

**Weekly  
Issue**  
**2023.09.18**

# Daishin's View

매크로팀  
투자전략팀  
글로벌전략팀



# Contents

## **Asset View & Strategy** ►3p

[Macro] 유로존의 에너지 위기는 해결되었을까?

[투자전략] Go? Stop? 9월 FOMC 시나리오 분석 & 투자전략

[글로벌전략] 9월 위기설, 신흥국편: 3가지 키워드(달러, 중국, 유가)

[해외채권] 추가 인상 부담 < 인하 기대 약화

[Earnings] 부재한 실적 모멘텀 속 건설과 지주

## **Appendix** ►20p

1. 경제/원자재 전망 요약표

2. 주간 주요 증시일정

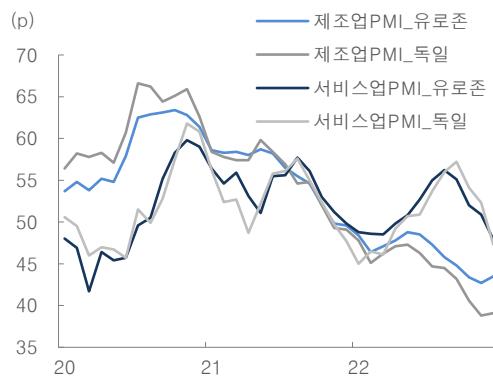
# Asset View & Strategy

## 유로존의 에너지 위기는 해결되었을까?

Economist 이다은 daeun.lee@daishin.com

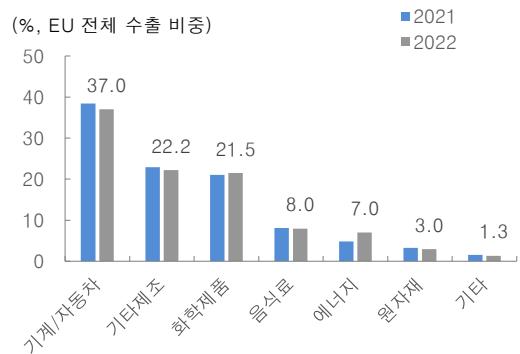
- 올해 초 유로존 경기의 반등 이후 시장에서는 유로존 경기 회복에 대한 기대가 높았다. 하지만 2분기 이후 유로존 경기는 다시 악화된 가운데 3분기에는 약세가 더욱 심화되었다. 9월 중 유럽 집행위원회(EC)와 ECB는 당분간 유럽의 경제 활동 둔화가 지속될 것으로 예상되는 가운데 유로존 최대 경제국인 독일의 침체를 우려하며 올해와 내년 경제 전망치를 모두 하향 조정하였다.
- 유로존 경기가 계속 부진한 이유에 대해 글로벌 수요 둔화로 제조업 활동이 오랫동안 부진한 반면, 이연수요가 끝나면서 서비스 활동이 여름 동안 급격하게 둔화된 영향으로 단순하게 볼 수 있다. 하지만 유로존 경제의 특성을 생각해 보면 현재 경기 약세는 장기간 지속될 가능성 이 높으며 다른 국가에 비해 회복세가 약할 가능성이 존재한다. 그리고 이는 우크라이나 사태 이후 유로존 내 에너지원의 변화와 이에 따른 경기 모멘텀이 저하로 예상되었던 결과이다.
- 유로존 국가는 역외 무역보다 역내 무역이 더욱 발달되어 있으며, 그 핵심에는 독일이 있다. 독일이 2000년대 초반 유럽의 병자를 탈피했던 주요 원동력은 러시아의 짠 에너지와 동유럽의 저렴한 인건비였다. 하지만 2021년 우크라이나 사태 이후 빠르게 변화되었다. 독일의 수입 의존도가 가장 높았던 천연가스 기준으로 살펴보면 우크라이나 사태로 천연가스 가격이 상승하면서 러시아 수입 에너지가 차지하는 비중이 64%까지 확대되었으나, 2022년 말에는 0%로 수입이 중단되었다. 러시아의 빙자리는 노르웨이와 미국이 대체하기 시작하였다. 특히 시아와 미국 간 지리적 차이에 따른 운송 비용만 감안하더라도 EU 내 에너지 가격이 얼마나 올랐는지 짐작할 수 있다. 그리고 이는 고스란히 전기 가격에 반영되었다.
- Eurostat에 따르면 유로존과 독일의 전기 가격은 주택용은 약 1.6~1.8배, 비주택용은 2.0~2.4배 증가하였다. 가계들의 소비도 부담이 되고 있지만, 특히 비주택용 전기 가격 상승세가 두드러지면서 비용에 민감한 제조업체 생산에 타격을 주었다. 앞으로 전력 가격이 현저하게 하락하지 않는 한 독일의 생산량은 계속 침체될 가능성이 높다. 더군다나 EU의 주요 수출 품목은 기계/자동차, 화학제품 등 전통 제조업 기반이기 때문에 IT 부품 등의 기술을 통한 차별화가 통하지 않는다.
- 결론적으로 에너지 가격의 상승은 전반적인 비용 상승과 동시에 경제 활동 위축을 야기하기 때문에 최근 유로존 경기가 물가는 다른 국가대비 높은 가운데 부진한 기간이 장기화되고 있음을 설명할 수 있다. 따라서 향후 글로벌 경기 반등 시기에도 유로존 경기 개선은 타국가에 미치지 못할 가능성이 높다고 판단한다.

