, 델타 변이 확산으로 실적 전망치 상향조정 속도 둔화

글로벌 Economic Surprise Index 추이



자료: Refinitive, 대신증권 Research Center

전세계 코로나19 누적 확진자 및 신규 확진자 수 추이

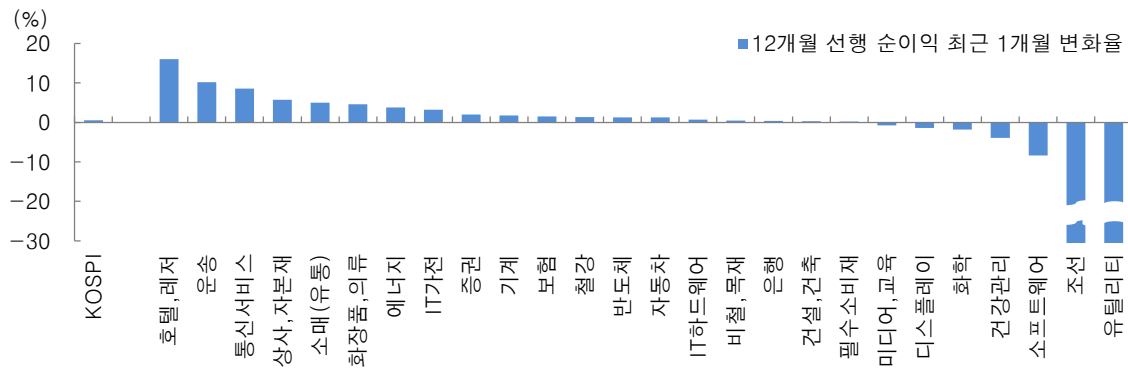


자료: WHO, CEIC, 대신증권 Research Center

- 최근 KOSPI 실적 전망치 상향조정 속도 조정 둔화는
1) 경제지표 개선 모멘텀 약화,
2) 델타 변이 바이러스발 코로나19 재확산에 따른 경기 불안감 확대 등에 기인
- 글로벌 경기 서프라이즈 지수는 8월말 마이너스 반전. 선진국과 신흥국 전반적으로 모두 하락세 이어짐. 특히 미국이 8월 중 -35p 가까이 하락
- 코로나 위기 이후 글로벌 경기가 빠른 속도로 반등하며 위험자산 가격 상승을 뒷받침한 이후 경기에 대한 시장의 눈높이 높아진 상황
- 미국 중심으로 델타 변이 확산하며 전세계 코로나19 신규 확진자 수 다시 증가 추세 보이고 있음. 하반기 실적 불확실성을 자극하는 요인으로 작용 중

[실적 동향] 업종별로는 경기소비재, 산업재, 통신의 실적 전망이 양호한 흐름 기록 중

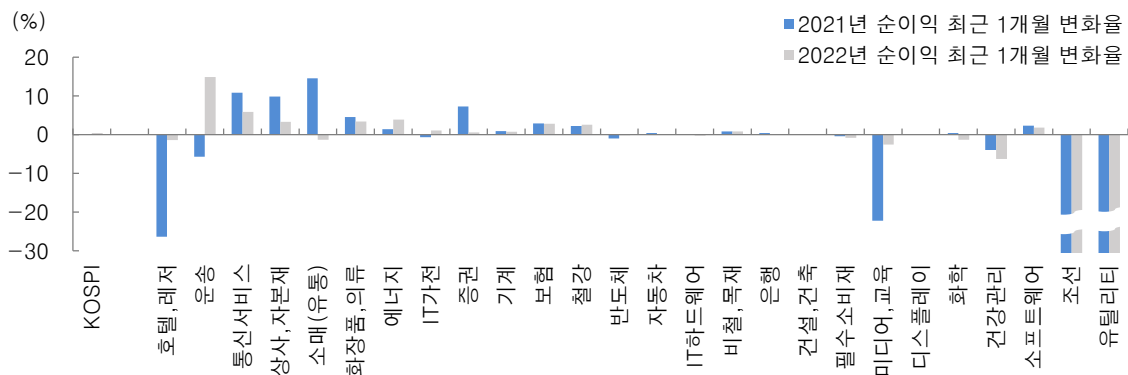
KOSPI 업종별 12개월 선행 순이익 최근 1개월 변화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 조선, 유틸리티는 적자지속

