

Strategy Idea



▲ 투자전략
Analyst 이진우
02. 6454-4890
jinwoo.lee@meritz.co.kr

투자자들과의 Q&A (두 가지 질문을 중심으로..)

- ✓ Q1. 시장의 반등은 종료됐나? 큰 폭 조정 가능성은? 지금은 복원의 3단계 중 1단계를 통과
- ✓ 2차, 3차 반등은 올해 연말~내년 상반기에 걸쳐 나타날 것. Proxy에 주목
- ✓ Q2. 연말 & 내년 시장 대응 전략은? 연말 종목 압축 불가피, 내년 상반기 종목 확산 예상

연말 및 내년 시장에 대한 투자자들과의 Q&A 자료다. 시장이 최악을 지났다는 공감대는 형성됐지만 내년 시장을 낙관적으로 볼 수 있는지에 대한 의구심은 여전한 듯 하다. 역시나 가장 어려움을 겪고 있는 것은 업종 및 종목 선택이었다. 중국 리오프닝 기대감 등을 감안하면 빠른 순환매에 대응해야 하나 대부분의 투자자들은 주력 포트폴리오에 큰 변화를 줄 여건이 아닌 듯 하다. '숫자(실적)'로 확인되는 기업만 압축하는 분위기이다. 매크로 및 기업환경이 크게 변하기 전까진 특정 산업 및 종목 쏠림이 연장될 수 있음을 시사한다.

시장 반등은 끝난 것 아닌가?
큰 폭의 조정 가능성은?

#Q1 시장 반등은 끝난 것 아닌가? 큰 폭의 조정 가능성은?

A1) 2020년과 같은 V자 반등은 어려워 보인다. 공격적인 정책지원 환경이 아니기 때문이다. 통화정책에 있어서는 2020년과는 반대의 모습이다. 긴축적이기 때문이다. 다만 시장은 단계적 회복을 전망한다. 크게 3단계로 진행될 것으로 본다.

1단계는 시스템 위기(ex. 부채위기) 진정 국면이고, 2단계는 Risk - on 회복, 3단계는 경기 및 실적 저점 기대감 국면이다. 지금은 1단계 국면이 끝나가고 있다고 판단한다. 2단계는 연말~연초, 3단계는 내년 1분기로 예상한다.

1단계는 지난 9월말 이후 시장의 급락세에 따른 복원국면이다. 영국 등 유럽 주요국의 국가부채 문제가 증폭됐던 시기다. 정책 금리를 인상하는 과정에서 부채 팽창에 방점을 두는 정책을 시행하려 하다 보니 국채 패닉 사태가 일어났다. 정책의 미스 매칭이 원인이다. 다행히 영국의 정책 재조정으로 시장의 신뢰는 일부 회복됐고 이 부분에 대한 되돌림 과정이 지난 11월 이후 현재까지의 반등의 배경이다.

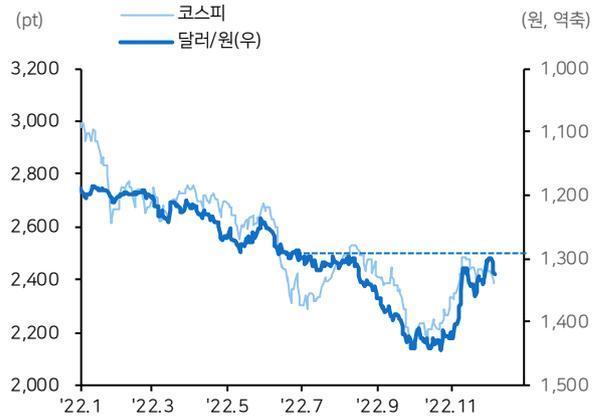
이벤트 상으로 보면 KOSPI 2400선에서 2100선까지 급락한 배경이고 지금은 다시 그 수준으로 복원된 것으로 보면 된다. Proxy는 환율과 유럽 금리였다.