그림 1. 유로존 제조업 및 서비스업 PMI



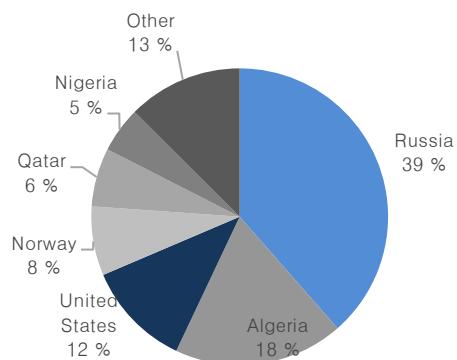
자료: Markit, 대신증권 Research Center

그림 2. 품목별 EU 전체 수출에서 차지하는 비중



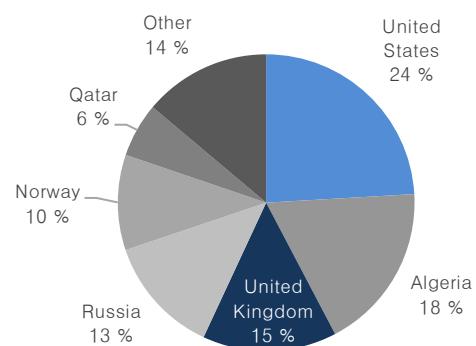
자료: Eurostat, 대신증권 Research Center

그림 3. Q2.21 EU의 천연가스 주요 수입원



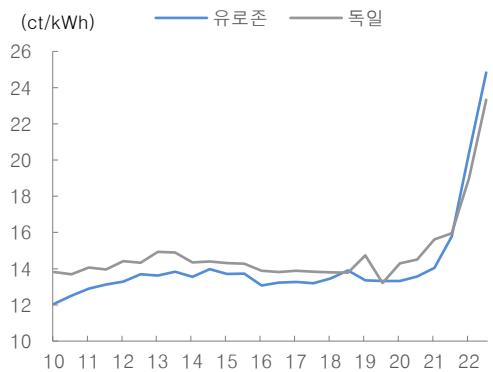
자료: Eurostat, 대신증권 Research Center

그림 4. Q2.23 EU의 천연가스 주요 수입원



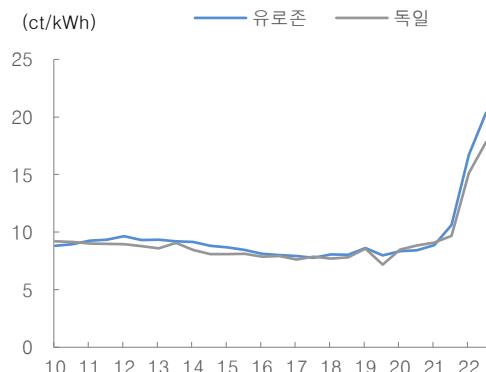
자료: Eurostat, 대신증권 Research Center

그림 5. 유로존 및 독일 주택용 전력 가격



자료: Markit, 대신증권 Research Center

그림 6. 유로존 및 독일 비주택용 전력 가격



자료: Federal Reserve, 대신증권 Research Center

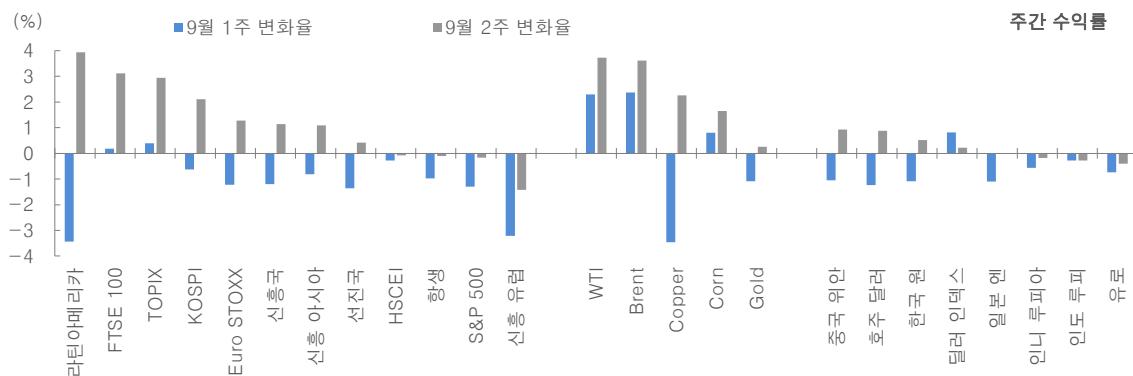
투자전략

Go? Stop? 9월 FOMC 시나리오 분석 & 투자전략

Strategist 이경민 kyoungmin.lee@daishin.com

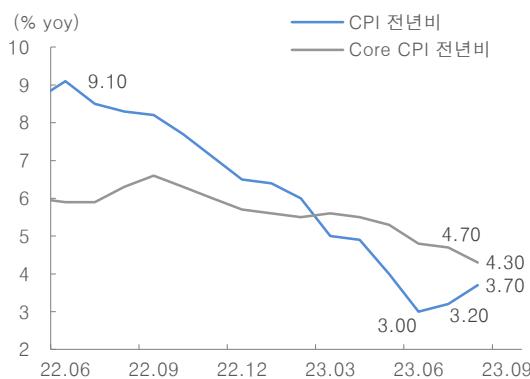
- 글로벌 증시가 신흥국을 중심으로 한 주 만에 분위기 반전에 성공했다. 유가와 달러 상승세가 지속되었음에도 불구하고 미국 8월 CPI 부담 완화, 중국 8월 실물지표 예상치 상회 등이 반전의 동력이었다고 본다.
  - 8월 미국 헤드라인 CPI는 전월 대비 0.6%, 전년 동월 대비 3.7% 상승했다. 2개월 연속 반등세를 이어갔고, 전월대비 상승률은 레벨업되었다. 반면, Core CPI는 전월 대비 0.28%, 전년 대비 4.3% 상승으로 5개월 연속 둔화세를 이어갔다.
  - 미국 CPI가 글로벌 금융시장에 미친 영향력은 제한적이었다. CPI 반등이 유가 영향이었음을 확인하고, Core CPI 둔화세는 지속되면서 증시는 불확실성 완화로 인식되었기 때문이다. 9월 초 유가 급등의 여파로 물가 불안, 금리인상 우려가 증시에 선반영되었다는 점도 CPI 증시 영향력 반감 요인이었다. 휘발유가 7월대비 10.6% 레벨업되었다는 점은 이미 알고 있는 상황이었다. 헤드라인 CPI의 전월대비 상승률 0.63% 중 에너지의 기여가 0.39%였다.
  - 한편, 중국 경제지표는 대체로 예상치를 상회했다. 중국 국가통계국은 15일 8월 소매판매가 4.6%, 산업생산은 4.5%(전년대비) 증가했다고 발표했다. 이는 예상치(소매판매 3%, 산업생산 3.9%)를 크게 상회한 결과였다. 중국 정부가 하반기 들어 다양한 내수 진작과 소비 촉진책을 내놓은데 따른 소비심리 회복, 경기 저점통과 가능성을 높였다고 본다.
  - 걱정했던 글로벌 경제지표들은 예상보다 양호하거나, 선반영된 수준을 크게 벗어나지 않았다. 글로벌 증시에 안도감을 주는 결과였다. 그럼에도 불구하고 달러, 채권금리는 여전히 고공행진 중이다. 이번주 9월 FOMC 결과에 따라 글로벌 금융시장의 단기 흐름이 결정될 것이다.

그림 1. 유가, 달려 상승세가 지속되었음에도 불구하고 신흥국 중심으로 증시 반등



자료: Bloomberg 대신증권 Research Center

그림 2. CPI 2 개월 연속 반등. Core CPI 둔화 지속



자료: 미국 노동부, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 3. CPI 전월대비 상승률 13개월만에 최고치

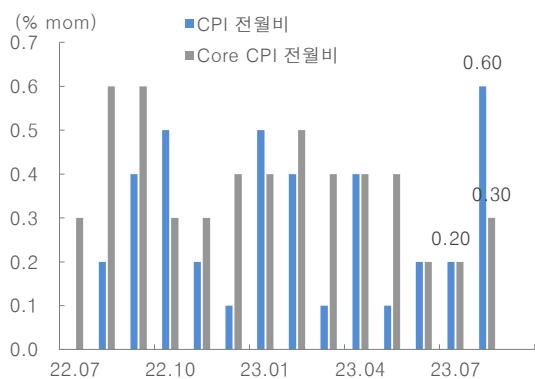
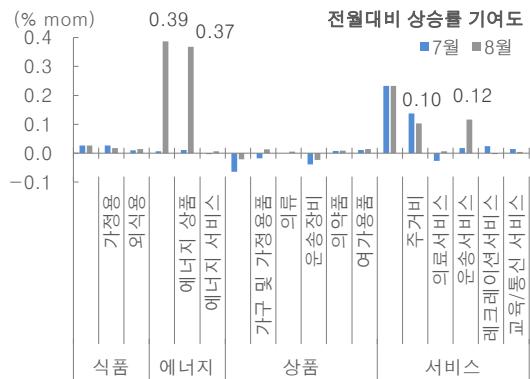


그림 4. 에너지 가격이 CPI 반등을 주도. CPI 전월대비 0.63% 상승, 에너지 0.39%

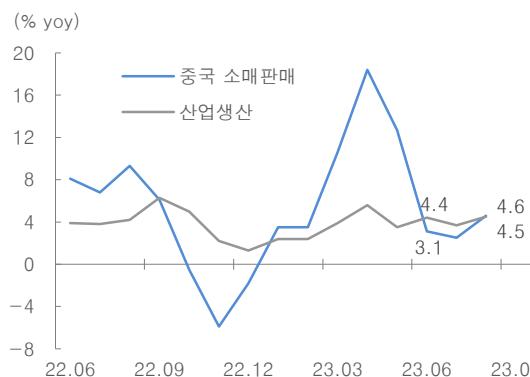


자료: 미국 노동부, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 5. 전년대비 상승률 에너지 마이너스폭 크게 축소. 주거비 둔화 폭 확대는 긍정적

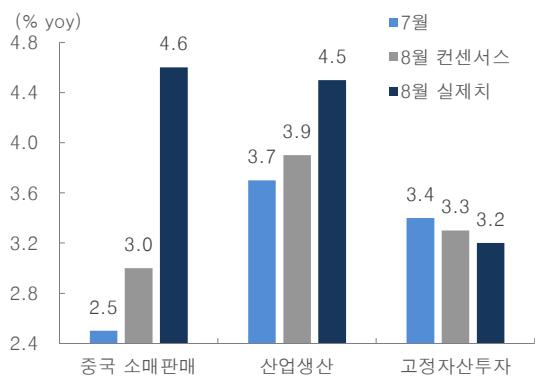


그림 6. 중국 8월 실물지표 반등 성공



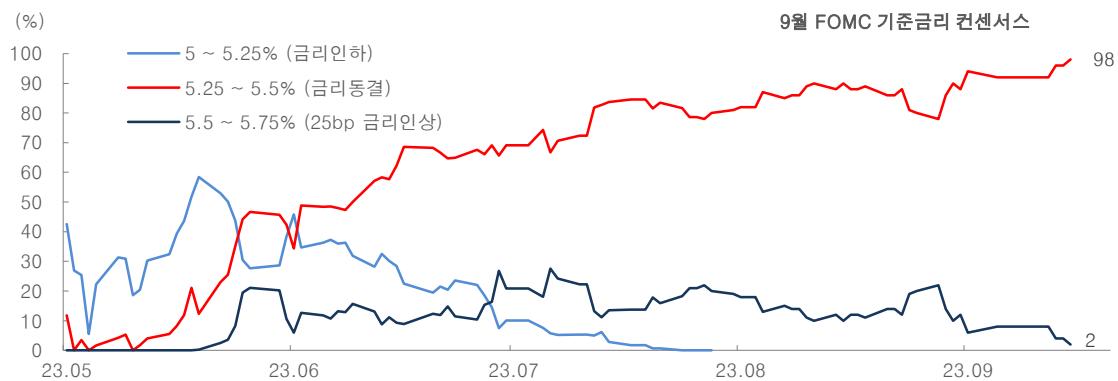
자료: 중국 국가통계국, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 7. 중국 소매판매, 산업생산 예상 큰 폭 상회