KOSPI 업종별 2021년, 2022년 순이익 최근 1개월 변화



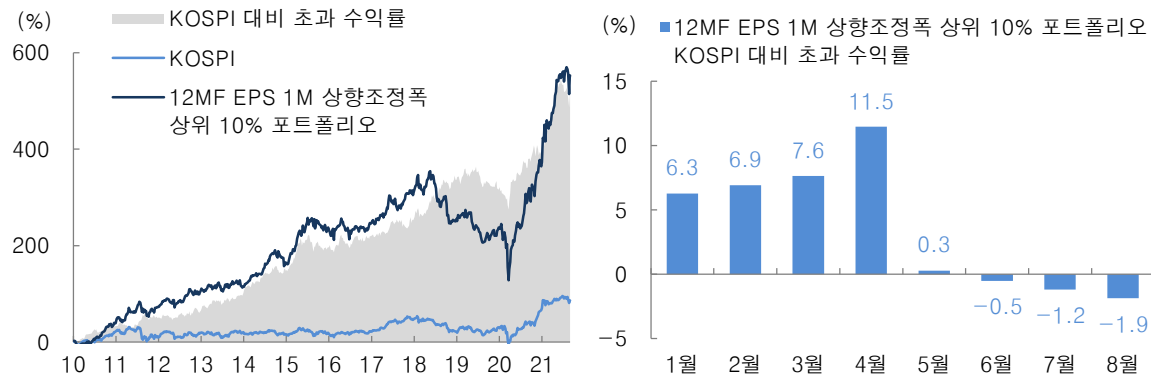
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 2021년 조선, 호텔레저, 유틸리티는 적자지속, 2022년 조선은 적자지속, 유틸리티는 적자확대

- 최근 1개월 KOSPI 12개월 선행 순이익 변화율 기준 양호한 실적 전망 흐름을 보이고 있는 업종은 호텔레저, 운송, 통신, 자본재, 지주 등
- 반면 유틸리티, 조선, S/W, 건강관리, 화학 등은 12개월 선행 순이익이 전월 대비 하락하며 상대적으로 부진한 흐름 기록
- 호텔레저는 코로나19 재확산에 따른 해외 여행 재개 시점 이연으로 2021년, 2022년 순이익 전망치가 모두 하향조정됐으나 2021년 대비 2022년 실적의 절대 레벨이 높아 12개월 선행 순이익은 상승
- 반대로 S/W는 올해 상반기에도 높은 실적 성장세를 이어가고 있는 NAVER, 카카오 두 기업 주도로 2021년, 2022년 순이익 전망치 모두 상향됐으나 12개월 선행 순이익은 하락
NAVER가 올해 1/4분기 라인-Z홀딩스 경영통합에 따른 회계상 이익 14.9조원을 인식한 영향으로 2021년 대비 2022년 순이익이 급감하는 것으로 데이터가 반영되어 있음
해당 효과 제거할 경우 S/W 12개월 선행 순이익은 6.7% 상향조정됨

[퀀트 전략] 최근 들어 실적 팩터의 주가 선행성 약화

12개월 선행 EPS 팩터 전략 KOSPI 대비 상대 성과 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 업종별 상반기 대비 하반기 순이익



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 매주 12개월 선행 EPS 1M 상향 조정폭 상위 10% 종목을 편입하는 전략은 장기적으로 KOSPI 대비 초과 성과를 달성해온 전략

* 보다 자세한 내용은 21/7/12 발간자료 '실적 컨센서스 상향 팩터와 함께하는 실적시즌' 참고

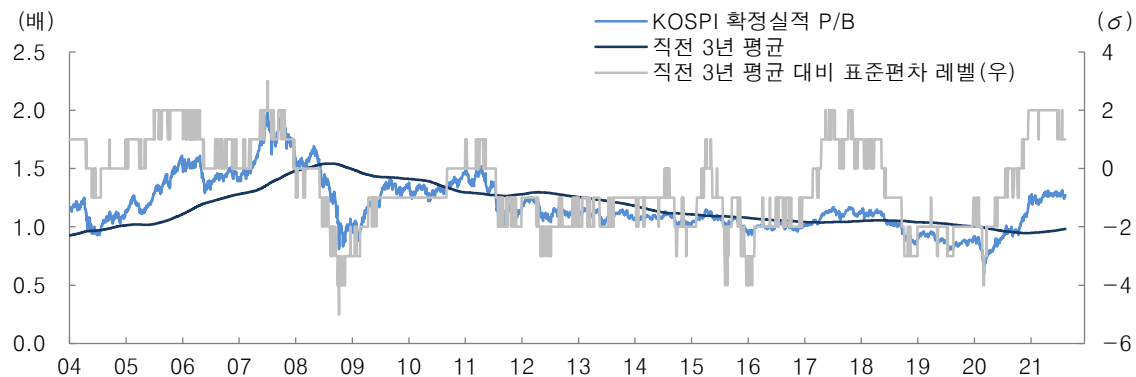
- 그러나 최근 들어 해당 전략의 성과 부진. 올해 6월 이후로는 KOSPI를 하회하는 수익률을 기록 중
- 이는 하반기 실적 개선 대한 신뢰도 약화가 영향을 미쳤을 것으로 판단