그림1 지난 10월말 영국궤 부채위기는 환율과 금리가 Proxy



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림2 원달러 환율의 급격한 변동성도 이러한 맥락



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

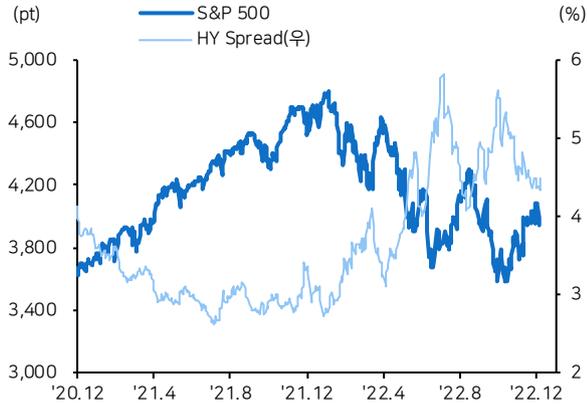
복원의 2단계는 아직 시작하지 않은 듯 하다. 위험자산에 대한 Risk - On이 본격화됐다는 징후는 부족하기 때문이다. 통상 위험자산의 회복 경로는 안전자산(국채)의 진정 → 하이일드(ex. 회사채) 시장의 진정 → 주식 시장 복원으로 진행되는데 중간단계인 기업 자금 시장이 충분히 안정화 되지 못했기 때문이다. 주식 등 위험자산이 활성화되려면 그 전에 기업의 부도위험이 온전히 제거되어야 하는 것과 같은 이치다. 투자 시장은 밀(안전자산)에서부터 서서히 물이 차 오르기 때문이다.

그런 의미에서 2단계의 Proxy는 글로벌 하이일드(HY) 스프레드와 국내 CP금리라 생각한다. 지난 5월 이후 급등한 미국 하이일드 스프레드는 지난 9월 500bp 중후반대에 비해서는 다소 진정된 400bp대를 기록하고 있지만 급등 이전 레벨인 300bp대로는 진입하지 못하고 있다. 높은 조달 금리에 따른 기업 건전성에 대한 의구심이 여전히 높다는 뜻이다.

연준의 긴축기조를 강화한 시기에도 맞닿아 있다. 기업 자체의 부도위험뿐만 아니라 자금조달의 여건에 대한 걱정이 있다는 것으로 해석된다. 금리 정책과 연동되어 있다는 의미다. 한국도 다르지 않다. 최근 국채금리 진정에도 CP금리가 크게 하락하지 못하는 것은 2단계로 진입하고 있지 못하다는 것을 뜻한다. 하이일드 스프레드의 하락과 CP금리의 하락의 계기가 오는 12월 FOMC가 될 지 내년 초로 미뤄질 지 지켜봐야겠지만 연준의 금리인상의 '중단' 시그널은 분명 기폭제가 될 수 있다고 본다.

하이일드 스프레드의 추가 하락, 국내 CP금리의 하락이 본격화된다면 주식시장은 2차 반등이 시작된다고 봐야 한다. 순수하게 이벤트의 되돌림으로 해석한다면 지난 6월 수준 전후의 KOSPI 레벨을 상정해 볼 수 있다. 2600선 전후다.

그림3 복원의 2단계는 '기업위험'의 해소. 미국은 하이일드



자료: Refinitiv, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 한국은 하이일드 뿐만 아니라 CP시장 안정화가 필요



자료: Refinitiv, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

복원의 마지막 3단계는 경기 및 실적 저점 확인 시기다. 당연히 Proxy는 경기선행지수 및 기업 실적전망이다. 주가는 선행적으로 움직이기에 저점은 이미 통과한 상황이지만 기업의 본질적인 것에 주목하는 시기다. 경기민감주의 선전을 기대해 볼 수 있는 시기이기도 하다. 우리는 그 시기는 내년 1분기 중(4~5월)로 판단하고 있고, 경기 및 실적의 회복의 강도에 따라 하반기까지의 주가 회복 강도가 결정될 것으로 본다. 상반기 이후 KOSPI 궤적을 가변적으로 보는 이유다.

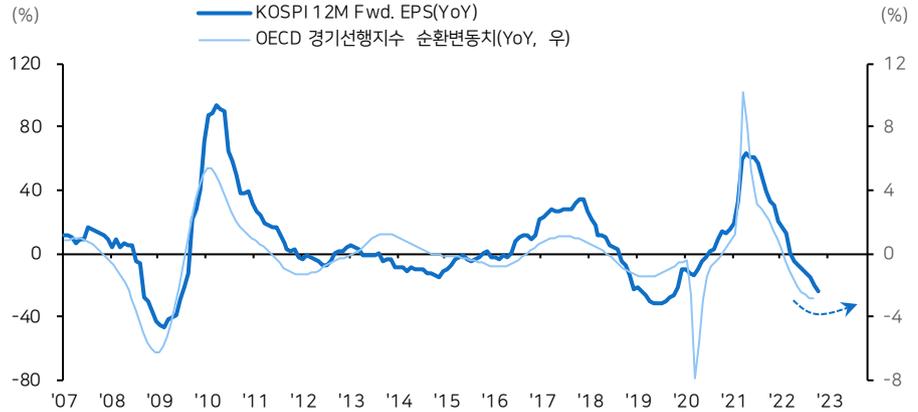
3단계는 주식시장의 스타일(Style) 변화가 크게 나타나는 시기이고, 종목의 확산도 빠를 것으로 기대한다. 다만 내년 하반기의 회복 강도가 아직은 불분명하다는 점에서 내년 상반기까지 주식시장의 추세는 점진적 우상향 기조일 것으로 본다. 기업실적 측면에 있어 내년은 올해보다 역성장하는 해이다. KOSPI 순이익 기준 160조원 수준으로 형성되어 있지만 우리는 140조원 이하일 가능성을 높게 본다. 2년 연속 역성장이다. 내년 상반기의 컨셉은 '성장의 희소성'이 아닐까 싶다. 시장 성장 정체 국면 속 성장을 증명한 기업이 프리미엄을 받을 수 있는 환경이다.

그림5 복원의 3단계는 경기와 실적 저점 기대감이 핵심. 미국은 실적 저점까지 시간 필요



자료: Refinitiv, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 한국의 경기선행지수 및 기업실적 전망: 이르면 내년 1분기 중 저점 형성 가능성



자료: Refinitiv, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

연말 & 내년까지의 투자전략은?

Q2 연말 & 내년까지의 투자전략은?

A2) 연말까지는 숫자가 검증된 산업 & 기업 중심으로 쏠림이 진행될 것으로 전망한다. 종목의 압축도 불가피하다. 여의치 않은 자금 조달 여건으로 기업의 비용 상승 & 수익성 약화는 피할 수 없기 때문이다. 내년에도 이러한 흐름이 이어질까?

내년의 실물경기 둔화가 꼭 주식시장의 부진을 의미하고 있지는 않다고 본다. 시장이 파괴적으로 흘러가지 않는다면 선전하는 기업은 항상 존재하기 때문이다. 올해만 봐도 그렇다. 태양광, 조선, 2차전지, 방산, 원자력 테마가 시장을 지배했는데, 공통점은 경기 & 금리와 무관하거나, 산업 스스로의 성장을 증명한 기업이다. 주식시장은 상대적인 게임이라 불리는 이유다.

국면별로 Style은 달라질 수 있다. 1단계의 경우 시스템 위기의 완화로 인한 시장 전반적인 상승 흐름이었다면, 2단계에서는 유동성 위기를 겪었던 기업 중 펀더멘털이 문제가 없는 기업 중심으로 주가 복원 시도가 병행 될 수 있다고 본다. 3단계에서는 소외되었던 경기민감주 등 경기관련주들의 중심으로 종목의 확산을 예상한다. 전술적 포트폴리오 관점이다.

내년은 전체로 놓고 보면 성장의 희소성(일시적 성장 기업 제외)을 갖춘 기업이거나, 실적 레벨 업이 유지되는 기업이 선전할 가능성이 높다고 본다. 당사가 Top-down 관점에서는 공급망 재편에 따른 수혜 업종은 전략 포트폴리오라 생각한다. 반도체, 2차전지, 자동차 부품, 태양광&풍력이 대표적이다. 여기에 Bottom-up 관점에서는 '숫자'가 증명되는 기업이 추가될 수 있다고 본다. 기계 등 산업재, 건강관리(ex. CMO) 등이 대표적이다.

투자자들과 소통을 해보면, 기존 주도주 외 대안 업종 및 종목에 대한 목마름이 크다. 올해 가장 선전한 기업(ex. 2차전지)들에 대한 차익실현 욕구가 적지 않은 것이 특징이다.

숫자의 힘을 믿는다면, 내년 성장의 가시성이 높아지는 산업이거나(내년 실적 성장 & 실적 전망 상향, COVID-19 이후 실적 레벨 자체가 높게 유지되는 기업)을 체크해 봐야 할 듯 하다.

	순이익 금액 (조원)					YoY (%)					이익전망치 변화율 최근 3개월 (%)
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2019	2020	2021	2022E	2023E	2023E
코스피 합산 순이익	71.2	84.8	190.7	155.8	154.8	-45.3	19.0	124.9	-18.3	-0.6	-15.2
에너지	0.8	-3.5	3.4	9.7	7.6	-71.8	적전	흑전	188.0	-22.1	6.7
화학	1.7	3.1	12.7	6.5	8.3	-81.6	80.2	307.9	-49.0	28.7	-13.2
비철,목재등	1.1	1.2	2.2	1.2	1.3	-8.6	15.8	74.3	-43.1	7.1	-1.5
철강	1.9	1.1	10.2	7.1	6.4	-12.6	-44.2	850.7	-30.2	-10.9	-11.5
건설,건축관련	3.6	4.9	4.7	3.8	4.3	-20.1	37.9	-5.0	-18.5	14.2	-6.8
기계	-0.3	-0.3	2.4	2.3	2.5	적전	적지	흑전	-5.2	7.6	25.5
조선	-0.8	-2.2	-5.1	-1.6	1.6	적지	적지	적지	적지	흑전	13.1
상사,자본재	4.1	3.2	9.1	9.8	9.2	-36.3	-21.5	179.3	8.0	-6.0	-3.3
운송	-1.6	0.0	6.8	14.8	7.7	적지	적지	흑전	116.5	-48.0	-31.0
자동차	8.3	4.4	13.8	18.6	20.9	46.2	-46.3	210.5	34.5	12.6	2.2
화장품,의류,완구	2.6	2.5	6.7	3.6	4.2	10.0	-5.7	175.4	-46.5	17.1	-3.4
호텔,레저서비스	0.6	-0.9	-0.3	0.0	0.6	34.8	적전	적지	적지	흑전	-12.5
미디어,교육	-0.3	-0.9	0.4	0.6	0.8	적전	적지	흑전	50.6	34.7	-13.9
소매(유통)	0.3	0.0	2.9	1.9	1.9	-70.7	-92.0	11626.5	-31.7	-0.6	8.1
필수소비재	2.0	3.3	4.0	3.5	3.8	-40.2	60.6	23.7	-13.1	9.2	1.7
건강관리	0.9	1.7	3.2	3.3	3.0	-17.8	102.6	87.2	2.3	-10.0	-7.9
은행	14.6	14.5	20.0	22.3	22.9	2.2	-0.2	37.3	11.7	2.5	0.4
증권	4.0	5.1	9.5	4.9	5.6	31.7	29.1	86.3	-48.2	13.5	-5.6
보험	3.7	4.7	7.5	7.0	7.1	-32.0	26.7	60.6	-6.4	1.0	8.0
소프트웨어	2.0	3.1	20.1	4.8	4.3	-11.2	57.0	547.6	-76.2	-10.7	-15.0
IT하드웨어	0.9	0.9	2.3	3.0	3.2	-28.6	6.7	155.0	30.2	6.1	-12.7
반도체	23.7	31.1	49.9	45.6	28.0	-60.4	31.2	60.3	-8.7	-38.5	-42.4
IT가전(2차전지)	0.4	2.6	2.4	4.6	6.2	-78.2	486.4	-7.4	92.5	34.4	0.2
디스플레이	-2.9	-0.2	1.1	-1.4	-0.5	적지	적지	흑전	적전	적지	적전
통신서비스	1.9	2.6	4.5	2.8	3.2	-55.3	37.5	69.9	-38.2	15.4	-5.3
유틸리티	-1.8	2.7	-3.7	-23.0	-9.1	적지	흑전	적전	적지	적지	적지

주: 하늘색 음영표시 업종은 최근 3개월 사이 2023년 순이익 전망치 상향 조정된 업종
 자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.