

|리서치센터 투자전략팀| 2024년 8월 30일

9월 월간 전망 : 내성과 학습 효과

투자전략/시황 한지영
hedge0301@kiwoom.com

퀀트/자산배분 최재원
cjlw5056@kiwoom.com

키움증권 



Summary

I. 전략: 회복 탄력성

- 8월 말 현재 증시 분위기는 많이 호전됐으나, 여전히 그레이 스완(침체, 엔-캐리, AI 수익성)과 관련된 과제들을 풀어야 한다는 부담이 완전히 가시지 않은 상태
- 하지만 내성이 생기고 있으며, 9월 중 미국의 주요 실물 지표, 9월 FOMC, 미 대선 2차 토론회 등 주요 이벤트를 거치면서 불안의 축은 약해질 것으로 판단
- 연준의 금리인하는 증시에 악재가 되지 않을 것이며, 미국의 침체 역시 현실화될 확률은 크지 않을 것. 또 9배를 하회하고 있는 코스피의 PER 밸류에이션, 외국인의 한국 증시에 대한 순매수 포지션 유지 등을 감안 시 국내 증시 자체적으로도 하방 경직성을 만들었다는 점에 주목할 필요
- 1) 금리인하 기대 강화 및 이익 모멘텀이 개선되고 있는 바이오, 2) 수출 및 수주 호조에 따른 이익 가시성을 확보하고 있는 반도체, 기계, 3) 금리 하락에 따른 배당투자 메리트 부각, 밸류업 지수 출시 기대감 등에 따른 은행, 자동차 등을 중심으로 9월 증시에 대응하는 것이 적절(9월 코스피 예상 레인지 2,580~2,880pt)

II. 퀀트: 방어적 스타일을 통한 변동성 대응

- 상반기 어닝시즌이 종료됨에 따라 실적 전망 변화가 제한되는 구간에 접어들. 여전히 시장 전체로 보면 이익 전망의 우상향 흐름이 지속되고 있지만, 업종별로 차별화되는 모습이 두드러져 실적 모멘텀이 체감되는 정도는 높지 않음
- 특히 매크로 및 미래 성장 전망에 대한 불확실성이 높아지며, 주가는 실적 보다는 기대감(밸류에이션) 변화에 민감하게 반응
- 9월 중순까지는 주요 경제지표 및 정치 이벤트 등이 예정되어 있는 만큼, 1) 고배당, 퀄리티 등 방어적인 스타일 중심으로 강세가 이어질 것으로 판단. 특히 9월 밸류업 지수 발표가 예정되어 있는 점은 관련 모멘텀을 높일 것으로 전망. 다만, 2) 주요 이벤트 결과 확인 후 불확실성이 해소되면 재차 2) 이익모멘텀 그리고 금리 인하 수혜주로 투자자들의 관심이 이동할 것으로 전망



Summary

I. 전략: 내성과 학습효과

II. 퀀트: 방어적 스타일을 통한 변동성 대응

Compliance Notice

- 당사는 08월 29일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.



Part 1

전략: 내성과 학습효과

9월 상승과 하락요인 및 그에 따른 증시 대응 전략

상승

* 지수 하방 경직성

- 8월초 폭락 이후 극심한 가격 조정을 거치면서 밸류에이션 상 지수 하방 경직성 확보
- 12개월 선행 PER은 8월말 현재 8.7배 수준, 반면 이익 전망은 321조원대로 미 훼손

* 잭슨홀 미팅 안도감

- 8월 실업률 발표 이후 침체 불안이 재생산 될 수 있겠지만, 잭슨홀 미팅에서의 안도감이 이를 상쇄시킬 전망
- 9월 FOMC에서 금리인하 역시 "증시 악재" 보다는 "증시 호재"의 성격으로 변해갈 전망

* 이익 피크아웃 지연

- 침체, 엔-캐리 청산 등 매크로 상 부정적인 내러티브 완화는 이익 전망에 대한 신뢰성 재부여
- 엔비디아 등 M7 실적, 금리인하 전망 등을 고려 시 수출 업종을 중심으로 한 코스피 이익 피크아웃은 지연될 전망

하락

* 연휴와 9월 FOMC

- 국내 추석 연휴로 인해 9월 FOMC 전주인 2주차 후반부터 수급 상 변동성 확대 예상
- 다만, 9월 FOMC 이후 안도감 형성으로 증시 불안 정상화될 전망

* 실적시즌 모멘텀 부재

- AI 산업을 둘러싼 노이즈 잔존 속 9월에 실적시즌이 부재하다는 점은 수시로 변동성 유발
- 월간단위로 확인할 수 있는 실물 경제지표 데이터를 통해 전방수요 변화를 확인할 필요

* 미국 대선 노이즈

- 9월 10일 대선 2차 토론회 이후 지지율 변화에 따라 트럼프 vs 해리스 트레이드 확대 예상
- 다만, 이전 대선 트레이드에서 경험했듯이, 지속력은 짧을 것으로 판단

대응 전략

* 악재에 대한 내성과 학습효과

- 코스피 2,580~2,880pt
- 9월에도 8월 시장 폭락 유발했던 그레이스완(침체, 엔-캐리, AI 수익성)은 남아있을 전망
- 그러나 내성과 학습효과가 생성되고 있는 만큼, 다운사이드 리스크는 제한적일 것이며, 업 사이드 리스크 관리에 주력

* 금리인하 기대 및 이익 가시성

- 주가 단기 급등 부담은 있겠지만, 금리인하 수혜라는 내러티브와 이익 성장의 조합이 만들어진 바이오
- AI 수익성 노이즈에도 이익 모멘텀 자체는 견조한 반도체 등 기존 주력업종에 대한 비중은 유지하는 것이 적절

* 주주환원, 배당 플레이

- 이익 성장 정체 우려는 상존하나, 주주환원, 밸류업 모멘텀이 유지되고 있는 은행, 자동차 업종도 관심을 가질 필요
- 금리하락 시 배당투자 매력력이 부각된다는 관점에서도 이들 업종에 대한 비중 확대는 적절

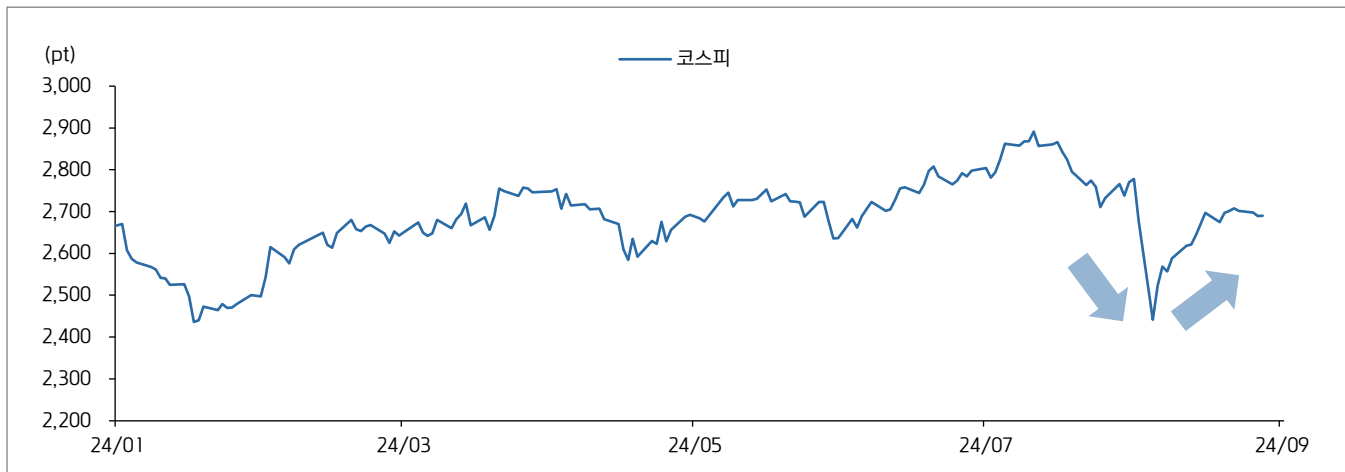
자료: 키움증권 리서치센터

01.

8월 초 역대급 폭락과 패닉 셀링을 겪은 후 정상화되고 있는 주식시장

- ▶ 8월 한국, 미국 등 주요국 증시는 돌발 변수들로 인해 역대급 폭락을 경험
- ▶ 8월 초 미국의 7월 ISM 제조업 PMI, 고용 등 주요 지표들이 잇따라 쇼크를 기록하면서 미국의 침체 불안이 증폭된 가운데, 엔-캐리 트레이드 청산, AI 버블 붕괴 우려 등이 동시 다발적으로 부각되는 등 그레이 스완 현상이 출현
- ▶ 시장이 모르는 무엇인가(블랙스완), 아니면 알고는 있지만 감당하기 어려운 것이 현실화되고 있는 지를 정확히 알 수는 없었지만, 당시의 주가 반응은 그것들을 기정사실화하고 했던 상황
- ▶ 그 여파로 8월 5일 코스피가 8.8%대 폭락을 하는 사태가 벌어지기도 했지만, 이후 미국의 소비 등 실물 지표 개선, 엔화 강세 진정, 밸류에이션 매력 등에 힘입어 V자 반등세를 시현

8월 초 폭락 이후 V자 반등을 시현하고 있는 코스피



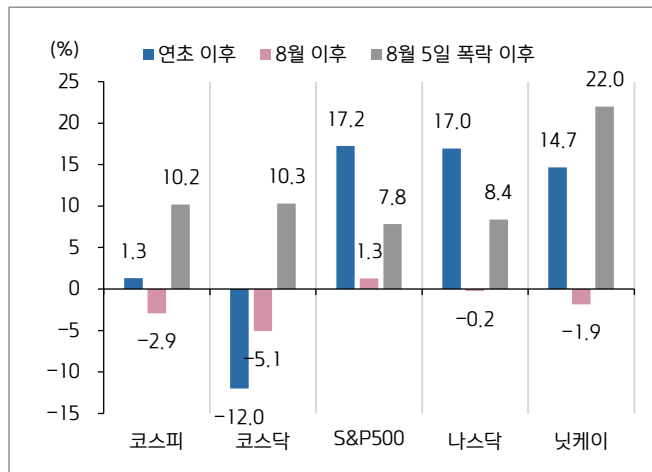
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

02.

바닥도 확인하면서 반등은 했지만, 올라가는 과정이 시원치 않은 코스피

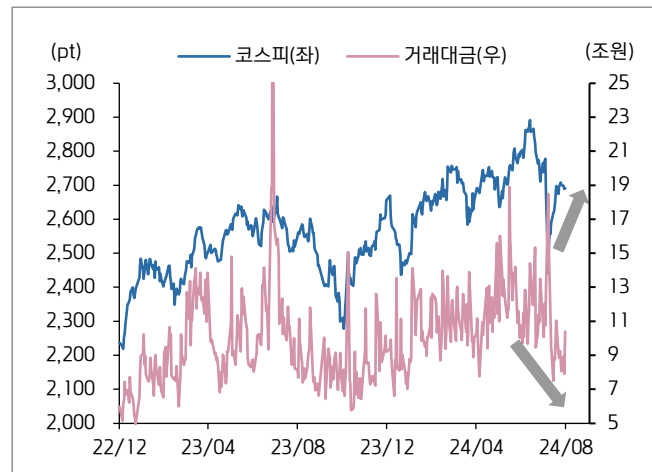
- ▶ 8월 말 현재 증시 분위기는 많이 호전됐으나, 여전히 그레이 스완과 관련된 과제들을 풀어야 한다는 부담이 완전히 가시지 않은 상황. 이는 외생 변수에 대한 민감도가 높은 국내 증시에서 이를 확인할 수 있음
- ▶ 8월 5일 폭락을 기점으로 코스피와 코스닥은 각각 10.2%, 10.3% 반등하면서, 같은기간 S&P500(7.8%), 나스닥(8.4%)에 비해 나은 모습을 보여주기는 했음
- ▶ 그러나 8월 이후의 수익률을 계산해보면 미국 증시에 비해 부진한 성과를 기록하고 있으며 연초 이후로 봤을 때는 소외현상은 더욱 심한 편(ex: 연초 이후 코스피 +1.3% vs 나스닥 +17.0%)
- ▶ 이처럼 9월에도 주요국 증시가 어떤 흐름을 이어갈지도 관건이 되겠지만, 국내 증시에 한정해서는 여타 증시 대비 소외현상이 언제쯤 종료될 수 있을지도 고민거리가 되고 있는 상황

다른 나라 증시에 비해 소외현상은 이어지고 있는 모습



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주 28일 종가 기준

거래대금은 이전 반등국면에 비해 부진한 상태



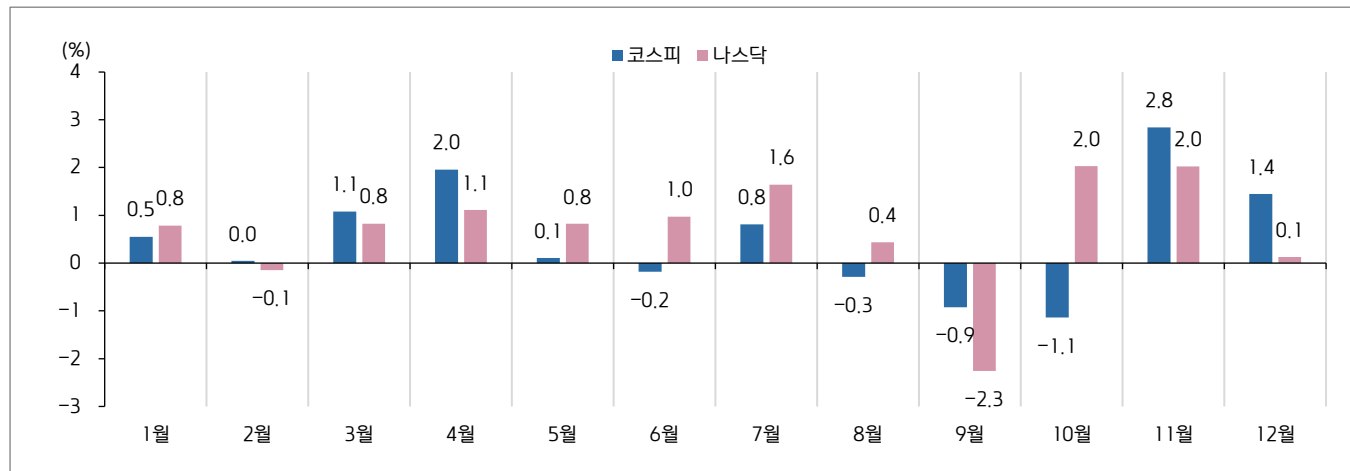
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

03.

“9월에는 팔아야한다”라는 계절성과 다시 직면하게 된 주식시장

- ▶ “9월에는 증시 부진”이라는 계절성도 많은 이들로 하여금 올해 9월도 보수적으로 대응하자는 분위기를 주입시킬 수 있음
- ▶ 실제로 2000년 이후 코스피와 나스닥이 부진했던 달이 바로 9월이었으며, 이는 9월 FOMC, 2~3분기 실적시즌 사이의 공백기 등 여러 요인들이 지목
- ▶ 물론 등락률만 놓고 보면, 9월에 코스피가 -0.9%, 나스닥이 -2.3%로 부담스러운 하락률은 아니지만, 어느 달에 비해 가장 부진했다는 것 자체만으로도 부담이 될 소지

2000년 이후 코스피와 나스닥의 월별 평균 등락률

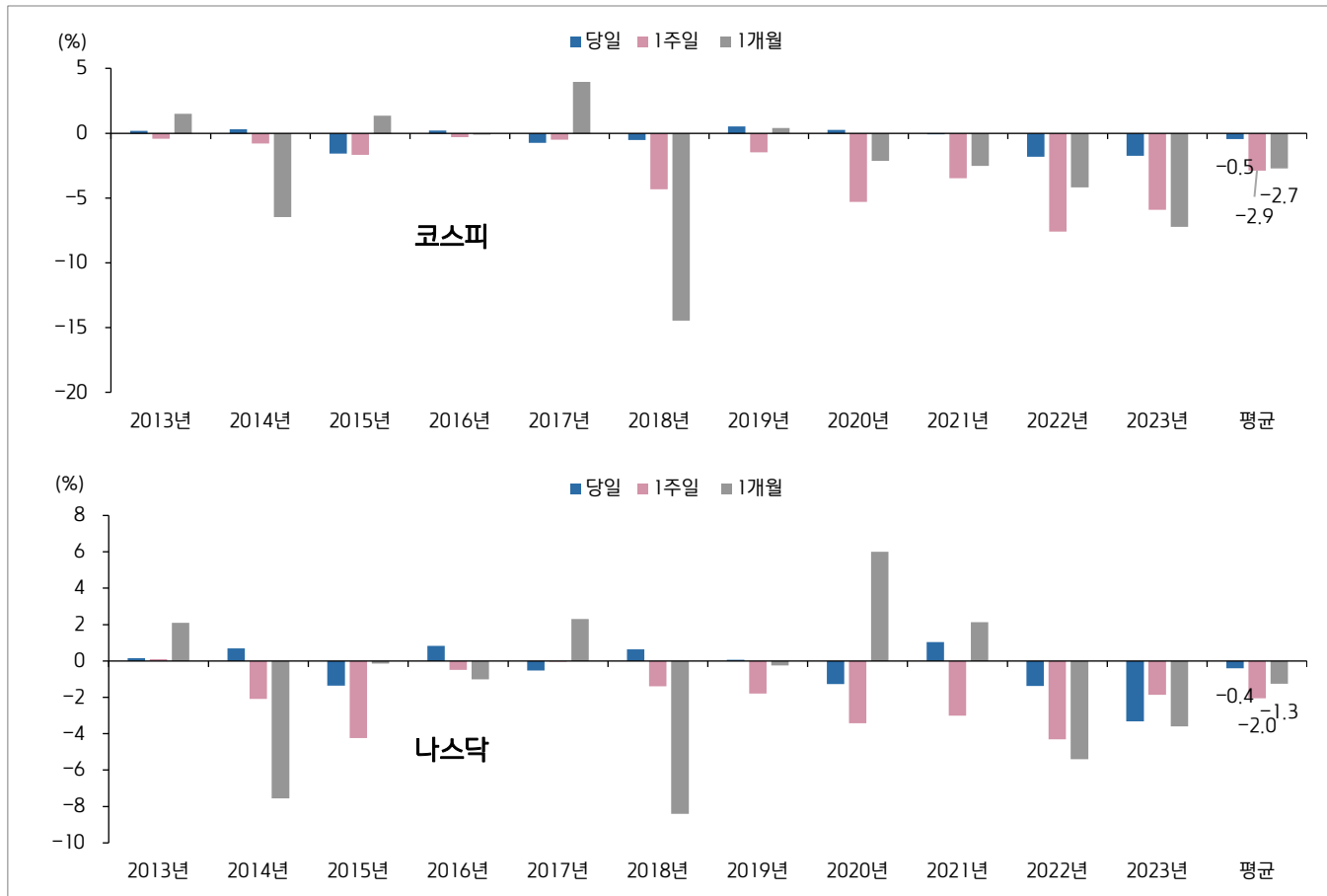


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

04.