글로벌 경기 정점 통과 가능성에 대한 논란 불거진 가운데(현재 컨센서스 기준으로 상반기 대비 하반기 KOSPI 순이익 레벨 다운이 예상되고 있음)

델타 변이 확산까지 가세하며 하반기 실적 개선을 이끌 것으로 기대되는 경기민감 수출주, 소비주에 대한 실적에 대한 의구심 확대

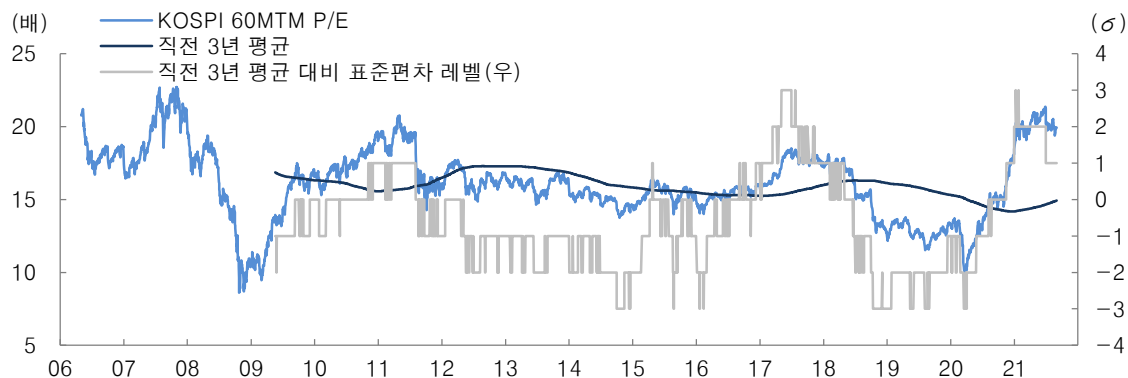
[퀀트 전략] 최근 주가 조정으로 높은 밸류에이션 부담 다소 완화

KOSPI 확정실적 PBR 추이 및 직전 3년 평균 대비 현재 표준편차 레벨



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 60MTM PER 추이 및 직전 3년 평균 대비 현재 표준편차 레벨



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 8월 주가 조정 거치며 KOSPI 밸류에이션 부담 다소 완화
- 8월말 기준 KOSPI 확정실적 PBR은 1.27배로 7월 직전 3년 평균 대비 +2 표준편차 수준에서 +1표준편차 수준까지 하락
- 최근 5년 평균 순이익 대비한 주가 지표인 60MTM PER*은 연초 직전 3년 평균 대비 +3표준편차 수준까지 상승했다가 8월말 현재 +1표준편차 수준까지 하락

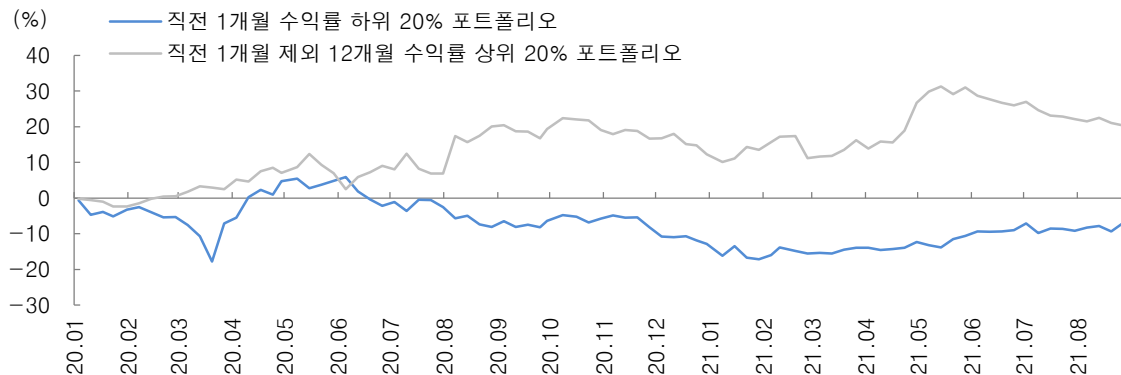
* 60 Month Trailing Month PER

: 전체 경기 순환을 아우르는 이익 트렌드를 반영한 밸류에이션 지표로 CAPE와 같은 개념
경기 변곡점에서 왜곡이 발생할 확률이 높은 12개월 선행 P/E의 단점을 보완

- 현재 KOSPI 밸류에이션이 절대적으로 매력 있는 레벨이라 보긴 힘들나 단기적으로 밸류에이션 부담 완화에 따른 기술적 반등이 가능한 권역에는 진입했다는 판단

[퀀트 전략] 9월 KOSPI 반등은 역모멘텀 팩터와 함께

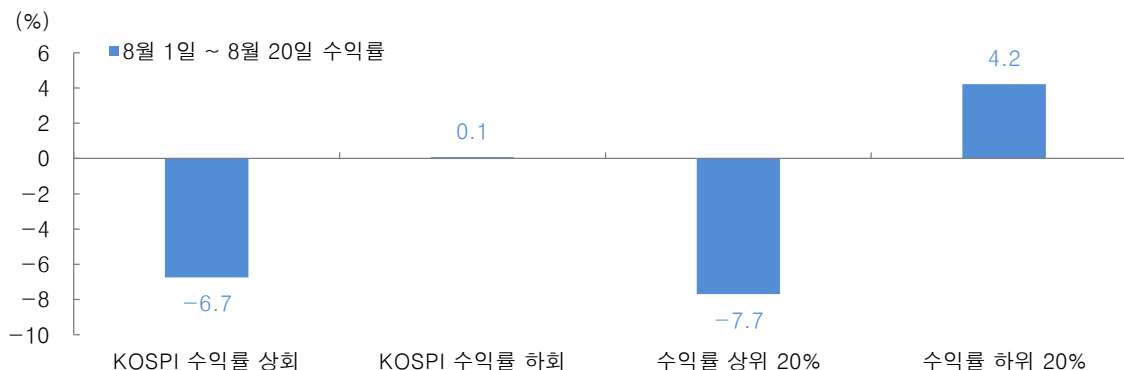
역모멘텀 포트폴리오, 모멘텀 포트폴리오 KOSPI 대비 누적 성과 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 포트폴리오 유니버스는 KOSPI 대형주

8월 23일 ~ 31일 KOSPI 반등 구간 종목 유형별 8월 1일 ~ 20일 수익률



- KOSPI 대형주 중 직전 1개월 제외 12개월 수익률 상위 20% 종목을 편입하는 모멘텀 전략은 6월 이후 KOSPI 대비 부진한 성과 기록 중

- 반면 KOSPI 대형주 중 직전 1개월 수익률 하위 20% 종목을 편입하는 역모멘텀 전략의 성과는 올해 2월 이후 KOSPI 대비 양호한 성과 보이고 있음

- 8월 KOSPI가 -5% 가까운 조정을 거친 만큼 9월 지수 반등구간 역모멘텀 팩터의 우위 국면 지속될 것으로 전망

- 8월 23일 ~ 31일 지수 반등을 이끈 종목이 8월 1일 ~ 20일 주가 하락폭이 컸던 종목이라는 점에서 9월 시장 전개 양상의 힌트를 얻을 수 있음

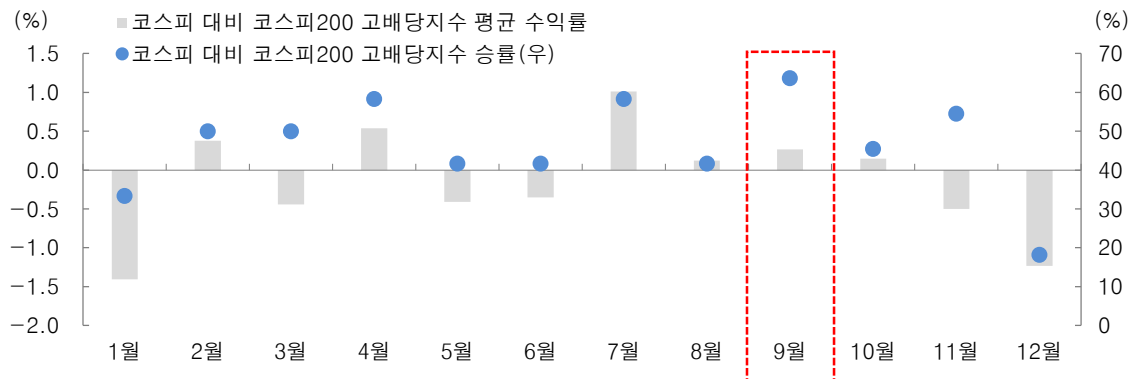
- KOSPI 대형주 중 8월 23일 ~ 31일 KOSPI를 상회하는 수익률을 기록한 종목들의 8월 1일 ~ 20일 평균 수익률은 -6.7%. 반면 KOSPI를 하회하는 수익률을 기록한 종목들의 평균 수익률은 0.1%
8월 23일 ~ 31일 수익률 상위 20% 종목들의 8월 1일 ~ 20일 평균 수익률은 -7.7%. 반면 하위 20% 종목들의 평균 수익률은 4.2%

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 포트폴리오 유니버스는 KOSPI 대형주

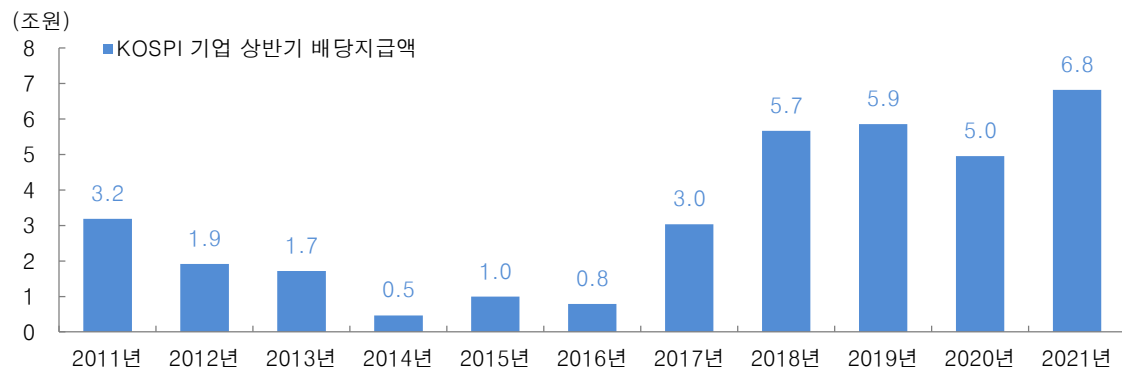
[퀀트 전략] 연말 앞두고 배당주에도 주목

2010년 이후 월별 KOSPI200 고배당지수 KOSPI 대비 평균 초과 수익률



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 기업 2021년 상반기 배당지급액은 이미 2019년 수준 상회



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 연말 배당시즌 앞두고 고배당주에도 주목. 과거 계절적으로 배당주의 KOSPI 대비 주가 성과가 양호했던 월은 4월, 7월, 9월
- 특히 9월(0.3%)은 4월(0.5%), 7월(1.0%) 대비 평균 수익률은 낮지만 승률이 가장 높았음. 2010년 이후 KOSPI200 고배당지수가 KOSPI를 아웃퍼폼한 비율은 4월, 7월 58.3% VS 9월 63.6%
- 특히 올해는 KOSPI가 2017년 이후로 연간 사상 최대 규모의 순이익을 기록할 것으로 예상되고 있는 만큼(현재 컨센서스 기준 약 166조원) 배당지급액도 증가할 것으로 기대
- KOSPI 기업들의 올해 상반기 배당지급액은 6.8조원으로 이미 코로나 위기 발생 이전인 2019년 상반기 수준을 넘어섬

[퀀트전략] 9월 관심 업종: 화학, 철강, 은행, H/W, 통신

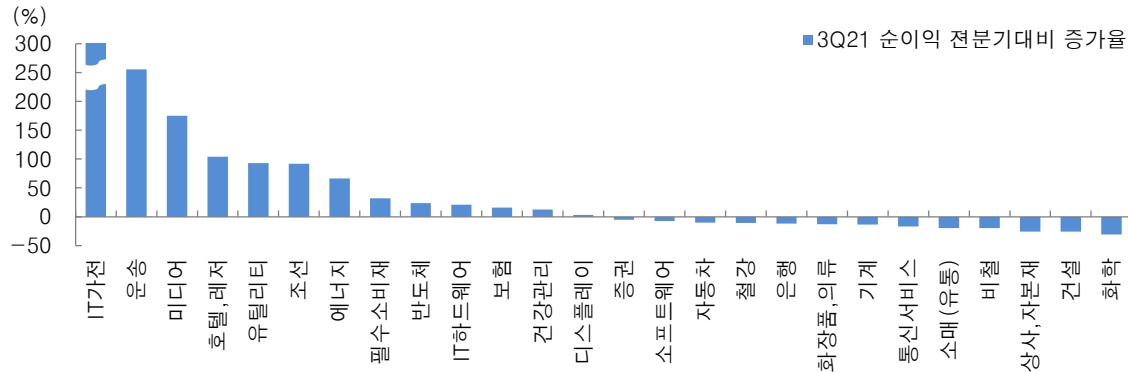
KOSPI 업종별 실적 / 주가 모멘텀 / 밸류에이션 현황

업종	순이익 전년대비 증가율(%YoY)				12개월 선행 순이익 1M 변화율(%)	*가속화 모멘텀	1M 수익률(%)	PBR 3년 Z-SCORE
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21				
KOSPI	258.2	121.7	50.1	126.4	1.3	-1.1	-0.1	1.8
에너지	흑전	흑전	348.8	흑전	3.8	-1.8	-2.5	1.1
화학	621.1	323.3	98.2	흑전	-1.8	-1.0	-3.9	1.3
비철,목재	89.5	122.6	9.1	19.2	0.4	-1.0	-3.0	2.3
철강	571.4	1,808.8	308.5	713.5	1.3	-2.4	-7.0	1.7
건설,건축	45.4	64.3	-3.8	흑전	0.3	-1.6	-2.3	1.4
기계	353.0	148.3	33.3	110.8	1.7	-1.5	-4.2	2.0
조선	적전	적지	적지	적지	적지	-1.5	-9.0	1.2
상사,자본재	102.4	256.4	4.9	흑전	5.7	-1.0	-2.1	0.4
운송	흑전	114.5	1,069.1	119.7	10.1	-2.5	3.5	2.4
자동차	167.1	1,459.7	551.1	38.2	1.2	-1.2	-0.4	1.4
화장품,의류	49.8	60.1	16.4	86.5	4.6	-0.8	-1.7	0.2
호텔,레저	적지	적지	흑전	흑전	16.0	-0.9	0.8	1.4
미디어,교육	적지	적지	흑전	흑전	-0.7	-1.1	-1.3	2.5
소매(유통)	216.6	494.6	64.7	흑전	5.0	-0.8	2.7	0.4
필수소비재	-29.5	-7.1	16.9	82.3	0.2	-0.2	-2.2	0.4
건강관리	2.8	31.0	39.5	33.7	-3.9	0.1	11.2	1.4
은행	37.8	42.3	7.1	21.9	0.4	-1.2	4.5	2.5
증권	1,022.8	11.8	9.7	-5.6	2.0	-1.0	2.9	1.0
보험	240.0	-22.5	-2.8	1,924.6	1.5	-0.8	2.8	0.0
소프트웨어	2,851.6	68.8	32.4	91.7	6.7	-1.2	0.4	1.0
IT하드웨어	112.9	676.5	61.8	33.0	0.7	-1.1	-3.6	1.4
반도체	46.1	69.4	36.9	76.5	1.3	-1.1	-2.8	1.2
IT가전	11.5	적전	32.0	43.3	3.3	-1.8	1.4	1.7
디스플레이	흑전	흑전	1,130.0	-37.8	-1.4	-1.4	-6.6	0.9
통신서비스	59.5	74.8	10.5	295.0	8.6	-1.0	-1.6	0.4
유틸리티	10.2	적지	적전	적전	적지	-0.8	-4.2	0.3

- 9월에는 경기 정점 통과 가능성, 델타 변이 확산, 미 연준 통화정책 등 각종 불확실성 요인 해소되지 못한 상황에서 KOSPI 기술적 반등을 예상하고 있는 만큼 안전마진을 갖춘 기업들 중심의 대응 전략이 필요하다는 판단
- Bottom-Up 관점에서 낙폭과대주, 고배당주가 다수 분포한 업종을 관심 업종으로 선정. 해당 업종은 화학, 철강, 은행, H/W, 통신
- 화학(2차 전지/태양광 등 구조적 성장성 보유 기업), H/W는 8월 중 상대적으로 주가 하락폭이 컸던 업종
- 은행, 통신은 대표적인 고배당 섹터이며 철강은 고배당과 낙폭과대 성격을 동시에 갖춘 업종
- 실적 모멘텀 상 투자 매력도가 높은 업종은 운송, 호텔레저, 미디어, 필수소비재, 가전, 통신이나 9월에는 실적 팩터보다는 역모멘텀, 배당 팩터에 주목

[퀀트전략] 실적 모멘텀과 밸류에이션 측면에서는 필수소비재의 매력도 높아

KOSPI 업종별 3Q21 순이익 전분기대비 증가율



■ 가전, 운송, 미디어, 호텔레저, 필수소비재는 전년대비 순이익 증가율 추이 기준으로 봤을 때 뿐만 아니라 전분기대비 증가율 측면에서도 우수한 실적 모멘텀 보유. 3/4분기에 전분기 대비 실적 증가가 예상되고 있음

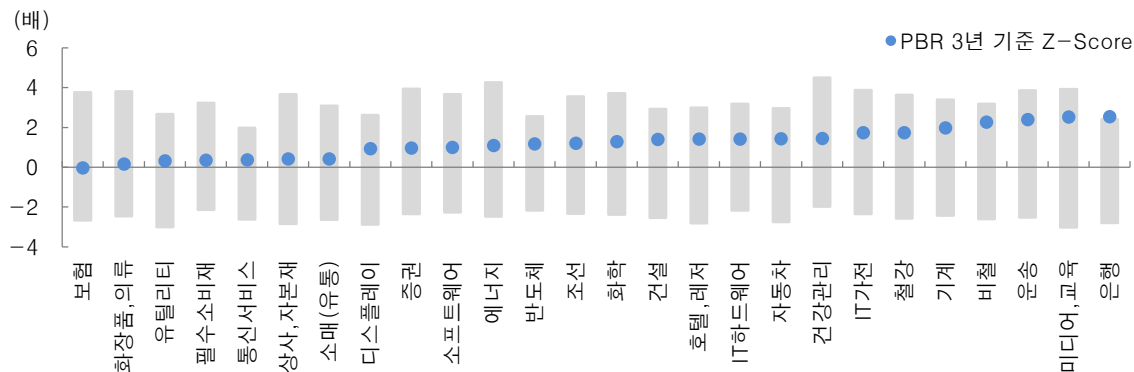
■ PBR 직전 3년 기준 Z-Score 상 밸류에이션 매력 보유한 업종은 보험, 화장품/의류, 유틸리티, 필수소비재 등

보험, 유틸리티는 대표적인 고배당 섹터 이면서 밸류에이션 매력 높은 업종이며, 필수소비재는 실적 모멘텀과 밸류에이션 매력 동시 보유

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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

KOSPI 업종별 PBR 3년 기준 Z-Score

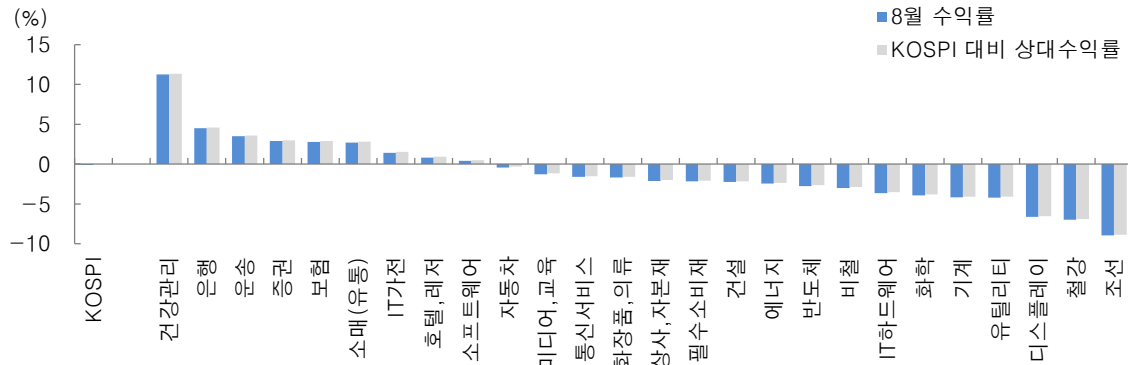


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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

[퀀트전략] 업종별 주가 모멘텀 현황

KOSPI 업종별 1M 수익률



■ 최근 1개월 주가 수익률 최하위로 주가 반등 가능성이 높은(역모멘텀 팩터) 업종은 조선, 철강, 디스플레이, 유틸리티, 화학 등

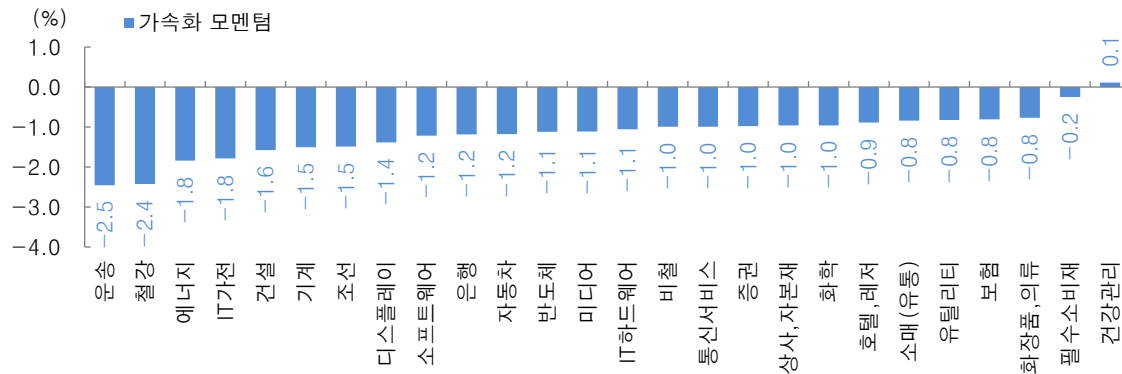
■ 가속화 모멘텀 지표상 현재 투자 매력도가 높은 업종은 운송, 철강, 에너지, 가전, 건설 등

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

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

[퀀트전략] 안전마진을 갖춘 기업 1) 낙폭과대주

최근 실적 전망 흐름이 양호한 8월 주가 하락폭 상위 기업

기업명	업종	8월 수익률(%)	순이익 전망치 1M 변화율(%)		
			12MF	2021년	2022년
효성티앤씨	화장품,의류	-12.6	14.7	17.9	15.0
LG화학	화학	-10.0	-1.5	1.2	0.5
LG전자	IT가전	-9.8	3.9	-0.9	1.6
코웨이	화장품,의류	-8.9	1.0	-0.5	0.3
POSCO	철강	-8.0	-1.3	0.0	0.0
LG디스플레이	디스플레이	-7.0	-1.4	0.0	0.0
두산밥캣	기계	-6.0	0.5	0.0	0.0
롯데지주	필수소비재	-6.0	19.0	19.8	16.1
일진머티리얼즈	IT하드웨어	-5.8	8.8	6.0	5.4
현대제철	철강	-5.6	-0.6	0.0	0.0
삼성에스디에스	소프트웨어	-5.5	0.9	0.0	0.0
SK하이닉스	반도체	-5.3	1.5	-0.3	-1.4
LG이노텍	IT하드웨어	-5.3	1.4	2.8	1.3
삼성엔지니어링	건설,건축관련	-4.3	2.4	2.6	2.0
호텔신라	호텔,레저	-4.0	7.0	3.5	-0.1
삼성전기	IT하드웨어	-3.9	0.5	0.1	-0.6
한국타이어앤테크놀로지	자동차	-3.6	3.4	4.7	1.9
LG유플러스	통신서비스	-3.4	8.0	7.1	7.0
CJ제일제당	필수소비재	-3.1	3.0	3.3	1.6
KT	통신서비스	-3.0	9.7	11.6	7.3

- KOSPI 대형주(시가총액 상위 100위 이내) 중에서

1) 8월 주가 하락폭 상위 30% 이내 이면서

2) 최근 1개월 순이익 전망치 흐름이 양호한 기업 20개를 관심 종목으로 선정

– 2021년, 2022년 순이익 전망치가 모두 상향 조정된 종목

– 2021년 대비 2022년 실적 개선 폭이 커서 12개월 선행 순이익 전망치가 상향 조정된 종목

[퀀트전략] 안전마진을 갖춘 기업 2) 고배당주

2021년 순이익 성장이 기대되는 고배당주

기업명	업종	주가(원,A)	2021년 예상 DPS(원,B)	2021년 예상 배당 수익률(B/A, %)	2021년 예상 순이익	
					증가율(%yoy)	컨센서스 1M 변화율(%)
삼성증권	증권	43,150	3,590	8.3	72.9	9.0
우리금융지주	은행	10,150	798	7.9	77.0	0.6
하나금융지주	은행	35,850	2,726	7.6	20.4	0.2
NH투자증권	증권	11,700	868	7.4	50.5	2.6
금호석유	화학	137,500	9,840	7.2	226.3	-1.0
기업은행	은행	9,480	648	6.8	32.0	0.5
삼성카드	은행	35,050	2,224	6.3	21.1	0.0
KT	통신	25,500	1,613	6.3	49.5	11.6
쌍용C&E	건설	6,980	441	6.3	30.6	9.9
신한지주	은행	33,500	2,079	6.2	23.4	0.2
KB금융	은행	45,600	2,826	6.2	24.2	0.0
GS	에너지	38,250	1,933	5.1	흑전	14.3
한국금융지주	증권	80,000	3,975	5.0	69.3	13.4
S-Oil	에너지	68,100	3,381	5.0	흑전	0.1
한국가스공사	유틸리티	30,800	1,405	4.6	흑전	4.5

- KOSPI 대형주(시가총액 상위 100위 이내) 중에서

1) 2021년 순이익 증가가 기대되고

2) 최근 1개월 2021년 순이익 전망치 흐름이 양호한

고배당주(2021년 예상 배당 수익률 상위 20% 이내) 15개를 관심 종목으로 선정

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.