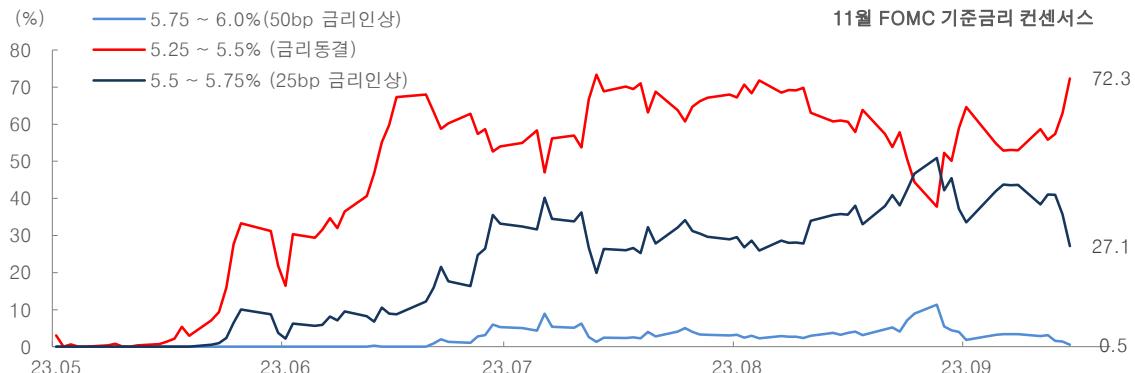
- 9월 FOMC(한국시간 21일 3시)에서 기준금리 결정은 시장 영향력이 제한적일 것이다. 기준금리 동결이 기정사실화된 상황이고, 대부분의 연준 위원들도 금리동결을 언급하고 있다.
- 이에 따라 9월 FOMC에서 중요한 것은 점도표 변화라고 본다. 다행스러운 점은 연준의 스탠스와 시장 기대 간의 괴리가 좁혀졌다는 점이다. 6월 FOMC에서 공개된 23년 점도표는 5.6%이다. 현재 투자자들이 생각하는 23년 점도표는 5.4% 수준이다. 9월 FOMC에서 관건은 연준의 점도표 변화가 얼마나 상향조정될지 여부이다.
- 1) 만약 점도표가 하향조정될 경우 단기적으로 서프라이즈 모멘텀이 유입될 것으로 예상한다. 23년 추가 금리인하 가능성은 소멸되면서 11월, 12월 금리인상 컨센서스는 레벨다운, 금리동결 컨센서스는 레벨업될 수 있다. 다만, 시장에 금리동결 기대감이 60 ~ 70% 반영됨에 따라 단기 서프라이즈 모멘텀 이상을 기대하기는 어려울 수 있다.
- 2) 만약 점도표가 상향조정될 경우 시장의 실망감이 커지는 것은 물론, 추가적인 금리인상으로 인한 금융시스템, 경기 불안에 대한 우려가 증폭될 수 있다. 이 경우 글로벌 금융시장 변동성 확대, 채권금리와 달러 반등, 중시 변동성 확대 가능성을 염두에 두어야 한다.
- 24년, 25년 금리인하 폭도 관건이다.
- 3) 현재 24년 100bp, 25년 120bp를 유지하거나 확대할 경우 멀지않은 시점에 통화정책 전환, 금리인하 가시화될 가능성이 높아짐에 따라 중시에는 우호적일 전망이다. 23년 점도표 변화에 따라 단기 충격이 있더라도 회복력을 기대할 수 있다.
- 4) 반면, 24년, 25년 금리인하 폭이 축소될 경우 금리인하 기대가 후퇴하면서 채권금리, 달러 상승압력 확대, 주식시장 변동성을 자극할 수 있다.
- 23년 추가 금리인상 여부 뿐만 아니라 다가오는 24년 통화정책 스탠스를 가늠할 수 있는 9월 FOMC라고 본다.

그림 8. 9월 FOMC 금리동결은 기정사실화된 상황. 금리동결 확률 98%. 깜짝 금리인상시 단기 충격 불가피



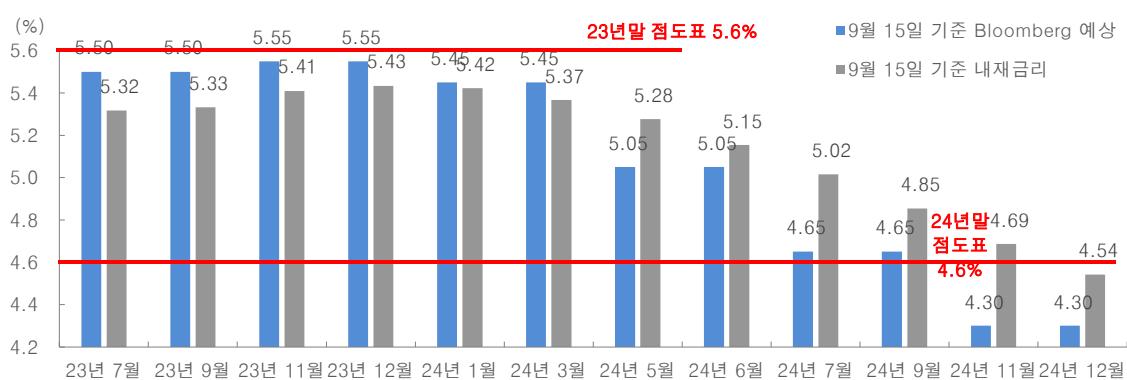
자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

그림 9. 투자자들의 1차 관심은 추가 금리인상 여부. 11 월 FOMC 금리동결 확률 70%를 넘어서  
23년 점도표 유지시 단기 서프라이즈 모멘텀, 안도감 강화는 가능하겠지만...



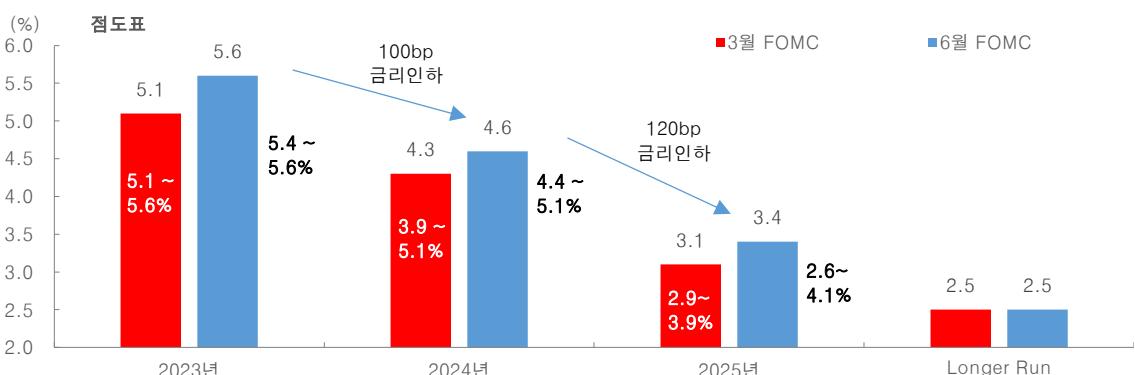
자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

그림 10. 연준 점도표, 이코노미스트 기준금리 전망과 시장 컨센서스 간의 괴리는 크게 좁혀진 상황  
관건은 24년 금리인하 속도와 강도. 24년 금리인하 폭(현재 100bp) 축소시 금리인하 기대 후퇴 불가피



자료: Bloomberg WRP, 대신증권 Research Center

그림 11. 6 월 FOMC 기준 24년 100bp, 25년 120bp 금리인하 시사. 23년 추가 금리인상은 물론,  
24년, 25년 금리인하 폭도 중요. 금리인하 폭 축소시 고금리 장기화 우려 유입될 수 있을 것



자료: FED, 대신증권 Research Center

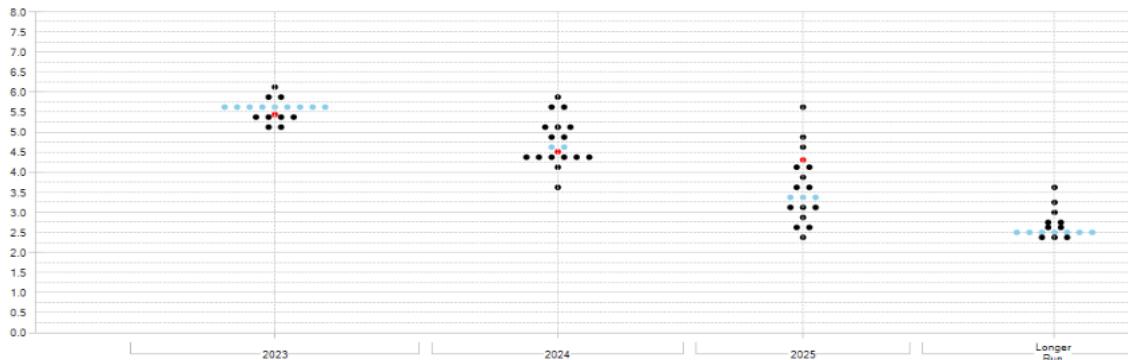
- 23년 점도표가 5.6%로 유지될 경우 확인해야 할 것은 점도표 분포이다. 6월 FOMC에서 23년 동결 의견을 표시한 연준위원은 전체 18명 중 6명에 불과했다. 9월 FOMC에서 중간값은 유지되더라도 연내 동결 의견이 8~9명으로 증가할 경우, 시장은 이를 우호적으로 해석할 것으로 예상한다. 반면, 동결 의견이 거의 변화가 없거나 증가할 경우 매파적으로 인지할 가능성 이 높다.
- 필자는 이번 9월 FOMC가 시장의 우려보다는 다소 완화적인 스탠스를 보일 것으로 예상한다. 연준 지도부(파월, 윌리엄스 등)와 올해 투표권을 보유한 위원들의 최근 발언을 종합하면, 동결 의견이 6월보다 증가할 가능성이 높기 때문이다. 9월 베이지 북에서도 1) 여행/레저에 대한 수요가 마지막 단계에 진입했고, 2) 여타 소비영역의 둔화 추세가 지속되고 있다고 언급했고, 3) 몇몇 지역에서는 초과저축이 소진되면서, 소비활동의 대출의존도가 높아지고 있다고 평가했다. 전반적인 소비/경기 둔화 가능성은 시사하고 있다. 4) 임금 압력이 하반기에는 달라질 (둔화) 것이며, 5) 대부분 지역에서 전반적인 인플레이션이 둔화되었다고 언급했다. 임금, 인플레이션에 대한 평가 또한 이전보다 완화되었음을 확인할 수 있다.
- 따라서 9월 FOMC의 핵심 이슈는 향후 “How long(동결 유지기간)”으로 전환될 전망이다. 이번 FOMC에서 24년 금리인하 폭이 축소될 경우 연내 금리동결이 시장에 미치는 영향력은 제한적일 수 밖에 없다고 본다.

**그림 12. 주요 연준위원들의 발언. 다소 완화된 스탠스로 고금리 지속 여부에 주목**

연준 위원	성향	지역	일자	코멘트 요약
제롬 파월	매파	의장	8월	인플레이션이 2%로 낮아질때까지 제한적인 수준에서 금리를 유지할 계획.
			25일	인플레이션이 노동시장에 더욱 민감해지고 있다는 증거
로라타 메스터	매파	클리블랜드	9월	향후 정책 결정은 위험 관리에 관한 것이 될 것. 현재 정책적 문제는 금리가 충분히
			4일	제한적인지 여부. 인플레이션 여전히 높지만, 가격 압력 낮추는데 진정
크리스토퍼 월러	매파	이사	9월	최근 데이터는 연준이 다음 금리결정을 내리기 전에 여유 공간을 제공
			5일	실업률 상승 놀라운 일 아니야. 연준 금리인상 여부는 데이터가 좌우할 것
수잔 콜린스	중도	보스턴	9월	초과 수요가 인플레이션을 이끄는 주요 원인. 현 단계에서는 인내심과 전체적인
			6일	데이터 의존성 필요. 향후 몇 달간 어느정도의 경기 둔화 예상
존 윌리엄스	중도	뉴욕	9월	실업률이 내년 4% 초반까지 상승할 것으로 예상. 예상보다 강한 성장의 위험이
			7일	있다고 봄. 다만 경제가 올바른 방향으로 움직이고 있다고 생각
로리 K 로건	중도	댈러스	9월	9월 금리인상을 생략하는 것이 적절할 수 있지만, 금리인상 중단을 위미하지 않아
			7일	과소 - 과잉 긴축 간 위험을 비교하면서 점진적으로 진행해야 함
오스tan 굴스비	비둘기	시카고	9월	금리가 얼마나 높아야 하는지가 아니라 금리가 얼마나 오랫동안 높은 상태를
			7일	유지해야하는지에 대한 논의로 빠르게 접근. 인플레이션 수준 높아

자료: 주요 인문, 대신증권 Research Center

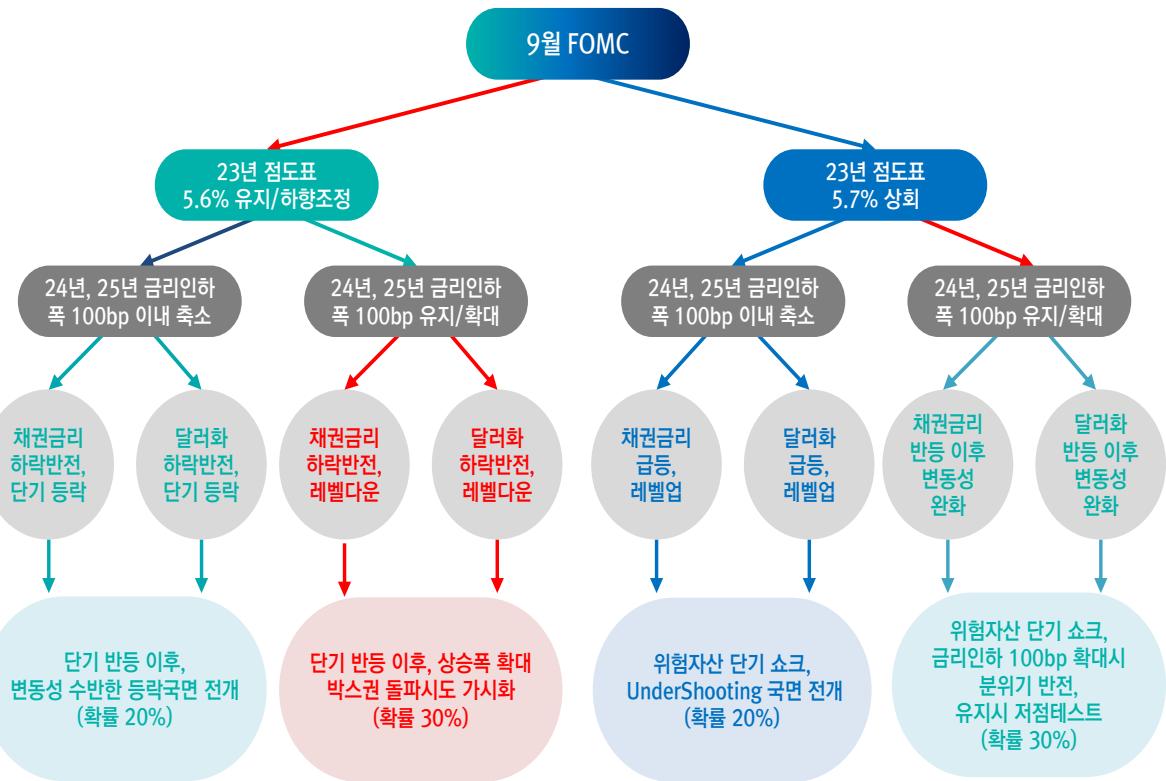
그림 13. 점도표 분포도 중요한 변수. 금리동결 연준위원 수가 6 명(6 월 FOMC)에서 증가 할 경우 23 년 점도표 5.6%로 유지되더라도 시장에서는 우호적으로 해석할 수 있을 것



자료: FED, 대신증권 Research Center

그림 14. 1) 23 년 점도표 상향조정 & 24 년, 25 년 금리인하 폭 유지시 증시 영향력 제한적. 등락 이후 반등시도

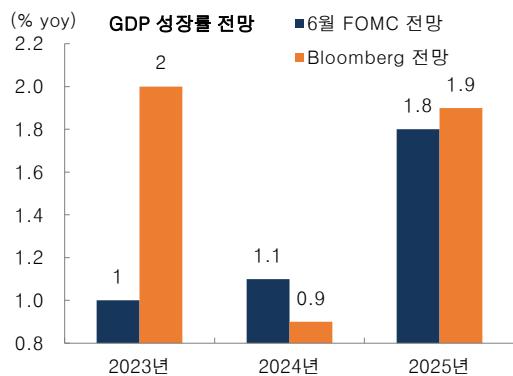
- 2) 23 년 점도표 상향조정 & 24년, 25년 금리인하 폭 축소시 증시 단기 충격 불가피
- 3) 23 년 점도표 하향조정시 단기 반등탄력 강화. 이후 반등강도는 24년, 25년 금리인하 폭이 중요



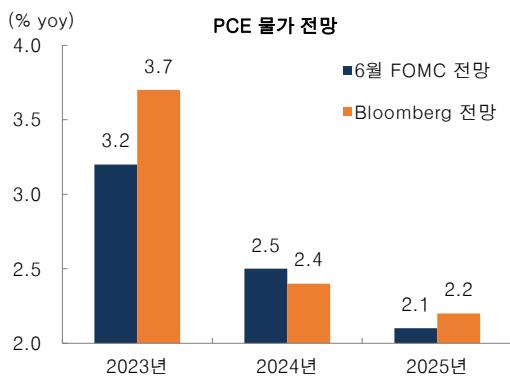
자료: 대신증권 Research Center

- 9월 FOMC 점도표 변화에 따라 글로벌 금융시장의 단기 등락은 불가피할 것이다. 하지만, 추세적인 흐름에 미치는 영향은 제한적일 전망이다. 1) 금리인상 사이클이 며지않아 종료될 것임을 충분히 인지하고 있는 상황이고, 2) 추가 금리인상, 또는 고금리 지속의 이유에 경기변수가 유입되었기 때문이다. 즉, 높은 임금상승률은 고용지표의 호조가 반영되어 있고, 서비스 물가 경직성에는 여전히 견고한 서비스 경기가 근본적인 이유이다. 통화정책이 글로벌 금융시장에 미치는 부정적 영향은 약해졌다고 판단한다.
- 특히, 9월 FOMC에서는 23년 경제성장을 전망이 큰 폭으로 상향조정될 가능성성이 높다. 연준이 6월에 제시한 23년 GDP 성장을 전망은 1%이다. 현재 23년 미국 GDP 성장률의 블룸버그 컨센서스는 2%에 달한다. 괴리가 큰 상황이다. 24년 GDP 성장을 하향조정을 감안하더라도 강한 미국 경기를 재확인 할 수 있을 것이다.
- 물가 전망의 경우 23년 전망은 소폭 상향될 소지가 있으나 그 폭은 제한적일 것이다. 24년 물가 전망 하향, 24년 금리 인하폭 유지/확대 시나리오 전개될 경우 중시에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.
- 헌편, 22일 9월 BOJ 통화정책회의도 확인하고 넘어가야 할 변수이다. 우에다 총재가 9일 요미우리신문과 인터뷰에서 “2%의 물가 목표 달성이 가능하다고 판단되면 마이너스 금리 정책을 해제하는 것도 선택지 중 하나”라고 밝히면서 글로벌 통화정책, 외환시장에 중요 변수 중 하나로 부상했기 때문이다.
- 9월 BOJ 통화정책 회의에서는 별다른 정책 변화가 없을 것이다. 9월 통화정책 성명서나 BOJ 총재 발언에서 마이너스 금리 해제 시점에 대한 언급이 있을지 관건이다. 지속적인 물가 상승과 엔저 장기화로 인한 물가 상승압력 확대로 통화정책 종료 시점이 빨라질 가능성이 높아지고 있다. BOJ까지 통화완화 기조를 중단하면 엔화 강세, 달러 약세 압력이 확대될 것이다.

**그림 15. 9 월 FOMC 에서 23 년 GDP 성장을 큰 폭 상향조정될 것**



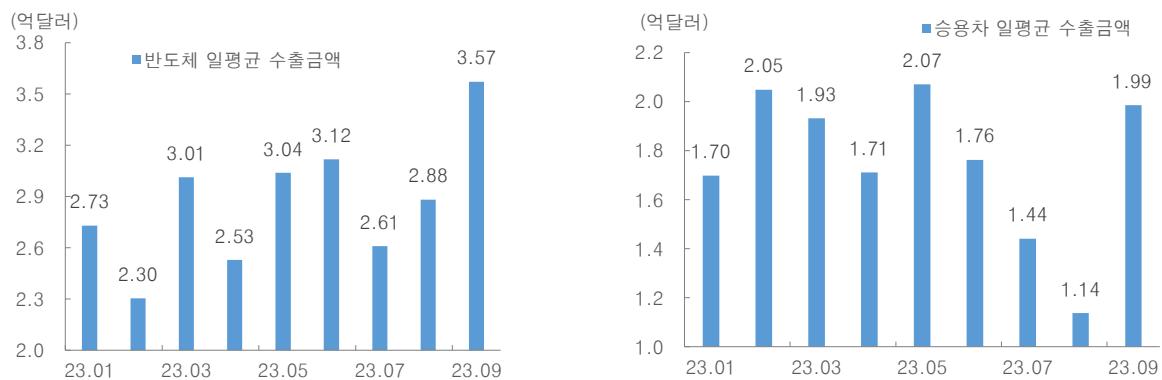
**그림 16. PCE 물가전망은 소폭 상향조정될 수 있지만, 24 년 물가 전망이 더 중요**



자료: FED, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 지난주 KOSPI는 장 중 2,530선 초반에서 분위기 반전은 물론, 2,600선 회복에 성공했다. 저점 대비 반등폭(78p)의 50% 되돌림 수준인 2,520선대 지지력 확인했다고 생각한다. 이번주 9월 FOMC 전후 단기 변동성이 유입될 경우 KOSPI 2,520 ~ 2,530선 지지력 확보 여부를 확인하는 한편, 비중확대 기회로 활용할 필요가 있다.
- 통화정책 변수가 증시에 미치는 영향력이 약해지는 가운데 추가 금리인상에 따른 충격이 있더라도 금리인상 사이클 재개가 아닌 금리인상 사이클 종료로 인지할 수 있고, Core 물가 안정이 지속되는 가운데 23년 경기에 대한 자신감이 커질 수 있기 때문이다.
- 미국발 중요 이벤트/이슈를 지나간 이후에는 오히려 중국 변수에 주목한다. 중국 디플레이션 탈출, 경기회복 기대 속에 정부 정책효과와 국경절 수요 확대 등이 가시화될 전망이다.
- KOSPI 추가적인 상승국면에서는 실적 전망 상향조정과 외국인 수급 개선이 맞물리고 있는 반도체, 자동차, 기계 업종에 대한 관심을 유지한다. 10일까지 반도체 수출 금액은 연중 최고치를 경신했다. 우려했던 자동차, 미국 수출 금액도 반등에 성공했다.
- 다만, 9월 FOMC에서 시장에 우호적인 결과가 나오면서 급반등이 전개될 경우에는 추격매수는 자제할 필요가 있다. KOSPI 2,650선 저항이 만만치 않을 수 있기 때문이다. KOSPI 2,650 선은 연중 고점권이자 확정실적 기준 PBR 0.96배(23년 평균)가 위치한 지수대이다. 12개월 선 행 PER 11.3배(23년 평균의 -1표준편차)도 2,690선에 위치해있다. 3분기 실적에 대한 눈높이 조정 과정을 감안할 때 단기간에 밸류에이션 레벨업을 기대하기는 어렵다는 판단이다.
- 그동안 언급해왔듯이 조정시 매수전략을 유지한다. KOSPI 2,550선 전후에서 비중확대는 유효하지만, 2,650선에 근접할수록 추격매수는 자제하고, 순환매 대응에 집중할 필요가 있다. 만약 9월 중 KOSPI가 2,650선에 근접할 경우 순환매 차원에서 중국 소비주(호텔, 카지노, 면세점)에 관심을 가져볼 필요가 있다.

그림 17. 9월 10일까지 수출 일평균 금액. 반도체는 연중 최고치 경신, 승용차는 연중 최고치 근접



자료: 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

## 글로벌 전략

## 9월 위기설, 신흥국편: 3가지 키워드(달러, 중국, 유가)

Global Strategist 문남중 namjoong.moon@daishin.com

- 9월 신흥국의 위화감을 조성하고 있는 3가지 변수는 달러, 중국, 유가이다. 달러는 7월 중순 이후 강세로 돌아선 후 지난해 10월 고점을 넘나들고 있는 미국채 10년물 금리 영향으로 올해 고점(105.6p)을 눈앞에 두고 있다. 중국은 8월 부동산 위기에서 시작된 경제 심리 불안이 연이은 대책(LPR, 인지세, 외화 지준율 등)에도 불구하고, 여전히 불안의 한 축에 놓여 있다. 유가는 전 세계 경기 개선, OPCE+ 감산 유지 등을 이유로 9월 들어 올해 고점(84.4달러)을 넘어서며 90달러 선에 육박하고 있다.
- 9월 FOMC(현지 시각 19~20일) 결과는 달러, 중국, 유가가 더 이상 신흥국 불안을 높이는 요인으로 되지 않을 것임을 시사해 주며, 위험 자산 선호 심리를 높이는 변곡점이 될 것이다.
- 우선 달러는 9월 FOMC가 금리 인상 사이클 중단이 공식화되는 시점이라는 점에서 하락 반전을 예상한다. 올해 5월 이후, (+)실질정책금리와 금융여건지수를 통해 연준이 금리 인상 중단을 할 투자환경이 마련된 점과 지난해 9월 이후 중립금리(2.5%)를 상회하는 정책금리(현 5.25~5.50%)가 이어지면서 경기 수축이라는 고심을 하게 된 연준이 미국 경기 침체 확률을 높이지 않기 위해서는 9월이 금리 인상 중단의 최적 시점이라는 점이다. CME 패드워치 툴은 9월 금리 동결 확률을 98%, 통화정책 수순은 내년 5월까지 금리 동결 유지, 내년 6월 25bp 금리 인하를 예측하고 있다(9.17일, 01:51:16 CT)
- 중국은 지준율 인하라는 카드를 꺼내들고, 디플레이션 우려를 낮추는 경제지표 결과로 점차 경제심리 불안이 진정되고 중시 변동성도 축소될 것이다. 8월 비구이위안의 디폴트 우려로 시작된 중국 부동산 위기는 당사자인 비구이위안이 9월 들어 채권 만기상환 연장과 이자 유예기간 만료 전 이자 지급 등을 통해 위기 모면을 보여주고 있다. 부동산 개발업체의 위기가 금융권 전체로 확산되는 것을 막기 위해 8월 중순부터 1년 LPR 인하, 인지세 인하, 외화 지준율 인하를 단행했고, 14일 지준율 인하(0.25%p ↓, 7.4%)를 올해 두 번째로 단행했다. 이번 지준율 인하가 5000억 위안의 중장기 유동성 공급 효과를 가져오면서, 은행권의 실물 경제 지원 강도 강화, 위안화 절상을 유도할 것이다(최근 8번의 지준율 인하 후, 위안화 절상 흐름 5번 확인). 또한, 8월 CPI(0.1% YoY 이하)가 한달만에 (+)전환하고 8월 PPI(3.0%)는 전월대비 낙폭을 줄여 디플레이션 우려에서 한 걸음 벗어난 것도 긍정적 요인이다.
- 유가는 OPEC+의 감산 연장이 공급난을 부추기며 유가상승의 이유가 되고 있지만, 이벤트 효과가 해소되고 겨울철 난방 수요가 회자될 11~12월 전까지는 하방 압력이 다시 높아질 것이다. 올해 연고점을 넘어서는 유가 흐름이 유가가 더 올라갈 요인들(9.12일 OPEC 올해 전 세계 원유 수요 전년대비 2% 증가한 일평균 1억 206만 배럴 예상, 9.23일 항저우 아시안 게임, 9.29~10.8일 중추절과 국경절 황금연휴 등 중국 원유 수요 증가 등)을 찾게 되는 심리적 요인이 되고 있다는 점이다. 현 유가에 동 요인들이 선반영됐다고 가정시 하락 반전을 기대케 한다.

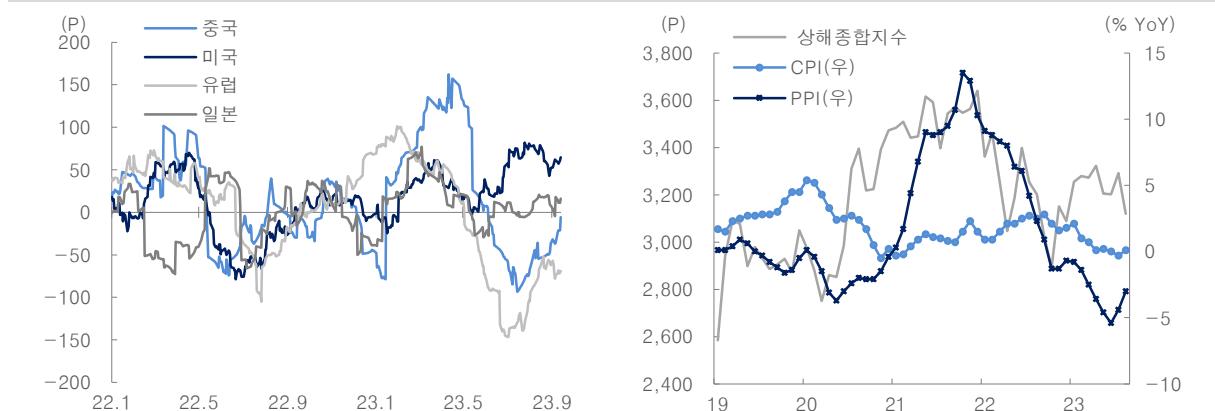
표. CME 패드워치 툴, 금리 인상 확률. 올해 9월 금리 인상 중단, 내년 6월 금리 인하 기대

FOMC	350~375	375~400	400~425	425~450	450~475	475~500	500~525	525~550	550~575	575~600
9.20			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	98.0	2.0	0.0
11.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	72.3	27.1	0.5
12.13	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	60.8	34.4	4.8
24.1.31	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.8	59.1	32.5	4.5
3.20	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8	15.9	53.3	26.4	3.5
5.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	6.1	28.9	43.9	18.4	2.3
6.19	0.0	0.0	0.0	0.1	3.1	17.4	36.3	31.3	10.5	1.2
7.31	0.0	0.0	0.1	1.9	11.4	28.3	33.4	19.3	5.1	0.5
9.25	0.0	0.1	1.3	8.3	22.9	31.8	23.8	9.6	2.0	0.2
11.6	0.0	0.8	5.6	17.2	28.3	26.9	15.2	5.0	0.9	0.1
12.18	0.6	4.3	14.1	25.3	27.3	18.3	7.7	2.0	0.3	0.0

기준일: 23. 9. 17 02:40:43 CT

자료: CME, 대신증권 Research Center

그림 1. 중국, Citi 경기 서프라이즈 지수 개선(좌)과 디플레이션에서 다시 멀어지고 있는 CPI/PPI 지수(우)



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. WTI와 권역별(DM, EM) 증시 흐름. 9월 들어 직전 고점(84달러)을 상회하기 시작한 WTI



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

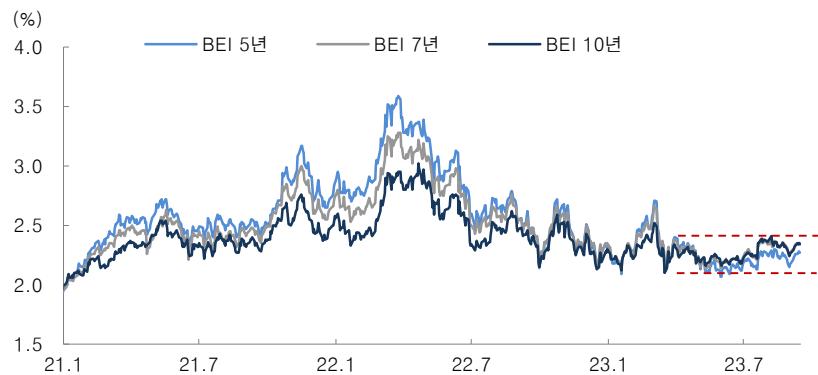
## 해외채권

## 추가 인상 부담 &lt; 인하 기대 약화

Economist &amp; Fixed Income Strategist 공동학 동학 dongrak.kong@daishin.com

- 지난 8월 이후 꾸준히 상승한 미국의 시중금리 동향에 대해 당사는 통화정책 관점에서는 추가적인 기준금리 인상에 대한 부담보다는 당장 인하 기대가 구현되기 어렵다는 실망감, 장기물 중심의 국채 발행 물량 부담 등을 근거로 다소 과도한 상승이라는 입장을 밝힌 바 있다. 이후 시중금리는 4.3%(TB 10년 기준)을 전후로 등락을 거듭하고 방향성을 모색하고 있다.
- 9월 FOMC를 앞둔 현 시점에서도 당사의 이와 같은 견해는 여전히 유효하며, 이번 회의에서 기준금리 동결과 지난 7월 금리 인상이 이번 기준금리 인상 사이클의 마지막이라는 인식이 확 인될 경우 크든 작든 인하 기대가 다시 불거질 수 있다는 견해다.
- 그렇다면 앞서 언급한 추가적인 기준금리 인상 기대보다는 인하 기대가 무산된 것이 최근 금리 동향에 더 크게 작용했다는 근거는 무엇일까? 필자는 시장금리의 동향을 실질금리와 기대 인플레이션으로 분해하는 방식을 통해 통화정책과 관련된 이슈들 가운데 어떤 힘이 더 크게 금리 움직임에 영향을 미치고 있는지에 대해 밝히고자 한다.
- 해당 방식은 다음과 같다.흔히 시중금리 동향으로 불리는 명목금리의 변화를 물가연동국채의 금리인 실질금리와 명목금리에서 실질금리를 차감한 값인 기대 인플레이션(BEI: Break Even Inflation)으로 분리하는 것이다. 여기서 실질금리는 문자 그대로 실질적인 금리인 만큼 통화당국의 경기 여건에 대한 대응의 Proxy로, BEI는 물가 대응의 Proxy와 각각 설정했다.
- 주요 장기금리들을 실제 이와 같은 방식으로 분리한 결과 지난 8월 이후 최근까지 미국의 명목 금리는 BEI의 동향보다는 실질금리 동향에 매우 민감하게 반영된 것을 확인할 수 있다. 아울러 실제 BEI의 시계열 추이를 확인하더라도 해당 지표는 제한적인 범주에서 소폭 등락을 거듭하는데 그쳤다. 전체적인 금리 움직임에 비해 BEI의 영향력이 크지 않았다는 의미다.
- 필자는 이처럼 BEI가 매우 제한적인 범위에서 등락 중이란 의미를 채권시장에서 통화당국의 물가 대응 및 기준금리 인상에 대한 의지가 과거에 비해 크게 약화되고 있다고 평가하고자 한다(실제 당국의 의지는 정확히 알 수 없지만 적어도 시장은 그렇게 인식하고 있다는 의미). 반면 이번 명목금리 상승을 주도한 실질금리 상승은 그만큼 경기 하강이나 침체에 대한 우려가 줄어들면서 인하 기대가 당장 채권시장에서 설자리를 잃은 상황을 반영하고 있다는 판단이다.
- 시중금리(특히 장기금리)는 통화당국의 기준금리 결정을 놓고 인상, 동결, 인하 전망에 대한 비중 변화를 통해 동향이 결정된다. 따라서 현 시점에서 기준금리 인하 기대가 급속하게 약화됐다는 것은 채권시장의 통화정책 전망에 대한 균형이 어느 한 쪽으로 쏠렸다는 의미를 시사하며, 이에 대한 적절한 조정 만으로도 시중금리는 하향 안정화 시도가 가능할 것으로 보인다. 당장 9월 FOMC가 단기적으로 그 트리거가 될 수 있다는 견해다.

그림 1. 기대 인플레이션(BEI) 추이: 최근 제한적인 등락 국면



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. TB 10년 금리와 실질금리 10년



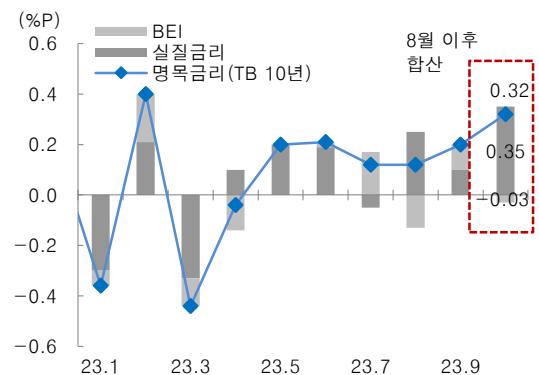
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 3. TB 10년 금리와 BEI



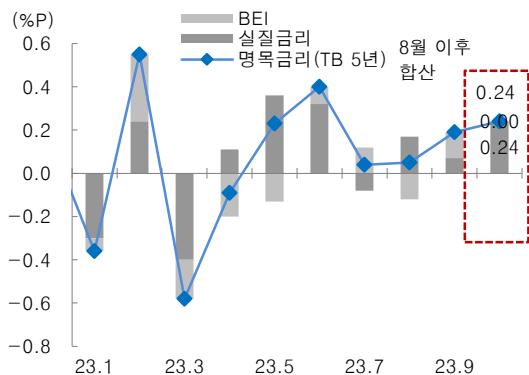
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 4. TB 10년 금리 월간 변동 요인 분해



자료: 미 재무부, 대신증권 Research Center

그림 5. TB 5년 금리 월간 변동 요인 분해



자료: 미 재무부, 대신증권 Research Center

## Earnings

## 부재한 실적 모멘텀 속 건설과 지주

Quant Strategist 조재운 jaeun.jo@daishin.com

- 지난 한 주간 KOSPI 12개월 선행 순이익 컨센서스는 전주대비 상향(0.7%)됐으며 월간 기준으로 3.0% 상향됐다. 2023년, 2024년 컨센서스 각각 -0.4%, -0.3% 하향됐지만 2024년 /2023년 캡(78.7%)으로 12개월 선행 컨센서스는 상향됐다. 건설/건축, 에너지, 상사/자본재가 상향됐으며 반도체, 화학, IT하드웨어, 운송, 보험은 하향을 주도했다.
- 실질적으로 순이익 컨센서스가 상향된 섹터는 건설/건축, 에너지, 상사/자본재다. 상사/자본재는 지주사인 CJ(21.1%), LG(0.4%)가 상향을 견인했다. 에너지는 지난주에 이어 정유사인 SK이노베이션(1.8%), S-Oil(0.4%)과 지주사 HD현대(1.0%)가 상향됐다. 건설/건축은 KCC(14.5%)가 상향을 견인했으며 GS건설(1.2%), DL이엔씨(0.5%) 등도 상향됐다.
- 반면 하향률이 커진 섹터인 보험은 지주사인 한화(-16.3%)가 하향을 주도했지만 보험사 DB손해보험은 1.2% 상향됐다. 운송에서는 HMM, 진에어 등 항공, 해운 모두가 하향됐다.

표 1. KOSPI 업종별 12개월 선행 순이익 컨센서스 변화

	업종	12개월 선행 순이익 컨센서스 변화(%)			연간 순이익 증가율(%)		분기 순이익 증가율(y-y, %)	
		현재 (십억원)	주간		2022	2023	1Q23	2Q23
			주간	월간				
	KOSPI	133,761	0.7	3.0	-19.4	-18.8	9.5	33.6
주간 Top 5	유틸리티	-114	60.0	64.9	적지(-482.1)	적지(73.6)	흑전(109.8)	적지(90.5)
	디스플레이	-716	6.4	15.8	적전(-358.9)	적지(18.0)	적지(35.1)	흑전(106.0)
	반도체	27,708	2.5	9.9	16.9	-95.4	-89.2	-84.4
	조선	1,825	2.4	1.3	적지(41.2)	흑전(110.4)	흑전(143.3)	흑전(131.4)
	에너지	5,553	1.0	6.2	110.7	-54.7	823.5	흑전(434.0)
주간 Bottom 5	보험	4,244	-4.8	1.4	0.3	55.5	42.9	40.6
	운송	4,645	-2.5	0.2	91.2	-65.4	-62.2	-51.6
	IT 하드웨어	1,944	-1.7	0.6	23.7	-40.0	-33.3	64.2
	자동차	17,666	0.0	0.4	22.7	59.9	117.8	51.6
	건설,건축관련	2,841	0.0	1.0	-13.0	11.1	7.2	245.2

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

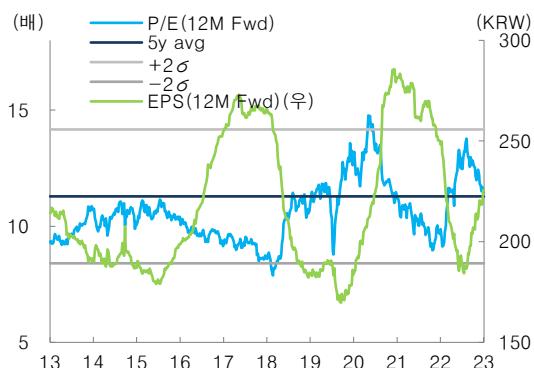
표 2. KOSPI200 종목별 12개월 선행 순이익 컨센서스 변화

	기업명	업종	12개월 선행 순이익 컨센서스 변화(%)			연간 순이익 증가율(%)		분기 순이익 증가율(y-y, %)	
			현재 (십억원)	주간		2022	2023	1Q23	2Q23
				주간	월간				
주간 Top 5	SK 하이닉스	반도체	1,378.8	25.3	388.0	-76.8	적전(-451.1)	적전(-245.1)	적지(73.1)
	CJ	상사,자본재	289.8	21.1	-13.3	-26.5	-32.0	61.2	흑전(281.6)
	한국전력	유틸리티	-818.2	16.7	45.3	적지(-361.2)	적지(71.9)	흑전(111.2)	적지(87.1)
	대한유화	화학	20.1	12.9	27.3	적전(-199.4)	적지(56.6)	적지(78.0)	흑전(103.5)
	SKC	화학	49.2	9.6	6.0	적전(-131.0)	적지(-59.7)	적지(47.7)	적지(96.7)
주간 Bottom 5	솔루스첨단소재	IT 하드웨어	-1.0	-179.5	-173.1	적전(-195.5)	적지(-108.8)	적지(52.2)	적지(87.1)
	롯데에너지머티리얼즈	IT 하드웨어	53.6	-10.7	-6.3	-30.2	-95.5	-47.2	흑전(275.3)
	HMM	운송	1,076.1	-9.6	-8.9	89.0	-90.0	-91.8	-77.7
	콘텐트리중앙	미디어,교육	-9.6	-8.4	13.1	적지(18.2)	적지(-14.9)	흑전(142.6)	적지(64.7)
	진에어	운송	110.4	-4.7	6.1	적지(63.0)	흑전(389.9)	흑전(206.7)	-69.1

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

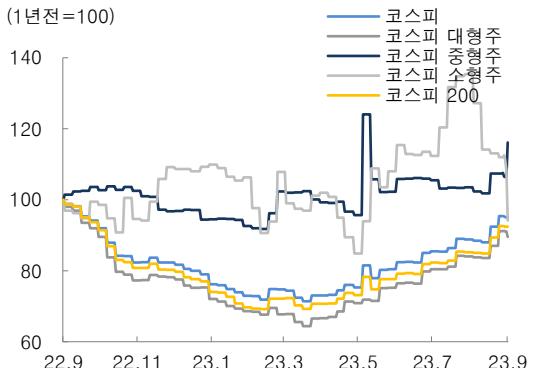
주: 컨센서스 제공 증권사 3개 이상 기업 합산 기준. 금융업종(은행,증권,보험)은 순이익. 그 외 업종은 영업이익 기준

그림 1. KOSPI 밸류에이션



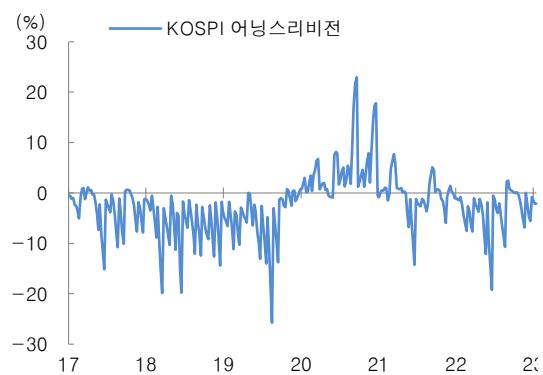
자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

그림 2. KOSPI EPS(12M Fwd) 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

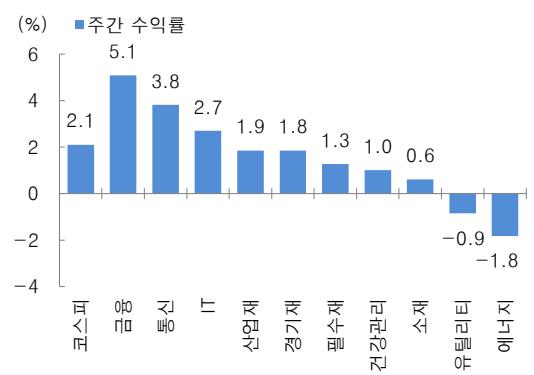
그림 3. KOSPI EPS(FY1) 어닝스리비전



자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

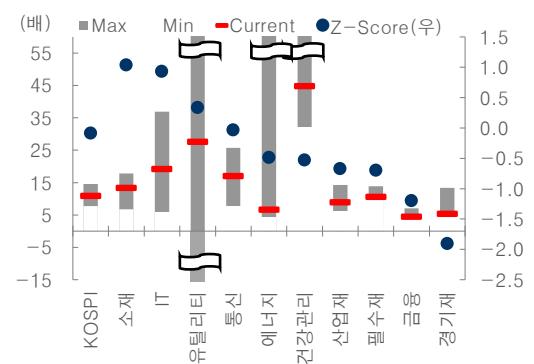
주: 어닝스리비전 = (컨센서스 상승 종목 수 - 하락 종목 수) / 전체

그림 4. KOSPI 업종별 주간 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

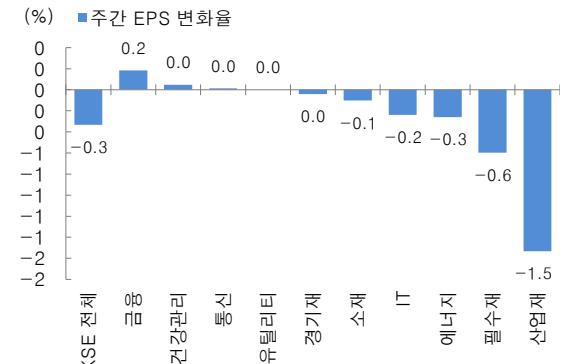
그림 5. KOSPI 업종별 밸류에이션



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 12개월 선행 PER 사용, Z-Score 산출 기간은 5년

그림 6. KOSPI 업종별 EPS(12M Fwd) 변화율



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

# Appendix

## Appendix.1 경제/원자재전망 요약표

### 국내 경제전망 요약표

(단위: %, 전년동기비, 억달러)

구분	2022				2023				2021	2022	2023	2024
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
GDP	3.0	2.9	3.2	1.4	0.9	0.9	1.4	1.4	4.1	2.6	1.3	2.1
민간소비	4.3	3.9	5.7	3.3	4.6	1.5	1.3	2.3	3.7	4.4	2.5	2.0
설비투자	-6.2	-6.6	4.4	6.5	5.9	3.9	-6.0	-6.2	9.0	-0.7	-0.8	5.2
건설투자	-5.5	-3.7	-2.0	-1.8	1.9	2.2	0.1	0.7	-1.6	-3.5	0.4	3.0
수출(통관기준)	18.4	13.0	5.8	-10.0	-12.7	-11.9	-4.0	1.9	25.8	6.1	-6.1	3.6
수입(통관기준)	30.0	23.0	22.6	3.1	-2.2	-13.0	-13.6	-6.4	31.5	18.9	-5.3	1.1
무역수지	-45	-64	-183	-186	-226	-37	8	-42	293	-472	-326	-171
경상수지	149	100	9	41	-46	70	80	-3	852	298	126	281
소비자물가	3.8	5.4	5.9	5.2	4.7	3.2	2.8	2.4	2.5	5.1	3.3	2.1
원/달러 환율(평균)	1,205	1,261	1,340	1,357	1,293	1,315	1,280	1,270	1,144	1,291	1,285	1,200
기준금리	1.25	1.75	2.50	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	1.00	3.25	3.50	2.75
국고 3년(평균)	2.24	3.14	3.45	3.91	3.46	3.38	3.65	3.55	1.39	3.20	3.50	3.15
국고 5년(평균)	2.46	3.33	3.50	3.93	3.44	3.38	3.70	3.60	1.72	3.32	3.55	3.20
국고 10년(평균)	2.66	3.38	3.50	3.89	3.44	3.46	3.75	3.60	2.07	3.37	3.55	3.25

자료: 대신증권 Research Center

주: 실적치 음영표시

### 해외 경제전망 요약표

(단위: %, %연율, %전년동기비)

구분	2022				2023				2021	2022	2023	2024
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
GDP(연율)*	-1.6	-0.6	3.2	2.6	2.0	2.1	-0.6	-1.9	5.9	2.1	1.4	0.8
CPI	8.0	8.70	8.3	7.1	5.8	4.0	3.3	3.6	4.7	8.0	4.2	3.3
미국	기준금리	0.50	1.75	3.25	4.50	5.00	5.25	5.50	5.50	0.25	4.50	5.50
	TB 2년(평균)	1.45	2.71	3.38	4.39	4.36	4.28	4.85	4.65	0.27	2.98	4.55
	TB 10년(평균)	1.95	2.92	3.10	3.82	3.65	3.59	3.95	3.70	1.45	2.95	3.75
중국	GDP	4.8	0.4	3.9	2.9	4.5	6.3	5.6	7.0	8.4	3.0	6.0
	CPI	1.1	2.2	2.7	1.8	1.3	0.1	1.5	1.7	0.9	2.0	1.2
	위안/달러	6.3	6.6	6.9	7.1	6.8	7.0	6.9	6.7	6.5	6.7	6.8
일본	GDP(연율)*	-1.8	4.7	-1.2	0.2	3.7	6.0	-0.4	0.5	2.3	1.0	1.8
	CPI	0.9	2.5	2.9	3.8	3.6	3.3	3.0	2.4	-0.3	2.5	3.1
	엔/달러	116	130	138	141	132	138	127	123	110	131	129
유로존	GDP	0.6	0.9	0.4	-0.1	0.0	0.3	0.7	0.6	5.4	3.5	0.6
	CPI	6.2	8.0	9.3	10.0	8.0	6.2	5.0	3.3	2.6	8.4	5.6
	달러/유로	1.12	1.06	1.01	1.02	1.07	1.09	1.11	1.09	1.14	1.05	1.11

자료: 대신증권 Research Center

주1: 연율 성장률(Annualized growth rate)은 분기 성장률을 연간으로 환산

주2: 실적치 음영표시

주3: 기준금리는 기말 값

주4: 국가별 환율을 수치는 기간 평균

주5: 9월 17일자 Bloomberg 전망치 참조

## 원자재전망 요약표

구분	2022				2023				2020	2021	2022	2023
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
국제유가	95.2	109.0	91.6	83.0	76.2	73.8	77.0	80.0	39.2	68.1	95	78.8
금	1,879	1,873	1,728	1,732	1,889	1,977	1,950	2,000	1,772	1,799	1,802	1,941
은	24.0	22.6	19.2	21.3	22.6	24.2	23.3	23.8	20.6	25.1	21.8	23.4
플래티늄(백금)	1,031	961	888	977	994	1,028	1,005	1,075	887	1,092	964	1,033
팔라듐	2,330	2,091	2,081	1,936	1,570	1,449	1,493	1,440	2,201	2,398	2,109	1,495
구리	9,974	9,536	7,738	8,372	8,940	8,502	8,500	8,500	6,195	9,292	8,807	8,598
알루미늄	3,248	2,905	2,359	2,378	2,437	2,289	2,350	2,400	1,731	2,485	2,714	2,394
니켈	28,065	29,072	22,171	30,048	26,271	22,534	21,825	21,000	13,862	18,452	26,233	22,833
옥수수	672	778	660	668	660	627	583	600	364	582	694	610
소맥	909	1,074	815	809	730	650	650	665	550	702	901	667
대두	1,559	1,684	1,529	1,433	1,510	1,434	1,388	1,375	954	1,375	1,551	1,363

자료: 대신증권 Research Center

주1: WTI는 \$/bbl 기준

주2: 구리, 알루미늄, 니켈은 \$/ton 기준

주3: 금, 은, 플래티늄, 팔라듐은 \$/Oz 기준

주4: 옥수수, 소맥과 대두는 C/bsh 기준

주5: 실적치 을영표시

주6: 전망치 및 실적치는 각 기간 평균가격

주7: 전망치는 Bloomberg 컨센서스 기준

## Appendix.2 주간 주요 증시일정

일자	국가/지역	일정	단위	전기치	예상치
2023-09-19	유로존	8월 소비자물가지수(확정치)	% yoy/% mom	5.3/-0.1	5.3/ 0.6
	유로존	8월 균원 소비자물가지수(확정치)	% yoy/% mom	5.5/-0.1	5.3/ 0.3
	미국	8월 건축승인건수	천건	1,442	1,448
	미국	8월 주택착공건수	천건	1,452	1,440
2023-09-20	한국	8월 생산자물가지수	% yoy	-0.2	-
2023-09-21	미국	9월 FOMC	-	-	-
	미국	9월 필라델피아 연은 제조업지수	Index	12.0	-0.4
	미국	8월 기준주택매매	백만건	4.07	4.10
2023-09-22	유로존	9월 S&P 글로벌 제조업 구매관리자지수	Index	43.5	43.7
	유로존	9월 S&P 글로벌 서비스업 구매관리자지수	Index	47.9	47.5
	유로존	9월 S&P 글로벌 종합 구매관리자지수	Index	46.7	46.0
	미국	9월 S&P 글로벌 제조업 구매관리자지수	Index	47.9	47.9
	미국	9월 S&P 글로벌 서비스업 구매관리자지수	Index	50.5	-
	미국	9월 S&P 글로벌 종합 구매관리자지수	Index	50.2	-

주: 날짜는 한국 기준이며 예상치는 Bloomberg 기준

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

#### 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: Research Center)

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.