9월 FOMC, 과거의 데이터를 살펴보면 이번에도 불안할법 하지만..

지난 2012년 이후 9월 FOMC 당일/1주일/1개월 코스피와 나스닥의 수익률 변화



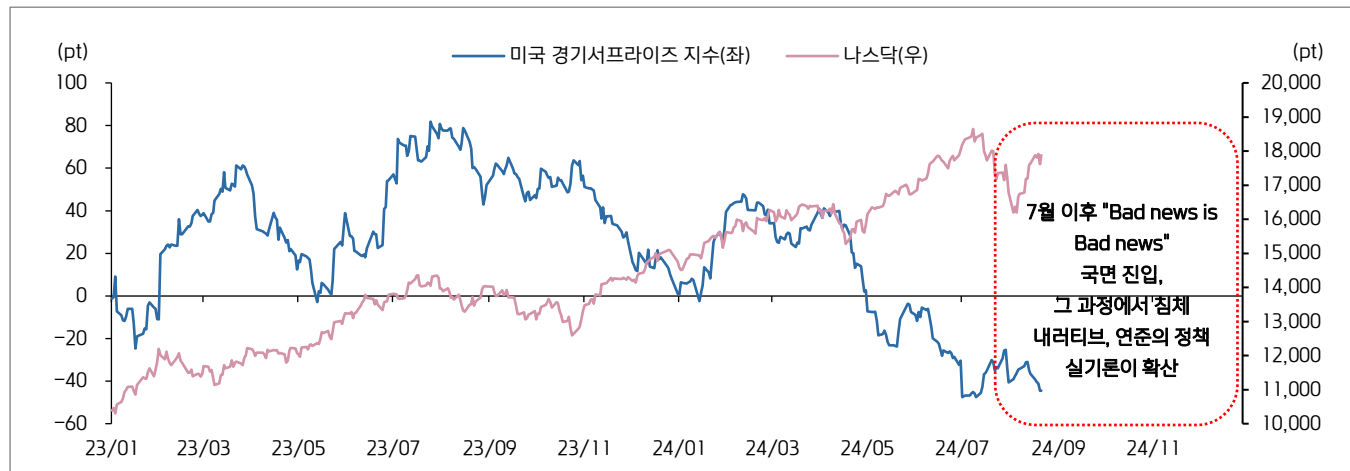
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

05.

편더멘탈에 대한 민감도 증가, “Bad news is bad news” 국면에 진입

- ▶ 7월 이후 시장의 색깔이 “인플레이션 민감 장세”에서 “경기 편더멘탈 민감 장세”로, “Bad news is good news”에서 “Bad news is bad news”로 바뀌면서 수시로 시행착오가 일어나고 있다는 점에 주목
- ▶ 이와 맞물린 9월의 부진한 계절성이 불안의 씨앗을 증시 곳곳에 뿌려 놓을 가능성이 상존
- ▶ 9월 10일에는 미 대선 후보의 2차 토론회가 있으며, 토론회 직후 지지율 변화에 따라 정치 트레이딩 장세가 시장의 색깔을 혼탁하게 만들 수 있다는 점도 고민이 될 것
- ▶ 하지만 결론부터 미리 짓고 가자면, 이 같은 시행착오, 계절성, 정치 이벤트들은 현재의 주식시장이 극복할 수 있고 감당 가능하다고 판단하며, 9월에는 중립 이상의 주가 흐름을 보일 것으로 예상

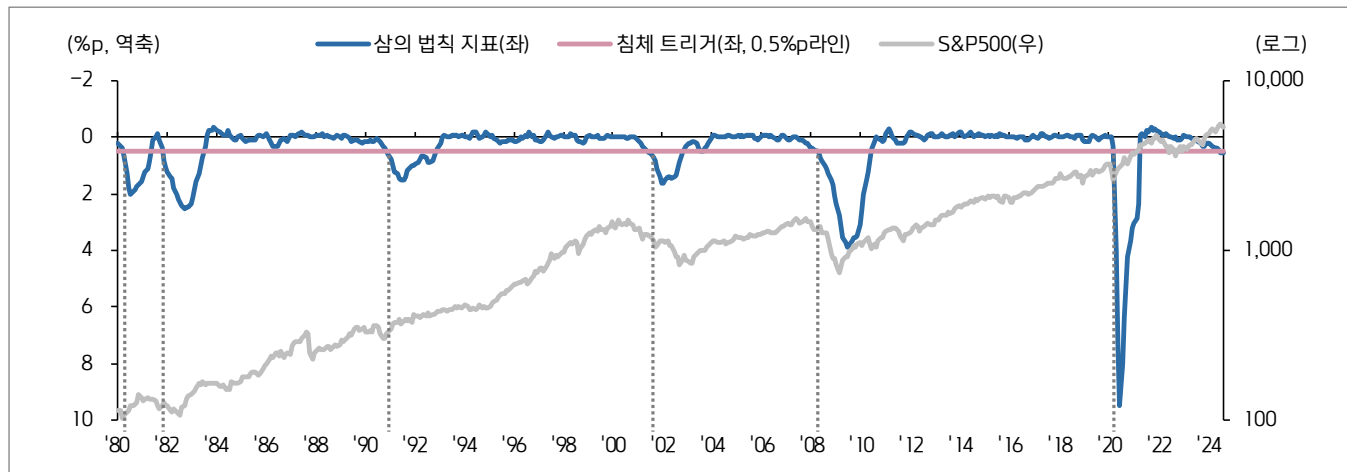
미국 경기 서프라이즈 지수와 나스닥



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 지난 1일 ISM 제조업 PMI, 2일 비농업 고용 등 핵심 지표들이 잇따라 쇼크를 기록했으며, 그 중 삼의 법칙이 미국 침체 내러티브를 촉발시킨 것은 사실. 과거 데이터를 보면, 1950년부터 발생한 11번의 침체 중 1959년을 제외한 10번의 침체에서 삼의 법칙이 충족됐기 때문
- ▶ 여기서 주목해야 하는 것은 삼의 법칙은 침체를 예측해주는 지표가 아닌 침체에 동행하는 성격이 크다는 점임. 1950년 이후 침체가 발생한 이후 평균적으로 3개월 후에 삼의 법칙이 발동했으며, 삼 본인이 강조했듯이, 이 법칙은 경기의 위치를 확인하는 지표일 뿐, 예고하는 지표가 아니라는 점에 주목할 필요
- ▶ 더 나아가, 실업률은 주식시장에서 대표적인 후행지표로 인식되지만, 현재 시장에서는 실업률이 침체를 예고하는 선행지표로 받아들이고 있다는 점도 아이러니한 요소

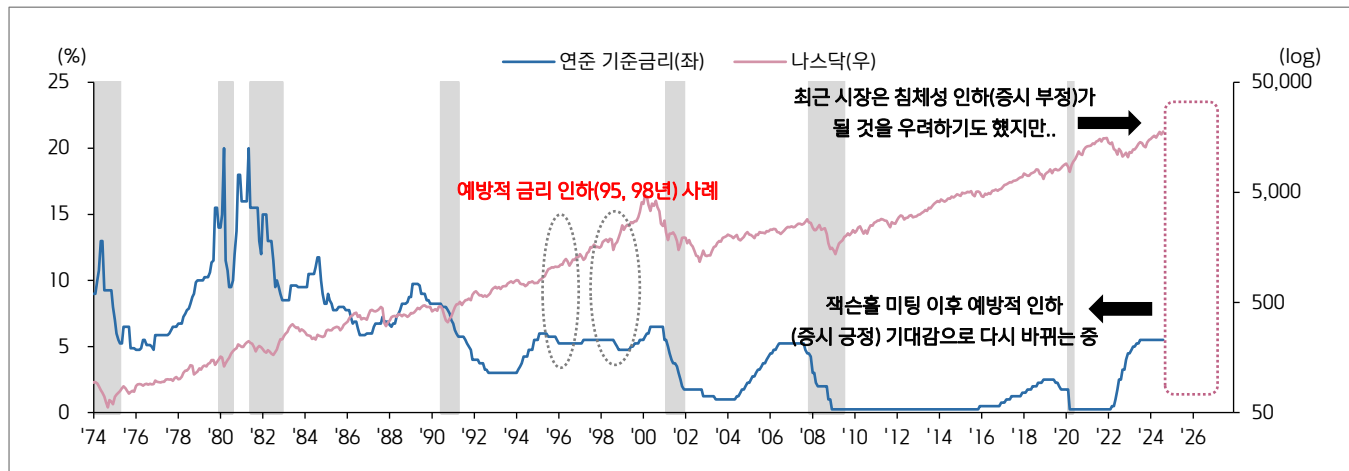
삼의 법칙과 주식시장, 역사적으로 삼의 법칙 발동 시 증시 급락이 출현했으나, 사후적 해석에 가까움



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 미국의 침체 이슈는 잭슨홀 미팅을 통해 그 파장을 상당부분 제어했다고 판단
- ▶ 미국의 침체 내러티브가 강화됐을 때의 문제는 “연준의 금리인하 = 악재”로 반영한다는 데에 있음. 대부분 연준의 금리인하가 경기 침체에 대응하기 위한 사후적 인하였으며 당시 주식시장은 급락을 면치 못했기 때문
- ▶ 이번에도 “미국 경기는 침체에 빠질 것 → 연준이 금리인하에 나설 것 → 이번 금리인하도 침체 대응성 인하기 때문에 증시에 부정적일 것”이라는 논리가 시장을 한동안 지배했음
- ▶ 하지만 이번 잭슨홀 미팅에서의 파월 의장은 1) 고용시장의 구조적인 변화가 실업률 상승을 이끌었다고 진단했으며, 2) 경기 소프트랜딩을 위한 정책 대응 의지를 피력했다는 점에 주목할 필요. 이는 “연준 금리인하 → 예방적 처방 → 증시 긍정”이라는 긍정적인 피드백 루프를 다시 생성시키고 있는 것으로 판단

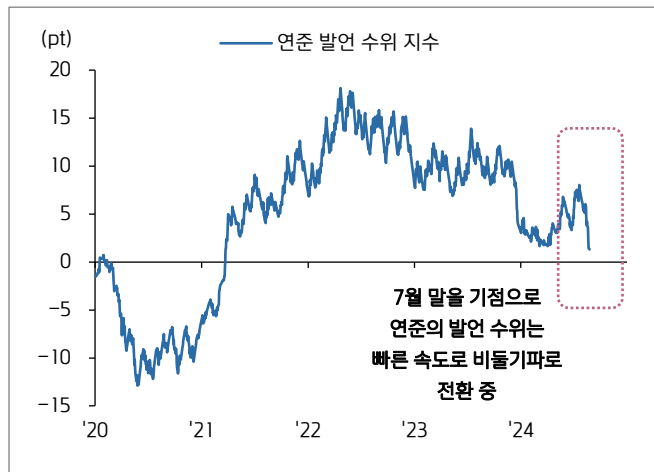
연준의 금리인하 사이클과 주식시장의 관계



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

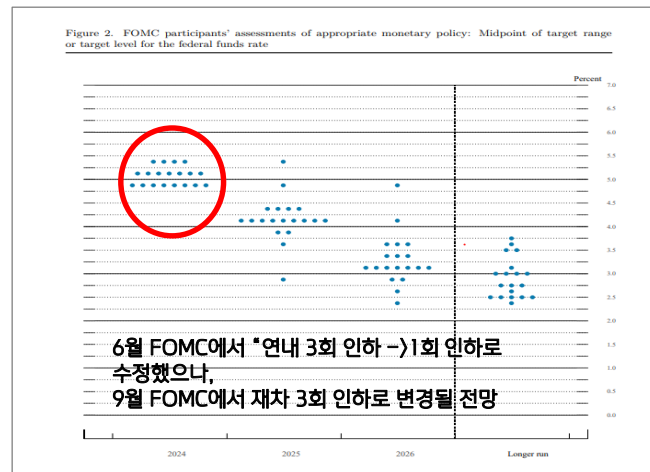
- ▶ 역사적으로 9월 FOMC는 주식시장에 부정적인 영향을 미치는 경향이 있었음(2013년~2023년까지 9월 FOMC 당일, 1주일, 1개월 뒤 코스피는 -0.5%, -2.9%, -2.7%을 기록, 나스닥은 -0.4%, -2.0%, -1.3%)
- ▶ 하지만 현재 미국의 침체 내러티브는 악화되고 있으며, 최근 매파 포함 대부분 연준 인사들의 스탠스가 완화적인 입장으로 선화하고 있다는 점이 과거 9월 FOMC와 차별화 되는 부분
- ▶ 이번 9월 FOMC에서 25bp 인하와 동시에 점도표 수정(1회→ 3회), QT 종료 언급 등 비둘기파적인 결과로 끝날 것으로 예상
- ▶ 물론 9월 FOMC 기간에 국내는 추석연휴가 있다는 점에 FOMC 직전까지 증시 변동성을 초래할 수 있겠지만, FOMC 종료 이후에는 안도감이 형성될 것으로 판단

연준의 발언 수위 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

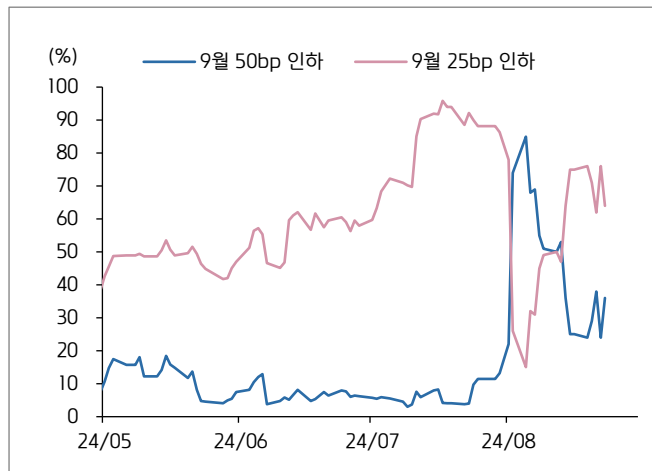
6월 FOMC에서 수정된 점도표, 9월에 또 수정될 가능성



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

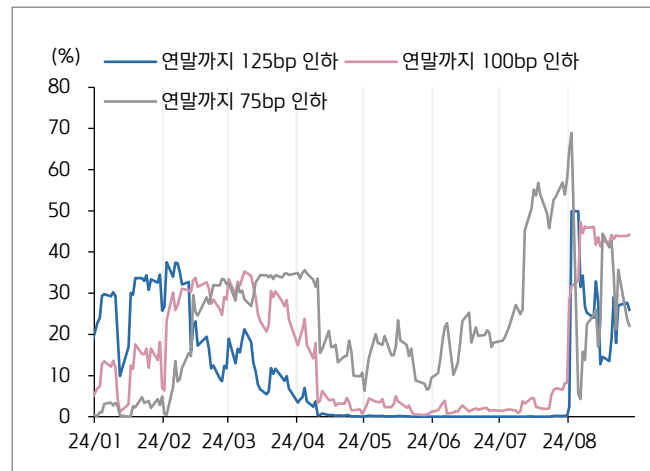
- ▶ 최근 잭슨홀 미팅에서 지표에 따라 인하 시기와 폭이 결정될 것이라면서, 25bp 인하라는 구체적인 수치를 언급하거나, “점진적인 인하”대신 “체계적인 인하”라는 표현을 사용으며, 이번 9월 FOMC 성명서나 기자회견에서도 유사한 표현을 활용할 것으로 판단
- ▶ 이는 향후 예정된 FOMC에서 “50bp 인하도 가능할 것”이라는 전망을 증시에 주입시키는 효과로 작용(CME Fed Watch 상 9월 25bp 인하 확률 65% vs 50bp 인하 확률 35%).
- ▶ 하지만 지금처럼 침체 내려티브가 약해지고 있는 시점에서 50bp 인하를 단행한다는 것은 연준의 정책 대응 지연을 인정하는 격이 되는 것이므로, 증시에 부정적인 충격을 가할 수 있을 것
- ▶ 9월 초 발표되는 ISM 제조업 PMI, 고용이 쇼크로 나오지 않는 이상, 현 시점에서는 “미국 경기 소프트랜딩 + 연준의 25bp 예방적 인하”라는 조합을 베이스 시나리오로 가져가는 것이 타당

9월 FOMC 금리인하 확률 변화



자료: Fed Watch, 키움증권 리서치센터

연말까지 FOMC에서의 금리인하 확률 변화



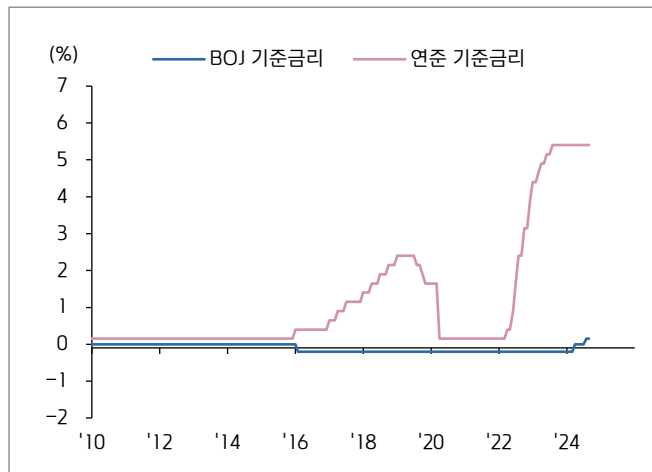
자료: Fed Watch, 키움증권 리서치센터

10.

엔/달러 환율과 엔-캐리 청산, 방향성보다 속도

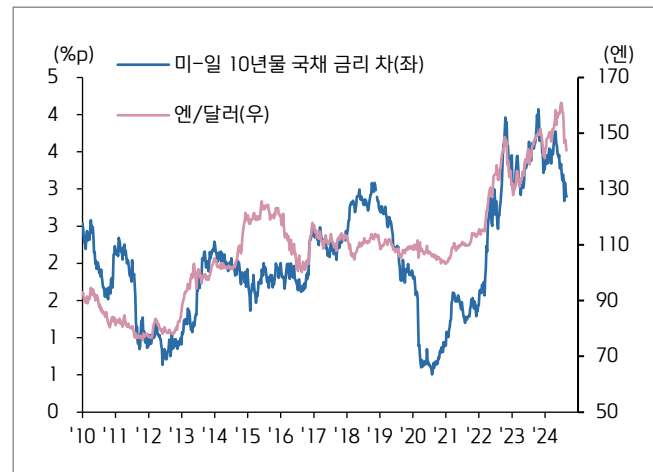
- ▶ 침체 불안 이외에도 증시 급락 주범 중 하나로 지목되고 있는 엔화의 급격한 강세(엔/달러 환율 하락)에 따른 엔캐리 트레이드 청산 불안도 9월에도 잔존해 있을 전망
- ▶ 하지만 엔-캐리와 관련해서 기본 전제로 삼아야 하는 것은 엔화 강세 및 엔-캐리 청산 자체는 불가피하다는 것
- ▶ 중요한 것은 방향성이 아니라 속도로서, 최근 증시 혼란을 유발한 것은 엔화 강세 그 자체보다 엔화 강세의 속도에 있다는 것임
- ▶ 최근 BOJ 총재가 통화정책 조정에 대한 입장에 변화가 없다고 이야기하면서도, 향후 시장의 움직임이 커질 때 정책에 어떠한 영향을 미치는지를 주의 깊게 검토할 것이라는 식의 입장 발표했다는 점을 미루어보아, 7월처럼 시장에 쇼크를 주면서 정책 조정에 나설 가능성은 낮음

연준과 BOJ의 정책금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

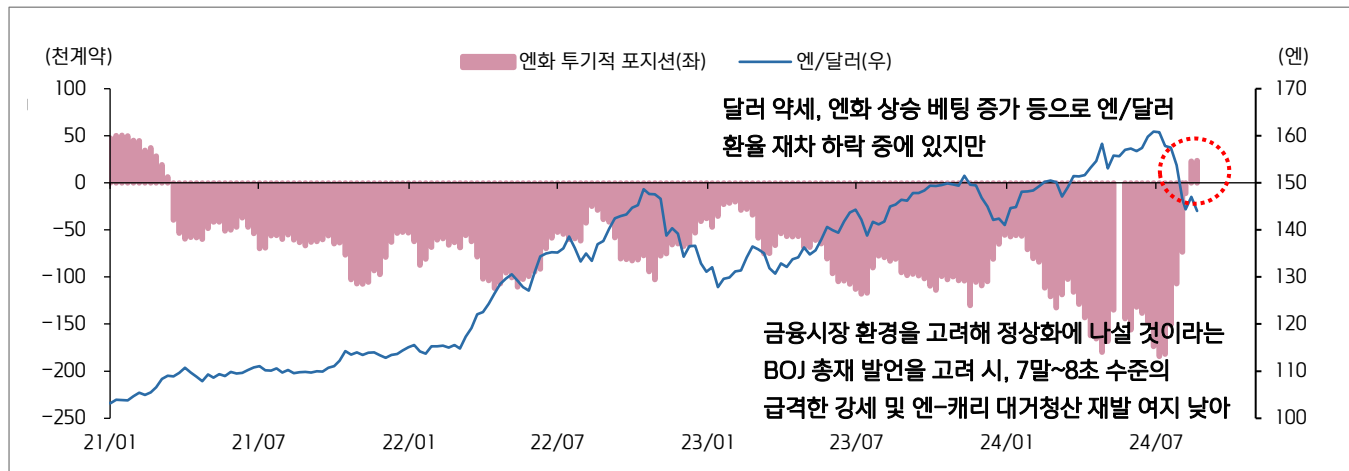
미일 금리차와 엔/달러 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 엔-캐리 트레이드의 규모와 관해 WSJ 등 외신에서는 약 20조달러로 추정하고 있는 등 그 자금 규모에 대해서 편차가 크게 존재. 글로벌 헤지펀드 등 엔화를 빌려 투자하는 이들의 엔-캐리 규모를 정확하게 파악하기 쉽지 않기 때문. 결국 지금 시점에서는 엔-캐리 청산 불안을 유발한 본질인 엔화의 방향성을 추적해야 함. 이런 관점에서 CME 선물 거래소에서 제공하는 엔화에 대한 투기적 순매수 포지션(비상업적 순매수 포지션) 규모를 볼 필요
- ▶ 엔-캐리 자금의 전체 규모 및 예상 가능한 청산 규모를 둘러싸고 시장 참여자들 간 편차가 크다는 점은 불확실성을 유발하는 소재이기는 함
- ▶ 그렇지만 엔화 강세의 속도, 투기적 펀드들의 영향력 축소 등을 감안 시, 엔화 강세가 초래하는 증시 충격과 지속성은 알고 짚을 것으로 전망

엔화에 대한 투기적 순매수 포지션과 엔/달러 환율



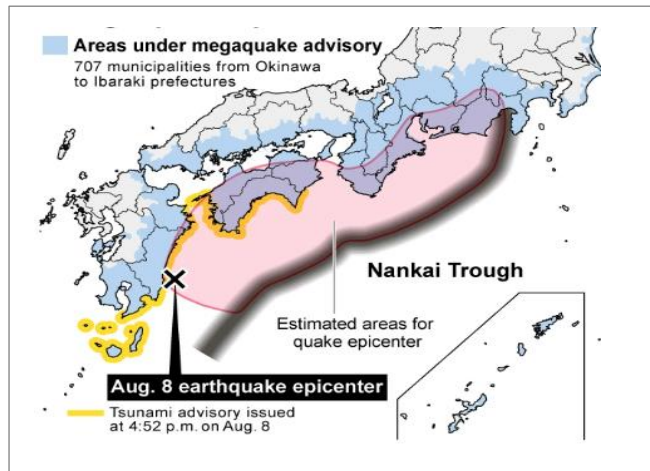
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

12.

대지진 리스크, 엔화 초강세 유발할 것이라는 의견도 있지만..

- ▶ 8월 8일 미야자키 지역에서 진도 7.1 지진 발생 이후 약 100~150년 간격으로 발생하는 난카이 해곡 대지진 발생 불안감이 높아지고 있음
- ▶ 주식시장이 고민해야하는 문제는 “실제 지진 발생 시 피해 보상금을 지급하기 위해 일본의 민간 보험사들이 그 보험금 재원을 마련하고자, 해외에 투자한 자산을 현금화할 것이며 그 과정에서 엔화가 초강세를 보일 수 있다는 것”임. 이는 추가적인 엔-캐리 대거 청산 불안을 자극할 수 있을 것이나, 현실화되지 않을 것으로 판단
- ▶ 보험연구원(2017)에 의하면, 일본의 지진 보험 시스템은 민간 보험사에서 일정 금액 이상의 대규모 손해가 발생한 경우 정부가 이를 보전해주는 형태로 운영. 총 지급 보험금의 한도는 1923년 발생한 관동 대지진과 동등한 규모의 지진 피해 금액을 감당할 수 있는 것으로 알려짐. 실제로 1995년의 한신 대지진, 2011년의 동일본 대지진 등 과거의 대지진 당시에도 총 보험금 한도액을 넘지 않았다는 점에 주목할 필요

난카이 대지진 발생 시 “엔화강세 → 엔캐리 청산”?



자료: 언론, 키움증권 리서치센터

일본의 국가별 재보험금 부담 구조, 대부분 정부가 부담



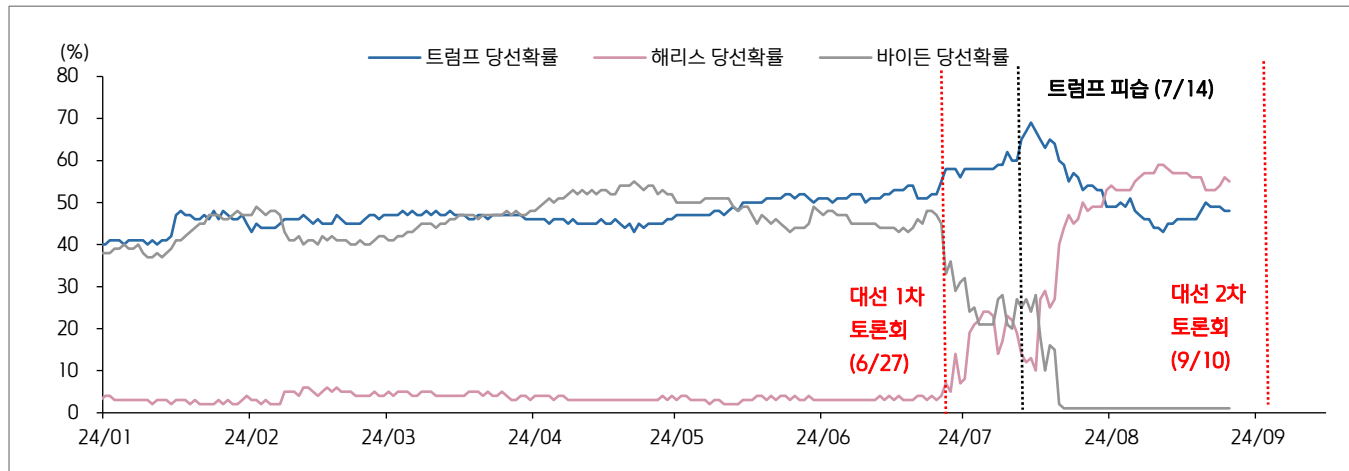
자료: 보험연구원, 키움증권 리서치센터

13.

9월 10일 이후 대선 트레이드 유행하겠으나, 지속성은 짧을 것

- ▶ 7월 중순 이후 시장의 색깔을 혼탁하게 만들었던 대선 트레이드도 9월 중 재차 출현할 것으로 보임. 지난 6월 27일 트럼프와 바이든의 1차 토론회, 7월 14일 트럼프 피습 사태 이후 트럼프의 지지율이 우위를 보이면서 건설, 조선, 기계 등 전통 산업군을 중심으로 트럼프 트레이드가 출현
- ▶ 이후 바이든 사퇴 및 해리스 부통령이 차기 대선 후보로 지명됨에 따라, 트럼프 트레이드는 빠르게 후퇴하였으며 이후 친환경, 바이오 등 해리스 트레이드로 뒤바뀌기도 했음
- ▶ 지금은 매크로 불확실성에 대선 트레이드가 가려진 상태이나, 9월 10일 예정된 2차 토론회 이후 양 후보간 지지율 변화는 주식시장에서는 또 다시 수혜주 찾기에 분주해질 것으로 예상. 다만, 과거의 사례에서 추론해볼 수 있듯이, 대선 트레이드가 특정 업종 주가에 미치는 영향력이 오래가지 않을 것. 1개월 이상의 주가흐름은 매크로와 업황 펀더멘탈에 달려있다는 점을 유의하면서 대선 트레이드에 임하는 것이 적절

트럼프와 해리스의 당선확률 변화 : 현재는 해리스가 우세하나 2차 토론회 이후 지지율 반전이 나타날 수도



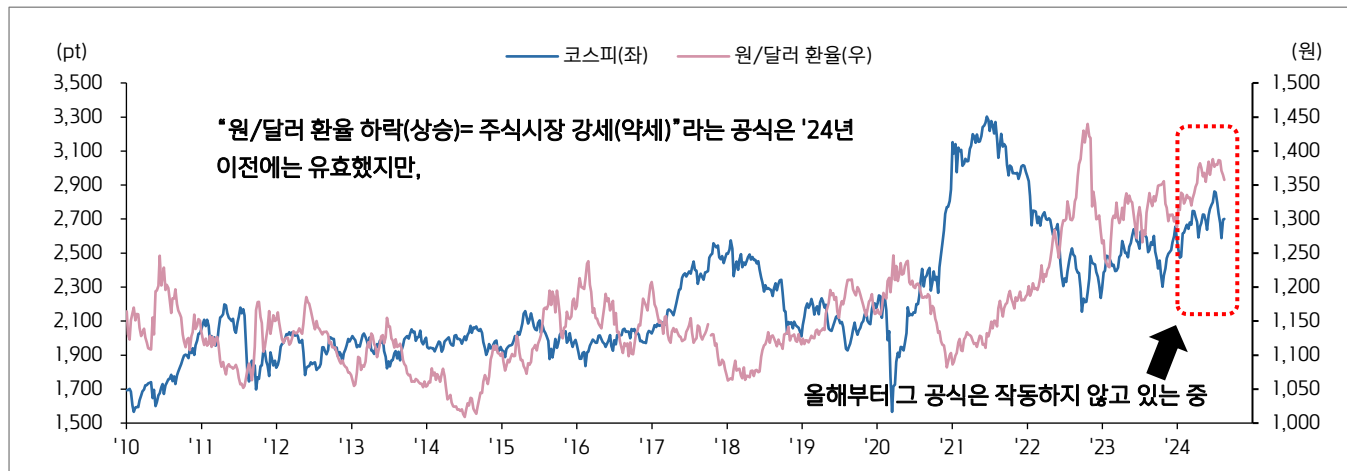
자료: Predict it, 키움증권 리서치센터

14.

환율과 주식시장, 이전과는 다른 패턴이 출현

- ▶ 최근 원/달러 환율이 1,320원대까지 속락하는 등 급격한 강세를 보이고 있지만, 시장참여자들은 “원/달러 환율 하락 = 증시 강세” 라는 공식이 작동하지 않는 것에 대해 의문과 불안감을 품고 있는 실정
- ▶ 하지만 지금 시점에서 우리가 생각해야 할 것은 기존에 알고 있던 “원/달러 환율 하락 = 주식시장 강세”의 공식이 이미 올해 초부터 잘 작동하지 않고 있다는 것임
- ▶ 실제로 올해초부터 원/달러 환율이 계속 상승하는 구간에서 코스피도 같이 상승하는 패턴이 자주 출현
- ▶ 환율과 주식시장 간의 공식이 올해 잘 작동하지 않는 것은 1) 이전 고환율 시기 때와는 달리 무역수지 흑자기조 유지, 2) 이전 고환율 시기때에 비해 국내 상장사들의 이익 전망 개선, 3) 국내 일반 투자자들의 해외주식 투자 급증으로 인한 외화 환전 수요의 구조적인 증가 등에서 비롯된 것으로 판단

코스피와 원/달러 환율 : '24년 이전만해도 “원/달러 환율 하락 = 증시 강세”의 관계가 성립됐지만, 올해는 그렇지 않아



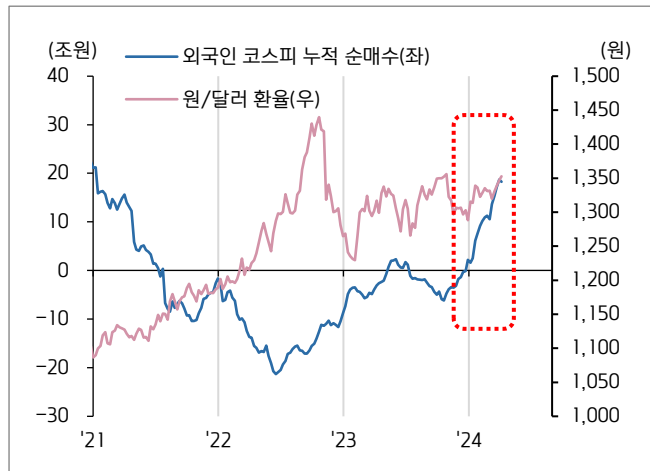
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

15.

외국인 수급 여건 나쁘지 않으나, 환 차익 욕구가 높아질 가능성에는 대비

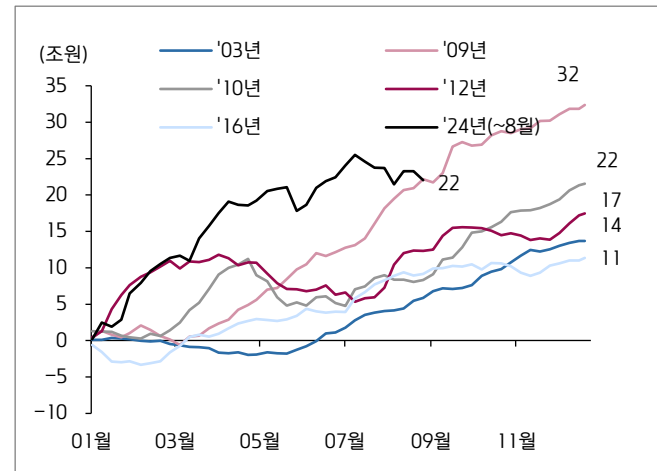
- ▶ 원/달러 환율이 상승하는 상황 속에서 외국인도 올해 역대급 속도로 대규모 순매수를 기록하기도 했다는 점도 기존의 환율 공식이 수급 상으로도 유효하지 않음을 유추할 수 있는 대목
- ▶ 최근처럼 가파른 원화 강세가 진행 시, 단기 환차익 수요를 자극하면서 일시적으로 순매도세가 강화될 소지는 있겠지만, 8월에 비해 완화된 매크로 불확실성, 비 미국 국가들에 대한 글로벌 펀드들의 자금 이동 진행 가능성 등을 감안 시, 외국인의 수급이탈이 증시 충격을 유발할 정도로 나타나지 않을 전망
- ▶ 향후 "원/달러 환율 상승 = 증시 하락"이라는 공식이 정상적으로 작동하는 시기가 찾아올 수 있겠지만, 적어도 지금 시점에서는 그 공식의 유효성 여부에 많은 무게중심을 두지 않는 것이 적절

원/달러 환율 상승기에 외국인은 대규모 순매수



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

올해 외국인 순매수 규모는 역대급, 향후에는 둔화 가능성



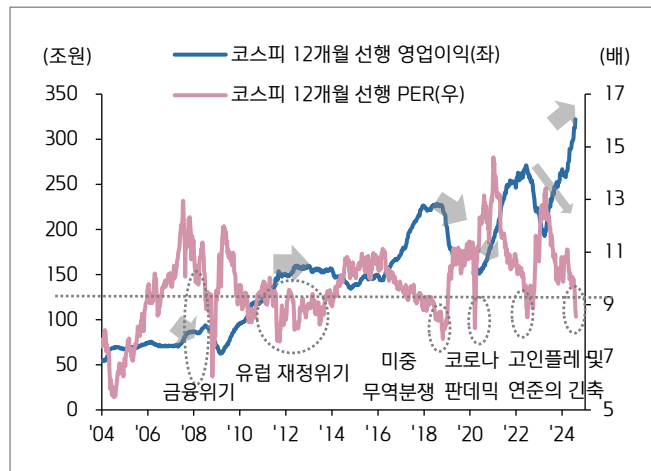
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

16.

이익 피크아웃 우려는 여전히 고민이나, 지수 하방경직성은 견조할 전망

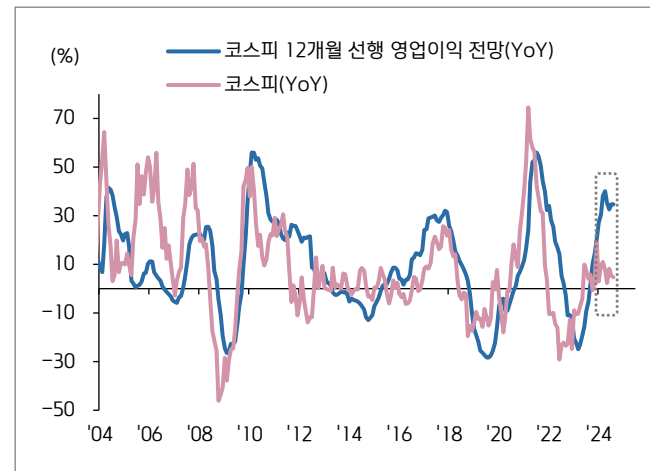
- ▶ 12개월 선행 영업이익은 6월말 300조원에서 8월말 321조원으로 상향된 반면, 12개월 선행 PER은 9.9배에서 8.7배로 급락. 선행 PER이 9배를 하회했던 시기는 금융위기(08년), 유럽재정위기(12~14년), 미중 무역분쟁(18년), 팬데믹(20년), 연준 고강도 기축(22년) 등 위기가 발생했던 소수의 사례에 불과
- ▶ 물론 지금 시점은 애널리스트들의 이익 추정치에 가변성이 높아지는 구간일 수 있음. 만약 대내외 변수들로 12월 선행 영업이익(321조원)이 급격히 하향된다면 문제가 될 것. 오늘날 8.0배로 인식됐던 코스피 PER이 실제로 10배 혹은 그 이상의 오버 밸류에이션을 받고 있던 것이 되어버릴 수 있기 때문(밸류에이션 착시).
- ▶ 이것이 현실화 된다면, 코스피는 현재 레벨에서 한 차례 더 레벨 다운이 되어야 할 것. 하지만 미국 침체가 발생하지 않을 것이기에, 상기 밸류에이션 착시가 실제로 일어날 가능성은 낮다고 판단

코스피 12개월 선행영업이익과 PER



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

코스피 이익 성장률과 주가 등락률



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

- ▶ 과거 닷컴버블, 금융위기, 유럽 재정위기, 미중 무역분쟁, 코로나 등 국내 증시가 폭락 혹은 조정장에 진입할 때 그 직전까지 시장을 주도해왔던 업종들의 주가가 더 많이 빠졌으며, 그 이후 상승 사이클로 주식시장이 다시 진입할 때 직전 주도주들은 이전 만큼 시세를 내지 못했던 것은 사실
- ▶ 이런 이유로 최근 코스피가 고점대비 한 때 12% 넘게 급락하는 과정에서 연초 이후 AI, 반도체주들의 주가가 상대적으로 취약한 흐름을 보였다는 점은 주도주 교체에 대한 의견에 힘이 실리고 있는 것으로 보임
- ▶ 하지만 지난 8월 5일을 기점으로 코스피가 반등하고 있다는 점, 향후 중간 반락 장세는 출현하겠지만 지수 바닥은 확인했다는 점 등 오늘날의 현상은 과거 급락기에 나타났던 증시 현상과는 차이점이 존재
- ▶ 더 나아가, 과거의 데이터를 살펴보면, 폭락장에서 단순히 잘 버틴 업종이 차기 주도주가 되지 않았으며, 차기주도주의 요건은 “스토리”와 “이익성장”에 달려있다는 점에 주목할 필요

2000년 이후 국내 주식시장의 주요 급락기

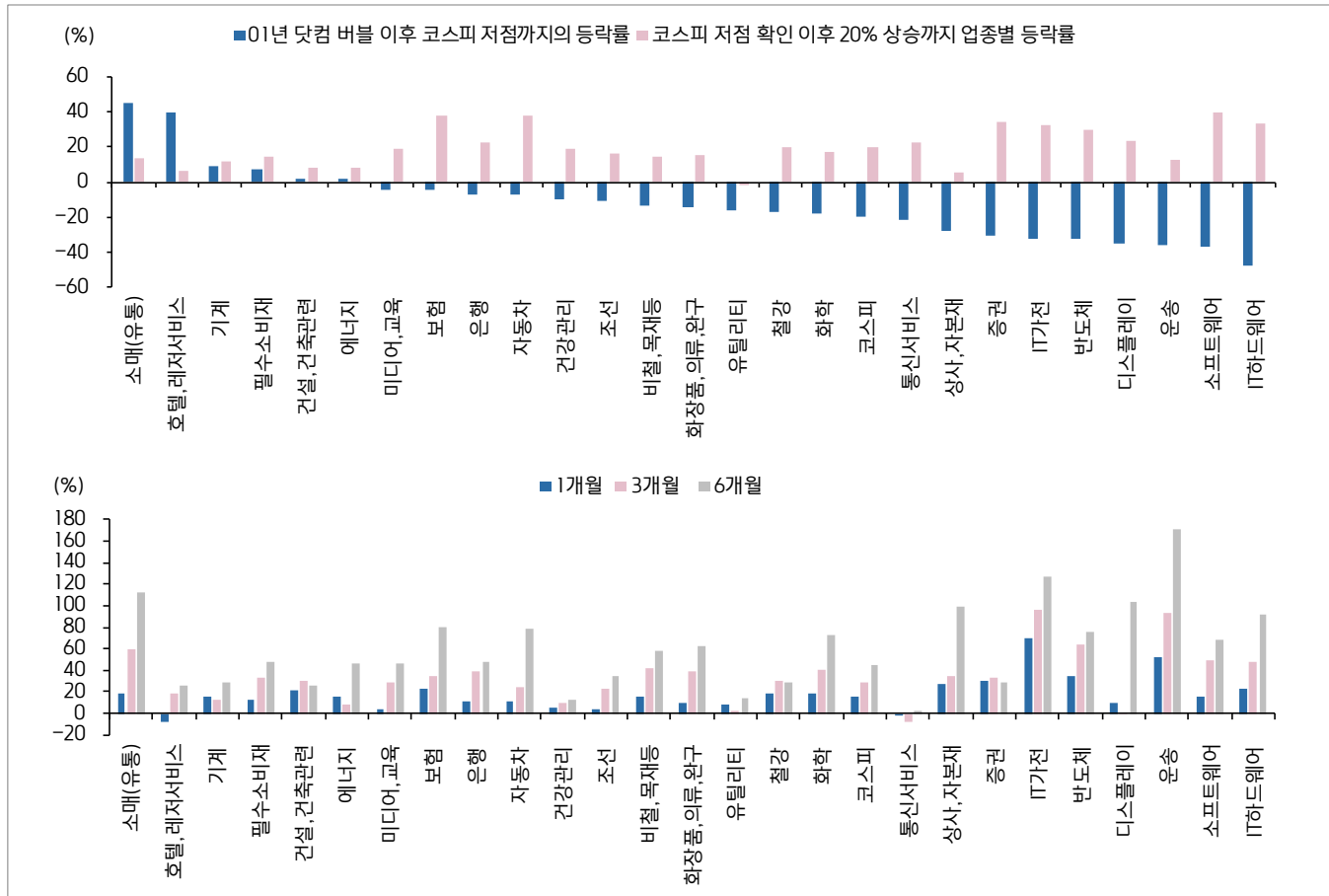


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

19.

(닷컴 버블) “과거 폭락기에 잘 버틴 업종 = 주도주”라고 보기 어려워

01년 닷컴버블 당시 시기별 업종 수익률

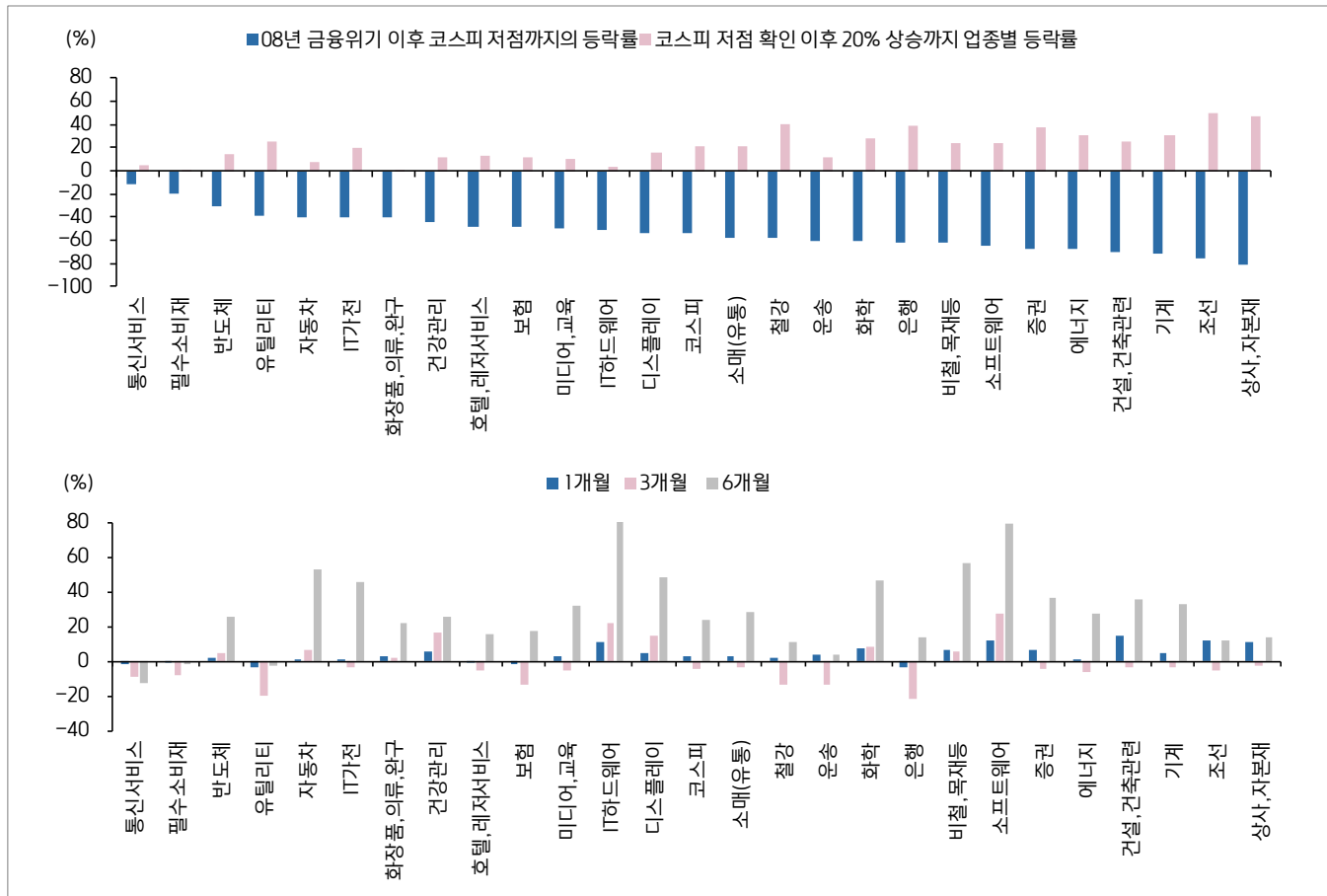


자료: Bloomberg, Quantwise, 키움증권 리서치센터

20.

(08년 금융위기) “과거 폭락기에 잘 버틴 업종 = 주도주”라고 보기 어려워

08년 금융위기 당시 시기별 업종 수익률

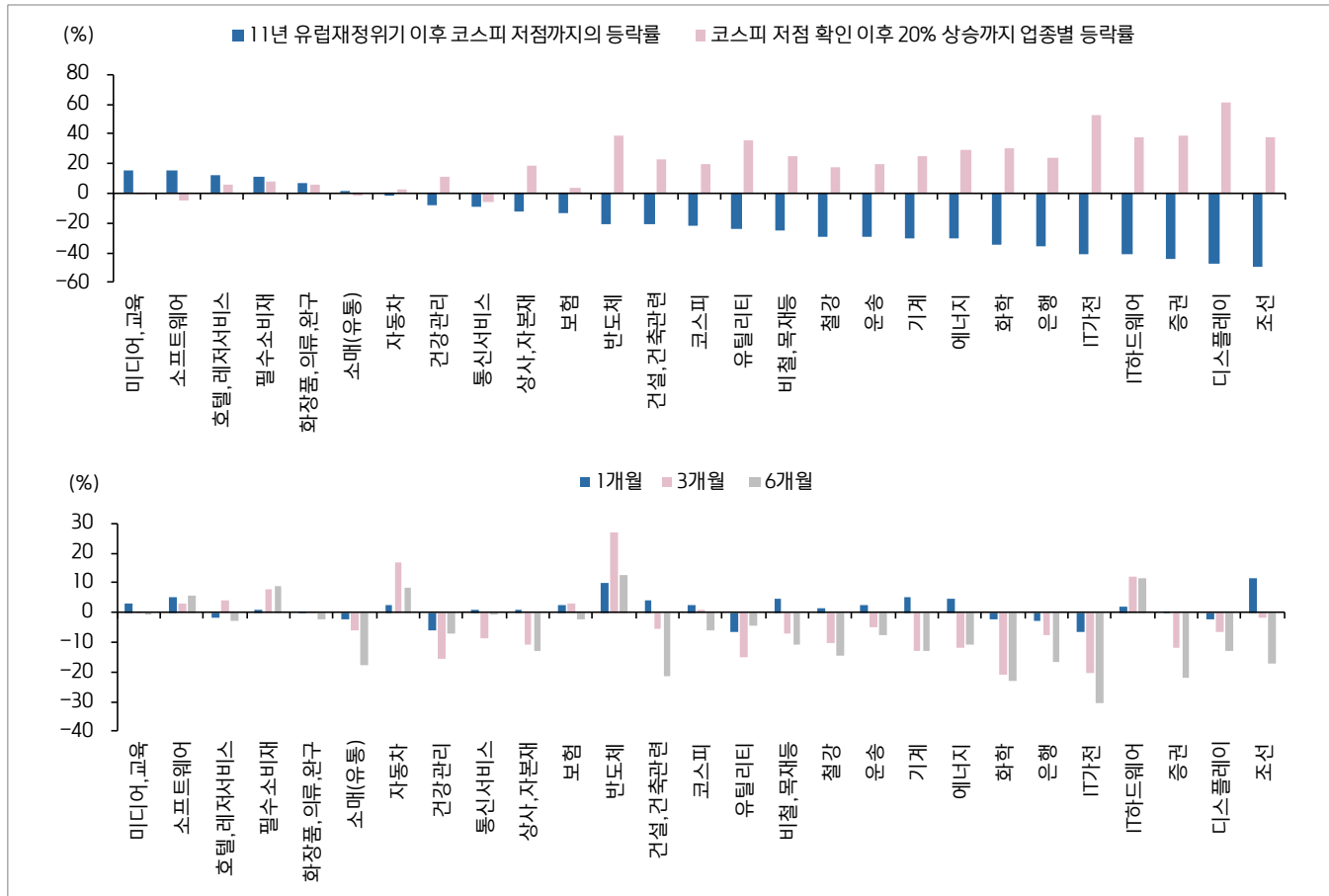


자료: Bloomberg, Quantwise, 키움증권 리서치센터

21.

(11년 유럽 재정위기) “과거 폭락기에 잘 버틴 업종 = 주도주”라고 보기 어려워

11년 유럽 재정위기 당시 시기별 업종 수익률

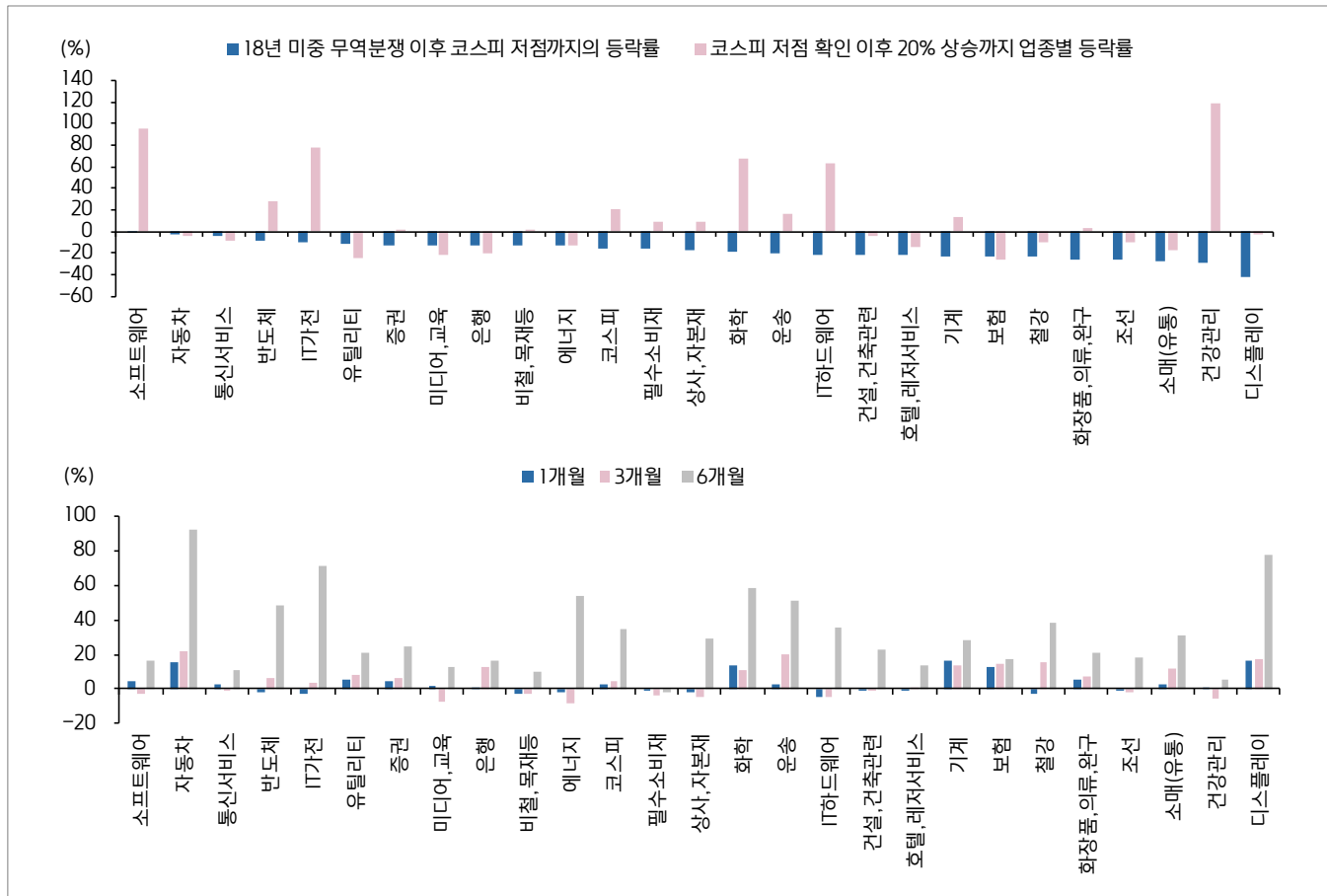


자료: Bloomberg, