

2023년 5월 17일

금융으로
만나는 새로운 세상

23년 하반기 증시 전망

불황매 호황매 不況買 好況賣



Strategy

변준호

02) 6915-5670

ymaezono@ibks.com



IBK기업은행 금융그룹

IBK투자증권

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙 자료로 사용될 수 없습니다.

CONTENTS

1. 하반기 경기: 긴축 후 폭풍 극대화 vs 저점 통과 기대도 공존
2. 하반기 증시 = 다음 해 경기와 실적을 투영
3. 침체와 위기 반영 가능성 점검
4. 시장 전망 및 투자 전략

Appendix: Risk 요인 14가지 Self Q&A



Intro

2023년 하반기 주식시장은 상반기에 이은 상승 흐름이 지속될 것으로 보이며 낙관론을 유지합니다.

하반기 글로벌 경기는 긴축 후폭풍의 막바지를 반영하며 선진국을 중심으로 일시적인 침체에 빠질 가능성이 있어 보입니다.

하지만 그와 같은 우려가 물가 하락을 부채질하고 연준의 정책 전환을 강화시키는 요인으로 동시에 작용할 수 있는 양면성이 있습니다.

그와 같은 양면성은 느린 회복이 가정되고 있는 24년 회복 논리를 강화시켜 줍니다. 침체 우려는 작년부터 선 반영되어 왔고,

미 은행 파산으로 이미 준 위기를 경험했으며, 韓美 정부의 정책 대응이 유력하여 시스템 리스크로의 확산 가능성은 낮다고 판단됩니다.

역사적으로 하반기 증시는 하반기 상황 자체보다 뚜렷하게 내년을 선 반영하는 특징을 보였다는 점에 주목할 필요가 있습니다.

불황과도 같은 현재 우리나라의 경기와 실적은 회복 속도에 대한 논쟁이 있겠으나, 내년 개선 가능성이 상당히 높다고 판단되고

그 점이 여러 하반기 우려와 노이즈에 따른 증시 조정을 Bottom-fishing하게 만들며 하반기 증시 우 상향의 주요한 뼈대가 될 것입니다.

하반기 KOSPI 상단은 2,800pt로 제시합니다. 이는 연간 전망 View와 동일한 것이고,

24년 경기와 실적 개선 추정에 대한 역사적 패턴의 반영 적용 그리고 Valuation 정상화 등을 가정해 산출한 것입니다.

업종은 여전히 낙폭과대 성장주를 선호하며 특히 자동차를 Catch-up할 반도체, 2차 전지를 Catch-up할 바이오 업종 등을 주목합니다.

불황이지만, 불황에 사서 호황에 파는 불황매호황매(不況買好況賣) 전략으로 용기를 내야 할 시점입니다.

Strategy **변준호**

감사합니다.

1. 하반기 경기:

긴축 후 폭풍 극대화 vs 저점 통과 기대 공존



하반기 글로벌 경기: 침체 위기 우려 vs 저점 통과 기대



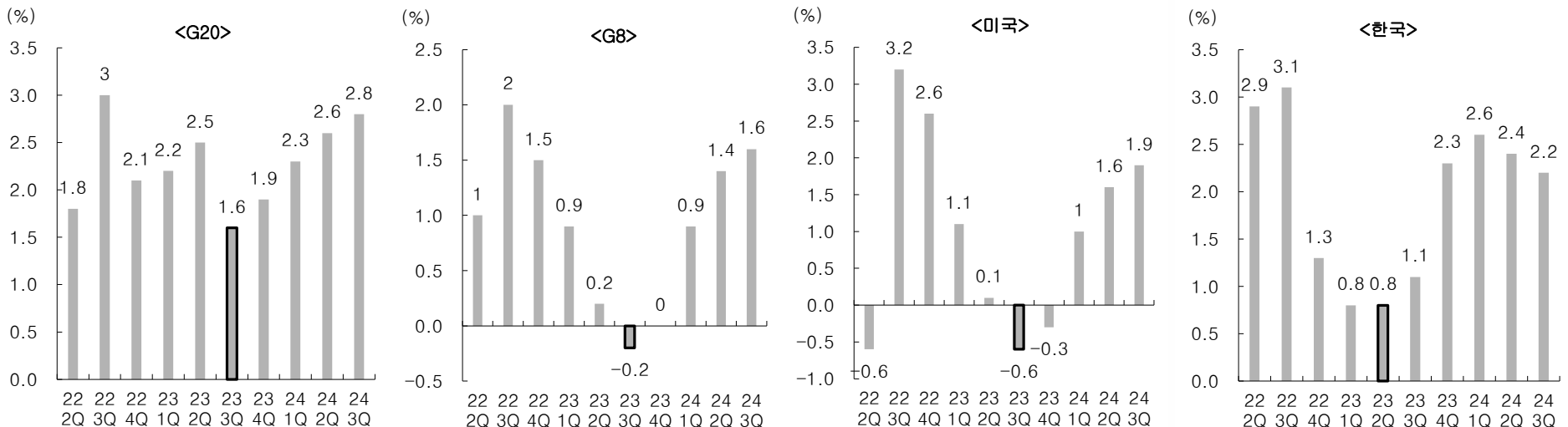
- 전 세계 GDP의 90%를 차지하는 G20 경제성장률은 3분기 크게 위축된 후, 4분기부터 점진적 개선 전망
- 선진국 중심의 G8 경제성장률 역시 3분기 일시적 침체를 겪은 후, 4분기부터 점진적 개선 전망
- 미국 역시 3분기가 저점으로 예상되나, 긴축 후 폭풍과 중소형 은행 위기 등을 반영하며 역 성장으로 경기 하강 폭이 더 크게 추정되고 있음
- 우리나라는 1분기가 이미 저점이었거나 2분기에 저점을 형성 후, 한 개 분기 빠른 3분기부터 점진적 개선 전망
- 경기 저점이 3분기로 예상되는 이유

(1)작년 3분기 경제성장률이 매우 높았기 때문에 기저효과가 가장 극대화되는 시기이기 때문

(2)상반기 글로벌 긴축 종료에 따른 경기 및 투자 심리 개선 등이 점진적으로 나타날 것으로 보이기 때문

(3)증시, PMI, 소비자 심리지수 등 일부 경기 선행 지표가 상반기부터 이미 반등세를 시작하고 있기 때문

주요 지역별 분기별 경제 성장률 전망



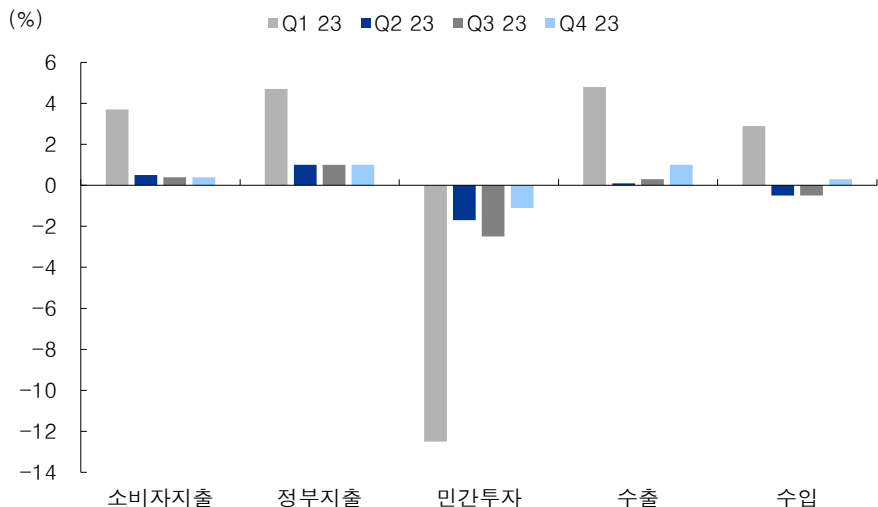
자료: Bloomberg, IBK투자증권

긴축 후 폭풍이 극대화될 하반기 선진국 경기



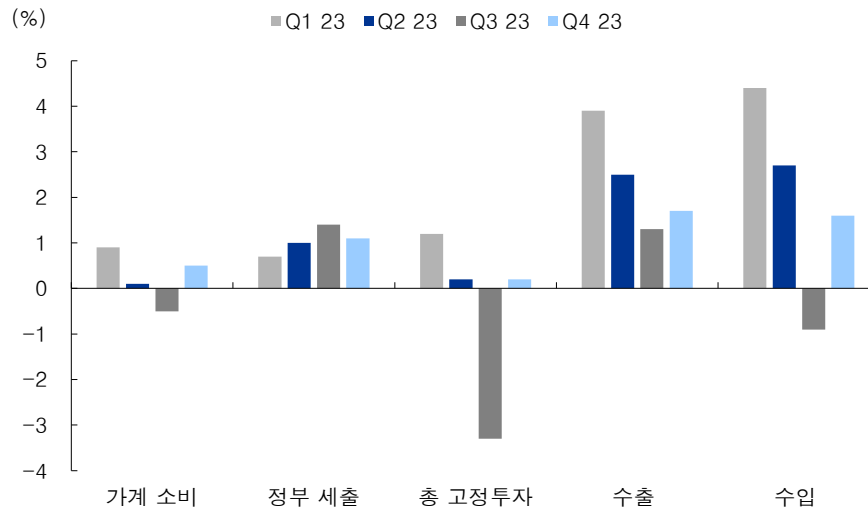
- 미국 및 유럽 등의 긴축이 상반기 종료될 것으로 보이나, 긴축 이후의 후 폭풍이 시차를 두고 올해 하반기 극대화 될 것
- 연준의 연말 침체 우려 역시 고강도 긴축 이후 일정 기간 경기에 미치는 시차를 고려한 발언으로 추정됨
- 미국, 유로존 경기 항목별 지표들을 보면 대체로 일관적인 둔화 내지는 부진을 예상
- 특히, 소비, 투자 등에서 긴축 부작용이 크게 부각될 것으로 추정되고 있는 상황

미국 23년 경기 항목별 분기별 성장률 전망(YoY)



자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: QoQ 연율화 Data

유로존 23년 경기 항목별 분기별 성장률 전망(YoY)



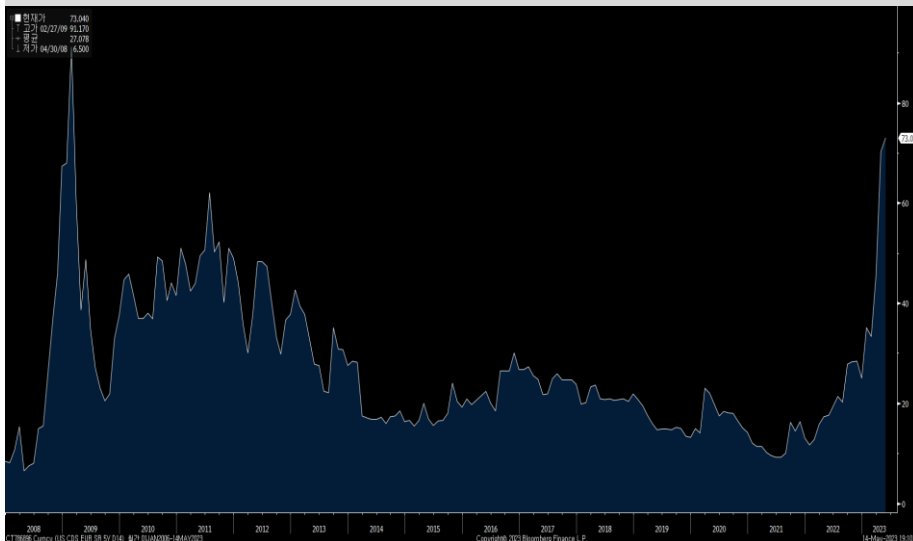
자료: Bloomberg, IBK투자증권

침체 우려가 위기로 확산될 가능성도 배제할 수 없는 상황



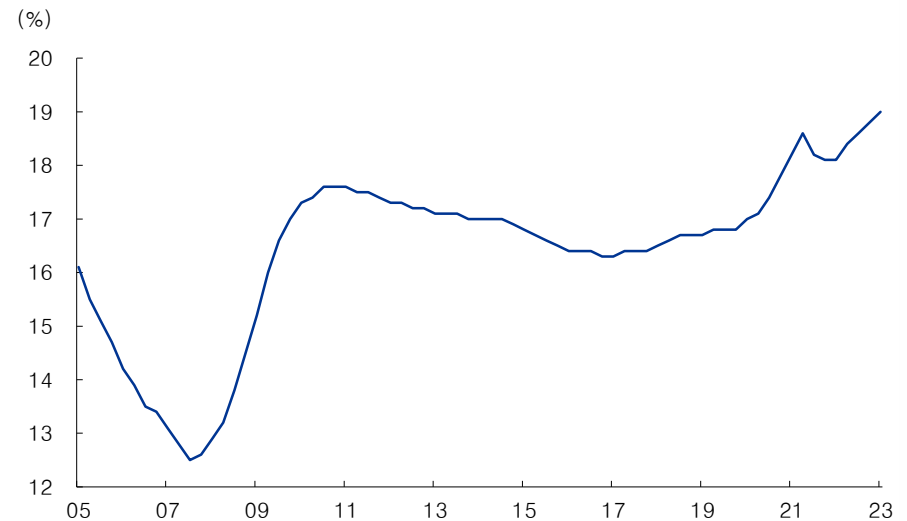
- 시장은 이미 침체를 가정하고 있고 침체가 더 나아가 위기로 확산될 가능성도 공존
- 특히, 상대적으로 견고하던 미국 경기가 둔화되기 시작하는 가운데 부채 한도 협상 난항으로 디폴트 우려까지 확대되는 상황
- 미국의 CDS 프리미엄은 73bp까지 상승하며 2011년 신용등급 강등 당시 수준을 넘어 금융위기 고점에 근접하는 상황
- 미국의 부채 한도 협상이 X-date를 넘기거나, 은행 파산 위기가 재차 확산될 경우 미국은 침체를 넘어 위기 국면으로 전개될 것
- 미국 경기가 단순 침체를 넘어 위기 과정으로 전개 시, 경기 저점은 3분기가 아닌 4분기나 내년 상반기로 지연될 가능성도 상존
- 최근 미국 오피스 공실률이 19%까지 급등하며 금융위기 당시 수준을 크게 상회. 하반기 미국 부동산 시장 우려가 확대될 가능성 주목
- 2~3분기 증시는 이와 같은 하반기 위기 현실화 가능성에 대한 불확실성으로 인해 지속적으로 조정 압박에 직면할 가능성 있음

미국 CDS 5Y 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

미국 오피스 공실률 추이



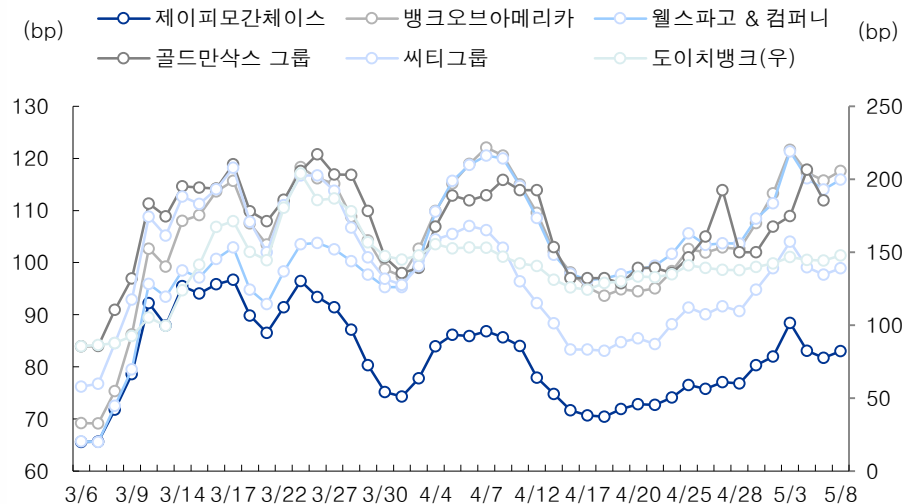
자료: Bloomberg, IBK투자증권

美 은행 리스크는 진정 됐을 뿐 현재 진행형



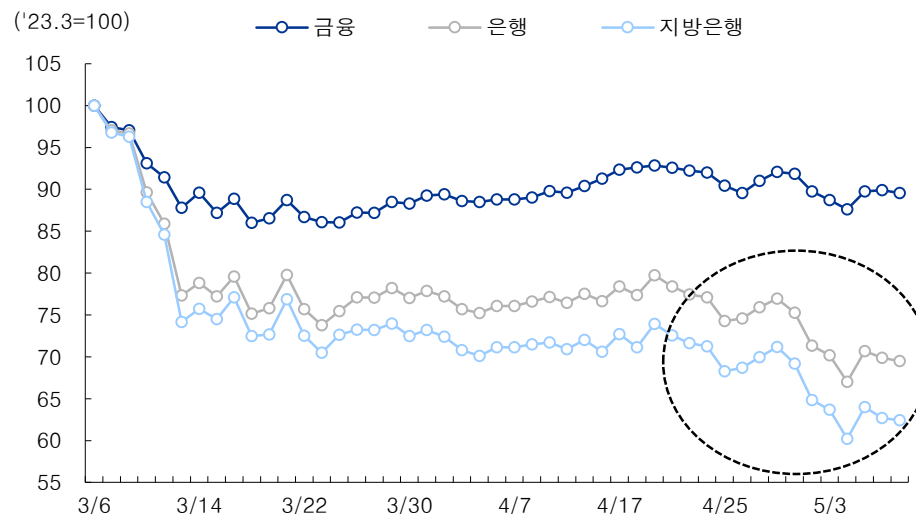
- SVB 파산 이후, 미국 대형 은행의 CDS 프리미엄은 SVB 파산 직후 Level과 유사하거나 이를 소폭 밑도는 소강 상태
- CDS가 상승하기는 했으나 연준의 선제적 대응으로 2개월 간 횡보하는 상황
- 현재 CDS 절대 Level 자체가 100bp 부근에서 움직이고 있어 부실, 경색, 파산 리스크 등의 상황은 아니라고 판단
- 금융 ETF 역시 대형 은행 CDS와 유사하게 SVB 사태로 하락 후 횡보하는 상황
- 단, 지방은행을 중심으로 은행 ETF는 추가 하락 흐름이 지속되고 있는 상황이어서 은행 리스크가 아직 잔존하고 있음을 시사

SVB파산 이후, 시총 상위 은행주 CDS 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 2023.05.09 기준 데이터

SVB파산 이후, 금융 및 은행 ETF 주가 추이



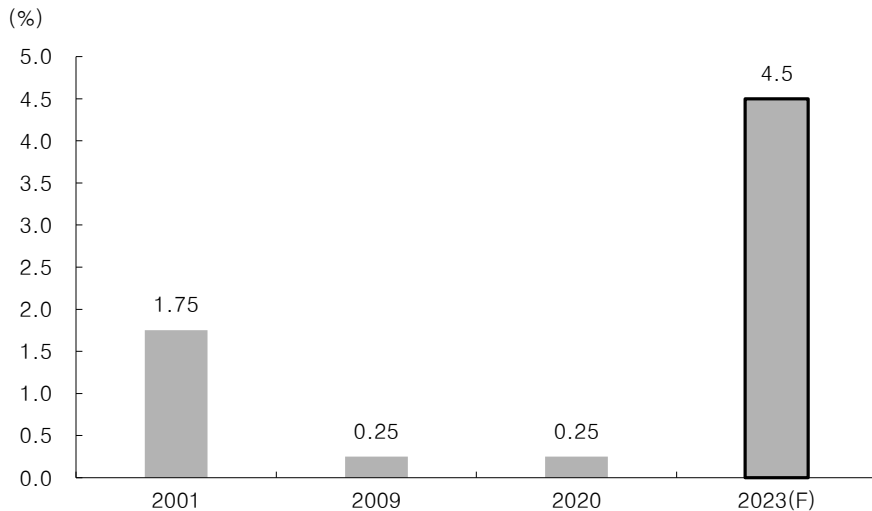
자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 2023.05.09 기준 데이터

시장은 U자형 혹은 Nike형의 느린 회복 가정: 미국 요인



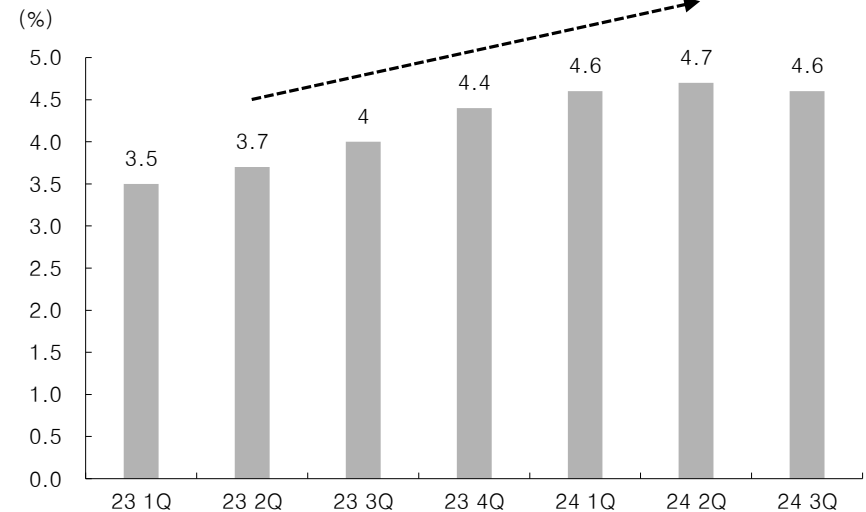
- 글로벌 긴축 사이클 종료로 경기 저점 통과 기대 높아 지겠으나, 회복 강도는 기존 V자 반등의 형태보다 U자형 내지는 Nike형의 느린 회복을 예상
- 특히, 과거 경기 저점 통과 국면과 달리 미국 측면에서 급격한 경기 개선을 기대하기 어려운 이유
 - (1) 높은 물가 수준 지속되며 소비가 크게 개선되기 어려울 수 있기 때문
 - (2) 금리 Level이 높아 유동성 효과가 극대화 되기 어렵기 때문
 - (3) 미 증시 밸류에이션이 크게 저 평가되어 있지 않아 증시 급등에 따른 양의 자산 효과를 크게 기대하기 어렵기 때문
 - (4) 미국 실업률이 아직 반등 조차 하지 못하고 있어 일정 기간 실업률 상승 기간이 지속될 것으로 보이기 때문
- 기준 금리도 늦게 올렸고 경기 둔화도 늦게 나타나고 있는 후행적 미국의 경기 둔화로 인해 글로벌 경기 회복은 꽤 점진적으로 진행될 것

美 경기 바닥 해 연말 기준 금리 Level



자료: Bloomberg, IBK투자증권

美 분기별 실업률 전망



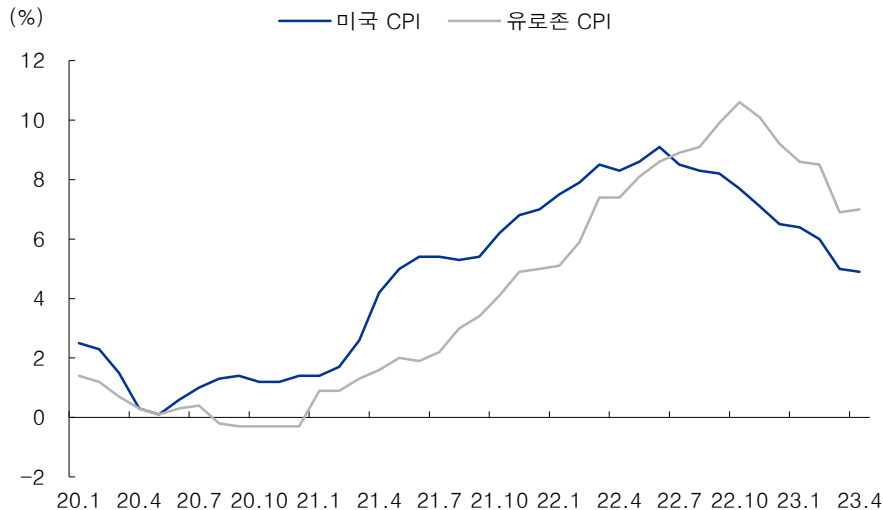
자료: Bloomberg, IBK투자증권

시장은 U자형 혹은 Nike형의 느린 회복 가정: 유럽 요인



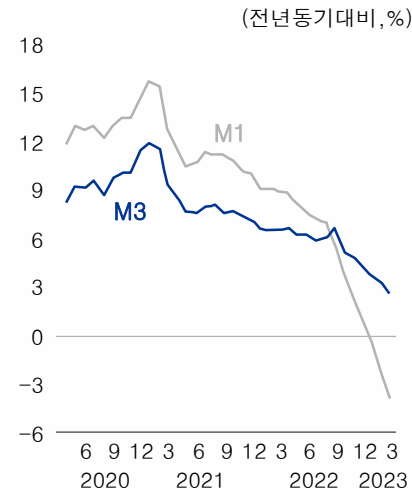
- 유럽 경기는 우려됐던 에너지 대란 위기가 발생하지 않으면서 점진적으로 경기 심리가 개선되고 있는 상황
- 또한, 엔데믹 전환 후 관광 수요 회복과 중국 경기 반등 등의 긍정적 경기 개선 요인이 나타나고 있음
- 단, 이번 인플레이 사이클에서 물가가 미국보다 더 높게 오르고, 늦게 떨어지고 있는 상황이어서 통화량, 대출 등이 빠르게 둔화되는 상황
- 유럽은 미국보다 더 초저금리에 익숙해져 있던 지역으로 이번 가파른 금리 인상으로 은행의 대출 태도, 수요자의 대출 의지 등이 더 크게 영향을 받을 수 있음
- 높은 기준 금리의 형태로 미국보다 더 장기화 될 가능성 있어 긴축 후유증이 미국보다 좀 더 지속될 리스크 있음
- 미국과 마찬가지로 실업률 역사적 최저점에 있어 반등 국면 과정을 소화하며 유럽 역시 성장률이 빠르게 개선되기는 쉽지 않을 전망

미국보다 더 높고, 더 늦게 떨어지고 있는 유럽 물가



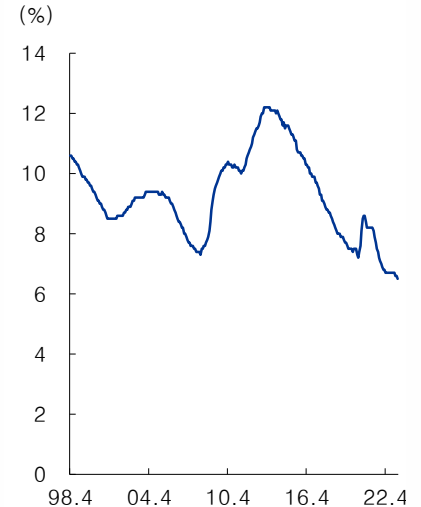
자료: Bloomberg, IBK투자증권

유로존 통화량



자료: ECB, KDI 자료 인용

유로존 통화량



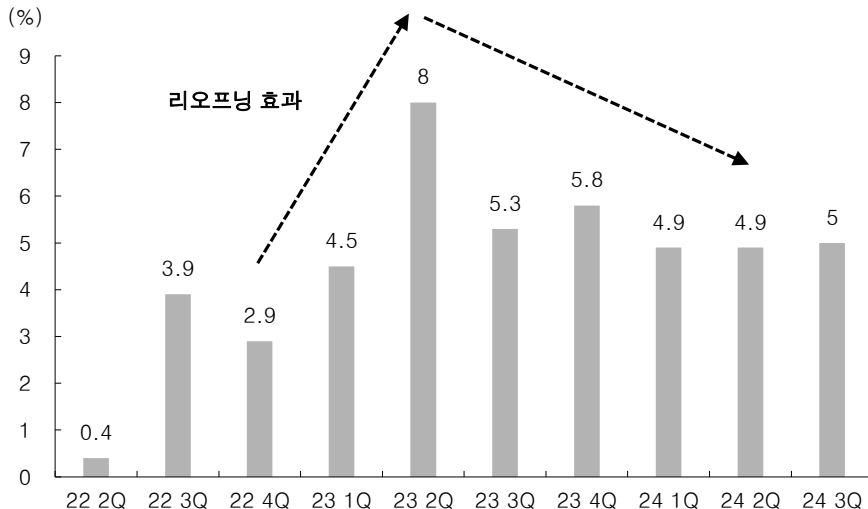
자료: Bloomberg, IBK투자증권

시장은 U자형 혹은 Nike형의 느린 회복 가정: 중국 요인



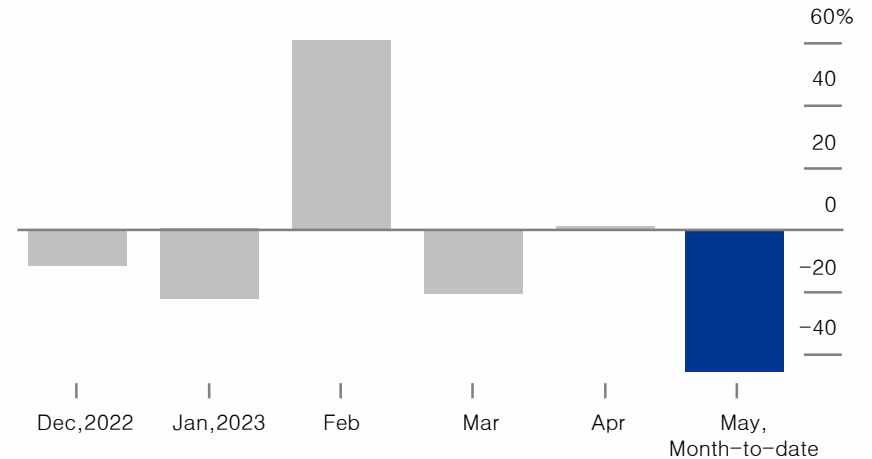
- 중국이 제로 코로나 정책을 탈피하며 급격한 리오프닝 효과 성장률 크게 개선 중이나, 2Q를 정점으로 성장률 피크 아웃 리스크 있음
- 단, 성장률이 다소 둔화되더라도 점진적 수출 회복 등으로 내년까지 분기별 5% 수준의 안정적인 성장 예상
- 중국 성장률 전망에 대한 불안 요인들
 - (1) 코로나 후 일시적 보복 소비가 일단락되면서 중국 경기가 재차 툰다운 혹은 둔화될 가능성 공존
 - (2) 중국 경제에 영향이 큰 부동산 시장 불황의 개선 조짐 있으나, 최근 경기 급 반등에도 불구하고 크게 호전되지 못하고 있는 상황
 - (3) 중국 수출의 회복 여지가 나타나고 있으나, 미국 경기 둔화로 중국의 對美 수출이 빠르게 호전되기는 어려울 전망
- 하지만, 중국의 리오프닝 효과 후 성장률 둔화 여부가 우리나라 성장률 회복에 크게 부정적이지는 않을 것으로 예상
- 중국 성장률의 단기 개선 동안 우리나라는 성장률이 하락해 동조화가 약했고, 한중 동반 수출 바닥 통과 가능성이 점차 높아질 것으로 보기 때문

中 분기별 경제 성장률 전망



자료: Bloomberg, IBK투자증권

中 주요 15개 도시의 기존 주택 판매 MoM 추이



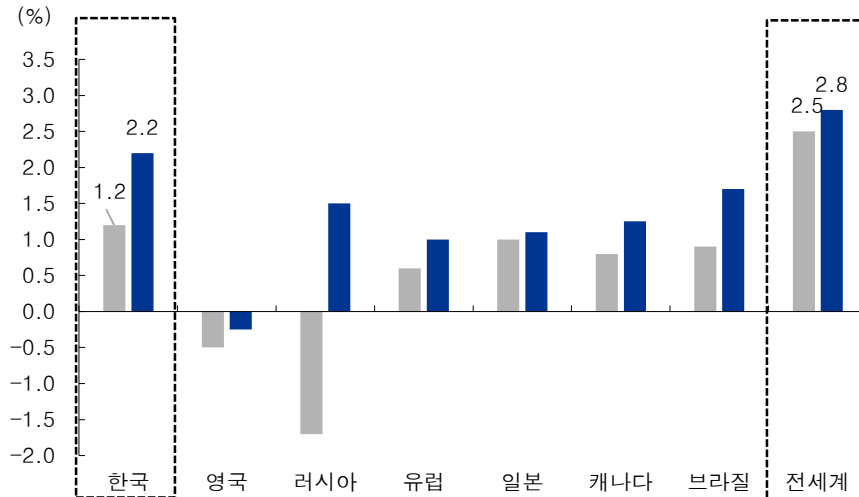
자료: Bloomberg, 이투데이 보도 인용

24년 글로벌 성장률 개선 역시 제한적일 것으로 전망되고 있는 상황



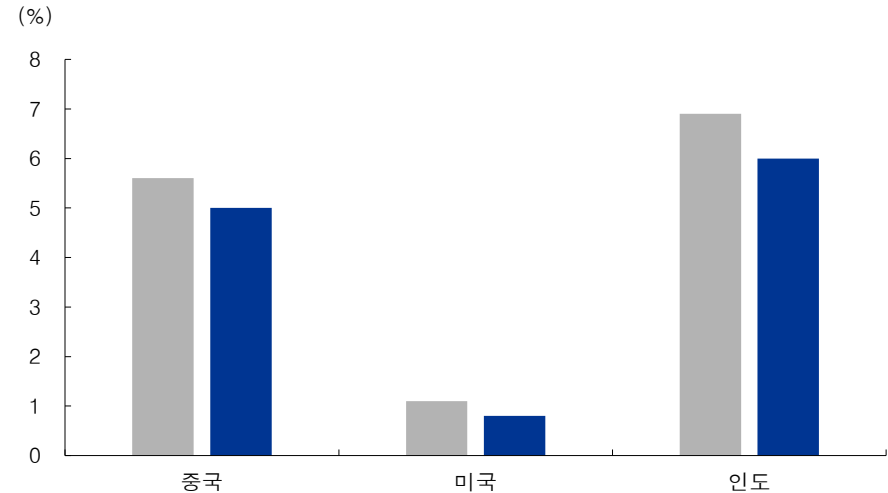
- 24년 경제 성장률을 지역별로 살펴보면, 대부분 주요국에서 23년대비 다소 개선될 것으로 전망되어 세계 성장률도 다소 개선 예상
- 단, 올해와 내년의 성장률 전망치가 2.5%와 2.8%로 그 차가 크지 않아 실제 내년에 성장률이 개선될지에 대한 의구심이 높음
- 보통 세계 성장률은 3%대 중반에서 형성되기 때문에 3%에 미치지 못할 것이란 전망은 내년 경기도 부진할 가능성을 열어두는 상황
- 단, 리오프닝 효과 이후 정체 가능성이 있는 중국, 긴축 후유증과 은행 불안이 전망되는 미국 등은 성장률이 다소 하락할 것으로 전망되는 상황
- 다만, 중국이나 미국의 경우 23, 24년 성장률 전망치 차이가 크지 않고 제한적으로 변동되고 있어 Flat 가능성 있음
- 또한, 우크라이나 전쟁 영향 감소, 증시 반등, 금리 인하 등으로 24년 성장률의 회복 가능성이 열려 있음을 주시할 필요

24년 성장률 개선 전망 예상 지역



자료: Bloomberg, IBK투자증권

24년 성장률 둔화 전망 예상 지역



자료: Bloomberg, IBK투자증권

2. 하반기 증시 = 다음 해 경기와 실적을 투영 (한국, 미국, 중국, 홍콩 사례 분석을 중심으로)

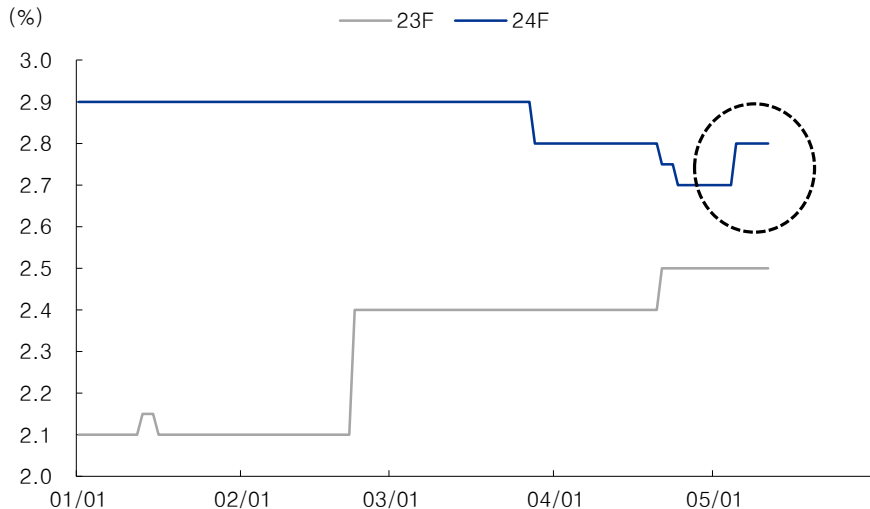


내년 경기를 보수적으로 전망하는 것이 합리적인가?



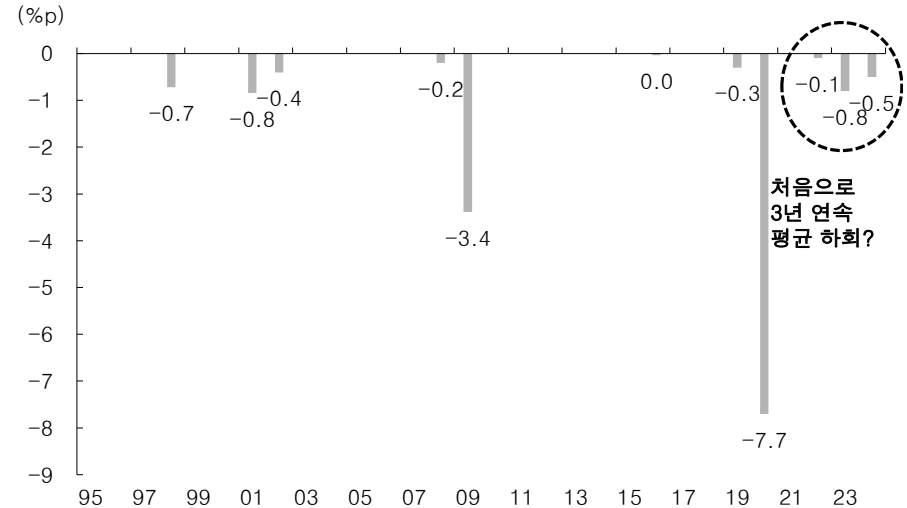
- 이례적인 글로벌 고강도 긴축으로 인해 경기 불확실성이 높고 내년 전망도 보수적인 상황이나 그것이 합리적인가 의구심도 공존
- 연초 이후 올해 성장률은 상향되고, 내년 성장률은 하향 되는 기현상이 발생해 오다가 이번 5월 처음으로 내년 성장률이 상향 조정됨
- 글로벌 긴축 종료 기대감이 내년 회복 기대감에 투영되기 시작하는 신호로 판단
- 글로벌 긴축이 시장의 예상을 크게 뛰어 넘는 수준으로 지속되지 않는 이상, 이제 통화 정책 완화에 대한 기대감이 경기에 지속 반영될 것
- 또한, 내년 세계 성장률이 현재 추정과 같이 2.8%를 기록한다면 1995년 이후 처음으로 3년 연속 역사적 평균 성장 수준을 하회하는 꼴
- 1995년 이후 세계 성장률이 장기 평균 성장률인 3.3%를 하회하는 경우는 보통 1년 혹은 2년 연속 사례에 그쳤기 때문
- 23년 성장률이 의외로 선전하며 기저효과가 퇴색되면서 24년 성장 기대감이 약화되고 있는 것은 사실이나, 하반기 지속 여부는 관찰이 필요
- 오히려 경기를 보수적으로 전망하고 있기 때문에 금융시장이 긍정적으로 Pricing할 여력은 높다고 판단됨

연초 이후, 23년과 24년 세계 성장률 전망치 변화



자료: Bloomberg, IBK투자증권

세계 성장률이 장기 평균 3.3%를 밑돌았던 해의 평균과의 성장률 갭



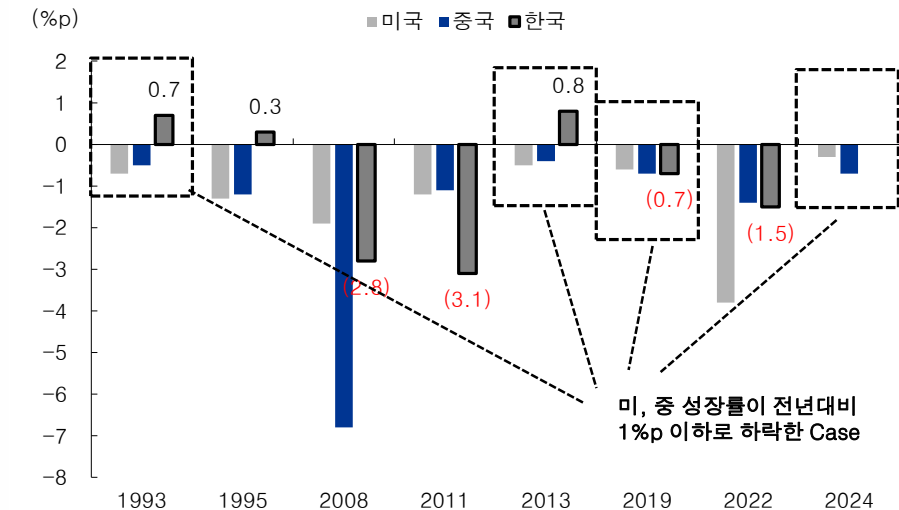
자료: Bloomberg, IBK투자증권

美中 성장률이 하락해도, 우리 성장률은 상승할 수 있을까?!



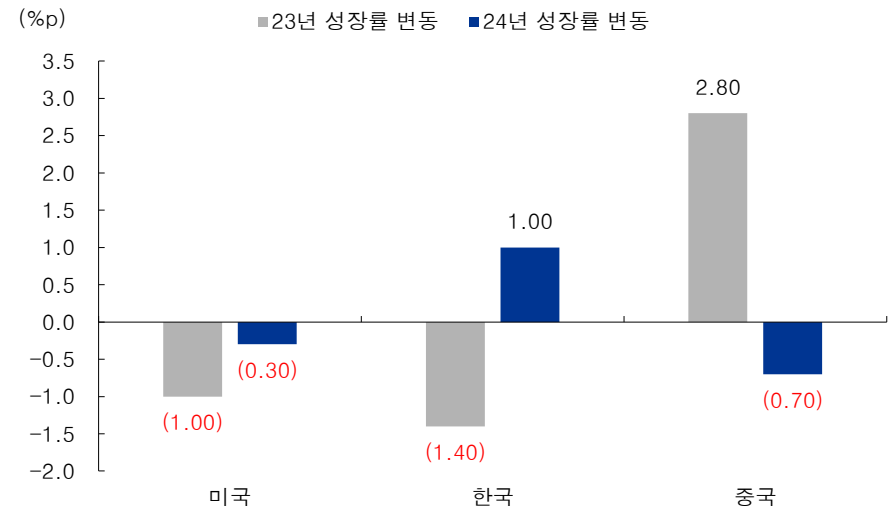
- 현재 컨센서스 기준, 내년 미국 성장률은 올해대비 0.3%p, 중국 성장률은 올해대비 0.7%p 하락 예상
- 이와 같이 미중 성장률이 내년 하락할 경우, 한국 성장률이 회복될 수 있는지에 대한 의구심이 발생할 수 있음
- 1990년 이후 미중 성장률이 동반 하락한 7번의 사례를 보면, 한국 성장률 역시 동반 하락한 사례가 4번, 홀로 반등한 사례가 3번
- 즉, 미중 성장률이 하락한다고 해서 한국 성장률이 하락하는 경향성은 크지 않았음
- 또한, 내년 미중 성장률의 하락 폭이 1%p 이내로 추정되고 있는데 그와 같은 3번의 사례를 보면, 한국 성장률은 1번 하락하고 오히려 2번은 상승
- 23년 성장률 영향도 고려할 필요가 있어 미중 성장률이 하락에도 우리나라 성장률은 내년에 회복될 개연성이 있음
- 미국 23년 성장률은 slow 하강, 한국 23년 성장률은 fast 하강, 중국 23년 성장률은 급격한 반등이 나와 성장률 양상이 다름
- 즉, 24년 성장률 변동이 미국 및 중국과 꼭 일치할 필요성은 낮다고 판단

美中 성장률이 전년대비 동반 하락했던 해의 한국 성장률 변동



자료: Bloomberg, IBK투자증권

23년과 24년 성장률 추정치 변동 비교



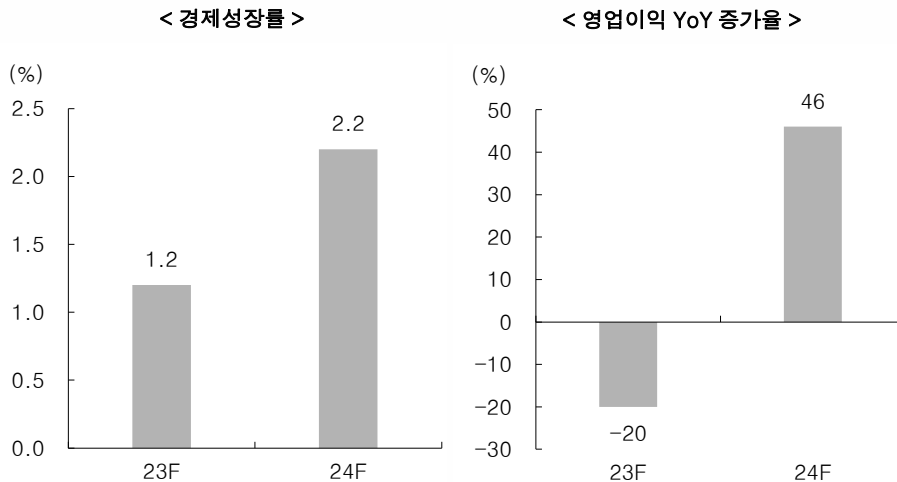
자료: Bloomberg, IBK투자증권

하반기 저점 통과 및 내년 회복 강화 요인(1): 수출 바닥, 점진적 개선



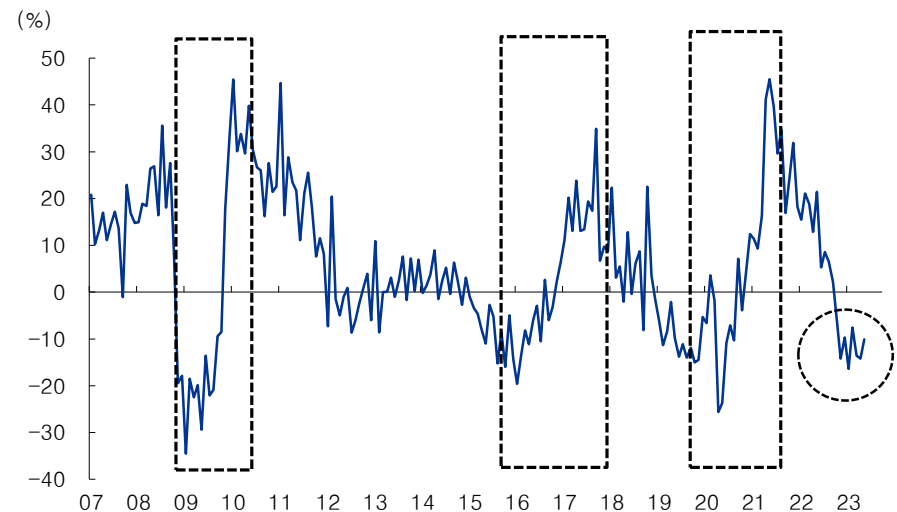
- 중국 리오프닝과 유럽 경기 개선 되는 가운데 글로벌 긴축 종료 등으로 우리나라 수출은 23년 상반기 바닥을 통과할 전망
- 24년 글로벌 경기는 코로나 영향 소멸, 증시 반등, 경기 선행 지표 개선, 금리 인하 등으로 올해 대비 개선 가능성 높다고 판단
- 특히 반도체 업황의 바닥 기대감이 높아지고 있어 우리나라 수출 회복 가능성은 점차 높아지고 있는 상황
- 단, 시차를 둔 미국의 하반기 경기 둔화 우려는 우리나라 수출 회복의 부담 요인으로 작용할 전망
- 단, 미국 역시 긴축 종료 기대감이 부각되고 있고 미국 역시 경기 선행 지표들이 바닥권에 있어 우리나라 수출 개선을 추가로 악화시키기 보다는 회복 탄력을 악화시키는 요인으로 작용할 전망

23, 24년 경제성장률 및 KOSPI 영업이익 증가율 비교



자료: Bloomberg, Quantiwise, IBK투자증권

우리나라 수출 YoY 추이



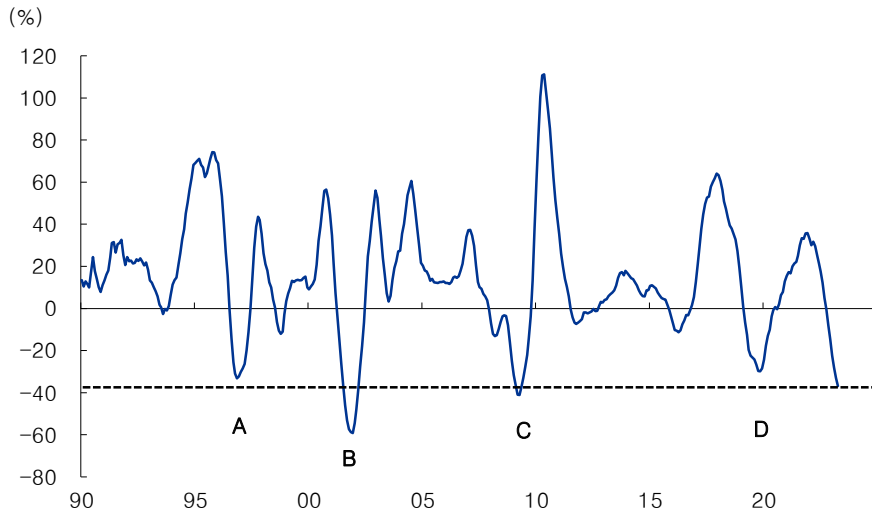
자료: Bloomberg, IBK투자증권

하반기 저점 통과 및 내년 회복 강화 요인(1-1): 반도체 불황 극복 사례 점검



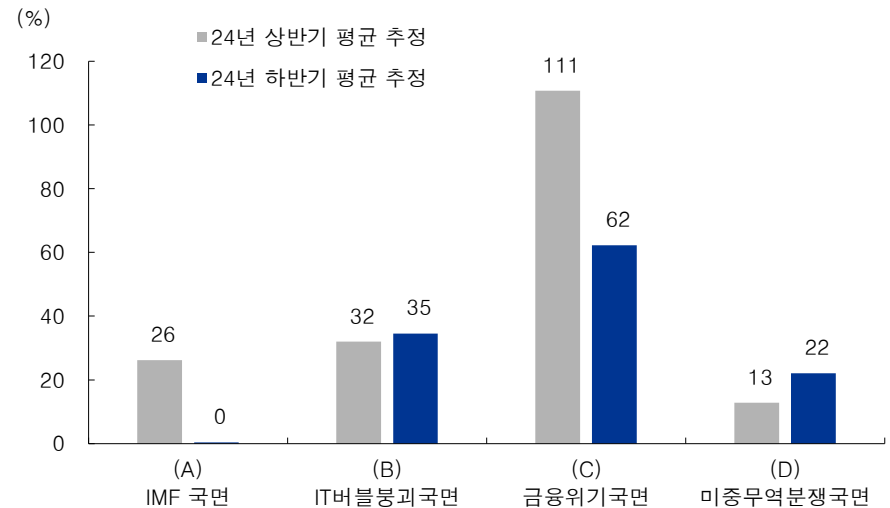
- 우리나라 수출 중 가장 큰 비중을 차지하는 반도체 수출의 회복 여부가 중요
- 반도체 YoY 수출은 올해 들어 -30 ~ -45%의 역사적 불황 수준으로 6개월 평균 YoY -37%
- 1990년 이후 총 4번의 불황 국면에서 반도체 수출은 비교적 빠르게 회복되는 패턴을 보인 바 있음
- 대체로 2년의 주기를 등락을 반복하는 경향을 보였고, 과거 A~D 국면 회복 패턴을 고려한 내년 반도체 수출 YoY 추정치는 큰 폭의 개선을 암시
- 내년 반도체 수출의 회복은 전체 수출 회복의 견인차 역할을 할 전망
- 메모리 반도체 Maker들의 동시적 감산으로 공급 과잉이 해소되고 중국 경기 개선, IT 수요 개선, AI 및 전장 등 새 수요처 부각되며 수출 회복 전망

반도체 수출 YoY 6M 평균 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

현재와 같은 반도체 과거 불황기의 회복 패턴을 고려한 내년 수출 YoY



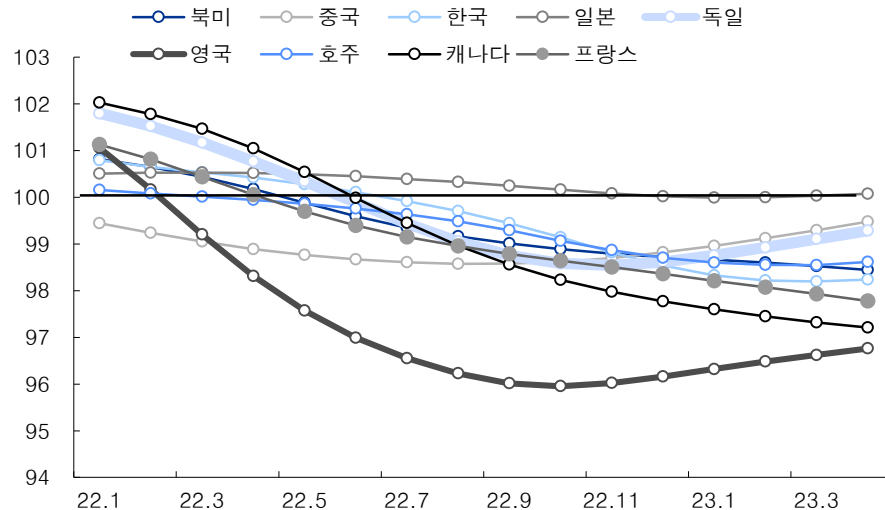
자료: Bloomberg, IBK투자증권

하반기 저점 통과 및 내년 회복 강화 요인(2): 글로벌 경기 선행 지표 반등



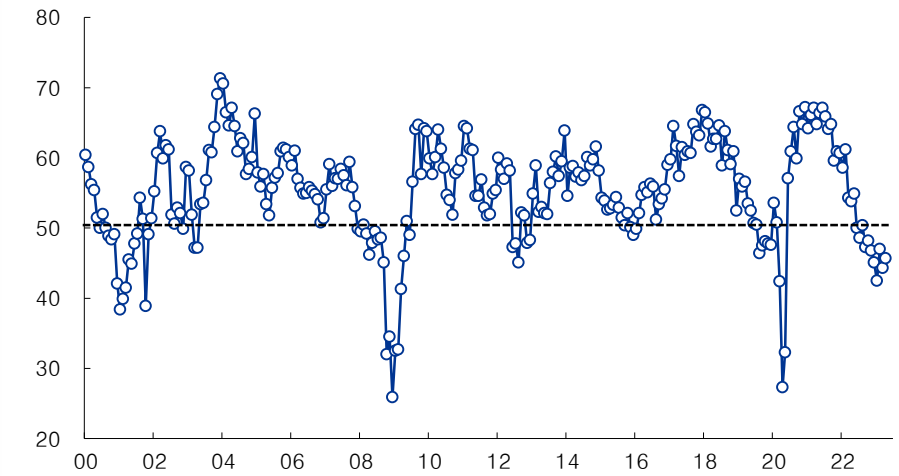
- 글로벌 주요 경기 선행 지표가 올해 상반기를 바닥으로 하반기 반등 양상을 보일 전망
- 대표적인 경기 선행 지표인 증시가 이미 반등했고 OECD 경기선행지수 및 미국 ISM 제조업지수 등이 저점 영역에 도달한 것으로 판단
- 이는 글로벌 긴축 사이클이 종료되어 향후 경기 심리가 추가로 악화될 가능성이 적다고 판단되기 때문
- 또한, 한미 정부의 크레딧 시장 및 자금 시장과 기업 파산에 대해 선제적 대응에 나서며 위기 확산 전 조기 진화에 나서고 있기 때문
- 위기가 발생하지 않는 이상, 글로벌 선행 지표는 바닥 영역이며 보통 2~3년의 회복 사이클을 보였다는 점을 주시할 필요
- 하반기부터 내년까지 글로벌 경기 선행 지표가 반등하면서 24년 성장률의 상향 조정 가능성이 대두될 전망

OECD 경기선행지수 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

미국 ISM 제조업지수 '신규 주문' 추이



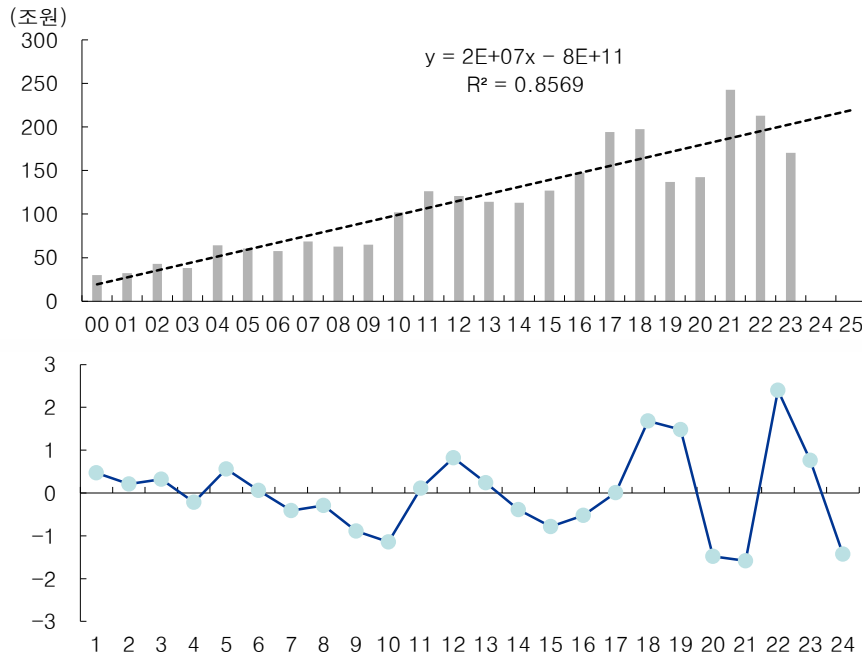
자료: Bloomberg, IBK투자증권

하반기 저점 통과 및 내년 회복 강화 요인(3): 실적 턴어라운드



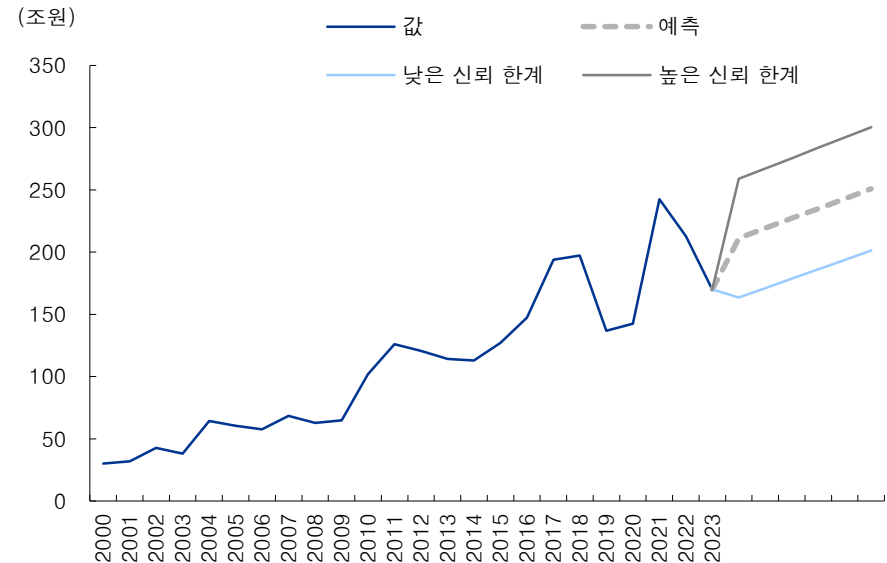
- 2023년 KOSPI 영업이익은 반도체 불황으로 인해 170조원 수준으로 급감할 전망
- 다만, 역사적 영업이익 추세선을 크게 밀돌아 표준화 잔차는 -1.43까지 하락하며 역사적 저점(-1.59, 2020년)에 근접
- 역사적 영업이익 추세선의 결정계수가 0.86으로 매우 높아 향후 추세선으로 복귀하며 점진적인 회복세를 보일 가능성이 높다고 판단
- 내년 컨센서스는 248조원 수준으로 역사적 고점까지 회복될 것으로 추정되나, 예측식은 211조원으로 회복할 것으로 추정됨
- 앞서 수출 턴어라운드에 힘입어 실적 역시 턴어라운드하며 내년 회복 강화 요인으로 작용할 전망

2000년 이후 연도별 KOSPI 영업이익 추이와 표준화 잔차



자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 23년은 추정치

기존 추세가 지속된다는 가정하에서 KOSPI 영업이익 예측 전망



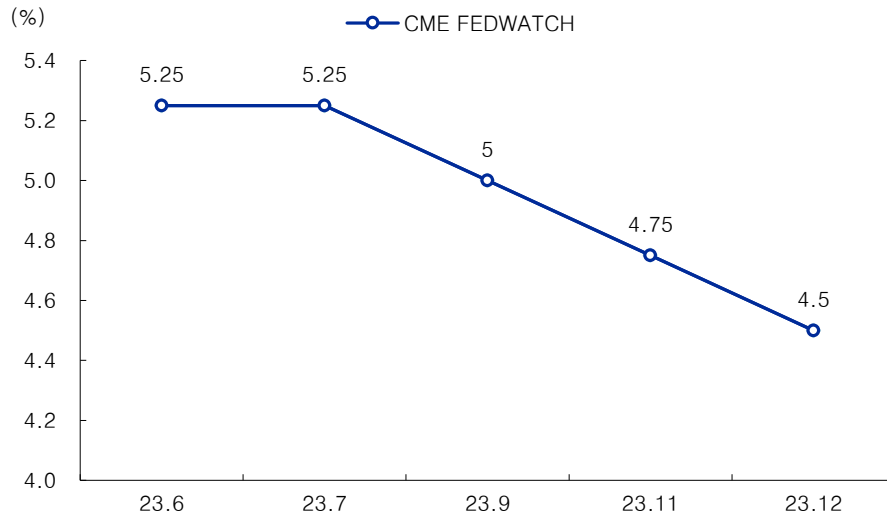
자료: Quantiwise, IBK투자증권
주: 기존 DATA의 추세선이 지속된다는 가정하에서 상하 95% 밴드가 적용된 추정

하반기 저점 통과 및 내년 회복 강화 요인(4): 기준 금리 인하



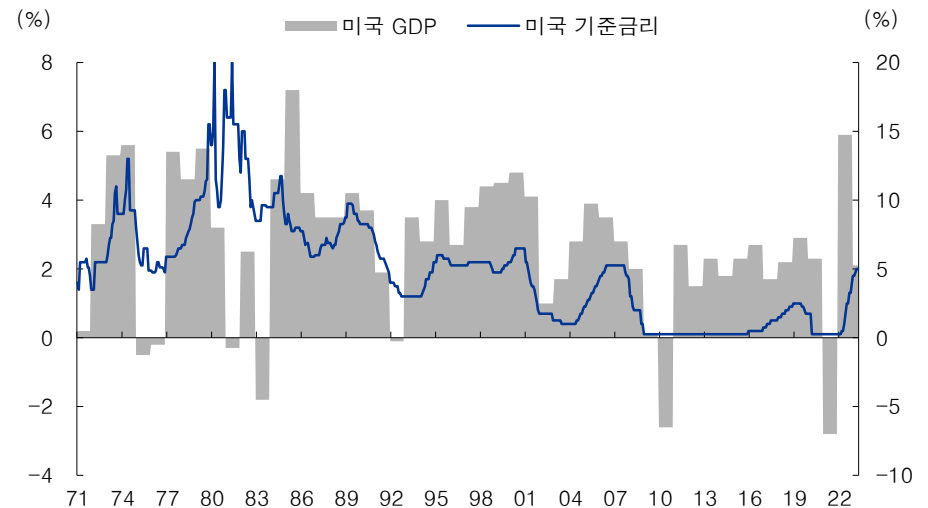
- 금번 5월 FOMC에서 25bp 인상이 사실상 미국의 마지막 금리 인상이었을 것으로 판단
- 미국의 물가가 지속적으로 하락하고 있고 물가 수준이 기준 금리를 하회하기 시작함에 따라 인상 명분은 크게 약화된 것으로 판단
- 오히려 이제 미국의 경기 둔화가 우려되는 상황으로 하반기 증시는 향후 연준의 금리 인하 여부를 기대감으로 반영할 가능성이 높아짐
- 금리 인하 기대감이 증시와 경기 심리에 긍정적인 영향을 미치면서 시차를 두고 점진적인 경기 개선 요인으로 작용할 전망
- CME FedWatch에서 전망하는 금리 인하 시기는 올해 9월로 시장은 이미 금리 인하에 대한 기대감을 반영하고 있음
- 현실적으로는 지표적 침체를 확인하고 미국 물가가 2%대에 진입할 4분기나 내년 1분기가 유력한 것으로 판단
- 경험적으로 금리 인하 이후 성장률이 회복되는 패턴을 보여 왔다는 점에서 24년 한미 금리 인하는 성장률 개선 가능성을 더욱 강화시킬 것

하반기 미국 금리 인하 확률이 반영된 추정 경로



자료: FedWatch, IBK투자증권

금리 인하에 따른 성장률 반등 논리



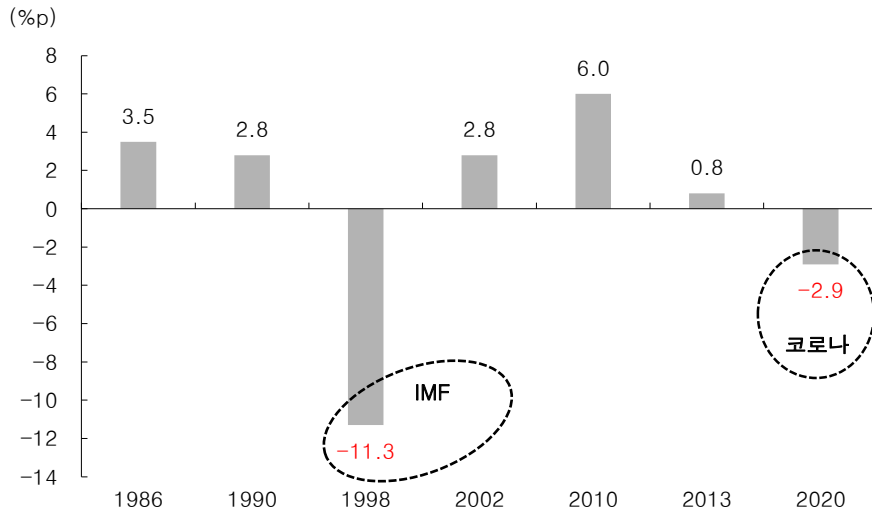
자료: Bloomberg, IBK투자증권

하반기 저점 통과 및 내년 회복 강화 요인(5): 성장률 2년 하락 후 회복력



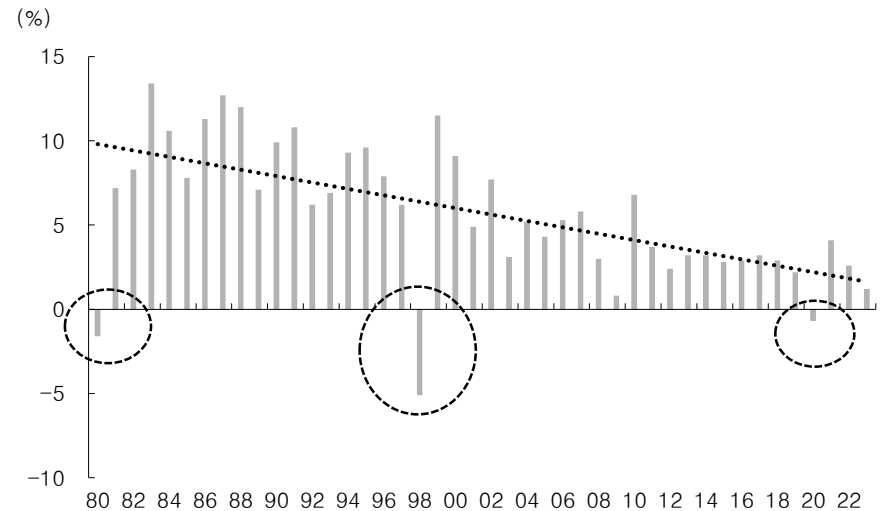
- 우리나라 성장률 장기 추이를 보면, 2년 연속 성장률이 하락한 이후 대체로 회복하는 패턴을 보였다는 점을 주시할 필요
- 성장률 2년 연속 하락 현상은 1980년 이후 총 7번의 사례가 있었는데, 그 중 5번의 사례에서 다음 해 성장률이 개선되는 모습을 보임
- 추가적으로 3년 연속 성장률이 하락했던 경험은 1998년과 2020년인데, 당시는 IMF와 코로나에 기인한 위기의 역 성장의 해
- 이는 내년 경기가 심각한 역 성장의 위기로 가거나 혹은 완전한 회복으로 가느냐를 암시
- 다만, 역 성장 위기의 해는 1980년, 1998년, 2020년 등에 발생하며 약 20년 주기로 나타난 바 있어 내년의 발생 가능성은 크지 않을 수 있음
- 회복되는 경우에는 전년대비 0.8%p 이상 성장률이 크게 개선되는 모습을 보인 바 있음
- 과거보다 경기 주기도 짧아지고 반도체 업황 사이클도 짧아진 만큼 22,23년 성장률 둔화 후 회복 가능성은 더 높다고 판단

경제성장률이 2년 연속 하락 후, 다음 해 성장률 변동



자료: Bloomberg, IBK투자증권

약 20년 주기로 나타나는 역 성장 위기



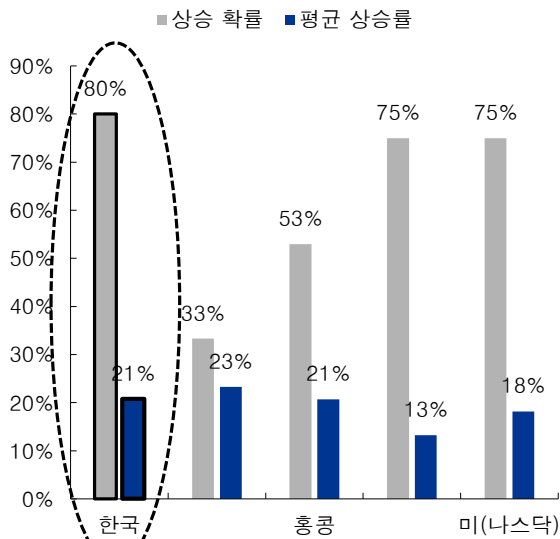
자료: Bloomberg, IBK투자증권

내년 경기 및 실적 개선이 하반기 증시에 미치는 영향 Summary



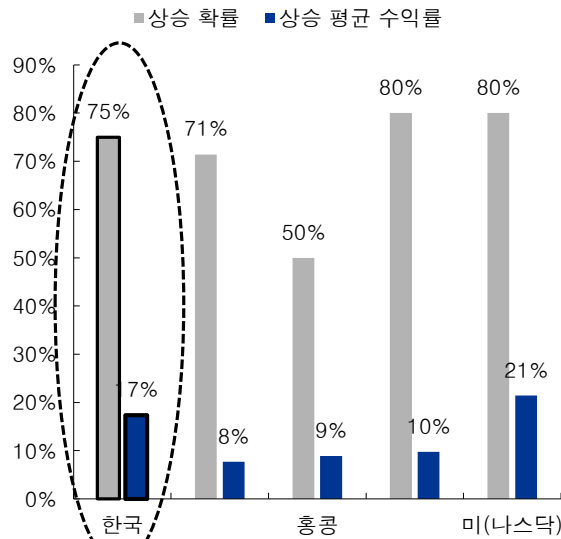
- 하반기 증시는 내년 경기와 실적을 뚜렷하게 투영하는 경향을 보임
- 이는 한국, 중국, 미국 등의 증시에서 공통적으로 발견되는 현상이며 특히 한국 증시에서 유독 강한 경향을 보임(미 증시는 장기 강세 효과도 있음)
- 올해보다 내년 성장률 수치가 상승하는 경우, 하반기 KOSPI 상승 확률은 80%로 매우 높게 나타남
- 올해보다 내년 KOSPI 영업이익 YoY 증가율 수치가 상승하는 경우, 하반기 KOSPI 상승 확률은 75%로 높게 나타남
- GDP 개선 및 실적 개선에도 불구하고 하반기 증시가 하락했던 경우에도 08년 하반기를 제외 시 낙폭은 5% 전후로 제한적
- 따라서, 내년 우리나라 성장률 및 실적 증가율이 올해보다 개선된다면 하반기 증시는 내년을 반영해 상승 흐름을 지속할 가능성을 시사

실질 GDP 개선에 따른 하반기 증시 영향



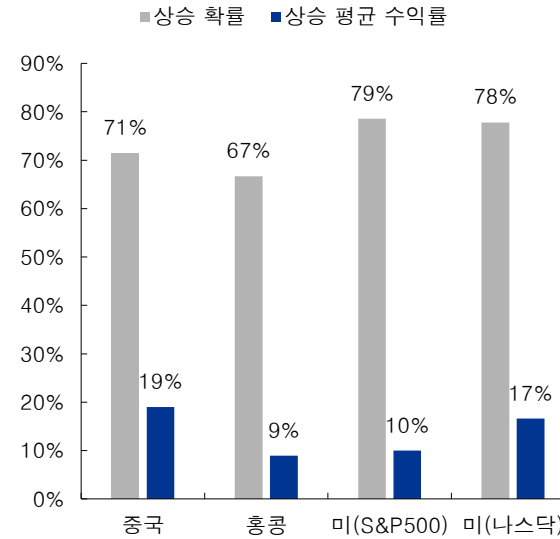
자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 1980년도 이후 GDP 및 주가 등락을 분석
주2: 올해보다 내년 성장률 수치가 상승한 경우를 조사

영업이익 YoY 개선에 따른 하반기 증시 영향



자료: Bloomberg, Quantiwise, IBK투자증권
주: 영업이익은 주당 영업이익을 의미. 한국은 영업이익 자체로 계산
주2: 올해 영업이익의 YoY보다 내년 영업이익의 YoY가 상승한 경우를 조사

순이익 YoY 개선에 따른 하반기 증시 영향



자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 순이익은 주당 순이익을 의미
주2: 올해 순이익의 YoY보다 내년 순이익의 YoY가 상승한 경우를 조사

경제성장률 변동과 하반기 증시 관계 분석(한국)



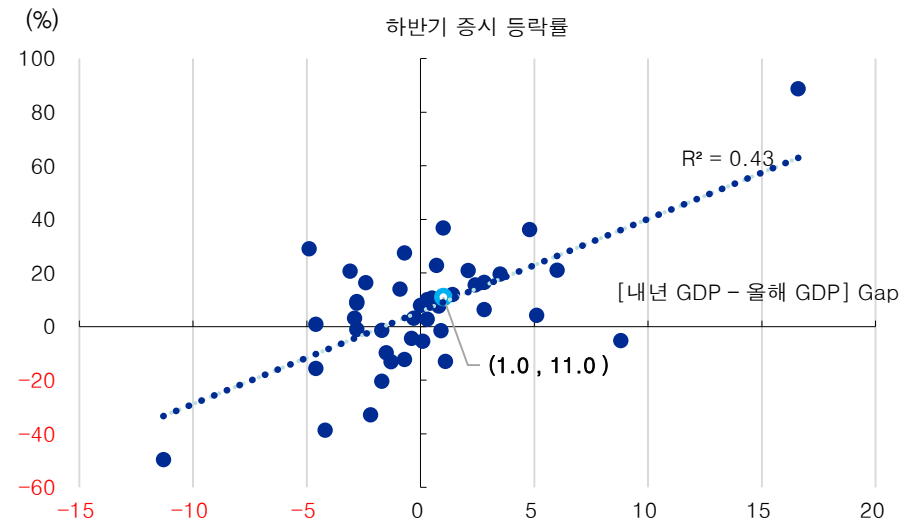
- 하반기 KOSPI 등락률은 올해 대비 내년 경제성장률의 변동과 밀접한 관계가 있음
- 특히, 올해 대비 내년 경제성장률이 상승할 경우 하반기 증시가 동반 상승하는 경향이 매우 강했음을 알 수 있음
- 올해 대비 내년 경제성장률이 하락하는 경우보다 상승하는 경우에 이러한 경향성이 더욱 뚜렷하게 나타남
- 1980년도부터 분석한 결과, 내년도 경제성장률이 성장할 경우 하반기 증시도 동반 상승할 확률은 80% 이상임
- (1980년 이후: 80%, 20번 중 16번 동반 상승 / 1991년 이후: 92%, 13번 중 12번 동반 상승)
- 동반 상승 시 하반기 평균 상승률은 20.8%
- 1%p 개선의 추정에 대한 하반기 등락률 추정치는 대략 11%로 나타남

1980년 이후, 연도별 한국 실질 GDP 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

GDP 변동 * KOSPI 하반기 등락률 산점도



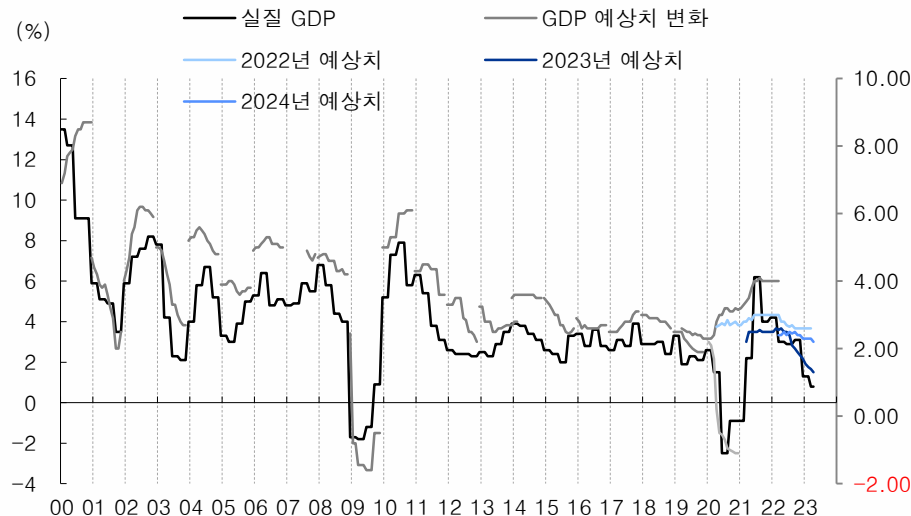
자료: Bloomberg, IBK투자증권

경제성장률 컨센서스 변동과 하반기 증시 관계 분석(한국)



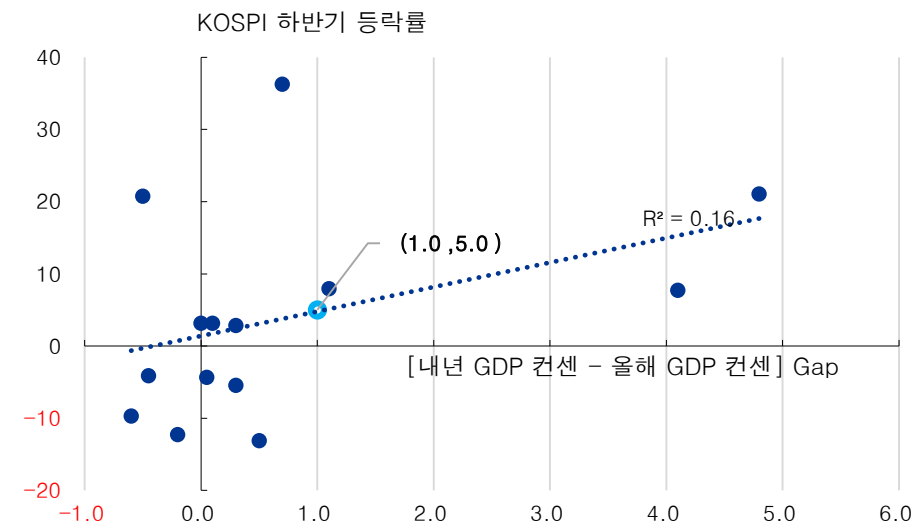
- 하반기 KOSPI 등락률은 올해 대비 내년 경제성장률 컨센서스의 변동과도 밀접한 관계가 있음
- 특히, 올해 대비 내년 경제성장률 컨센서스가 상승할 경우 하반기 증시가 동반 상승하는 경향이 매우 강했음을 알 수 있음
- 2009년도부터 분석한 결과, 내년도 경제성장률 컨센서스가 성장할 경우 하반기 증시도 동반 상승할 확률은 70% 이상임
- (2009년 이후: 70%, 10번 중 7번 동반 상승 / 2016년 이후: 100%, 4번 중 4번 동반 상승)
- 성장률 컨센서스와 증시 동반 상승 시, 하반기 평균 상승률은 11.7%
- 특히, 0.7%p 개선될 것으로 전망되는 경우 4번 중 4번 모두 상승 경험
- 1%p 개선의 추정에 대한 하반기 등락률 추정치는 대략 5.0%로 나타남

2000년 이후, 연도별 경제성장률 및 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

GDP 컨센서스 변동 * KOSPI 하반기 등락률 산점도(2009년 이후)



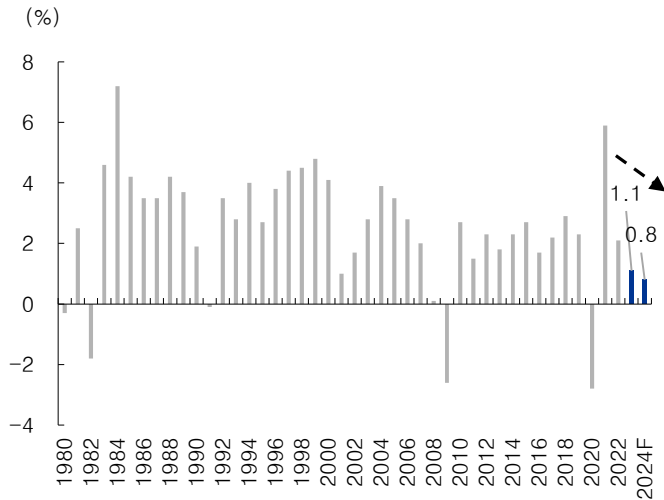
자료: Bloomberg, IBK투자증권

경제성장률 변동과 하반기 증시 관계 분석(미국)



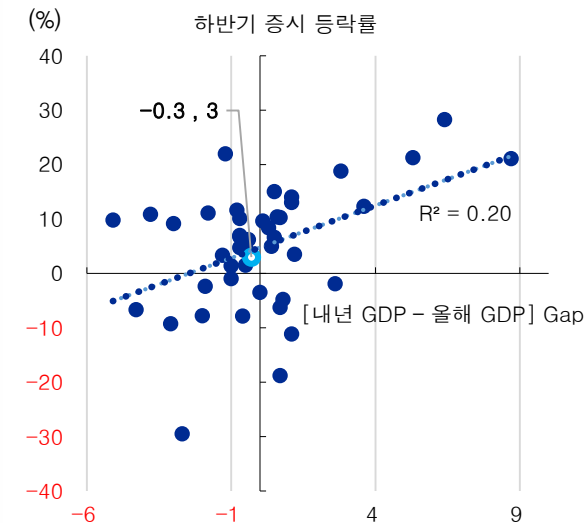
- 하반기 미국 증시 등락률은 올해 대비 내년 경제성장률의 변동과 높은 상관관계가 있지만, 미국 증시는 과거 대부분 상승세였던 점 감안할 필요
- 올해 대비 내년 경제성장률이 상승하거나 하락하는 경우 하반기 증시는 상승하는 경향을 보임
- 그럼에도, 올해 대비 내년 경제성장률이 상승하는 경우만 봤을 때 하반기 증시도 동반 상승하는 횟수가 압도적으로 높음
- 1980년도부터 분석한 결과, 내년도 경제성장률이 성장할 경우 하반기 미국 증시도 동반 상승할 확률은 75% 이상임
- (1980년 이후: S&P500 75%, 20번 중 15번 동반 상승 / 나스닥 75%, 20번 중 15번 동반 상승)
- 동반 상승 시 하반기 평균 상승률은 S&P500 13.2%, 나스닥 18.2%
- -0.3%p 개선의 추정치에 대한 하반기 S&P500 및 나스닥 등락률 추정치는 각각 약 3%, 3.5%로 나타남

1980년 이후, 연도별 미국 실질 GDP 추이



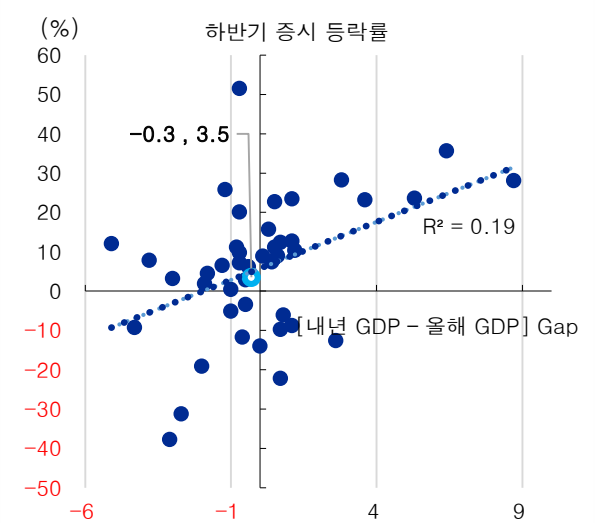
자료: Bloomberg, IBK투자증권

GDP변동*S&P500 하반기등락률 산점도



자료: Bloomberg, IBK투자증권

GDP변동 * 나스닥 하반기 등락률 산점도



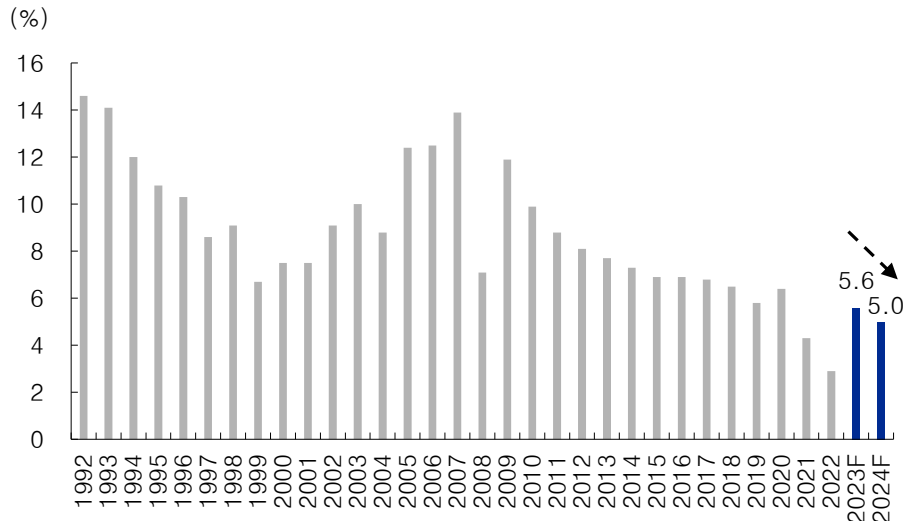
자료: Bloomberg, IBK투자증권

경제성장률 변동과 하반기 증시 관계 분석(중국)



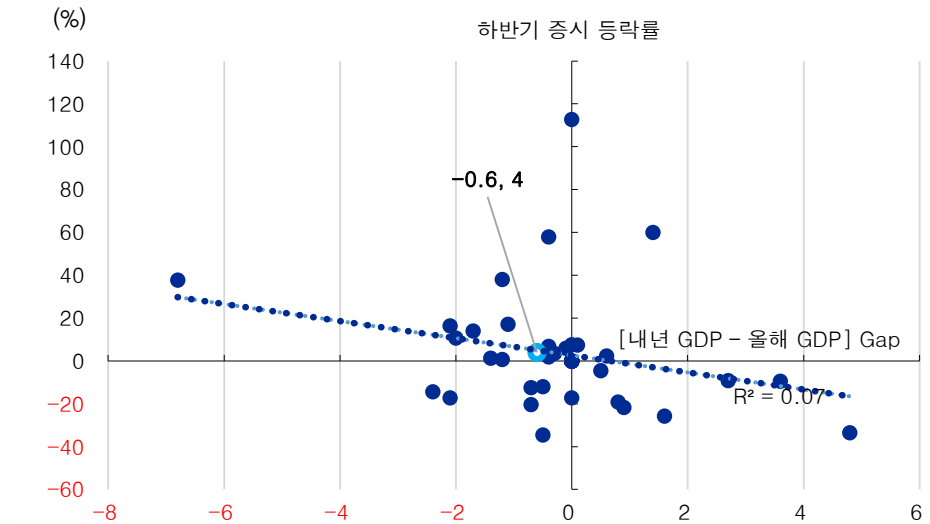
- 하반기 중국 증시 등락률은 올해 대비 내년 경제성장률의 변동과 뚜렷한 연관성을 보이지 않음
- 왜냐하면, 중국의 경제성장률은 상승 시기 보다 하락 시기가 더 많았기 때문임
- 즉, 올해 대비 내년 경제성장률과 증시 등락률의 상관성은 경제성장률이 하락할 경우에는 낮은 상관성을 보이기 때문
- 1980년도부터 분석한 결과, 내년도 경제성장률이 성장할 경우 하반기 중국 증시도 동반 상승할 확률은 30~40%로 낮음
- (1980년 이후: 33%, 9번 중 3번 동반 상승 / 2000년 이후: 43%, 7번 중 3번 동반 상승)
- 동반 상승 시 하반기 평균 상승률은 13.3%
- -0.6%p 개선의 추정에 대한 하반기 등락률 추정치는 대략 4%로 나타남

1980년 이후, 연도별 중국 실질 GDP 추이



사료: Bloomberg, IBK투자증권

GDP 변동 * 상해종합지수 하반기 등락률 산점도



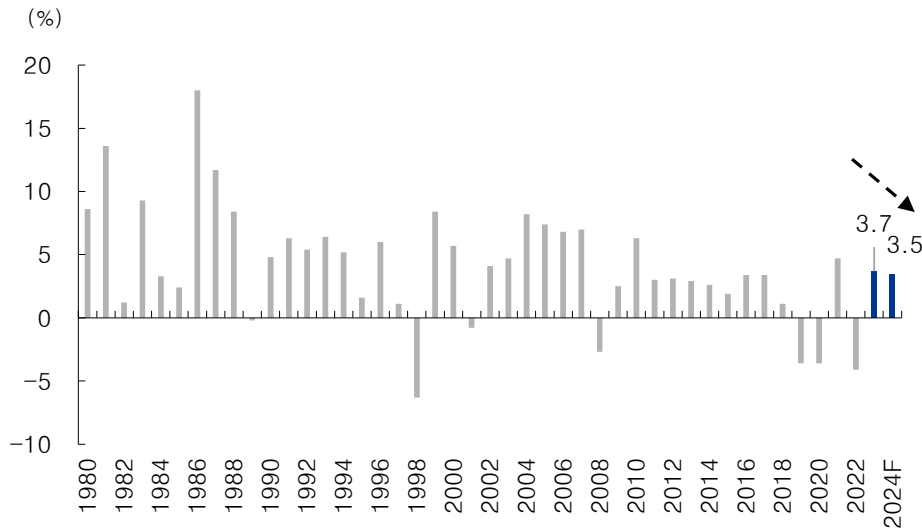
자료: Bloomberg, IBK투자증권

경제성장률 변동과 하반기 증시 관계 분석(홍콩)

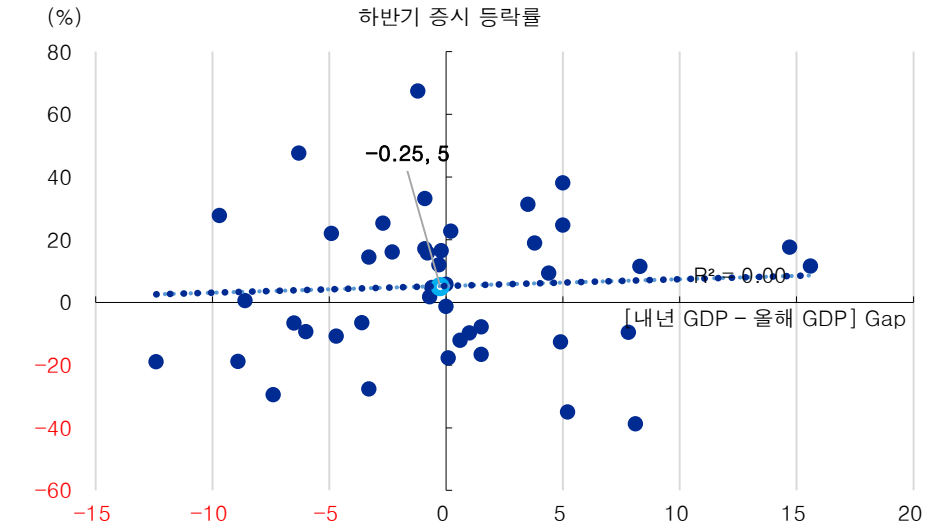


- 하반기 홍콩 증시 등락률은 올해 대비 내년 경제성장률의 변동과 뚜렷한 연관성을 보이지 않음
- 왜냐하면, 홍콩의 경제성장률 역시 상승 시기 보다 하락 시기가 더 많았기 때문임
- 즉, 올해 대비 내년 경제성장률과 증시 등락률의 상관성은 경제성장률이 하락할 경우에는 낮은 상관성을 보이기 때문
- 1980년도부터 분석한 결과, 내년도 경제성장률이 성장할 경우 하반기 중국 증시도 동반 상승할 확률은 대략 50%로 높지 않음
- (1980년 이후: 53%, 17번 중 9번 동반 상승 / 2000년 이후: 44%, 9번 중 4번 동반 상승)
- 동반 상승 시 하반기 평균 상승률은 20.7%
- -0.25%p 개선의 추정에 대한 하반기 등락률 추정치는 약 5%로 나타남

1980년 이후, 연도별 홍콩 실질 GDP 추이



GDP 변동 * 항생지수 하반기 등락률 산점도

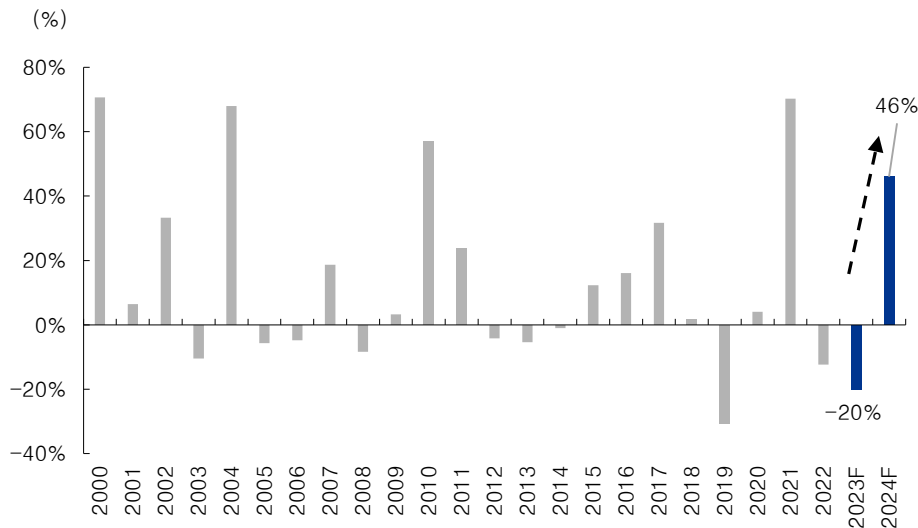


기업 실적 변동과 하반기 증시 관계 분석(한국)



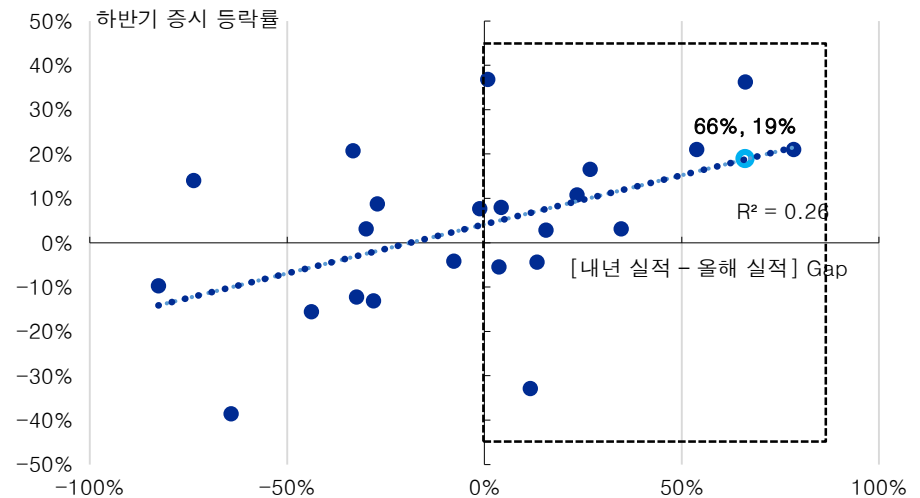
- 23년 KOSPI 영업이익은 반도체 불황 여파로 전년대비 -20%의 극심한 부진을 전망
- 이례적 실적 개선 후 2년 연속 급격한 실적 악화를 경험하는 상황으로 내년에는 기저효과 따른 개선 가능성 높다고 판단
- 내년 영업이익 증가율은 YoY +46%로 반도체 업황이 정상화 내지는 호조세로 전환하며 수출 개선이 가정되어 있는 것으로 추정
- 경험적으로 2년 연속 감소 이후 3년 차 이후 실적이 개선되는 양상을 보였다는 점에서 내년 회복 가능성은 높다고 판단
- 실적이 증가함에도 불구하고 하반기 증시가 부진했던 해는 2008년, 2014년, 2015년이 있었음
- 당시는 리먼 파산의 금융위기, 유럽 디플레이션 우려, 금융위기 후 첫 미국 금리 인상 우려 등이 반영됐던 하반기
- 현재 컨센서스 추정치 + 46%를 고려할 경우 하반기 KOSPI 추정 상승률은 약 20%로 매우 높게 나타남

2000년 이후, 연도별 한국 영업이익 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권
Forecast 수치는 예상치

영업이익 변동 * KOSPI 하반기 등락률 산점도



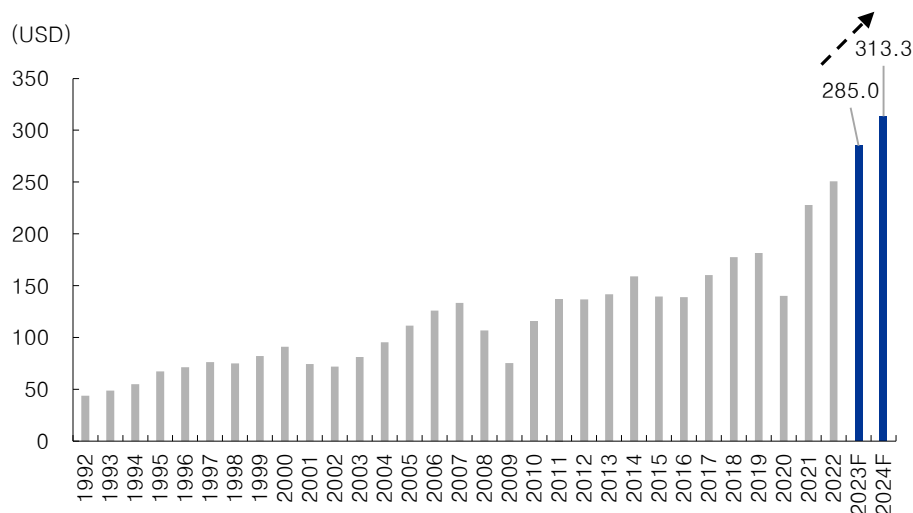
자료: Quantiwise, IBK투자증권

기업 실적 변동과 하반기 증시 관계 분석(미국:S&P500,주당 영업이익)



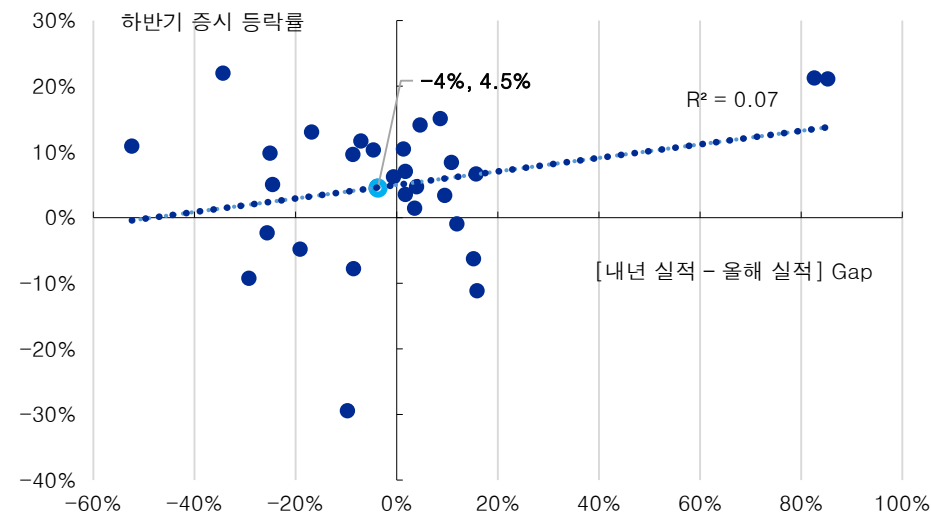
- 미국 역시 한국과 마찬가지로 내년 실적 기대(YoY 수치의 개선)를 하반기 증시에서 선 반영하는 모습을 보임
- 미국의 기업 실적은 경제 성장을 약화에도 불구하고 24년, 25년 개선 흐름 지속 전망
- 이는 미국이 경착륙 내지는 위기 등의 상황을 배제한 주기적 경기 둔화 내지는 연착륙 등을 베이스로 추정된 것에 기인
- 또한, 미국 기업 실적은 감소 후 회복하는 과정에서 4~5년 지속적으로 증가하는 경향성을 보여 왔음
- 향후 긴축 효과에 따른 미국의 경기 둔화를 고려할 때 실적 전망이 하향 조정되거나 실적이 예상에 못 미칠 가능성 존재
- 단, 코로나로 2020년 급격한 실적 감소 경험 후 과거와 같이 4~5년 회복 사이클이 지속될 가능성도 공존

1992년 이후, 연도별 미국 S&P500 주당 영업이익 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권
Forecast 수치는 Bloomberg 산정 예상치

주당 영업이익 변동 * S&P500 하반기 등락률 산점도



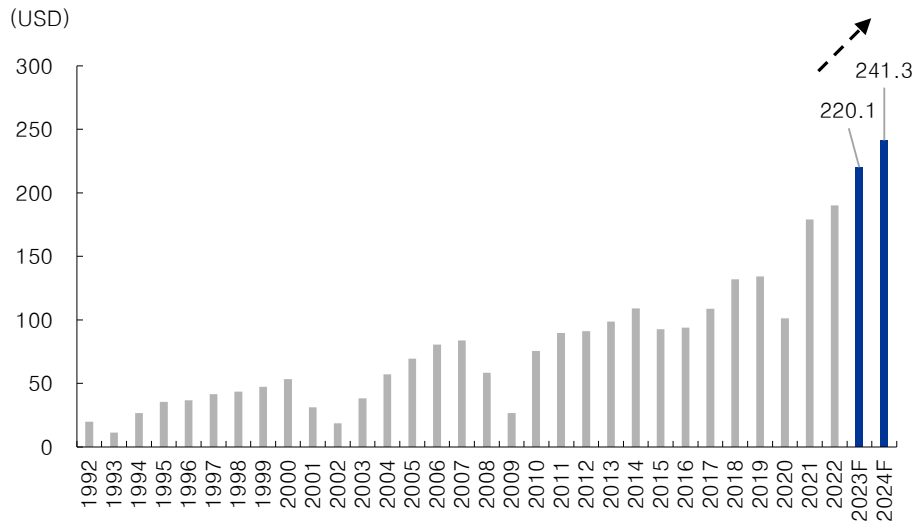
자료: Bloomberg, IBK투자증권

기업 실적 변동과 하반기 증시 관계 분석(미국:S&P500,주당 순이익)



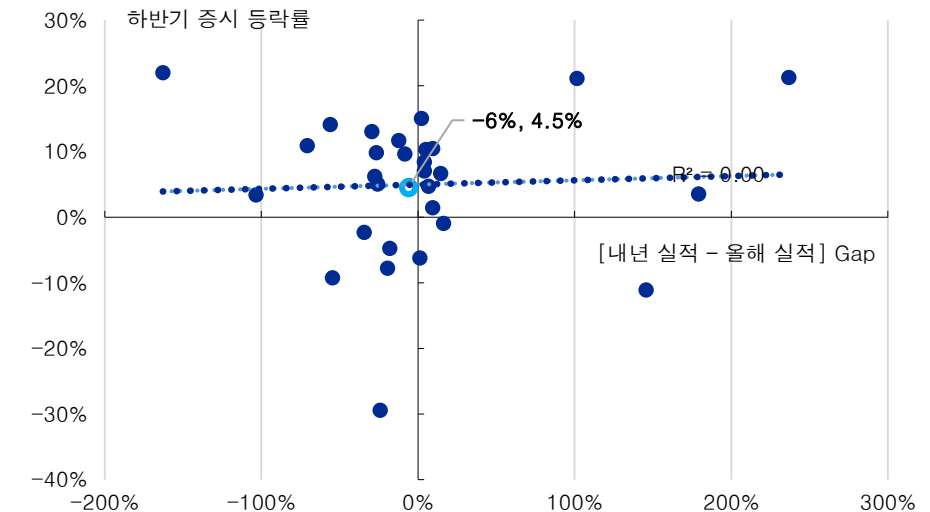
- 미국의 순이익 결과도 앞서 영업이익 결과와 같이 내년 실적 개선 (YoY 수치의 개선) 기대감이 하반기 증시에 긍정적인 영향을 준 바 있음
- 단, 순이익과 증시간 결정계수가 낮은 이유는 실적이 부진하더라도 증시가 상승하는 해가 많았기 때문

1992년 이후, 연도별 미국 S&P500 주당 순이익 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권
Forecast 수치는 Bloomberg 산정 예상치

주당 순이익 변동 * S&P500 하반기 등락률 산점도



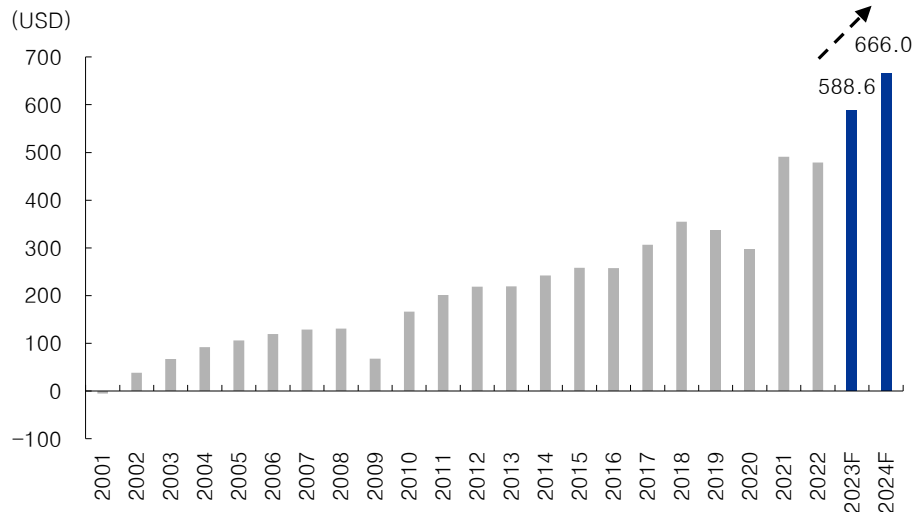
자료: Bloomberg, IBK투자증권

기업 실적 변동과 하반기 증시 관계 분석(미국:나스닥,주당 영업이익)



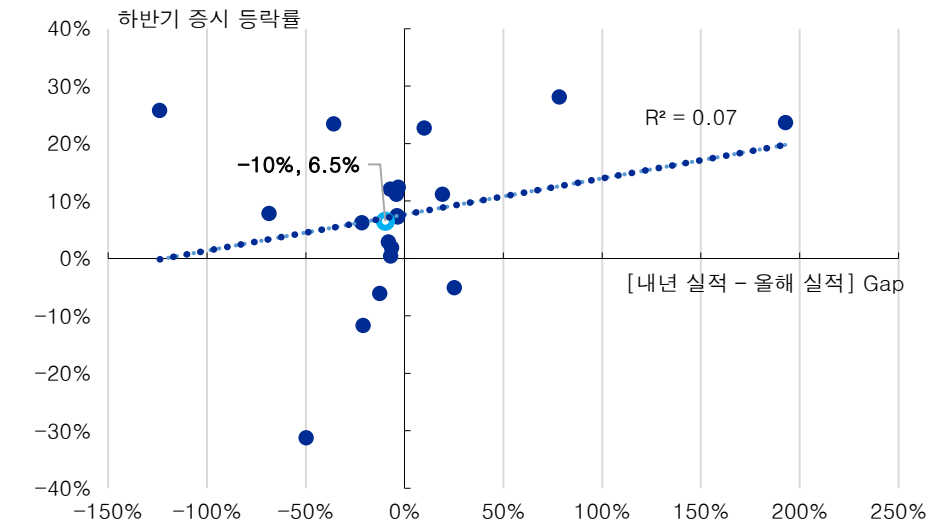
- 앞서 미국 S&P500 증시의 실적 개선 (YoY 수치의 개선) 과 하반기 증시 상승 연관성은 나스닥 시장에서도 재현됨
- 단, 내년 실적 개선과 하반기 증시 상승의 연동 횟수는 5차례로 사례가 많지는 않음

2001년 이후, 연도별 미국 나스닥 주당 영업이익 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권
Forecast 수치는 Bloomberg 산정 예상치

주당 영업이익 변동 * 나스닥 하반기 등락률 산점도



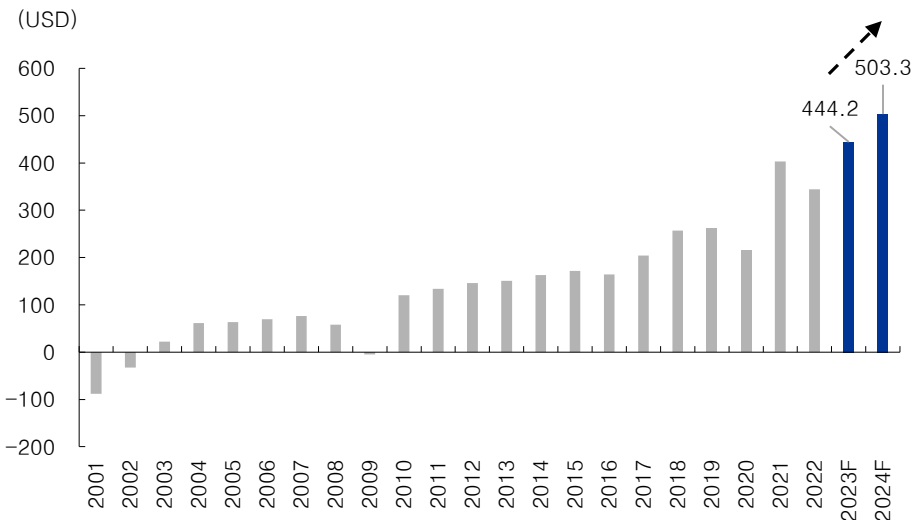
자료: Bloomberg, IBK투자증권

기업 실적 변동과 하반기 증시 관계 분석(미국:나스닥,주당 순이익)



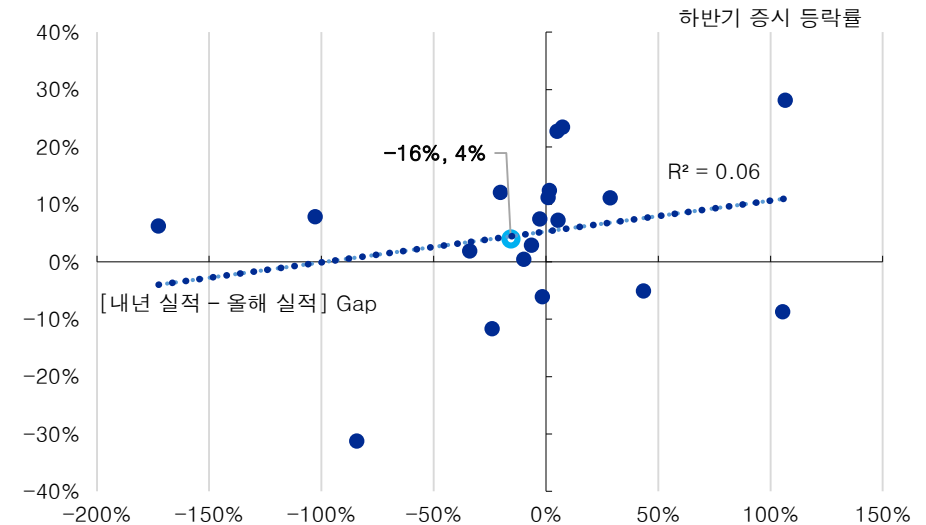
- 나스닥 시장 순이익의 결과도 유사한 상관성을 보임
- 전체적으로 미국 하반기 증시의 상승 연동성이 큰 것은 미국 증시가 장기적으로 우 상향하는 경향도 반영된 측면이 있음

2001년 이후, 연도별 미국 나스닥 주당 순이익 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권
Forecast 수치는 Bloomberg 산정 예상치

주당 순이익 변동 * S&P500 하반기 등락률 산점도



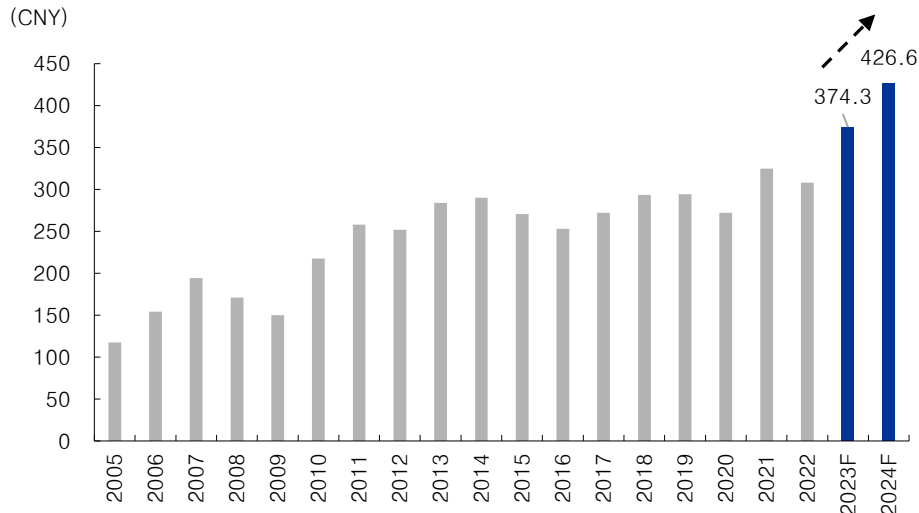
자료: Bloomberg, IBK투자증권

기업 실적 변동과 하반기 증시 관계 분석(중국:주당 영업이익)



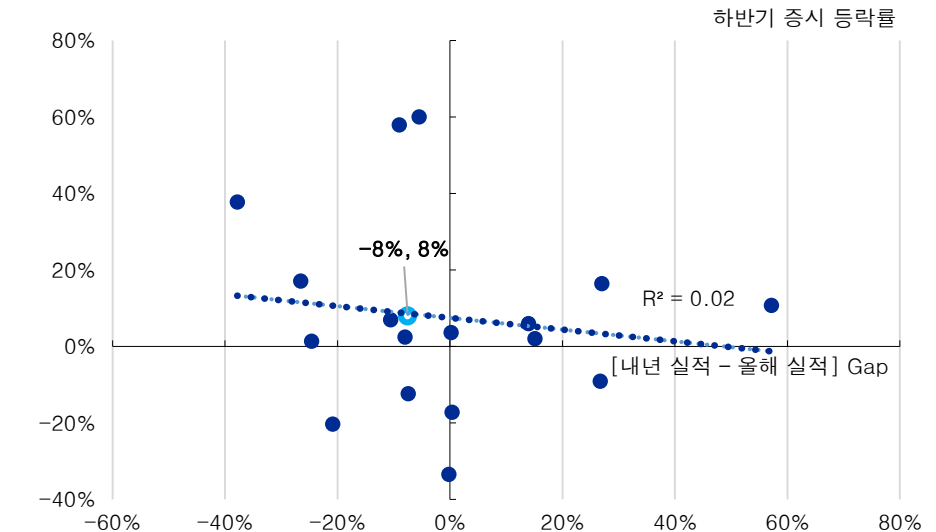
- 중국의 경우도 내년 실적 개선 기대 (YoY 수치의 개선) 가 하반기 증시에 긍정적으로 영향을 미친 것으로 판단
- 단, 사례가 많지 않고 실적 증가 기대감이 약했던 과거 빅사이클 국면에서 하반기 증시가 더 크게 상승한 경우도 꽤 있음

2005년 이후, 연도별 중국 상해종합지수 주당 영업이익 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권
Forecast 수치는 Bloomberg 산정 예상치

주당 영업이익 변동 * 상해종합지수 하반기 등락률 산점도



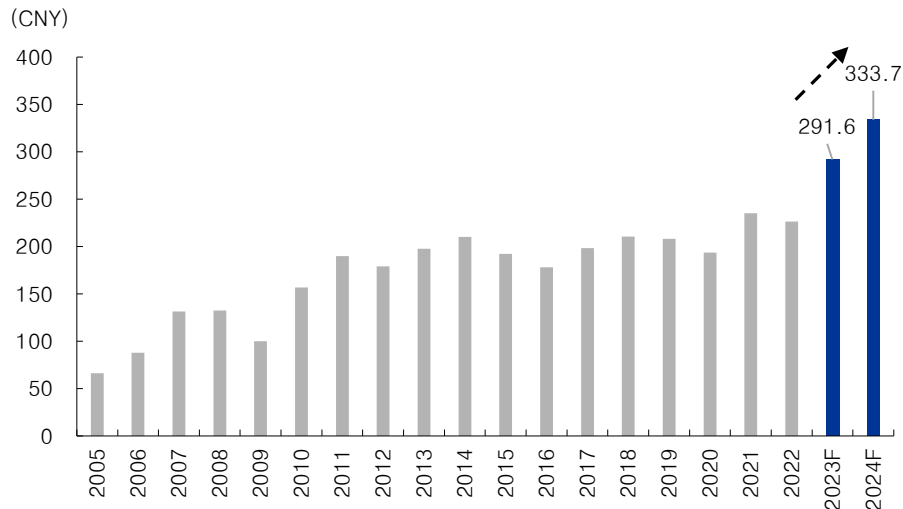
자료: Bloomberg, IBK투자증권

기업 실적 변동과 하반기 증시 관계 분석(중국:주당 순이익)



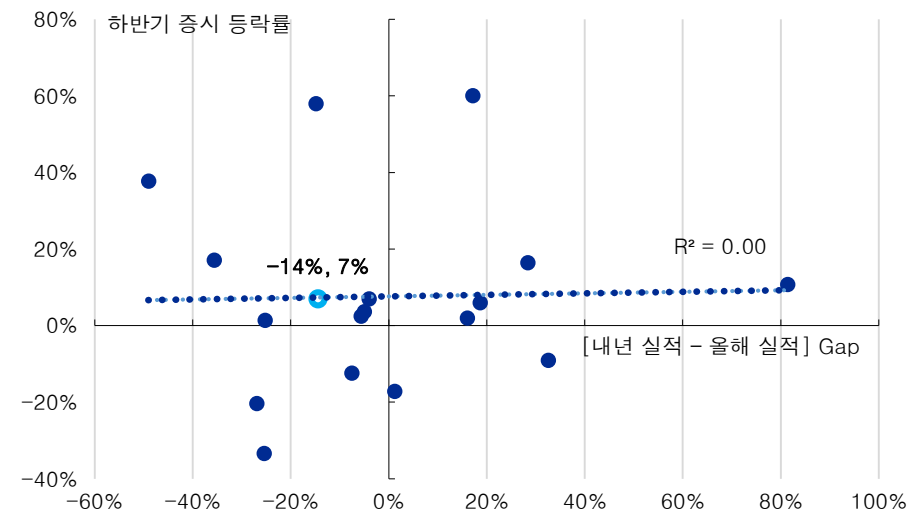
- 중국의 경우 순이익 결과도 영업이익과 유사한 결과를 나타냄
- 내년 실적이 뚜렷하게 개선 (YoY 수치의 개선) 될 때 하반기 증시가 상승하는 경향을 보임

2005년 이후, 연도별 중국 상해종합지수 주당 순이익 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권
Forecast 수치는 Bloomberg 산정 예상치

주당 순이익 변동 * 상해종합지수 하반기 등락률 산점도



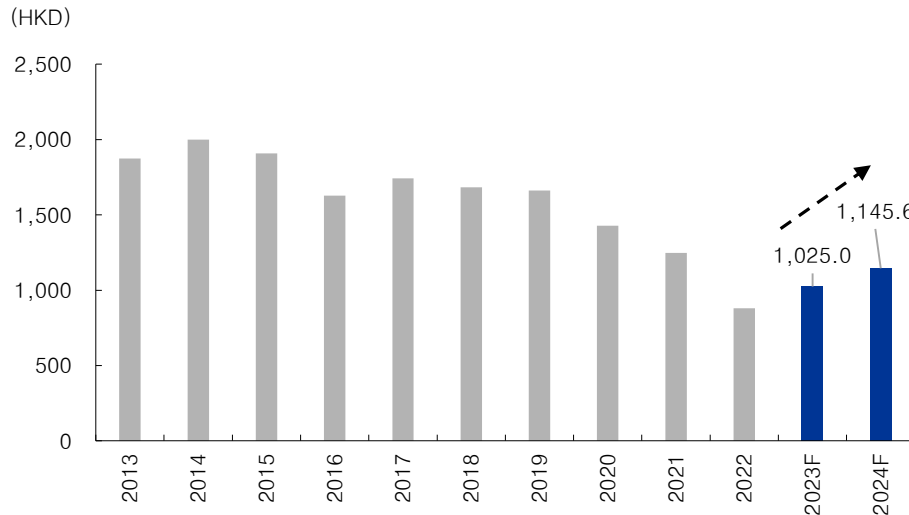
자료: Bloomberg, IBK투자증권

기업 실적 변동과 하반기 증시 관계 분석(홍콩:주당 영업이익)



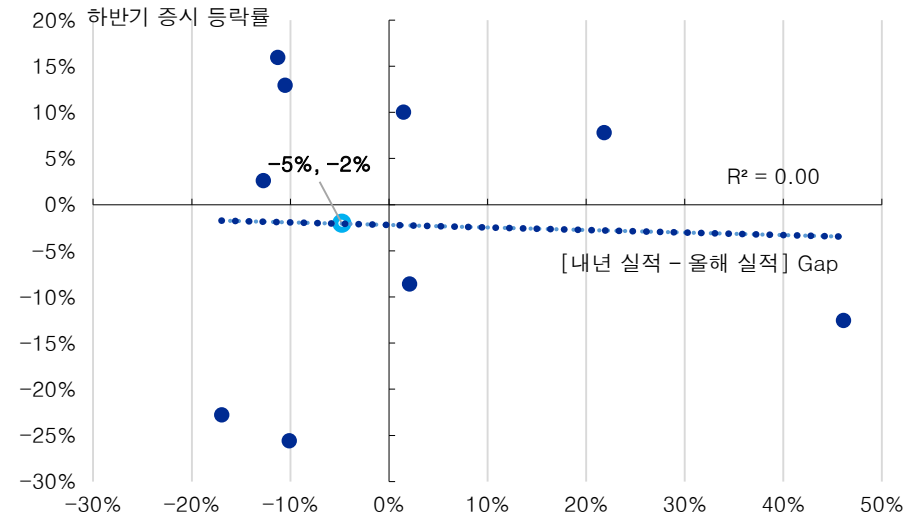
- 홍콩의 경우 영업이익 시계열 Data가 부족해 판단이 모호함
- 또한, 내년 실적 개선 기대감 (YoY 수치의 개선) 이 하반기 증시에 크게 반영되지 않은 모습
- 홍콩의 기업 실적이 장기적으로 악화되고 있다는 점도 영향을 주는 것으로 판단

2013년 이후, 연도별 홍콩 홍콩H지수 주당 영업이익 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권
Forecast 수치는 Bloomberg 산정 예상치

주당 영업이익 변동 * 홍콩H지수 하반기 등락률 산점도



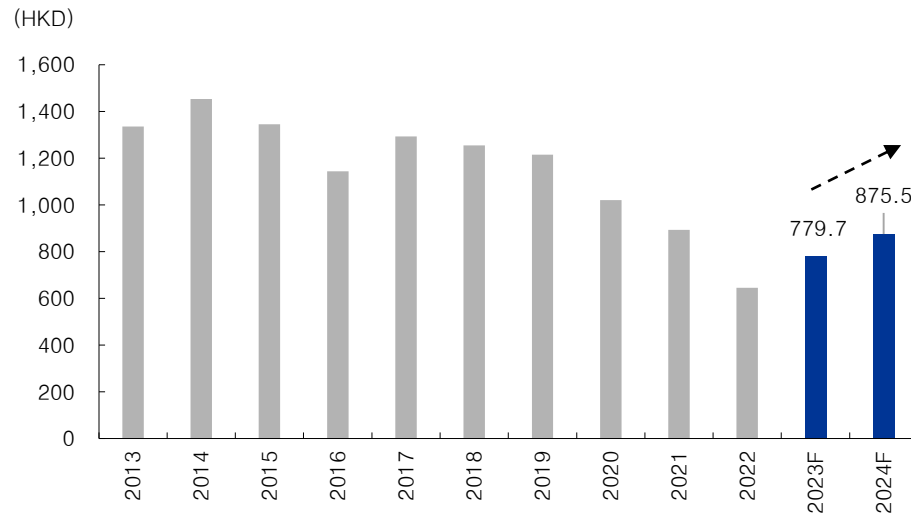
자료: Bloomberg, IBK투자증권

기업 실적 변동과 하반기 증시 관계 분석(홍콩:주당 순이익)



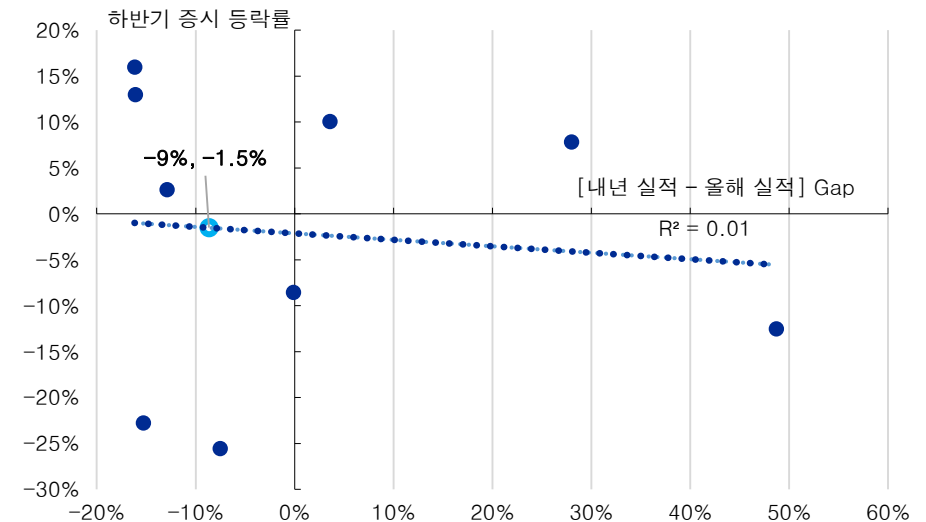
- 홍콩의 경우 순이익 결과도 판단이 모호함
- 내년 실적 개선 (YoY 수치의 개선)과 증시 상관성도 3번의 사례 밖에 없어 판단이 쉽지 않음

2013년 이후, 연도별 홍콩 홍콩H지수 주당 순이익 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권
Forecast 수치는 Bloomberg 산정 예상치

주당 순이익 변동 * 홍콩H지수 하반기 등락률 산점도



자료: Bloomberg, IBK투자증권

23년대비 24년 경기 및 실적 변동 추정에 대한 역사적 하반기 기대 수익률

- 앞서 언급된 내년 펀더멘탈 변동과 하반기 증시 등락률 간의 산점도에 반영되는 회귀 추정값을 현재 상황에 적용
- 아직 확정치가 아닌 추정치라는 한계가 있으나, 23년대비 24년 경기 및 실적 추정 변동에 대한 하반기 기대 수익률은,
⇒ 국내의 경우 Low Double Digit으로 나타나고, 해외의 경우 Middle Single Digit으로 나타남

구분		GDP 변동	하반기 수익률	GDP 컨센서스 변동	하반기 수익률	영업이익 변동	하반기 수익률
한국	KOSPI	1.0%	<u>11.0%</u>	1.0%	<u>5.0%</u>	66.1%	<u>19.0%</u>

구분		GDP 변동	하반기 수익률	영업이익 변동	하반기 수익률	순이익 변동	하반기 수익률
미국	S&P500	-0.3%	3.0%	-3.7%	4.5%	-6.1%	4.5%
	나스닥	-0.3%	3.5%	-9.7%	6.5%	-15.6%	4.0%
중국	상해종합지수	-0.6%	4.0%	-7.5%	8.0%	-14.4%	7.0%
일본	항생지수	-0.3%	5.0%	-4.8%	-2.0%	-8.6%	-1.5%

자료: Quantwise, Bloomberg, IBK투자증권

주1: GDP 변동이란 [24년 성장률 추정치 - 23년 성장률 추정치], 영업이익 변동이란 [24년 영업이익 YoY 증가율 추정치 - 23년 영업이익 YoY 증가율 추정치],

순이익 변동이란 [24년 순이익 YoY 증가율 추정치 - 23년 순이익 YoY 증가율 추정치]

주2: GDP 값은 1980년 이후 DATA를 활용하여 분석, GDP 컨센서스 값은 2009년 이후 DATA를 활용하여 분석

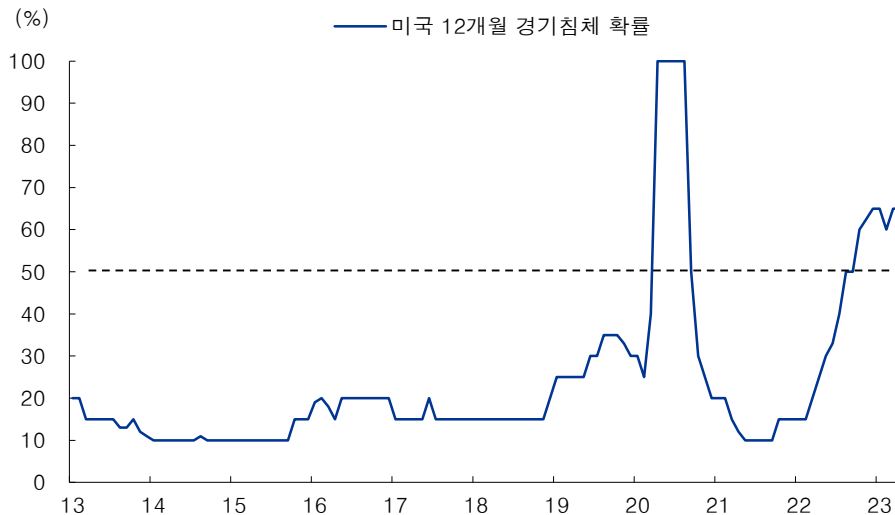
3. 침체와 위기 반영 가능성 점검

선진국 경기 침체 확률, 이미 작년 50% 상회 경험



- 연말 연초 침체가 예상되고 있으나, 증시가 받는 부정적인 영향은 크지 않을 전망
- 왜냐 하면, 이미 작년에 미국과 유럽의 경기침체확률이 금융시장에서 50% 이상 Pricing됐기 때문
- 연준이 이미 연말의 미국의 침체 가능성을 공식적으로 언급하고 있다는 점은 금융시장이 상당 부분 반영했을 가능성을 시사
- 보통 경기 침체 확률이 30~50%일 때에 주가 하락률이 극대화되는 경향이 있는데, 이는 침체에 대한 불확실성이 가장 커지는 시기이기 때문
- 침체 확률이 50%를 넘은 시점에서는 침체의 운과, 성격 등의 차츰 해석되면서 불확실성이 점차 해소되며 주가에 미치는 부정적 영향이 낮아짐
- 오히려 경기 침체 확률이 50%를 넘어선 경우에는 증시가 바닥을 통과하고 상승 기조를 보여왔다는 점에 주목할 필요가 있음
- 결론적으로 하반기 침체 우려는 작년부터 반영되어 온 예견된 악재로 부정적 영향은 제한적이라 판단
- 침체 이슈로 증시가 하락할 경우 오히려 저가 매수 기회로 활용할 필요가 있음

미국 경기침체확률 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

유럽 경기침체확률 추이

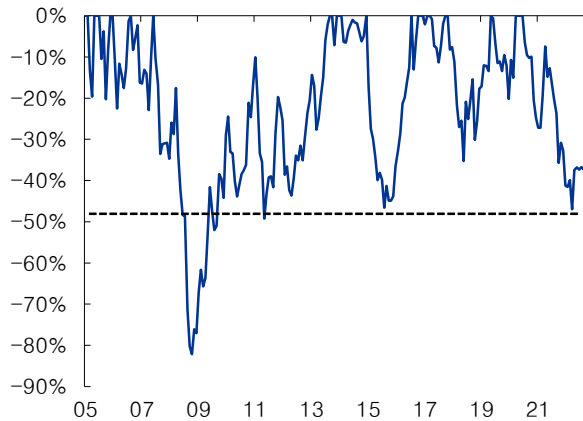


자료: Bloomberg, IBK투자증권

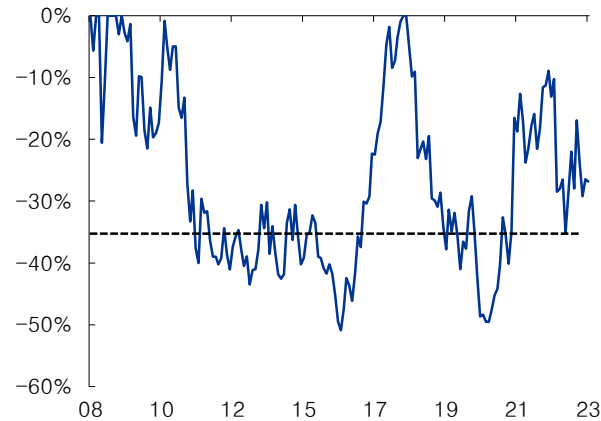
주가에 반영된 침체 선 반영: 한국 대표 기업들의 주가 고점대비 하락률



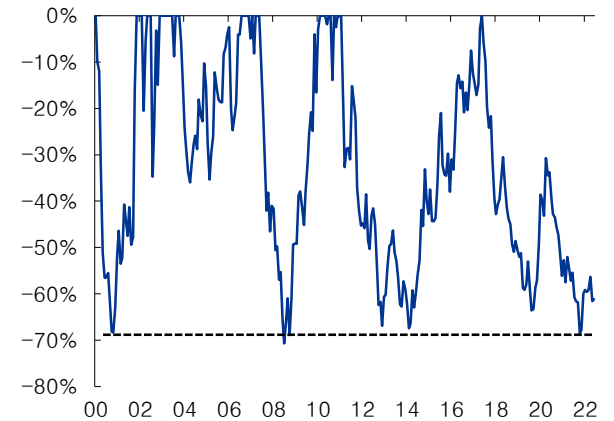
SK하이닉스 고점대비 최대 주가 하락률 추이



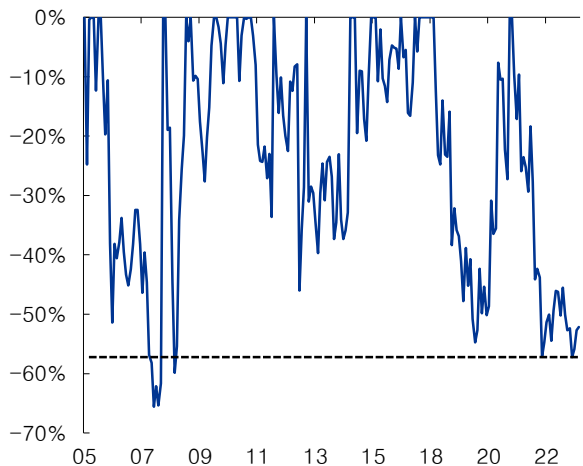
KB금융지주 고점대비 최대 주가 하락률 추이



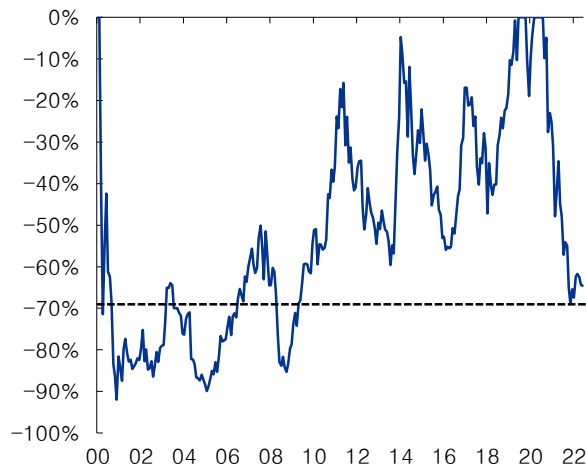
롯데케미칼 고점대비 최대 주가 하락률 추이



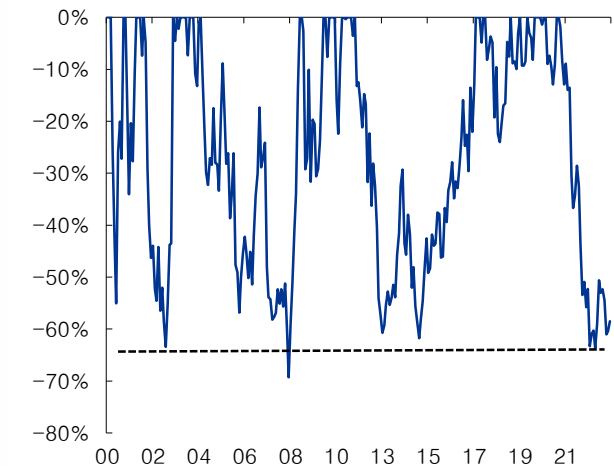
셀트리온 고점대비 최대 주가 하락률 추이



카카오 고점대비 최대 주가 하락률 추이



엔씨소프트 고점대비 최대 주가 하락률 추이

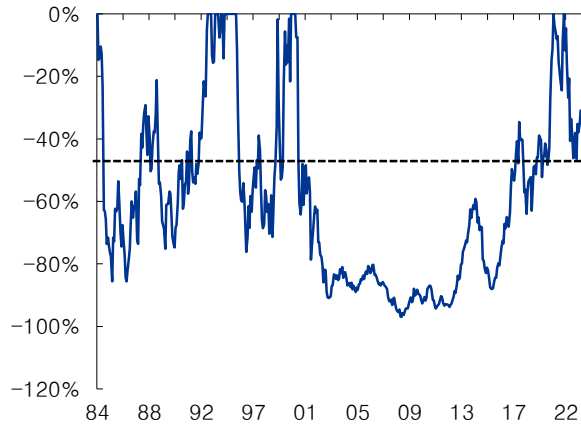


자료: Quantiwise, IBK투자증권
주: 월 종가 기준

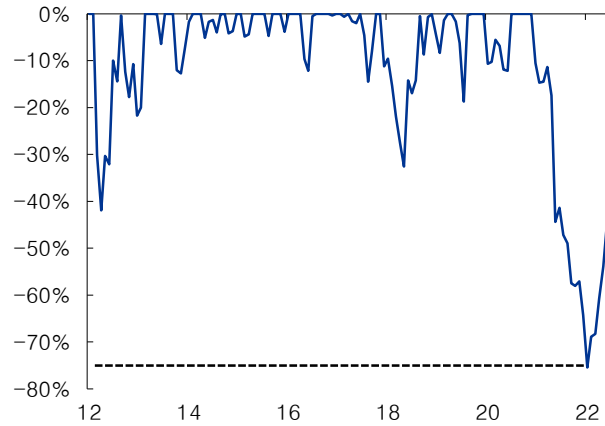
주가에 반영된 침체 선 반영: 미국 대표 기업들의 주가 고점대비 하락률



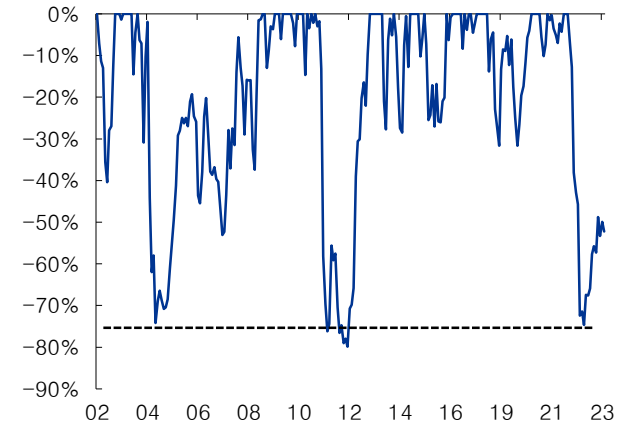
마이크론 고점대비 최대 주가 하락률 추이



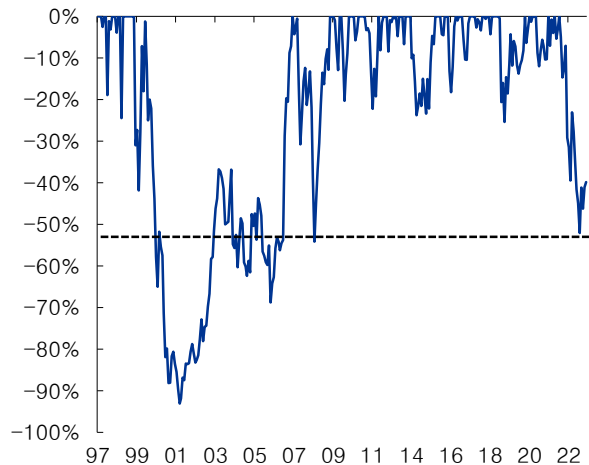
메타 고점대비 최대 주가 하락률 추이



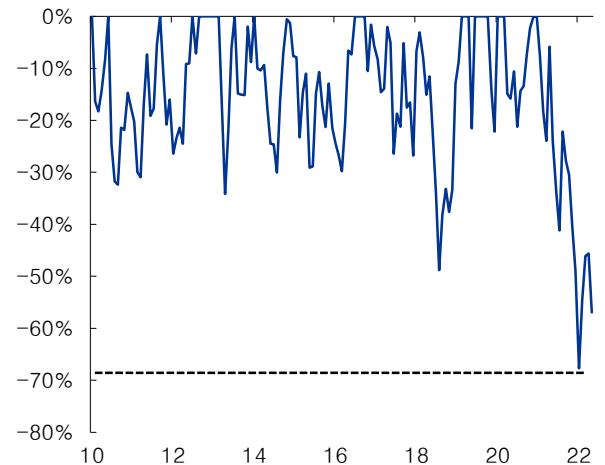
넷플릭스 고점대비 최대 주가 하락률 추이



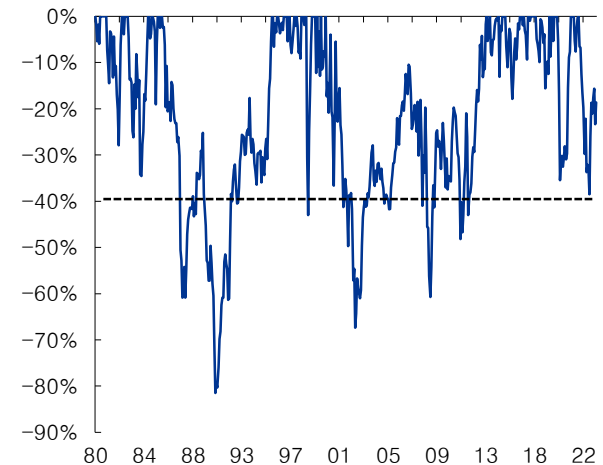
아마존 고점대비 최대 주가 하락률 추이



테슬라 고점대비 최대 주가 하락률 추이



JP모건체이스 고점대비 최대 주가 하락률 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

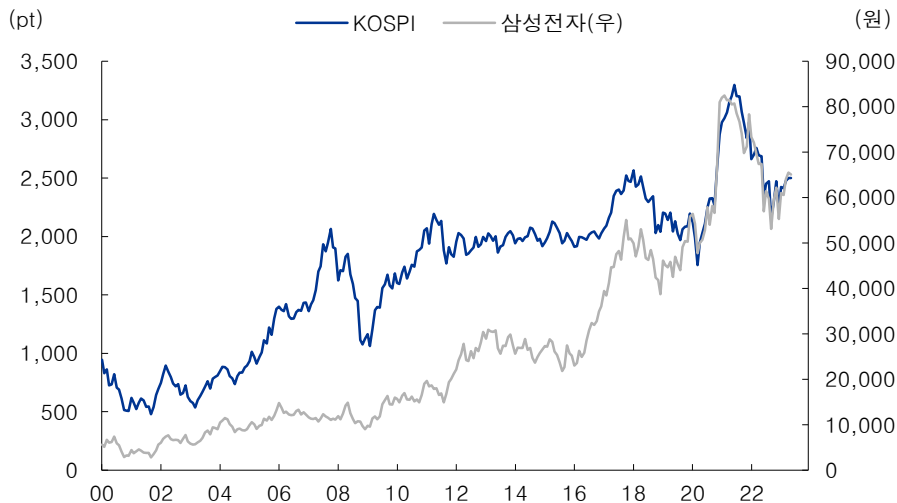
주: 월 종가 기준

삼성전자가 침체 리스크를 상당 부분 선 반영했다면?



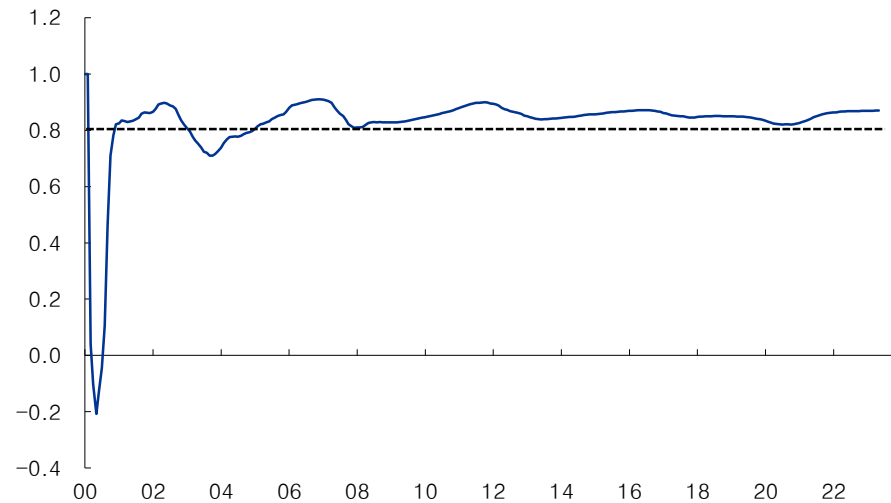
- KOSPI와 유사한 궤적을 보이는 삼성전자 주가가 과도하게 하락한 이후, 반등을 모색하고 있음을 주시할 필요
- 2000년 이후 KOSPI와 삼성전자 주가 간의 상관계수는 0.87로 매우 높고, 높은 상관성이 장기적으로 유지되고 있음
- 이는 시장 전망에 있어 삼성전자 주가가 매우 중요함을 암시해 주는 부분
- 글로벌 고강도 긴축, 코로나 특수 역효과, 중국 제로 코로나 정책 등으로 최근 2년간 극심한 주가 부진을 경험
- 단, 삼성전자 주가는 장기 우 상향 추세에 있으며 악재를 반영 후 과거와 같이 60개월 이동평균선 부근에서 바닥을 통과하는 양상

2000년 이후 삼성전자와 KOSPI 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 월 종가 기준

2000년 이후 삼성전자와 KOSPI의 누적 상관계수 추이



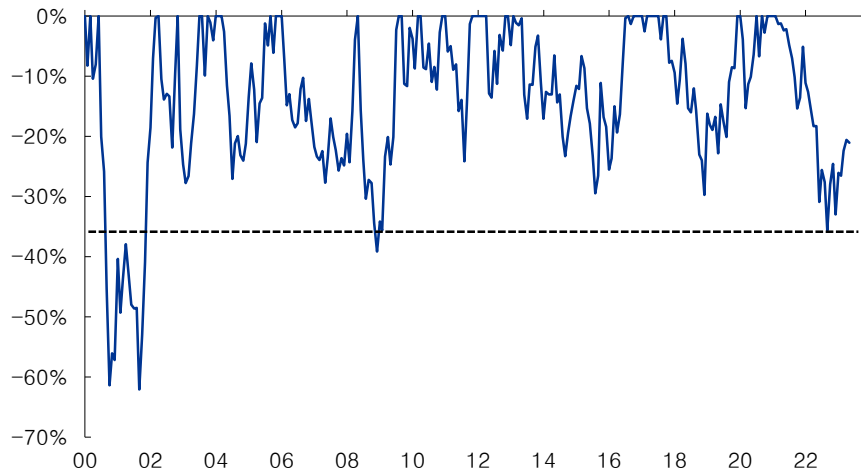
자료: Bloomberg, IBK투자증권

삼성전자 낙폭이 제한적이라면, KOSPI 낙폭 역시 제한적일 전망



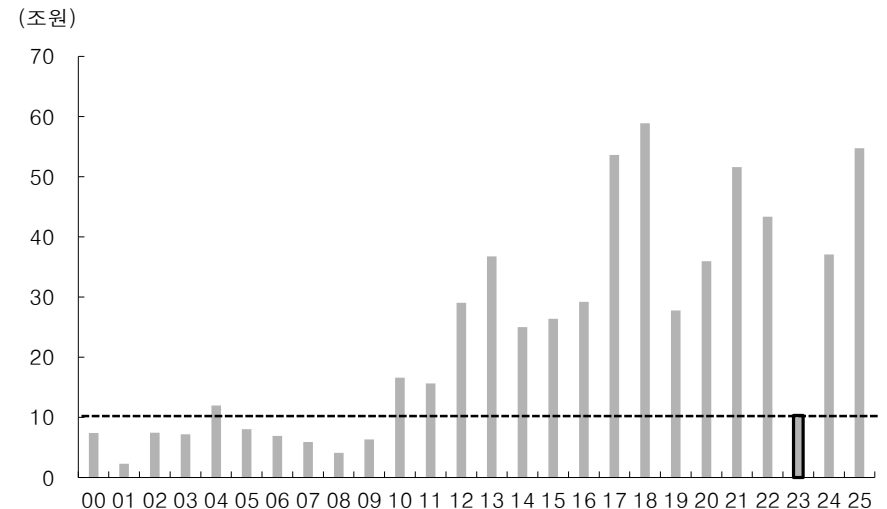
- 삼성전자가 역대급 반도체 불황을 맞으며 주가가 작년 가을 고점대비 최대 하락률 36%(월 종가 기준)까지 하락 후 반등
- 이는 2000년 이후 금융위기 당시 최저 하락률에 버금가는 수치로 14년 만에 처음 발생한 하락 폭
- 이번 사이클이 IT 버블 붕괴 당시만큼 밸류에이션이 고 평가된 것은 아니기 때문에 IT 버블 붕괴 당시와 비교하는 것은 모호함
- 결국 IT 버블 붕괴 이후 20년 내 최저 하락 폭을 기록했다는 점은 현재의 불황을 상당 부분 선 반영 했을 가능성을 시사
- 실적 측면에서도 올해 삼성전자 영업이익은 10조 수준으로 금융위기 이후 최저 실적의 해가 될 전망
- 하지만, 메모리 반도체 회사들의 동시 감산으로 인해 공급 과잉 우려가 점차 축소되며 실적 악화는 점진적으로 개선될 전망
- 특히, 내년 수출이 반등하고 가격 반등이 나타날 경우 P와 Q가 동시에 회복될 가능성이 있고 AI 및 전장 관련 산업에서 수요가 확대될 수 있음

2000년 이후 삼성전자 고점대비 최대 주가 하락률 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 월 종가 기준

2000년 이후 삼성전자 영업이익 추이 및 전망



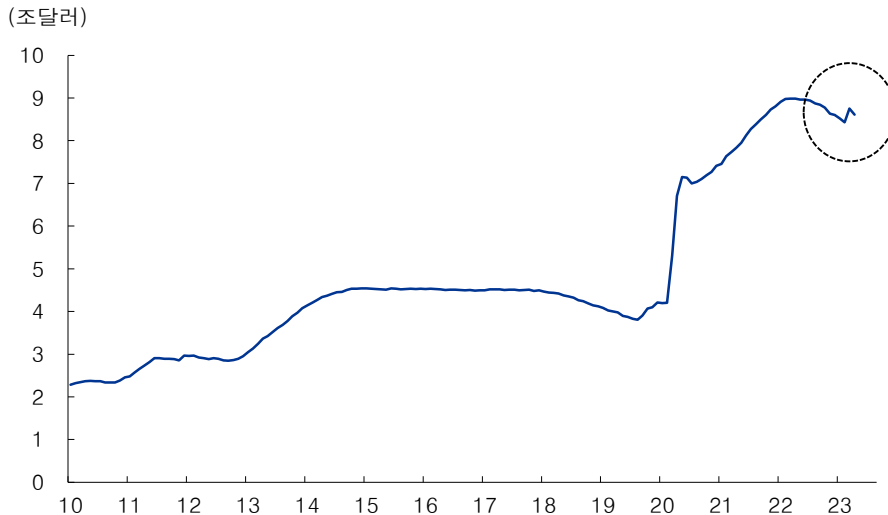
자료: Quantilise, IBK투자증권
주: 23, 24, 25년은 컨센서스 추정치

정부의 선제적 정책 대응 주목, 시스템 리스크 부각 가능성 제한적



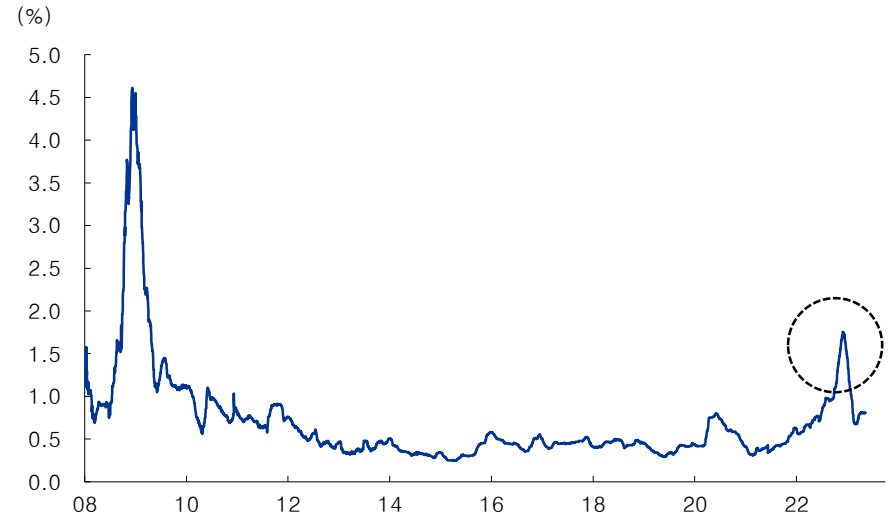
- 문제는 침체를 넘어 경착륙, 신용 경색, 위기 확산 등 시스템 리스크의 부각 여부인데, 정부의 선제적 정책 대응으로 그럴 가능성 낮다고 판단됨
- 지난 3월 SVB 파산으로 인해, 연준의 선제적 예금 보증과 특별 대출 프로그램 확대 등으로 위기 확산이 방지된 바 있음
- 연준 자산은 QT로 감소하고 있었으나, 급하게 편성된 은행 대출 프로그램 일시적 증가를 경험
- 연준의 유연하고 선제적인 정책 대응을 통해, 중소형 은행의 추가 파산 및뱅크런 등이 일단락되며 위기 확산이 방지된 바 있음
- 우리나라의 경우 작년 가을 레고랜드 사태가 터지며 채권 및 크레딧 시장이 단기 경색되는 과정을 경험
- 단, 정부가 채권시장 안정화 펀드 50조원 조성하고 추가 알파 대응 카드를 통해 자금 경색 우려를 빠르게 안정시킨 바 있음
- 향후 예상되는 침체 국면 역시 한미 정부가 이미 인지하고 있어 정책 대응 의지가 높아 시스템 리스크 부각 가능성은 낮다고 판단

연준 대차대조표 총 자산 추이: 미국 SVB 파산 사태 대응 사례



자료: Bloomberg, IBK투자증권

우리나라 신용스프레드 추이: 한국 레고랜드 사태 대응 사례



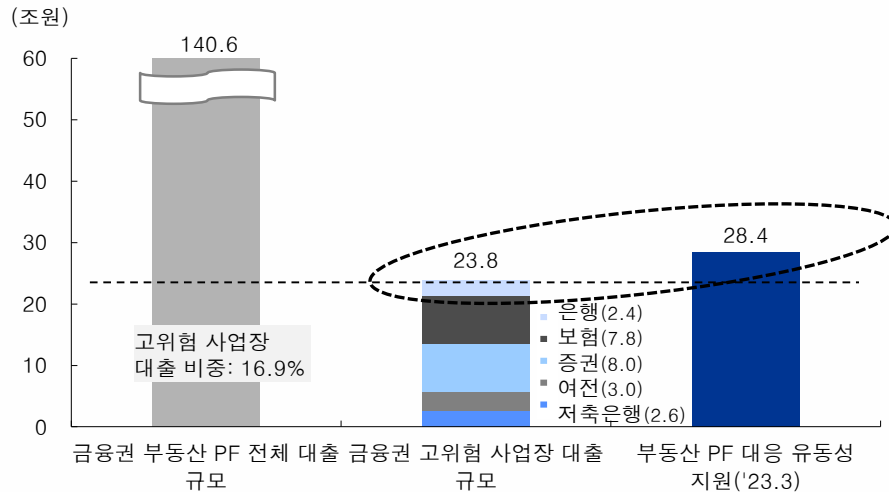
자료: Bloomberg, IBK투자증권

부동산 PF 리스크와 미 상업용 부동산 이슈



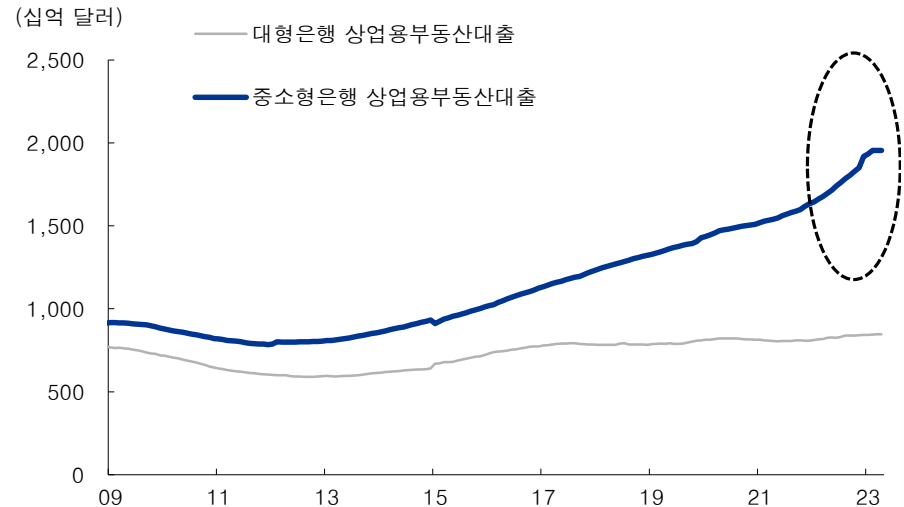
- 브릿지론 등 고위험 사업장 대출 중심의 PF 익스포저가 크다는 것은 단기간 내 금융기관의 자산건전성 저하 가능성이 높다는 것을 의미
- 그럼에도 최근 국내 PF 대출 건전성이 과거 대비 양호한 수준 유지하고 있으며 시스템 리스크로 전이될 가능성은 제한적일 것으로 판단
- 23년 3월 초 정부는 부동산 PF 리스크 파급 억제 위한 정책금융 공급 규모를 연내 28.4조 원(22년말 잔액+5조원)까지 확대
- 이는 22년 3분기 기준 금융권 고위험 사업장 대출 자금 규모인 23.8조 원을 상회하는 수준으로 리스크 상쇄 기대
- 정부는 과거 경험(11~13년 저축은행 PF 부실 사태)을 바탕으로 리스크 관리를 위한 적극적인 의지를 피력
- 미국 상업용 부동산 대출의 경우 중소형 은행의 비중이 압도적으로 높아(70%) 중소형 은행의 추가 파산 가능성과뱅크론 우려 잔존 상황
- 단, 미국에서 중소형은행의 비중이 현저히 적고, 정부의 선제적 인식과 대응 의지가 높아 시스템 리스크 확대 가능성은 제한적

금융권 PF 대출 관련 고위험 사업장 규모와 정부 유동성 지원책(3Q22)



주: 고위험 사업장은 본PF 대출을 받은 사업장 중 공정률이 60% 이상이면서 분양률이 50% 이하이거나 브리지론을 받은 사업장 중 위험 지역에 있는 곳을 의미
 자료: 한국은행, 한국신용평가, 금융위원회, 언론보도 참조, IBK투자증권

미국 은행별 상업용 부동산 대출 추이



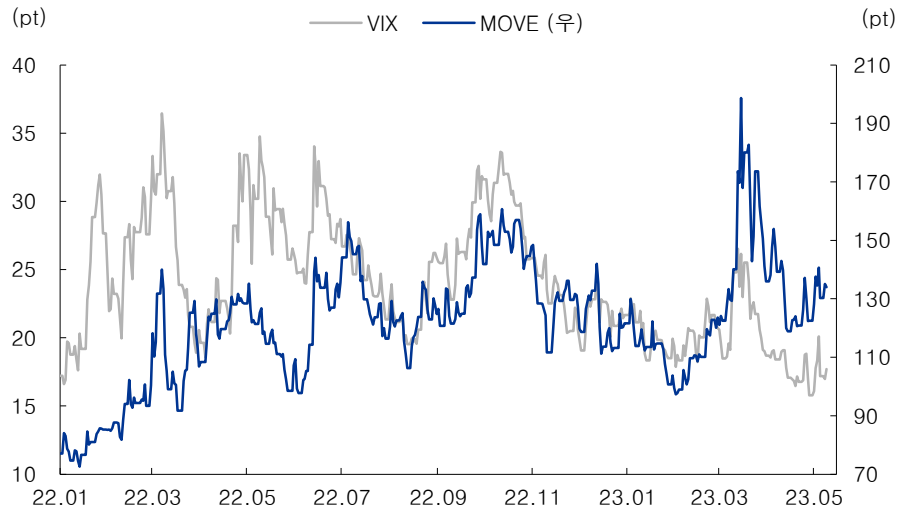
자료: Bloomberg, IBK투자증권

SVB 파산은 이미 준 위기를 경험했을 가능성을 암시



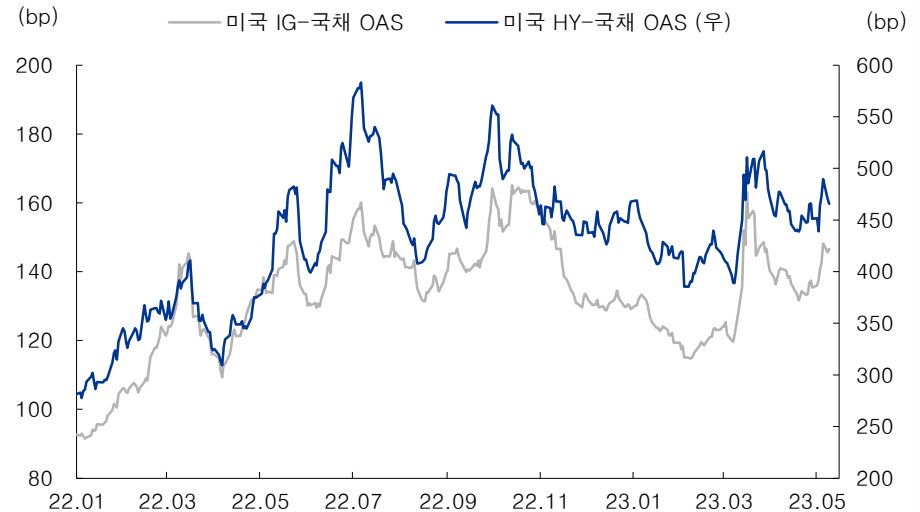
- 미국 SVB 파산 사태와 유럽 CS 인수합병 등으로 글로벌 은행주가 단기 폭락했다는 점은 이미 준 위기를 경험했던 것으로 간주할 수 있음
- SVB 파산 이후, VIX 및 MOVE 등 시장 변동성 지표들은 다소 하향 안정화된 상황
- VIX의 경우 오히려 연초 수준을 하회하면서 미 증시의 변동성이 크게 낮아졌음을 보여 줌
- 미국 신용 스프레드의 경우 SVB 사태로 단기 급등 후 빠르게 안정화 되었다가 최근 다시 반등하는 모습
- 주식 및 채권 등 금융 시장의 변동성은 현저히 줄어들었으나, 크레딧 시장의 위험은 여전히 경계감을 나타내는 상황

VIX 및 MOVE 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 2023.05.09 기준 데이터

미국 회사채 - 국채 편차 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권
주1: 2023.05.09 기준 데이터
주2: OAS 데이터는 1거래일 래깅(Lagging)

3월 이후, 미 주요 은행 월별 주가 하락률 TOP 10



- 3월 이후 금융 시장에서 부실 우려가 제기됐던 미국 은행들의 주가 하락 위험은 지속
- 특히, 무보험 예금 비중이 50% 이상인 종목들의 주가 하락 폭이 컸으나,뱅크런이 소강상태를 보이며 지속적인 하락 흐름은 제한된 상황
- 3,4,5월 지속적으로 급락하는 미 중소형은행이 부재한 상황으로 당장 추가 은행 파산 이슈가 부각될 가능성은 낮아 보임
- 단, 전반적인 미 은행 상황이 소강 상태에 진입한 것이지, 위험이 해소되거나 완화되고 있는 긍정적 상황은 아닌 것으로 판단
- 따라서, 미 은행발 위험은 부동산 시장 악화 등으로 인해 시장에 지속적으로 경계 요인이 될 전망

미국 은행 월별 등락률 하위 10위

3월		4월		5월	
시그니처 은행/뉴욕	-100%	WTB 파이낸셜	-100%	Hills BanCorp	-42%
팩웨스트 뱅코프	-65%	시그니처 은행/뉴욕	-49%	파크 내셔널	-40%
웨스턴 얼라이언스 뱅코프	-52%	이글 뱅코프	-25%	퍼스트 커먼웰스 파이낸셜	-27%
자이온스 뱅코프	-41%	인디펜던트 뱅크 그룹	-22%	트러스트코 은행	-27%
커스터머스 뱅코프	-40%	글레이셔 뱅코프	-21%	다임 커뮤니티 뱅크셰어스	-26%
코메리카	-38%	케임브리지 뱅코프	-20%	에버코어	-26%
UMB 파이낸셜	-36%	프리미어 파이낸셜	-20%	하트랜드 파이낸셜 USA	-25%
뱅크유나이티드	-36%	레이크랜드 파이낸셜	-19%	CrossFirst Bankshares Inc	-23%
찰스 슈왑	-33%	워싱턴 트러스트 뱅코프	-19%	버크셔 힐스 뱅코프	-22%
키코프	-32%	애틀랜틱 유니온 뱅크셰어스	-18%	커넥트원 뱅코프	-20%

자료: Bloomberg, IBK투자증권

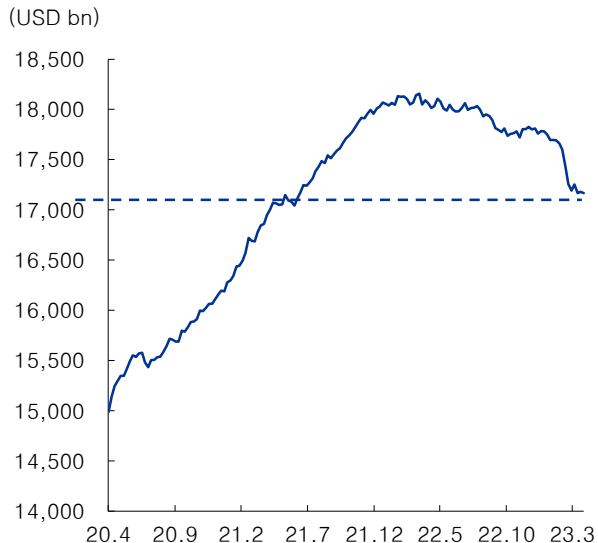
주: 5월 등락률은 2023.04.28 종가 대비 2023.05.10 종가 등락률

미국 은행 뱅크런 사태는 소강 상태



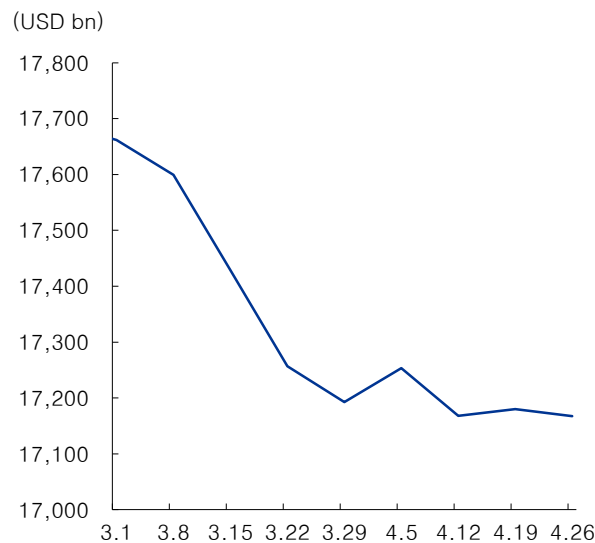
- 지난 4월 26일 주의 미국 상업은행 예금 잔액은 17조1,000억 달러로 전주 대비 약 1,200억 달러 감소
- 4월초에 예금 유출 속도 안정화 되었다가 다시 가속화되면서, SVB 파산하기 전 주인 3월 8일 주 대비하여 약 5,000억 달러 감소하였음
- 다만, 4월 후반은 통상 세금 신고 시기 막바지이므로 예금 인출이 많은 경향이 있으므로 이러한 점 감안할 필요 있음
- 또한 급격하게 예금 유출이 있는 이후 예금 유출 속도는 점점 하락하고 있음을 확인 가능
- 대형 은행 뿐만 아니라 중소형 은행 예금 유출 속도도 최근 둔화되는 양상 보임
- SVB와 시그니처 뱅크, CS은행, 퍼스트리퍼블릭 은행까지 4번의 파산 직후 정부 지원 및 대형 은행의 인수 소식이 신속하게 전해지며 위기를 진압
- 앞으로 신용경색, 은행 추가 파산 등의 이슈 잔존하나 이는 예견된 악재이므로 대응 가능

코로나 이후, 미국 상업은행 예금 잔액 추이



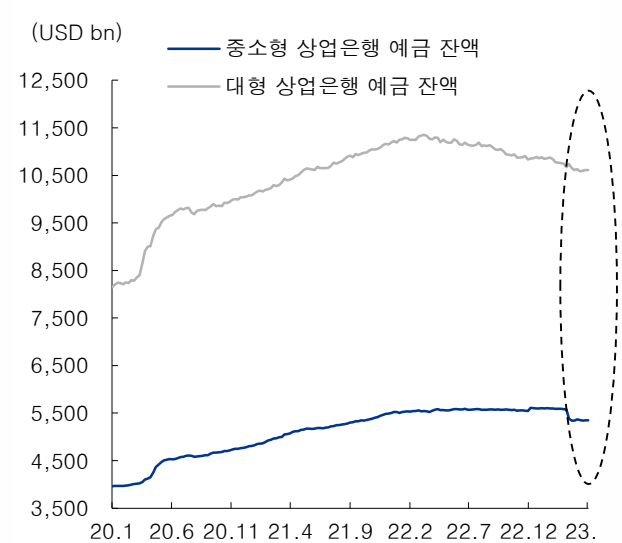
자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 주간 데이터, 계절조정

SVB사태 이후, 미국 상업은행 예금 잔액 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 주간 데이터, 계절조정

미국 대형 · 중소형 상업은행 예금 잔액 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 주간 데이터, 계절 조정

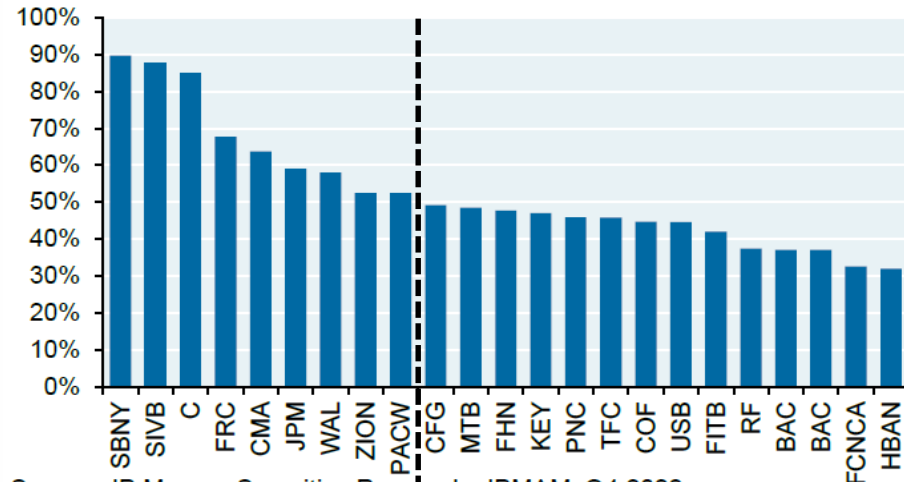
무보험 예금 비중 높은 美 은행들 주시할 필요



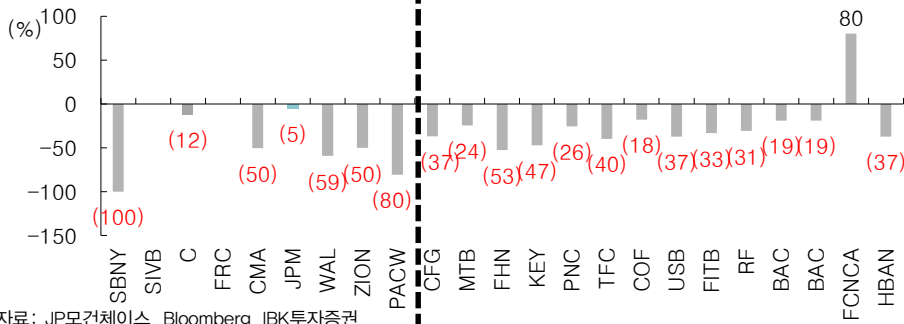
- 이번 미국 은행 파산 사태에서 주시할 점은 무보험 예금 비중이 50%를 상회하는 위험 요인을 가진 은행들에서 주가 하락이 컸다는 점
- 이미 파산한 은행들을 제외하고 6개의 50% 상회 은행들을 계속해서 Tracking 할 필요성 높음

美 은행별 무보험 예금 비중과 주가 등락률 추이

Uninsured share of customer deposits
Percent above FDIC guarantee threshold



Source: JP Morgan Securities Research, JPMAM. Q4 2022.



자료: JP모건체이스, Bloomberg, IBK투자증권
주: 주가 등락률은 3/6~5/15 기준

날짜	이슈
4월 22일	무디스 11개 지역은행(US뱅크프, 자이온스, 웨스턴 얼라이언스, 퍼스트리퍼블릭 등) 무더기 강등
5월 1일	FRC 1분기 예금 40%인출 소식 이후 FDIC가 FRC를 압류했고 JP모건에서 퍼스트리퍼블릭 은행 자산 및 예금 대부분 매입 결정. 캐나다 2위 은행인 토론토도미니언 은행은 퍼스트호라이즌 인수 결정 철회하는 등 지역 은행 주 폭락
5월 2일	기준 팩웨스트의 예금 잔액은 전월말과 별다른 변동이 없음에도 불구하고 시장은 불안감 형성 미 은행 절반 이상 자본잠식 상태...스탠퍼드대 연구소 등 전문가들 부정적 전망 스탠퍼드대 금융권 리포트에 의하면 "미국의 4,800여개 은행 중 2,315곳 이상이 부채보다 적은 자산을 보유하는 등 자본 잠식 상태에 빠진 것으로 보인다"
5월 4일	팩웨스트뱅크프 주가 변동성 확대...50% 급락 팩웨스트가 매각 혹은 분할 등 '전략적 옵션'을 검토하고 있다는 보도에 주가 50% 이상 폭락
5월 5일	팩웨스트는 배당을 직전 분기의 주당 25센트에서 주당 1센트로 낮추겠다고 밝힌 후 80% 이상 급등 배당금 축소를 통해 자본금을 확충해 보통주자본(CET1)을 10% 이상 늘리려는 계획 밝힘. 이에 지역 은행주 동반 상승
5월 11일	팩웨스트 지만주 예금 9.5% 감소...주가 25% 폭락
5월 12일	JP모건, "더 이상 부실은행 구제하지 않을 것" 5/12(현지시간)

자료: 언론보도 정리, IBK투자증권

미국 은행 추가 파산에 대한 시나리오



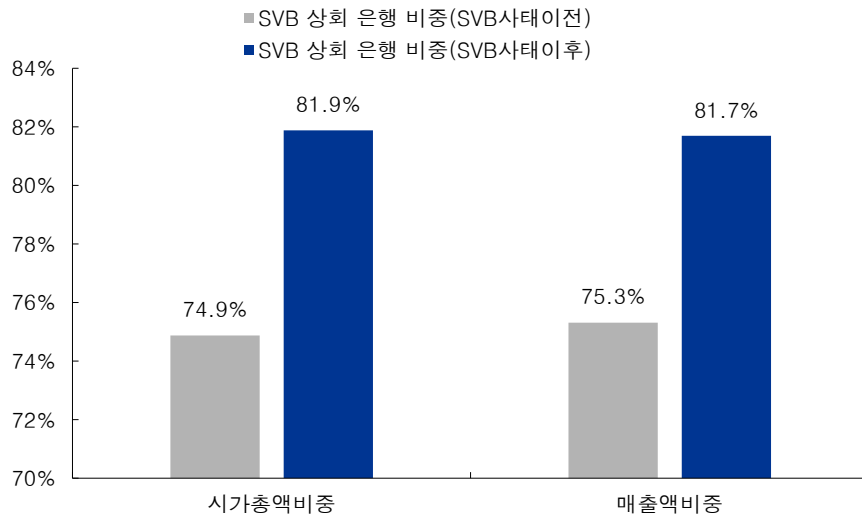
- SVB 사태 이전의 SVB 시가총액 및 매출액 비중을 기준으로 볼 때, SVB를 상회하는 시총이나 매출을 가진 은행의 비중은 전체의 75%
- SVB 사태 이후의 SVB 시가총액 및 매출액 비중을 기준으로 볼 때, SVB를 상회하는 시총이나 매출을 가진 은행의 비중은 전체의 82%
- 미국 중소형 은행의 추가 파산 우려는 단기 노이즈가 될 수 있으나 비중이 작아 시스템 리스크 확대 요인까지 되지는 않을 전망
- 미 은행 추가 파산 가능성 시나리오

⇒ SVB 이상급 은행 파산: SVB 파산에 대해 정부가 개입한 만큼, SVB 이상급 은행의 파산은 정부의 개입 명분이 더 큼(정책 대응으로 위기 확산 방지)

⇒ SVB 이하급 은행 파산: SVB 비중이 약 0.3%로 SVB 이하급의 파산은 사실 상 0.3% 이하의 작은 개별 은행의 파산이고 단기 노이즈에 그칠 전망

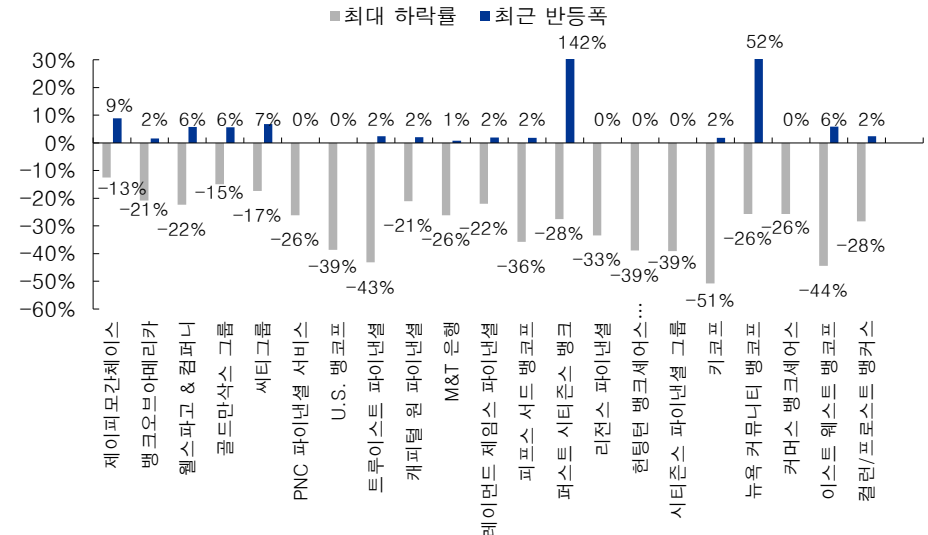
⇒ SVB 이하급 은행 출파산: SNS를 통한 동시다발적인뱅크런 등 위험 요인 잔존, 이는 은행 전반에 걸친 위험이 될 수 있어 정책 대응 불가피

SVB를 상회하는 美 대형 은행의 시가총액 및 매출액 비중



자료: Bloomberg, IBK투자증권

SVB를 상회하는 美 대형 은행의 최근 주가 등락률



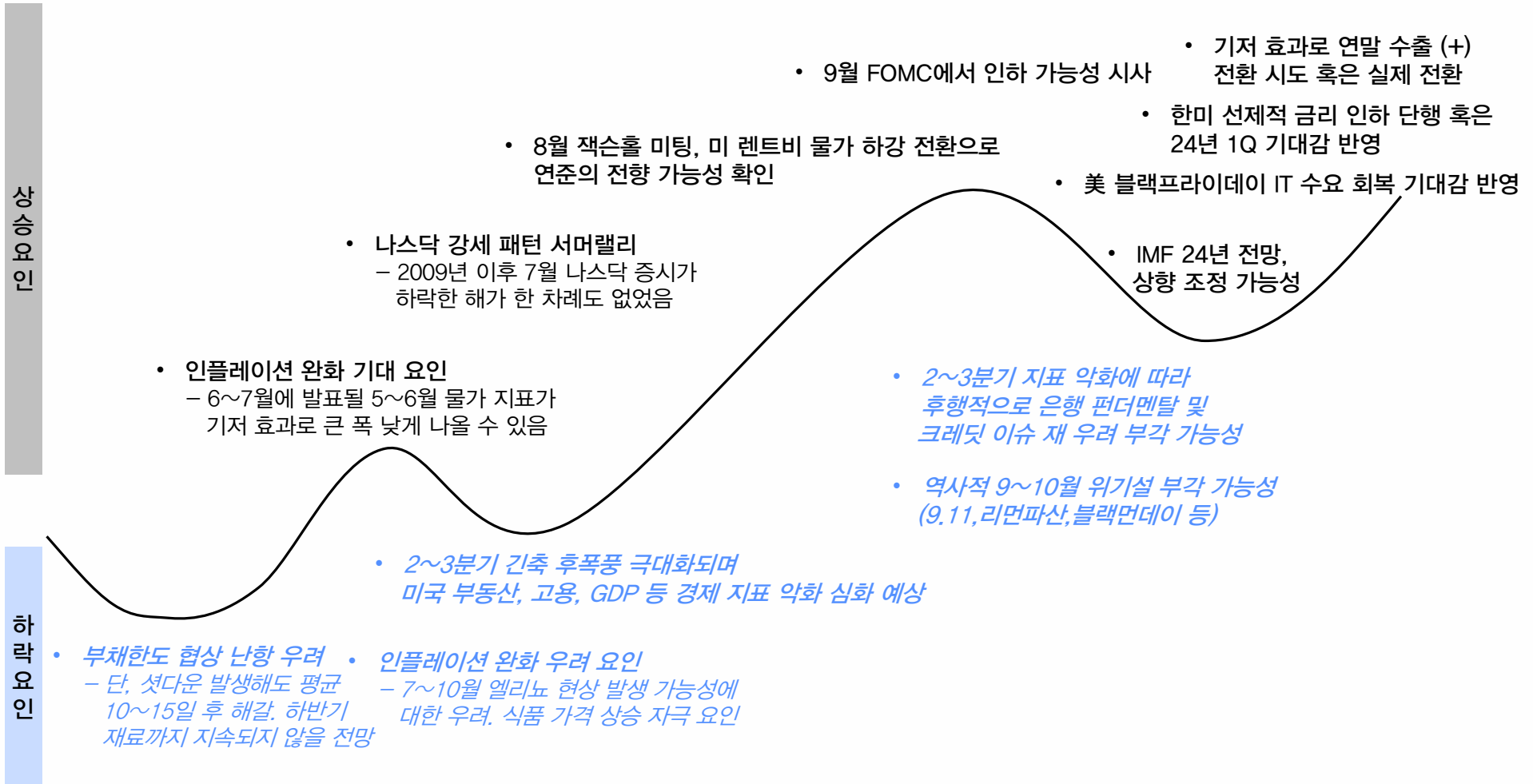
자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 주가 등락률은 3/6~5/11 기준

4. 시장 전망과 투자 전략

하반기 증시 이슈 및 추이 전망



- 하반기 KOSPI 하단: 2,350pt 전망 (침체 및 크레딧 우려 잔존하나 정책 대응 환경으로 위기 확산은 가정하지 않음, 3월 SVB 파산 당시 저점 반영)
- 하반기 KOSPI 상단: 2,800pt 전망 (Valuation 정상화 가정, 경기 및 실적 턴어라운드 당시의 역사적 패턴 등을 반영)



하반기 KOSPI 2,800pt 전망 이유(1): Valuation 저 평가 해소 적용



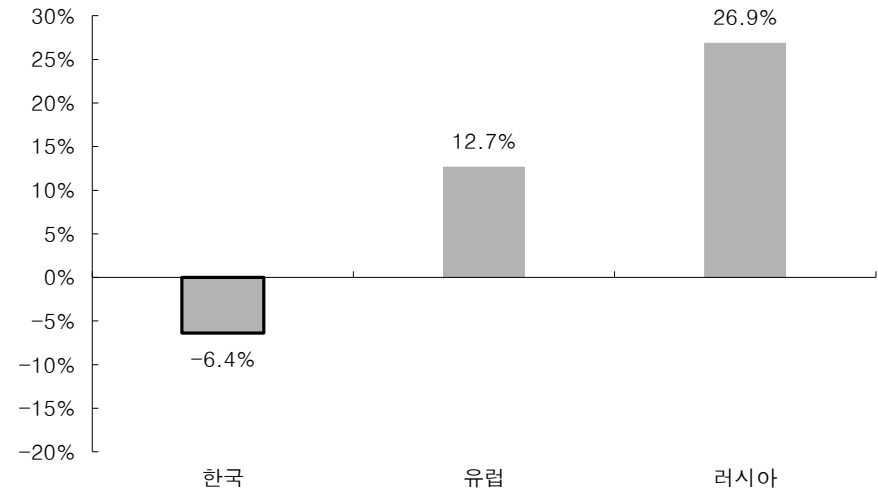
- 24년 경기 및 실적 정상화에 대한 기대감이 반영되며 KOSPI는 하반기 중 P/B 1.02배(2,800pt) 터치 혹은 그 이상의 반등 흐름을 전망
- KOSPI P/B는 장기적으로 0.8~1.3배의 범위에서 등락하고 있고, 기간 설정에 따라 결과값이 다르나 1.02배 수준 정도를 평균으로 보는 것이 합리적
- 작년부터 최근까지 인플레이션과 미 은행 파산 리스크 등 준위기 혹은 위기 상황을 반영한 만큼 Valuation은 점차 평균 회귀할 것으로 기대
- 특히 국내 증시가 미국, 유럽 등 선진국증시대비 크게 저 평가되어 있고 중국과 함께 아시아에서도 저 평가되어 있는 상황
- 국내 증시의 소외 현상을 더욱 극명하게 보여주는 것은 작년 러시아*우크라이나 전쟁 후 유럽과 국내 증시 등락률의 비교
 ⇒러시아와 유럽 증시가 크게 상승한 반면, 국내 증시는 중국의 제로 코로나 정책과 반도체 불황 등으로 여전히 지수가 하락해 있다는 점
- 중국의 정책 전환에 따른 중국 경기 반등, 필라델피아 반도체 지수의 강세 등에서 나타나는 반도체 바닥론 등으로 저 평가 해소 과정 예상

KOSPI 12M F. P/B 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

러시아*우크라이나 전쟁 이후, 러시아, 유럽, 한국 증시 등락률



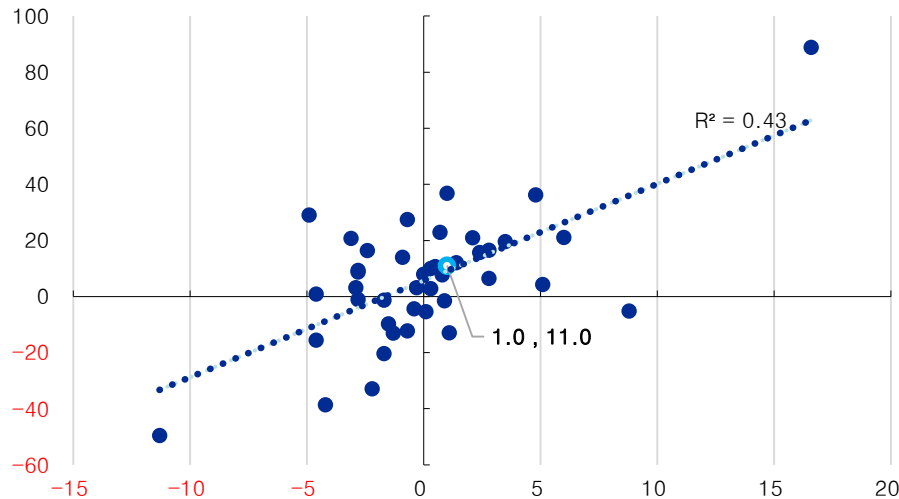
자료: Quantiwise, IBK투자증권

하반기 KOSPI 2,800pt 전망 이유(2): 경기 및 실적 턴어라운드 반영 적용



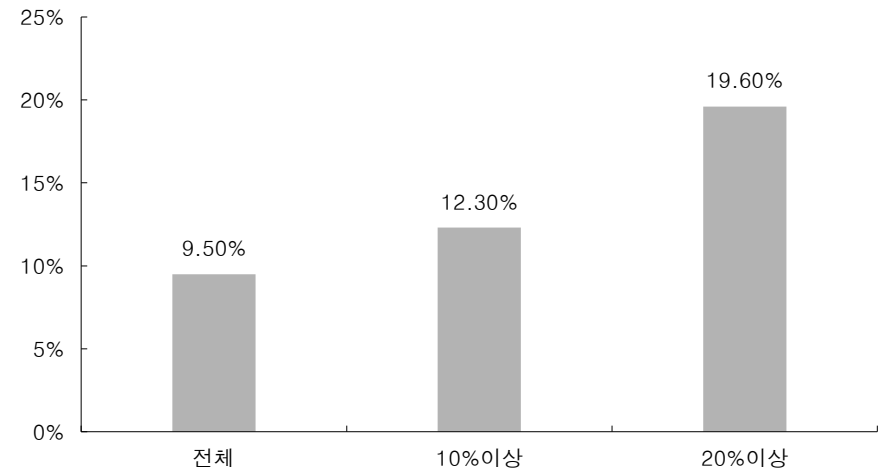
- 경기 및 실적 턴어라운드를 고려했을 때도 하반기 KOSPI는 10%대 초반의 Up-side를 보유한 것으로 추정
- 앞서 보고서 2장에서 분석한 바와 같이 23년대비 24년 성장률이 1%p 개선될 경우, 성장률 변동과 하반기 증시 등락을 산점도 추정식에 따라 하반기 KOSPI 기대 수익률은 약 11%로 추정됨
- 또한, 올해대비 내년에 수출이 개선되며 실적이 개선된다고 봤을 때, 내년 실적 개선에 따른 하반기 KOSPI 기대 수익률은 약 10~20%로 추정됨
- KOSPI 영업이익이 전년대비 개선되는 폭이 클수록 하반기 증시 상승 폭도 크게 나타났는데, 보수적인 수치를 가정해도 10~12% Up-side를 기대

GDP 변동 * KOSPI 하반기 등락률 산점도



자료: Bloomberg, IBK투자증권

내년 영업이익 YoY 증가율이 (+)일 경우, 하반기 KOSPI 기대 수익률



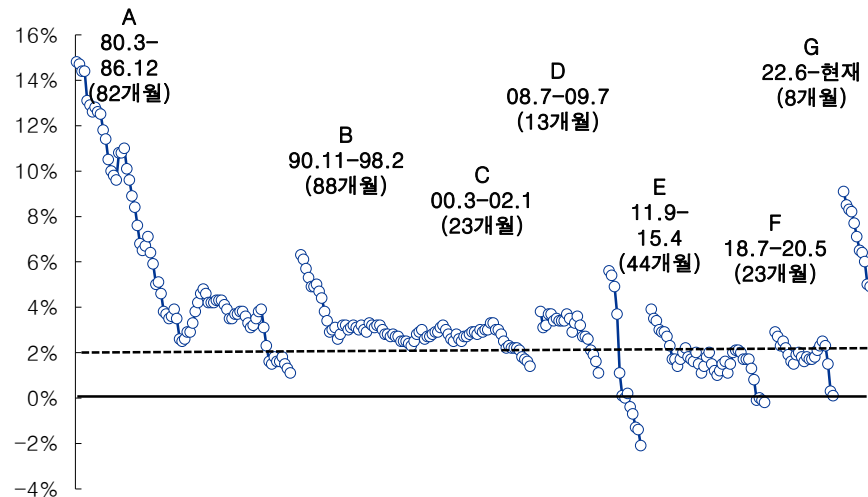
자료: Quantiwise, IBK투자증권

先성장주, 後가치주 전략: 금리 하락이 선행되어야 경기 회복 본격화



- 긴축에 따른 경기 악화 진행되고 있어 경기 회복되기 위해서는 긴축 완화 즉, 금리 하락이 선행되어야 함
- 그런 측면에서 투자자들은 경기 회복에 베팅하기보다 금리 하락에 우선 베팅할 것으로 예상
- 올해 들어 나스닥 시장, 코스닥 시장의 강세 현상은 이와 같은 경향이 반영되고 있다는 반증
- 역사적으로 미국 물가 하락 국면은 상당 기간 지속됐고 모두 연준의 목표 라인 2%를 하회하는 경향을 보임
- 그와 같은 흐름을 고려 시, 미국 물가는 내년 혹은 내후년까지 지속적으로 하락할 가능성을 암시
- 따라서, 금리 하락에 유리한 성장주들의 아웃퍼폼 현상이 증시 상승 초, 중반까지 상당 기간 지속될 가능성을 시사
- 금융위기 이후 성장주의 상대적 강세 현상, 미 국채 10Y 4% 이하 국면에서 성장주의 상대적 강세 현상 등이 지속될 것으로 전망

美 물가 하락 국면별, 하락 기간 정리



자료: Bloomberg, IBK투자증권

MSCI 성장가치 상대강도지수와 美 국채 10Y 추이



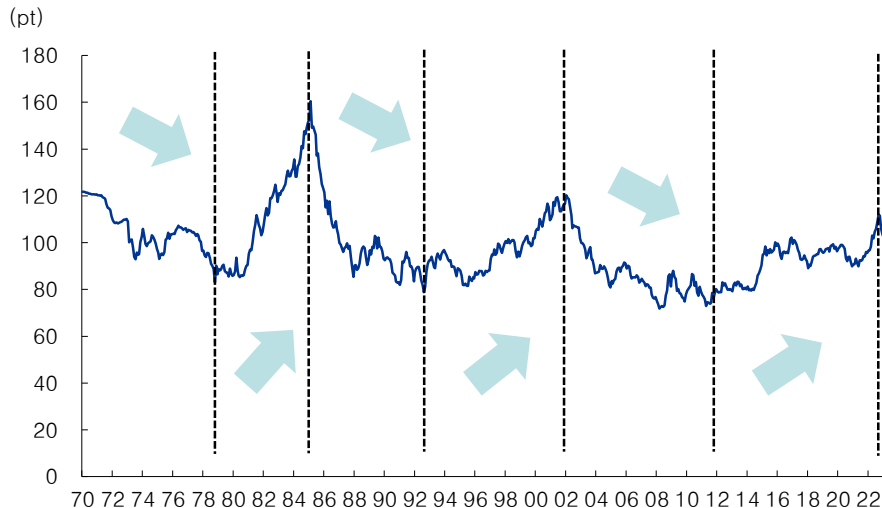
자료: Quantwise, IBK투자증권

장기 달러 강세가 종료되는 것이라면 증시 기대감 더욱 확대될 전망



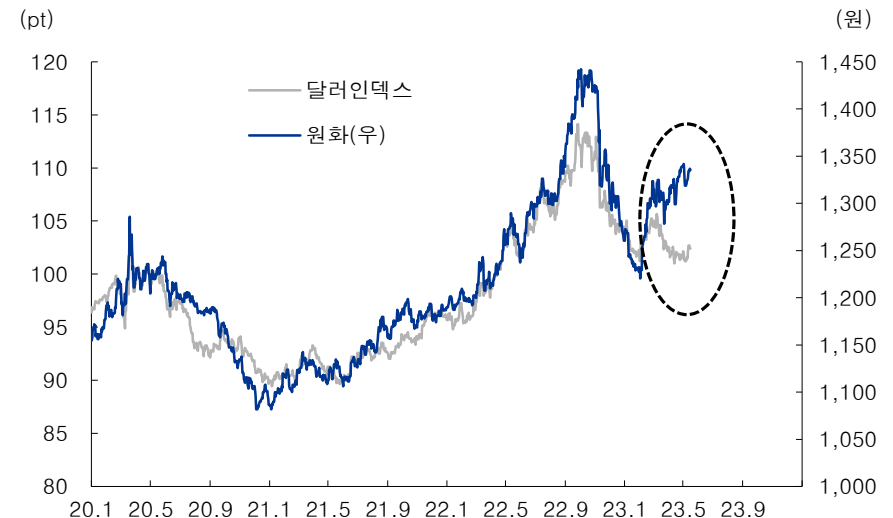
- 좀 더 큰 그림에서는 달러인덱스가 장기 하락 추세에서 10년 반등 사이클을 종료했을 가능성을 주시
- 2차 세계 대전 이후, 미국이 전세계에서 차지하는 GDP 비중이 점차 축소되며 달러인덱스는 장기적으로 우 하향 하고 있는 상황
- 달러는 2011년 이후 최근까지 약 11년의 강세 흐름을 보인 바 있는데, 보통 5~10년 주기로 등락을 반복했음을 인지할 필요
- 미국의 대규모 금리 인상이 종료되면서 달러의 장기 하락 사이클이 시작되고 있을 가능성을 고려할 경우 여타 통화들의 상대적 강세 가능성 주목
- 최근 인플레이션과 긴축 기간에서 과도하게 하락했던 원화, 엔화 등의 저 평가 상황이 개선될 것으로 보임(유로화는 어느 정도 저 평가 해소)
- 2020년 이후 달러인덱스와 원/달러 환율의 유사 궤적이 최근 들어진 모습을 보임(달러 하락 대비 원/달러 환율이 꽤 높이 형성되어 있음)
- 큰 틀에서의 달러 강세 피크 아웃은 신흥국을 많이 보유한 아시아 외환 시장 및 금융 시장에 긍정적인 영향을 미칠 가능성이 있음

달러인덱스 장기 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

23년 유독 원화 저 평가가 극대화되어 있다는 점에 주목



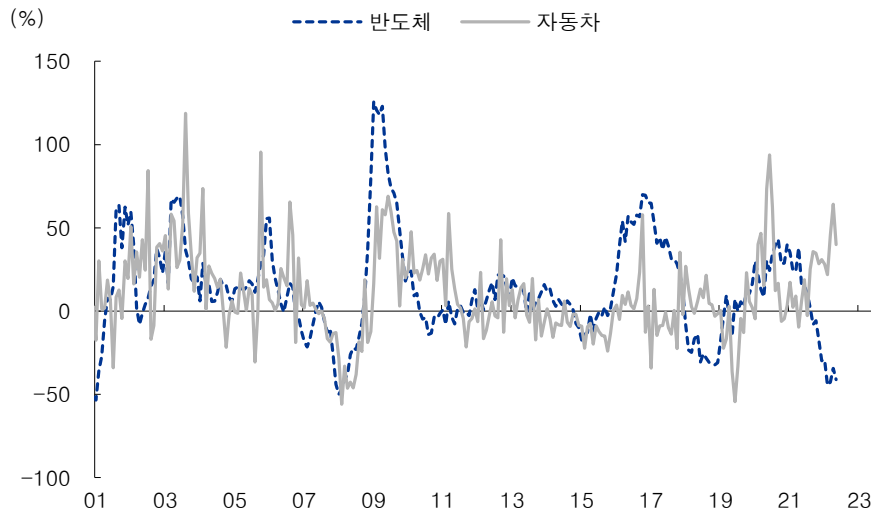
자료: Bloomberg, IBK투자증권

자동차에 빚댄 반도체 업종 투자 기회



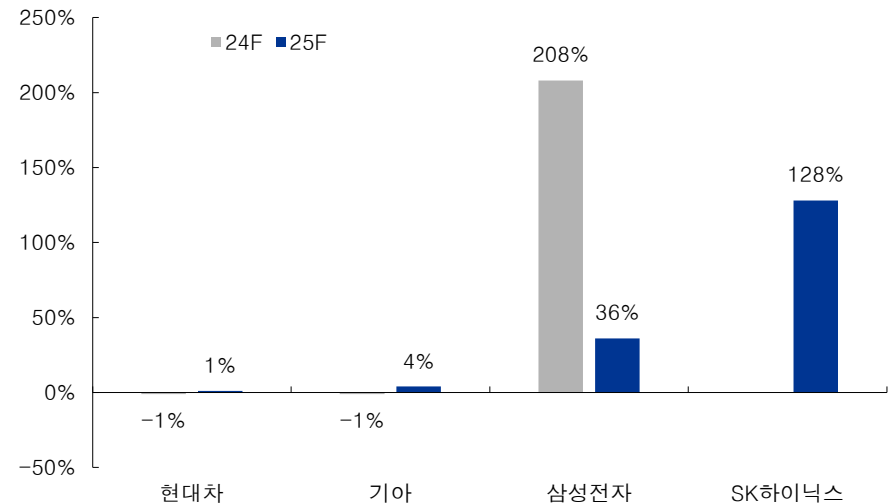
- 자동차 업종은 역대급 수출 호황이고 반도체 업종은 역대급 수출 불황 진행 중
- 두 업종 간의 수출 증가율 격차가 역대 최대 수준인 -90%p까지 확대
- 이는 중기적으로 두 업종의 수출 증가율이 Mean-reversion(자동차는 둔화, 반도체는 개선)할 가능성을 암시
- 자동차는 코로나 이연 수요가 대부분 소화되고 24, 25년 실적 증가율이 둔화되는 반면, 반도체는 업황 개선으로 실적 회복 가능성 높음
- 현재 컨센서스 상 자동차는 2Q 실적 고점 우려가 작용할 수 있고, 반도체는 하반기 반도체 가격 개선 기대감 작용할 수 있음
- 따라서, 5~7월이 자동차 업종의 비중을 줄이고 반도체 업종의 비중을 늘리는 기회로 활용할 필요

반도체 수출 증가율과 자동차 수출 증가율 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

자동차와 반도체 기업의 24년, 25년 영업이익 예상 증가율



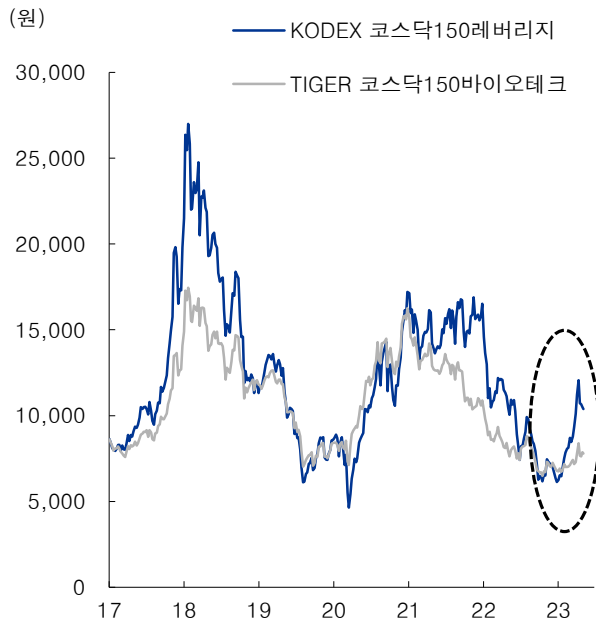
자료: Quantiwise, IBK투자증권

2차 전지에 빛낸 바이오 업종 투자 기회



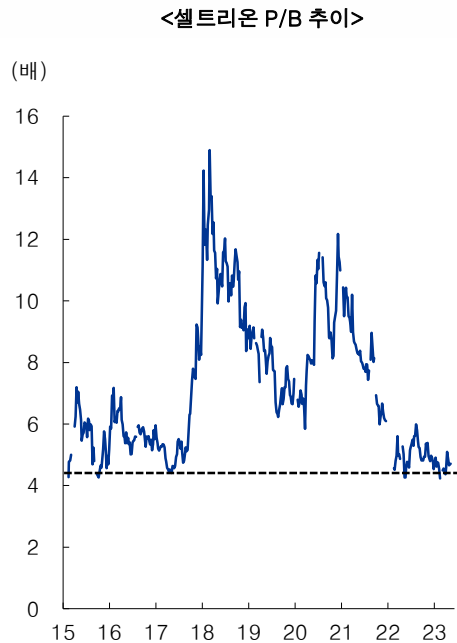
- 2017년 초, 거의 동일한 가격으로 시작했던 코스닥 150 레버리지 ETF와 코스닥 150 바이오 ETF의 가격 차가 발생
- 이는 상반기 2차 전지가 급등하며 코스닥 레버리지 ETF가 급등한 반면, 바이오 ETF는 바닥권 주가에 머물러 있기 때문
- 1분기 바이오 기업들의 실적이 대체로 양호했고 금리 인상 종료에 따른 De-valuation 현상도 일단락되며 바이오 업종의 주가 Catch-up 기대
- 바이오 대표 그룹인 셀트리온 그룹주에서 나타나는 긍정적인 변화들도 직관적 포인트로 주시할 필요
- 셀트리온 Valuation이 경험적 락바텀 바닥권에서 탄하고 있고, 셀트리온헬스케어는 Investing.com Technical 분석 상 Strong Buy 시그널 포착

코스닥 레버리지 ETF와 코스닥 바이오 ETF 추이



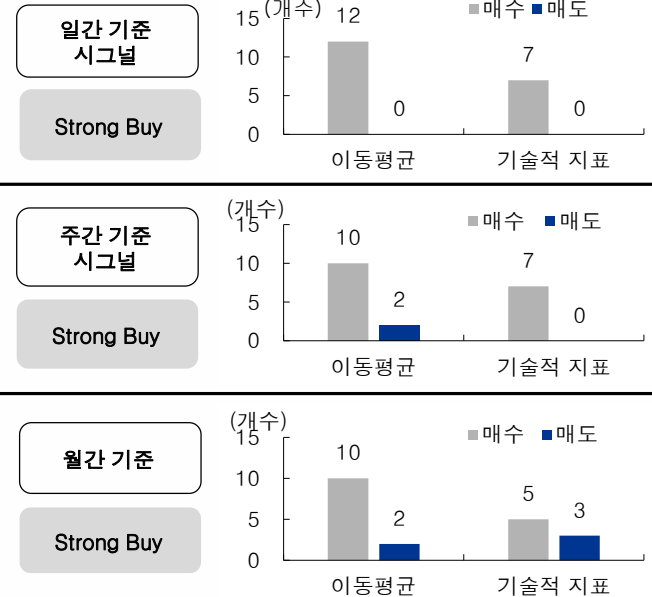
자료: Quantiwise, IBK투자증권

셀트리온 그룹주에 나타나는 긍정적인 변화들



자료: Quantiwise, IBK투자증권
주: 12M F, P/B 기준

<셀트리온 헬스케어 주가 기술적 분석 시그널>



자료: Investing.com, IBK투자증권

Appendix: Risk 요인 14가지 Self Q&A

Risk 요인 14가지 Self Q&A Summary



구분	No.	Question	Answer	Risk 불확실성 판단
Economic	1	미국 실업률이 상승할텐데, 주가가 상승할 수 있을까요?	미 고용 시장 둔화 우려는 작년부터 주가에 선 반영. 구인난으로 대량 실업 발생 가능성은 제한적. 실업률 상승 초,중반부터 통화 완화 기대로 증시는 동반 상승	낮음
	2	미국 경기 침체로 인해 우리나라 수출 회복 가능할까요?	대미 수출이 이미 (-) 전환하며 수출 둔화가 상당 부분 진행. 우리 수출과 상관성 높은 미 선행 지표들은 바닥 혹은 반등 조짐	낮음
Inflation	3	물가가 기대대로 제대로 잡힐까요?	물가가 잘 안 잡힐 것이란 전망이 시장의 base scenario. 따라서, 예상 상회 사례 축소됨. 익숙한 악재로 영향은 제한적.	낮음
	4	슈거플레이션? 애플플레이션?	새롭게 물가 상승을 자극할 수 있는 신선한 악재로 작용 가능성. 기후 변화의 영향으로 예측이 어렵고 대응도 쉽지 않을 수 있음	높음
	5	유가 재 급등 이슈 가능성은 없을까요?	미국의 전략비축유 재매수 국면이 도래. 이는 수급 강세 요인. 단, 미국은 인플레이션이 자극되지 않도록 점진적으로 매수할 것. 그에 따른 OPEC 감산 등 정치적 이슈는 불확실성 요인	보통
Credit	6	美 부채한도 이슈로 디폴트 리스크 발생할까요?	언론 및 마켓에서의 공포 분위기로 협상 확률 상승할 것. 역사적으로 섰다운은 단기 노이즈에 그침. 내년 대선 고려될 것. 섰다운 발생해도 2~3주 후 해갈. 하반기 재료는 못될 것	보통
	7	부동산 PF 대출 부실, 연체율 상승 괜찮을까요?	정부의 부실 대응 마련책 및 의지 뚜렷. 연체율은 경기 후행 지표	낮음
	8	기업 파산이 많이 나오지 않을까요?	이미 중견은행 파산 경험. 대형 금융사 아닌 이상 위기 제한적. 오히려 기업 파산 많은 해 증시 상승. 파산은 경기 후행 지표	낮음
	9	과거 금리 인상 종료 후 항상 뭐가 터지지 않았나요?	9.11테러, 리먼 파산, 코로나 발생 등 악재성 이벤트가 터졌음. 하지만 그때와 다른 것은 시장이 이미 이를 경계하고 있다는 것	보통
Market	10	올해도 Sell in May 패턴 재현되지 않을까요?	증시가 상승한 상황에서 하반기 경기 둔화가 부담될 것. 단, 극단적 Sell in May 패턴의 해와 올해는 성격이 다름	보통
Valuation	11	Market P/E가 높는데 투자하기 위험한거 아닌가요?	KOSPI P/E가 높은 것은 증시 상승이 아닌 EPS 하락 때문. EPS는 경험적 하향 폭을 충분히 반영하고 상향 턴 국면 직면	낮음
Industry	12	반도체 업황이 IT 수요 회복 동반되며 개선될 수 있을까요?	수요 회복이 더딜 것이란 전망이 시장의 base scenario. 단, 판매가 인하, 코로나 때 구매자 교체 주기 도래, 자산 가격 상승 효과, Open AI 등 신 수요 발생 가능성 주시	보통
Politics	13	국가 갈등 지속, 낮은 대통령 지지율 등은 영향이 없을까요?	2018년 미중무역분쟁시점부터 외인 과매도가 이미 진행됨. 경험적으로 낮은 대통령 지지율에서 증시 급락 사례는 제한적	낮음
Allocation	14	주식보다 채권 등 안전자산이 더 선호되지 않을까요?	BoA에 따르면, 펀드매니저의 채권대비 주식 투자 비중 갭은 역대 최저 수준 근접. 채권대비 주식 비관도 높음. 단 동 지표가 바닥일때 증시도 바닥이었던 경험 주목. 채권시장도 꽤 강세를 보인 상황	낮음

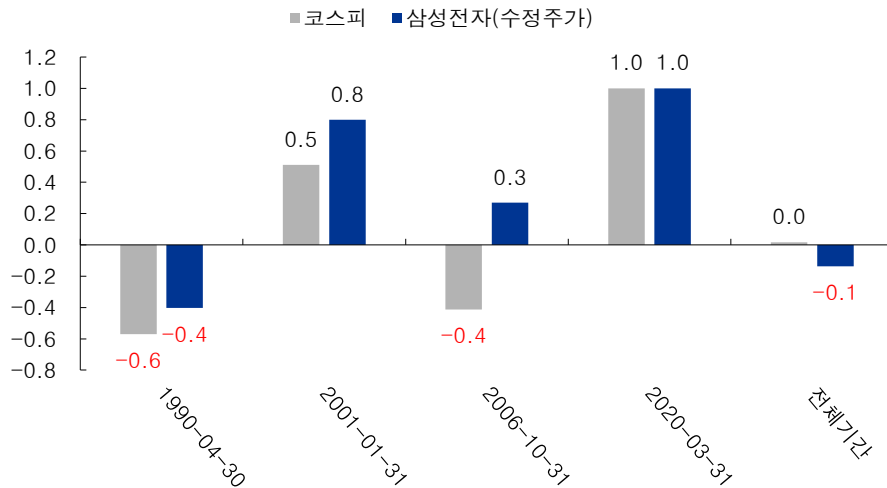
자료: IBK투자증권

[1] Economic: 미국 실업률이 상승할텐데, 주가가 상승할 수 있을까요?



- 실업률은 경기후행지표. 실업률 상승 초반에는 부진한 경향 보이지만, 본격적 실업률 상승기 진입 시 오히려 주가는 동반 상승
- 실업률이 바닥 수준에 근접할 때부터 주가가 미리 선 조정을 보이기 때문이고, 실업률 상승이 본격화될 때 연준의 통화 완화책이 부상하기 때문
- 또한, 실업률이 10%에 육박하는 경착륙 가능성은 위기 요인될 수 있으나, 코로나 이후 구인난으로 인해 대량 실업 발생 가능성은 제한적
- 따라서, 실업률 상승이라고 하는 키워드로 증시를 부정적으로 전망할 필요성은 적다고 판단

美 실업률 상승기에 실업률과 한국 주가 상관 분석

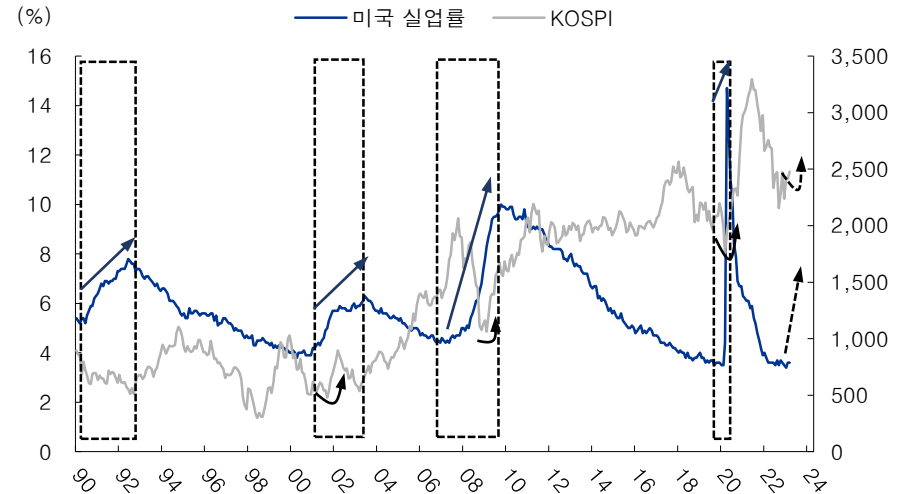


자료: Quantiwise, Bloomberg, IBK투자증권

주1) 가로축은 실업률 저점에서 고점까지의 기간 중 시작일 의미

주2) 전체기간: 1990년 1월말 ~ 2023년 3월말(실업률 하락기 포함)

美 실업률과 KOSPI 추이



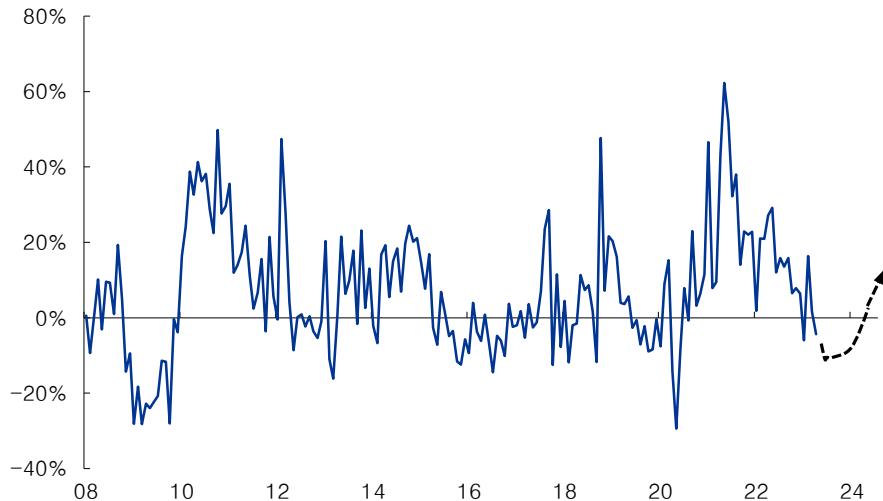
자료: Quantiwise, Bloomberg, IBK투자증권

[2] Economic: 미국 경기 침체 시, 우리나라 수출 회복 가능할까요?



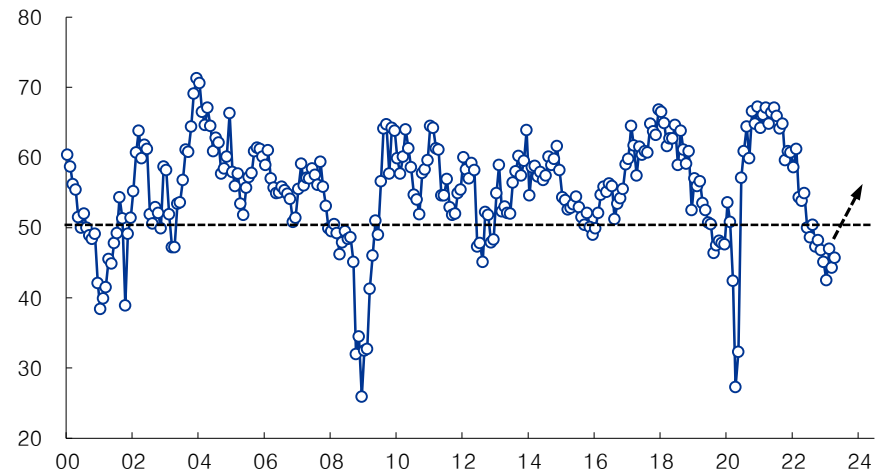
- 후행적 미국 경기 둔화로 인해 우리 나라 수출 환경이 더욱 악화될 수 있다는 우려가 시장에 공존
- 대미 수출이 상대적으로 여타지역대비 견고했으나, 최근 (-) 전환하면서 이미 수출 둔화가 진행되는 상황
- 대미 수출이 하반기 좀 더 둔화되었으나 수출 감소율이 보통 -20% 이내에서 저점을 형성하여 24년 수출까지 부정적 영향을 주지는 않을 전망
- 또한, 우리 수출과 상관성 높은 미 선행 지표들은 바닥 혹은 반등 조짐을 보여주고 있는데 오히려 이 부분을 선 반영할 가능성 상존

대미 수출 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

미국 ISM 제조업지수 '신규 주문' 추이



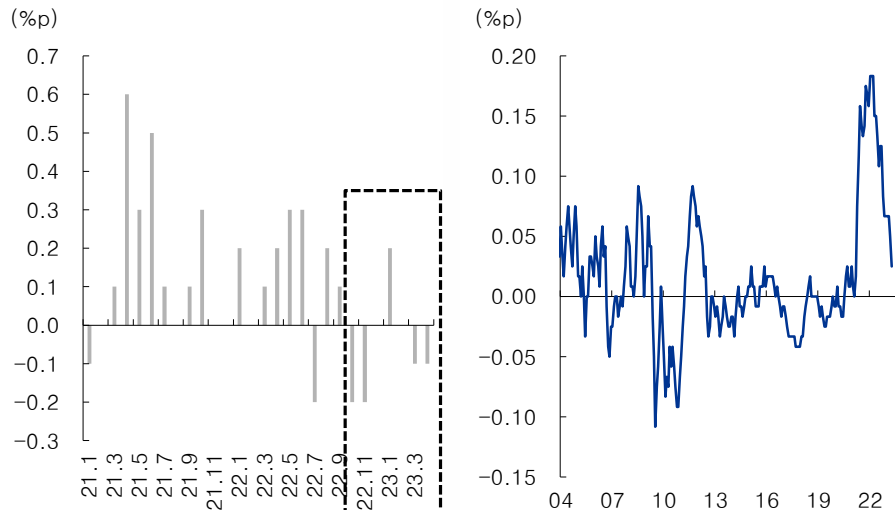
자료: Quantiwise, Bloomberg, IBK투자증권

[3] Inflation: 물가가 기대대로 제대로 잡힐까요?



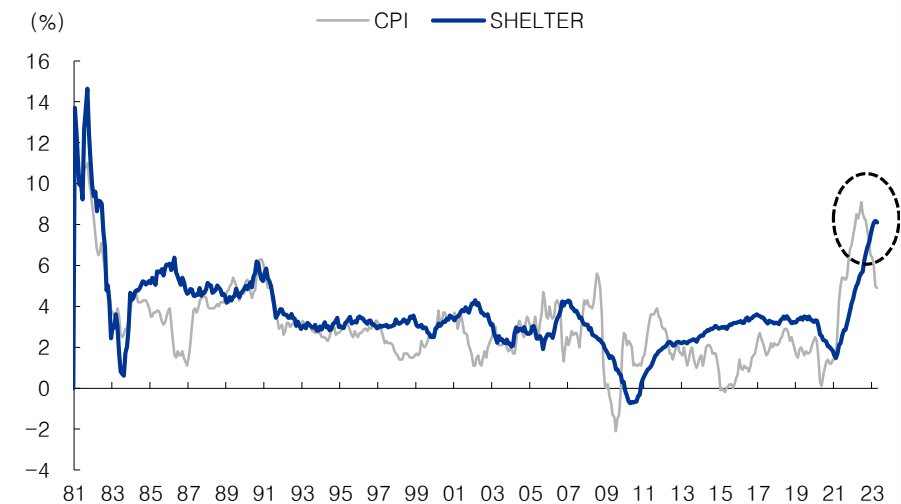
- 미국 물가가 잘 안 잡힐 것이란 전망이 시장의 base scenario
- 하지만, 작년 10월 이후 물가가 발표된 7개월 동안 미국 물가가 시장의 예상을 상회한 달은 1번에 불과
- 약 2년간 시장의 예상을 꾸준히 상회해 왔던 패턴이 이제 예상을 하회하는 패턴으로 바뀌고 있음을 시사
- 연준의 긴축에 따라 물가는 잡혀가고 있는 것으로 추정되고, 역사적으로 미국 인플레이션 종료는 CPI 2% 하회를 반드시 경험한 바 있음
- 또한, 4월 미국 물가 지표에서 Shelter 항목이 26개월 만에 전월대비 하락했다는 점을 주시할 필요
- 현재 미국 고 물가의 핵심(약 34% 기여도)인 Shelter 지표가 하락 전환했다는 점은 하반기 물가 압력 지속 혹은 강화 요인으로 작용 예상

21년 이후 美 CPI 월별 예상치 상,하회 추이,
우차트는 좌차트의 12개월 Rolling 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

현재 미국 고 물가 주범인 SHELTER 항목,
4월에 첫 하락 전환 발생



자료: Bloomberg, IBK투자증권

[4] Inflation: 슈거플레이션? 애플플레이션?



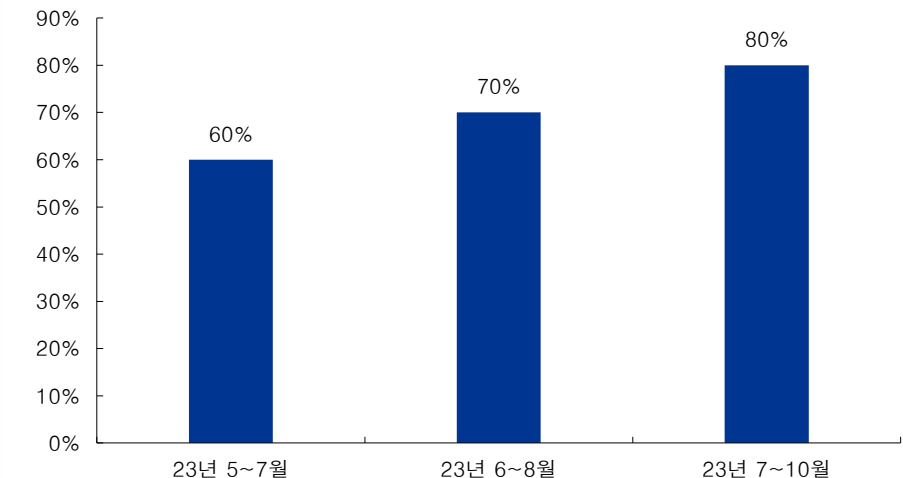
- 최근 국제 설탕 가격 상승과 여름철 엘니뇨 발생 가능성 등은 물가 하락의 제약 요인 혹은 물가 상승 요인으로 작용할 전망
- 기존 물가 상승 재료(공급난, 에너지 가격 급등, 주거비 등)와는 다른 새로운 물가 변수로 부각될 수 있음
- 신선한 악재가 될 수 있고, 기후 변화의 영향으로 예측 및 대응이 어렵다는 점에서 불확실성이 크다고 볼 수 있음
- 경험적으로 설탕 가격 역시 원자재의 성격을 띄고 있어, 미국 물가를 다소 선행하는 경향이 많았고 식품 가격 상승에 영향을 줄 수 있음
- 따라서, 설탕 가격이 지속적으로 상승하는지에 대한 여부가 계속 추적할 필요
- 또한, WMO는 올해 여름 엘니뇨 발생 가능성이 높다고 전망하여 주요국 기후가 가뭄과 폭우 등으로 작황에 어려움을 겪을 수 있음
- 이는 또한 원자재 공급 교란 요인으로 작용할 수 있어 경계 요인이 될 수 있음

설탕 평균가와 원자재 및 미국 CPI 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

세계기상기구(WMO) 발표 엘니뇨 발생 확률



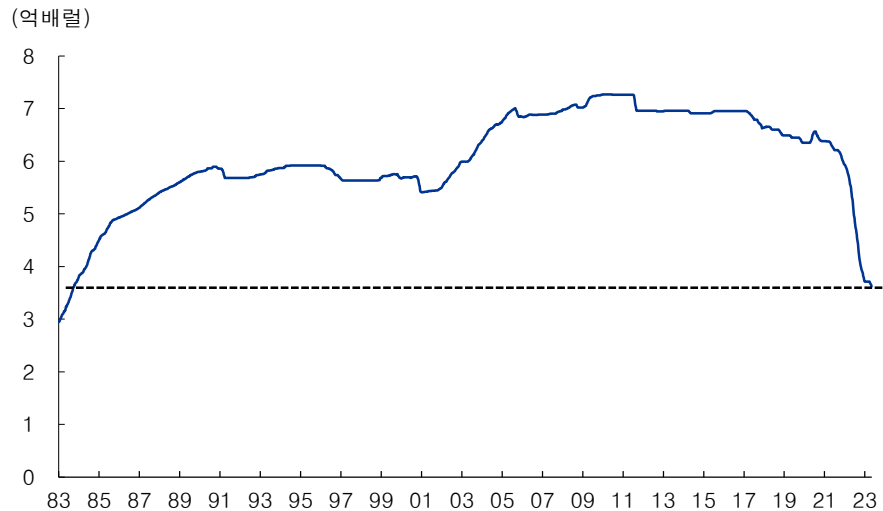
자료: WMO, IBK투자증권

[5] Inflation: 유가 재 급등 이슈 가능성은 없을까요?



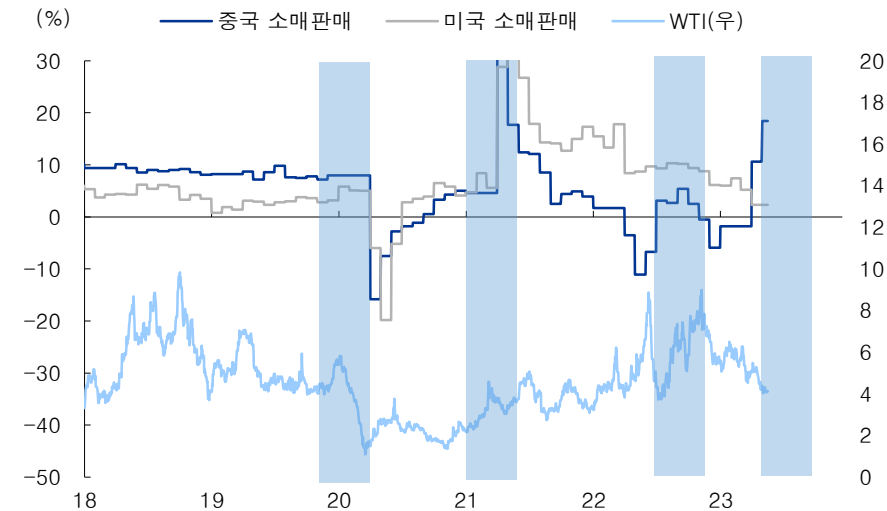
- 언론에 따르면, 바이든 행정부는 이르면 다음 달 늦어도 올해 후반부터 전략비축유를 재 매입하기 시작할 것이라고 언급
- 미국 전략비축유는 약 7억 배럴까지 증가 후, 인플레이 완화를 위해 급격히 매도되면서 현재 3.6억 배럴까지 감소한 상황
- 이는 석유 파동 직후인 지난 40년 전 1983년 수준에 해당하는 것으로 전략적 재 비축 필요성이 높아진 수준으로 추정됨
- 따라서, 미국의 비축유 증대에 발맞춰 글로벌 오일 플레이어들은 감산 등을 통해 이와 같은 상황을 정치적으로 활용할 여지가 있음
- 정치적 이슈에 따라 경기 외 요인에 따른 유가 재 급등 발생 시 인플레이션 우려는 새로운 사이클 측면으로 재 부각될 수 있음
- 미·중 소매판매가 상승할 때에 유가도 상승하는 국면들을 볼 수 있는데 최근 두 국가의 지표 방향성이 상이함
- 미국 소매판매는 부진, 중국 소매판매는 회복하며 서로 반대 방향을 향하고 있는 점도 국제 유가 예측에 부담으로 작용

美 전략비축유 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

미·중 소매판매와 국제유가 추이



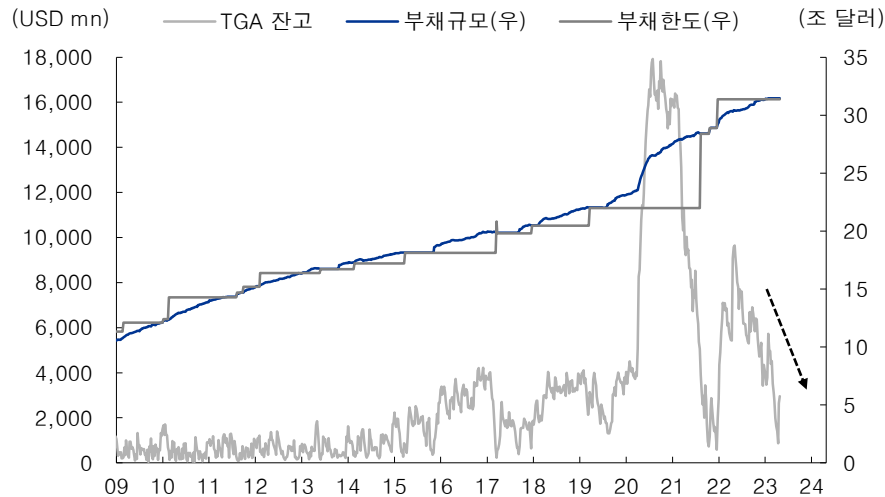
자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 소매판매는 YoY 수치

[6] Credit: 美 부채한도 이슈로 디폴트 리스크 발생할까요?



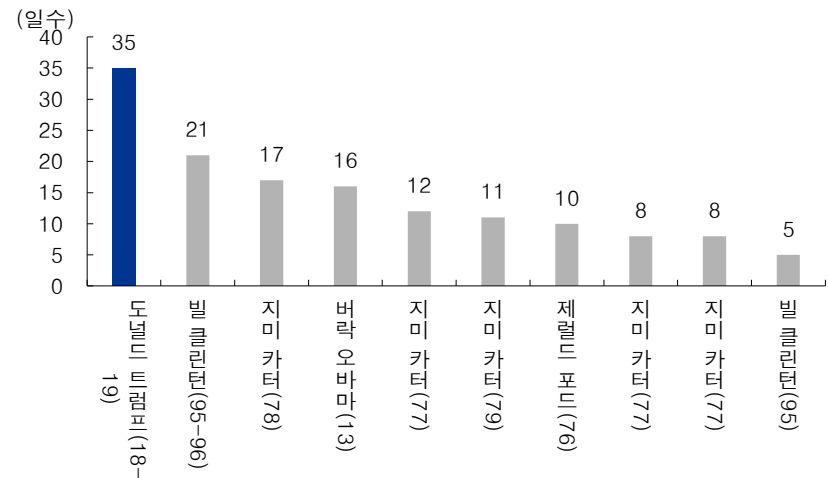
- 본 이슈에 대해, 언론 및 마켓에서의 공포 분위기로 협상 확률 높아질 전망
- 1/19(현지시간) 미 연방정부 부채가 '21년 말에 설정한 법정 한도(31.4조 달러)에 도달, 부채에 대한 이자 지급 못할 시 부도(Default) 발생
- 'TGA'는 연준에 예치된 미 재무부의 일반계좌로 미 정부의 수입이 들어오고 지출이 나가는 자금 통로. 세수, 세출, 이자비용 등 이에 해당
- 'TGA' 잔액이 소진되어 정부의 지원 여력이 소실 될 경우, 국정 자금이 바닥난 일부 정부 기관들은 폐쇄(shutdown)에 들어가게 됨
- 과거 트럼프 전 대통령이 멕시코 장벽 예산 합의에 실패하며 연방정부가 역대 최장기간 셧다운에 돌입했을 때 대통령 지지율도 급락한 바 있음
- 대선을 앞두고 지지 세력 약화되는 것은 최근 지지율을 겨우 회복한 바이든 대통령 뿐만 아니라 야당인 공화당 또한 원치 않은 상황일 것
- 협상 난항은 내년 대선에 악영향을 안 주는 범위에서 일단락 될 전망. 내년 대선이 고려될 것
- 셧다운 발생해도 역사적으로 평균 10~15일 내로 해결된 만큼 6월 중순 이전에 불확실성이 해소될 전망. 하반기 재료는 아니라고 판단

미국 연방정부 부채한도 및 규모, TGA 계좌 잔고 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 2023년 4월 26일 기준

미국 연방정부 역대 셧다운 일수 기록



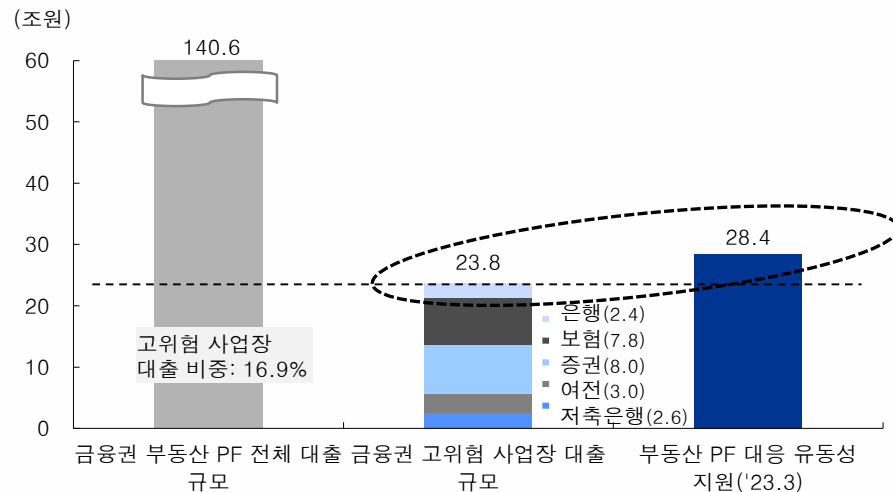
자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 괄호 안 숫자는 셧다운 발생 시기

[7] Credit: 부동산 PF 대출 부실, 연체율 상승 관철을까요?



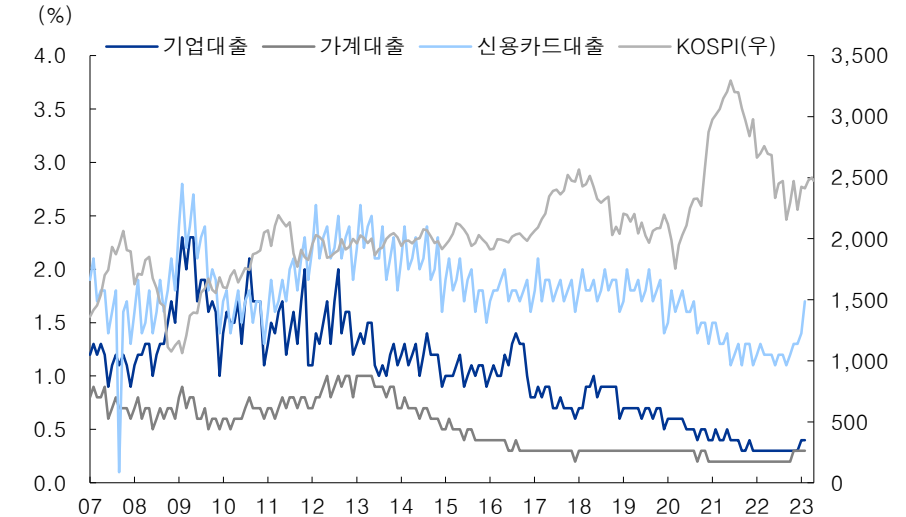
- 브릿지론 등 고위험 사업장 대출 중심의 PF 익스포저가 크다는 것은 단기간 내 금융기관의 자산건전성 저하 가능성이 높다는 것을 의미
- 그럼에도 최근 국내 PF 대출 건전성이 과거 대비 양호한 수준 유지하고 있으며 시스템 리스크로 전이될 가능성은 제한적일 것으로 판단
- 23년 3월 초 정부는 부동산 PF 리스크 파급 억제 위한 정책금융 공급 규모를 연내 28.4조 원(22년말 잔액+5조원)까지 확대
- 이는 기존 금융권 고위험 사업장 대출 자금 규모인 23.8조 원(22년 3Q 기준)을 상회하는 수준으로 리스크 상쇄 기대
- 정부는 과거 경험(11~13년 저축은행 PF 부실 사태)을 바탕으로 리스크 관리를 위한 적극적인 의지를 피력
- 최근 신용카드대출을 중심으로 연체율 상승하고 있으나, 연체율 역시 경기 후행 지표로 경기 악화 후반부에 나타난다는 점을 인지할 필요
- 연체율 상승이 금융권 부실 및 파산 우려가 크게 확대되지 않는 이상 단기 악재일 가능성이 높고, 경기 회복 임박 시그널로 해석될 수 있음

금융권 PF 대출 관련 고위험 사업장 규모와 정부 유동성 지원책 마련



주: 고위험 사업장은 본PF 대출을 받은 사업장 중 공정률이 60% 이상이면서 분양률이 50% 이하이거나 브릿지론을 받은 사업장 중 위험 지역에 있는 곳을 의미
 자료: 한국은행, 한국신용평가, 금융위원회, 언론보도 참조, IBK투자증권

한국 연체율 및 KOSPI 추이



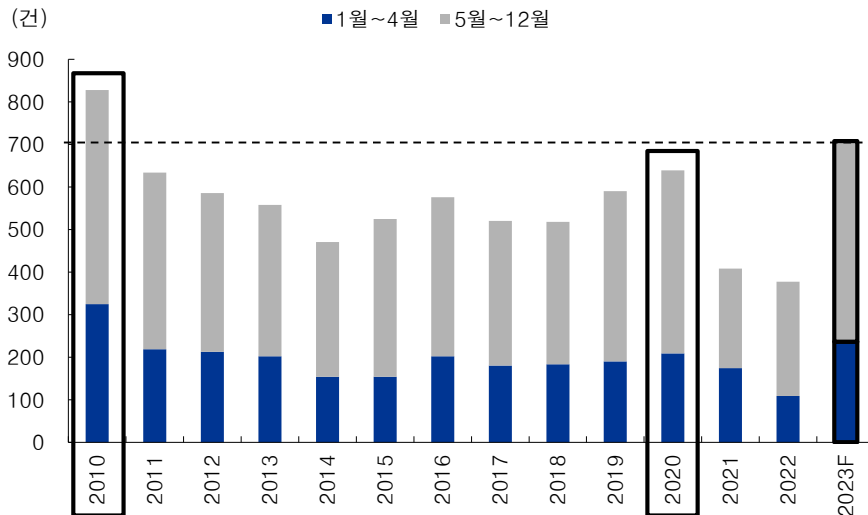
자료: Bloomberg, IBK투자증권

[8] Credit: 기업 파산이 많이 나오지 않을까요?



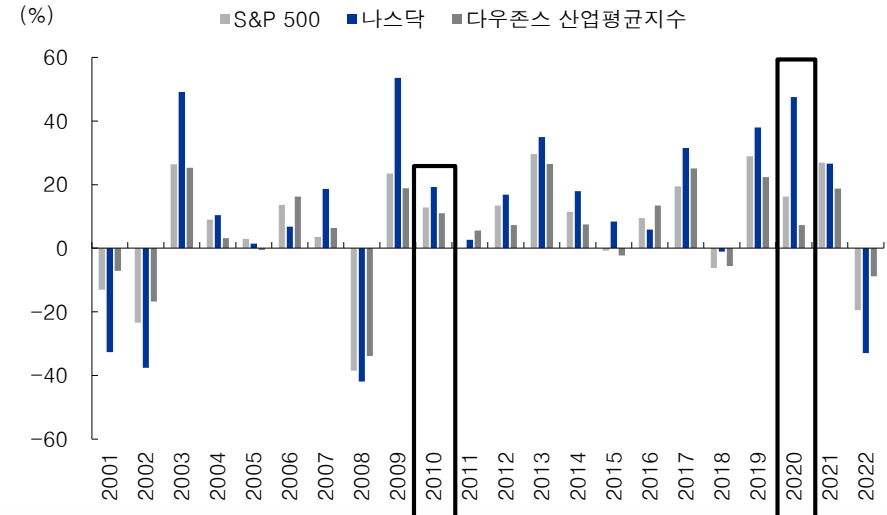
- 이미 중견은행 파산 경험. 대형 금융사 아닌 이상 위기 제한적.
- 오히려 기업 파산 많은 해 증시 상승. 파산은 경기 후행 지표
- 2023년 4월까지의 파산 건수는 236건으로 연초부터 4월까지의 YTD 비교했을 때 2010년 이후 최고치임
- 올해 연말까지 파산 건수가 동일한 속도로 증가할 경우 총 708건으로 2020년 파산 건수보다 높은 수치
- 기업 파산 및 중소형 은행 파산 등의 파산 이슈는 크레딧 이슈로 확대될 수 있으나, 그 영향은 제한적으로 예측됨
- 기업 파산이 증가할 경우 불안감 확산될 수는 있으나, 이는 보통 경기 악화 마지막 국면에서 나타나는 경향을 보임
- 즉, 기업 파산이 많았던 해에 오히려 증시는 강세를 시현한 바 있으므로 기업 파산은 악재가 아닐 수 있음

2010년 이후, 미국 기업 파산 건수



자료: Reuters, IBK투자증권
주: 2023년은 1~4월 236(실제치)건, 5~12월 472(예측치)건

2001년 이후, 미국 연도별 연간 주가 수익률



자료: Bloomberg, IBK투자증권

[9] Credit: 과거 금리 인상 종료 후 항상 뭐가 터지지 않았나요?



- 역사적으로 금리 인상 사이클이 종료되고 금리 인하 국면에서 9.11테러, 리먼 파산, 코로나 발생 등 대형 악재성 이벤트가 터진 바 있음
- 이는 올해 하반기 혹은 내년에 대형 위기가 올 수 있다는 불안 요인으로 작용할 수 있음
- 하지만 최근 금리 인상 종료 후 발생한 3번의 위기와 현재가 다른 점들을 인지할 필요

(1) 당시 위기 발생 전 미국은 10년 호황 사이클을 경험했기에 위기에 무디고 과소평가 경향 있었으나, 현재는 코로나 위기 직후라 상황 다름

(2) 작년 4월 미국의 장단기 금리가 역전된 이후로 학습 효과가 발현되며 침체와 위기가 올 것이란 우려를 1년간 시장이 선 반영해 옴

(3) 연준의 3월 은행 파산 사태 및 유럽의 CS 인수합병 등에서 보듯이, 정부의 위기 대응력이 이미 준비되어 있고 시장참여자도 선 인식 중

(4) 기존 악재는 외부 변수에 의한 영향이었으나, 이번 악재는 정부의 고강도 긴축에 기인. 이는 정부의 계산 및 컨트롤이 유연하게 발휘 가능

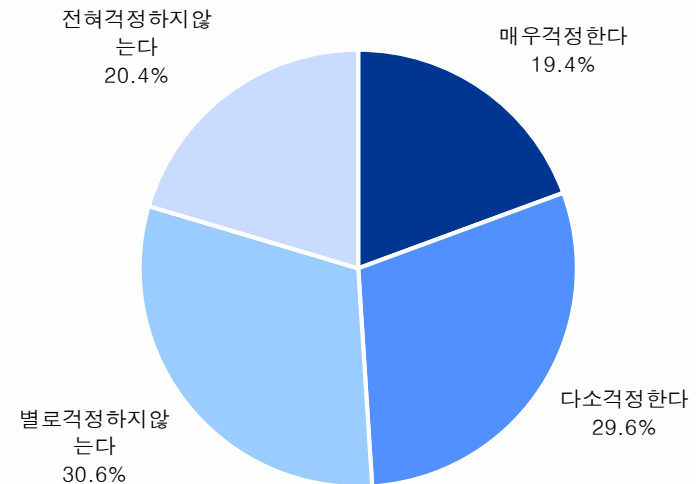
(5) 과거 위기 당시 전에는 주가가 장기 상승한 상황이었으나, 현재 상황은 다름. 위기 징후 혹은 위기에 대한 하락 위험 상대적으로 제한적

미국 기준금리 추이 및 금리 인하 국면에서 발생한 위기



자료: IBK투자증권

은행 등 금융회사에 예치한 자금에 대한 불안감 설문조사



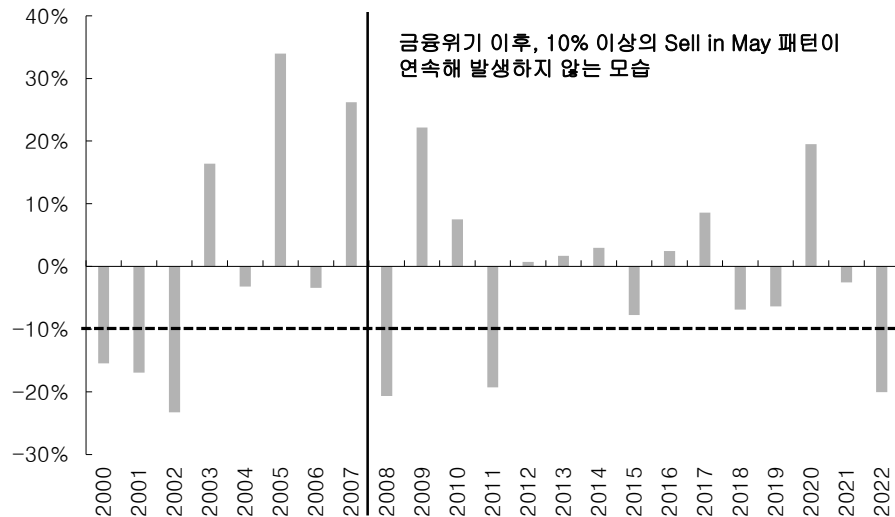
자료: 갤럽, 조세일보 언론보도 인용, IBK투자증권
주: 4/3~4/25 미국인 상대 설문조사 결과임

[10] Market: 올해도 Sell in May 패턴 재현되지 않을까요?



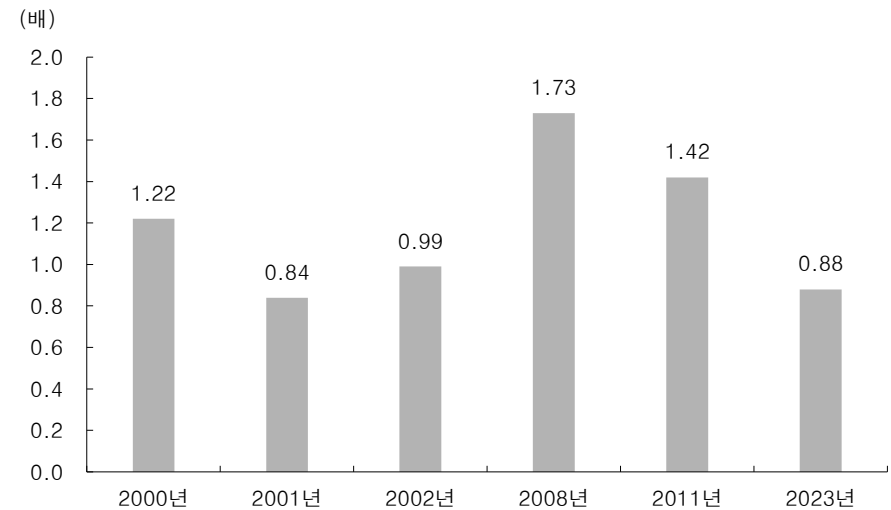
- 5~6월 증시는 상반기 증시가 상승한 상황에서 하반기 글로벌 경기 둔화가 부담으로 다가오는 시기여서 Sell in May 우려 시점
 - 그에 따라 5월 이후 단기 차익 실현이 나오고 있는 것으로 추정되나, 극단적 Sell in May 패턴(5월부터 가을까지 급락하는 현상) 가능성은 제한적
 - 남은 2분기 증시는 Sell in May 증시 패턴 우려 속 반도체 업황 바닥 기대감이 공존하며 박스권 지속 가능성 있음
 - 단, 극단적 Sell in May 패턴을 보였던 해(2000, 2001, 2002, 2008, 2011, 2022년)와 올해 증시 환경은 크게 다른 상황
- ⇒ 당시에는 증시가 경기 호조를 반영해 증시가 크게 혹은 장기간 상승한 상황이었고 밸류에이션도 높았으나, 현재는 그렇지 않음
- 또한, 극단적 Sell in May 패턴이 작년에 출현 했던 만큼 올해 2년 연속 발생할 가능성은 낮다고 판단(IT버블 붕괴 국면 이후 그런 사례가 없었음)

연도별 5~9월 KOSPI 등락률 추이(Sell in May 패턴 참조)



자료: Bloomberg, IBK투자증권

극단적 Sell in May 해의 4월말 당시 P/B 수준

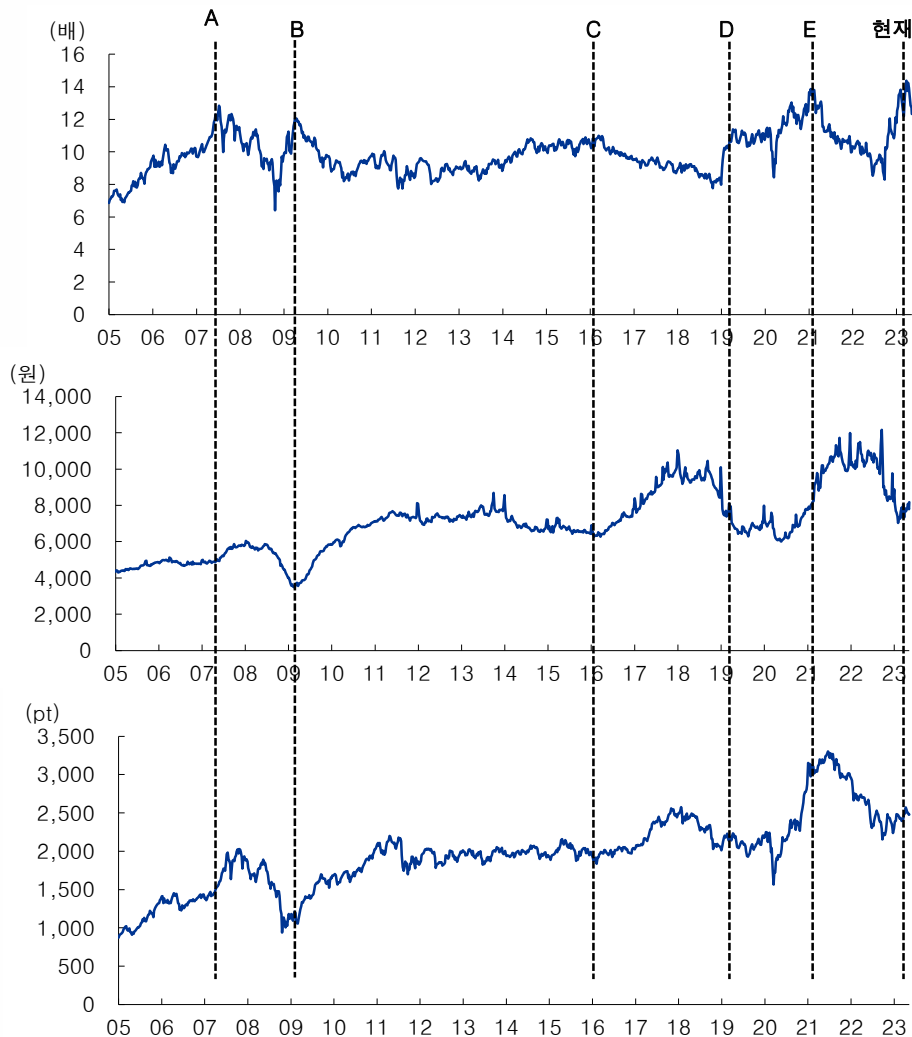


자료: Quantwise, IBK투자증권
주: 2000년은 data부재로 6월말 기준
주2: P/B는 FY End TTM 기준

[11] Valuation: Market P/E가 높는데 투자하기 위험한 거 아니가요?



KOSPI 12M F. P/E, 12M F. EPS, 증시 추이



최근 KOSPI 12M F. P/E는 14배 수준까지 상승하며 고 P/E 논란이 야기됨. 단, 증시 상승에 의한 고 P/E 상황이 아닌, EPS가 하락하면서 발생한 고P/E 시점은 매수 기회 시점

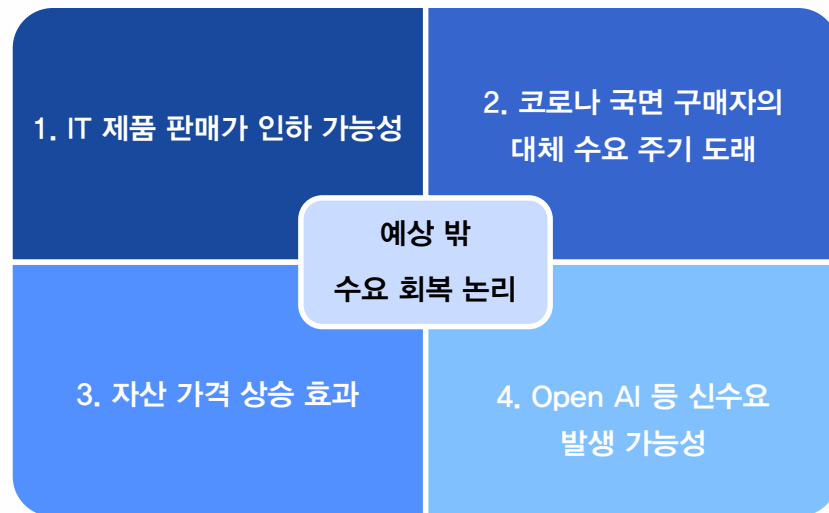
고P/E 시점	EPS	증시	향후 시장
A	상승	상승	하락
B	하락	하락	상승
C	하락	횡보	상승
D	하락	하락	횡보
E	상승	상승	하락
현재	하락	하락	?

[12] Industry: 반도체 업황이 IT 수요 회복 동반되며 개선될 수 있을까요?

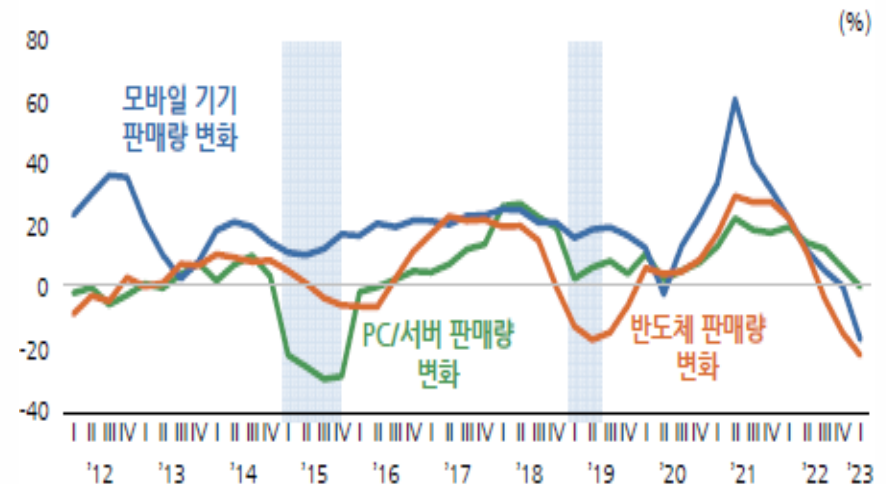


- IT 수요 회복이 더딜 것이란 전망이 시장의 Base scenario
 - 23년 하반기 글로벌 경기 둔화로 인해, 하반기 IT 수요가 급격히 회복되기 어려울 것으로 예상
 - 단, 판매가 인하, 코로나 때 구매자 교체 주기 도래, 자산 가격 상승 효과, Open AI 등 신 수요 발생 가능성 등을 주시할 필요
 - 이와 같은 요인들은 시장의 기대가 낮은 상황에서 내년 IT 수요 회복이 뚜렷하게 나타날 수 있는 근거들이 될 수 있음
 - KDI 보고서에 따르면, 반도체 수요의 60% 이상을 차지하는 컴퓨터와 모바일 기기 교체 주기가 다가오고 있음을 인지할 필요가 있음
- ⇒ 컴퓨터와 모바일 기기의 교체 주기를 4~5년, 2~3년으로 감안 시, 올해 하반기가 수요 저점일 가능성 있음
- ⇒ 컴퓨터 수요는 2015년, 2019년 저점을 형성했고, 모바일 수요는 2020년 하반기부터 급증했기 때문에 교체 주기에 근접한 상황

시장의 기대는 낮으나, IT 수요 회복 논리가 될 수 있는 근거들



IT 기기 판매량 등락을 추이

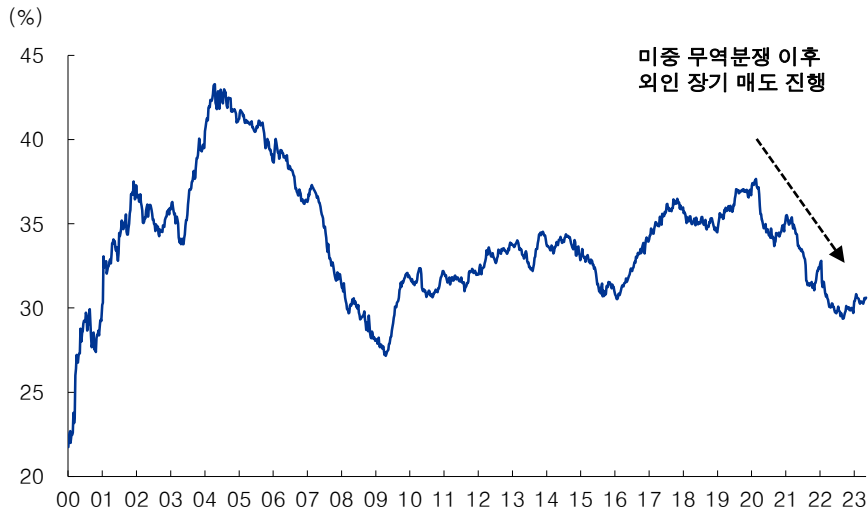


[13] Politics: 국가 갈등 지속, 낮은 대통령 지지율 등은 영향이 없을까요?



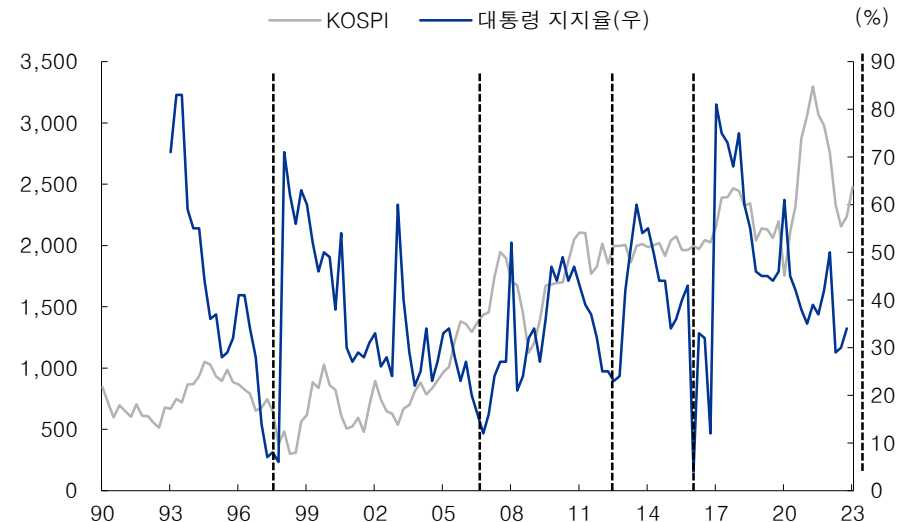
- 글로벌 주요국들의 갈등 양상이 지속되고 있으나, 국내 증시는 그와 같은 글로벌 정치 리스크를 이미 장기간 반영해 온 상황
- 2018년 미중 무역분쟁시점부터 외국인 투자자들의 KOSPI 과 매도가 이미 진행되어 KOSPI 지분율이 크게 낮아져 있음을 주시할 필요
- 작년 하반기 이후 외국인이 5년 만에 순매수로 전환하면서 지분율이 재차 정상화 될 가능성이 높다고 판단
- 최근 정치적 기대감이 약화되면서 대통령 지지율이 30% 수준까지 하락하기도 하며 증시에 미칠 영향을 고민해 볼 수 있는 시점
- 다만, 경험적으로 낮은 대통령 지지율에서 증시 급락 사례는 제한적이었기 때문에 증시 악재로 해석할 필요성은 없다고 판단
- 경험적 추이로 보더라도 대통령 지지율과 KOSPI간의 상관계수는 0.12로 거의 무 상관에 가까움
- 오히려 역으로 낮은 대통령 지지율을 만회하기 위해서 정부의 시장친화적 정책 기대감이 부각될 수도 있음

KOSPI 외국인 지분율 추이



자료: Quantwise, IBK투자증권

KOSPI 및 한국 대통령 지지율 추이



자료: 한국갤럽, IBK투자증권
주: 점선은 지지율 바닥 시점을 의미

[14] Allocation: 주식보다 채권 등 안전자산이 더 선호되지 않을까요?

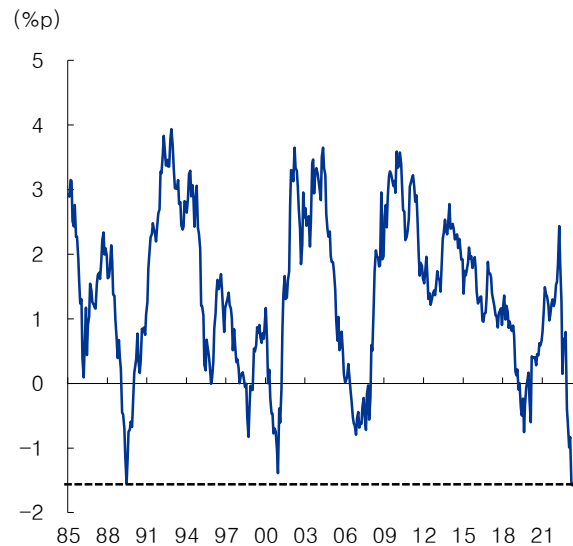


- 글로벌 경기가 둔화되며 주식보다 채권 메리트가 더 높아지고 있는 상황
- BoA에 따르면, 펀드매니저의 채권대비 주식투자 비중 갭이 역대 최저 수준 근접. 이는 채권대비 주식에 대해 매우 비관하고 있음을 시사
- 흥미로운 점은 그와 같이 채권대비 주식 투자 비중이 매우 낮을 때가 증시 저점으로 작용했다는 점
- 이는 비관론이 극대화될 때 오히려 증시가 상승했다는 역 발상 논리로 해석될 수 있음
- 또한, 미 국채 10Y가 이미 기준금리를 150bp 하회하고 있어 향후 정책 전환 기대감을 채권 시장 역시 빠르게 선 반영한 상황
- 따라서, 종합적으로 볼 때 주식과 채권이 동시에 정책 전환 기대감을 반영해 왔고 주식대비 채권이 매우 유리하다고 보기는 모호한 상황

펀드매니저들의 채권 대비 주식 투자 비중 갭과 KOSPI(우측) 추이



美 국채 10Y - 기준금리 추이



자료: BoA, IBK투자증권

주: BoA(뱅크오브아메리카)에서 조사한 펀드매니저들의 채권 대비 주식 투자 비중 설문조사



IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
이승훈	이사	총괄/인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com

투자분석부

변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
김인식	연구원	자산배분/ETF	6915-5472	kds4539@ibks.com
김종영	연구원	Quant	6915-5653	ijjub0251@ibks.com
권기중	연구원	Fixed Income	6915-5654	kjoong@ibks.com
우지연	연구원	Global Strategy	6915-5663	dnwldus2170@ibks.com

기간산업분석부

김태현	연구위원	음식료	6915-5658	kith0923@ibks.com
김장원	연구위원	통신서비스/지주	6915-5661	jwkim@ibks.com
이상현	연구위원	자동차/기계	6915-5662	coolcat.auto@ibks.com
이동욱	연구위원	화학/정유	6915-5671	treestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통	6915-5672	rockrole@ibks.com

혁신기업분석부

이건재	연구위원	IT/소재/부품/장비	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
김운호	연구위원	IT/반도체/디스플레이	6915-5656	unokim88@ibks.com
이선경	연구위원	제약/바이오	6915-5655	seonkyoung.lee@ibks.com
채윤석	연구위원	스몰캡	6915-5474	Chaeyunseok87@ibks.com
이현욱	연구원	2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com

“국민과 중소기업에 필요한 참 좋은 IBK투자증권”



서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11
대표번호 02-6915-5000
고객만족팀 1588-0030, 1544-0050

영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 역삼	02) 556-4999
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
부산센터	051) 805-2900	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
대구센터/IBK WM센터 대구	053) 752-3535	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 강남	02) 2057-9300	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900		

본 조사분석자료는 고객의 투자를 돕기 위한 정보제공의 목적으로 작성되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권산권은 당사에 귀속되며, 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다.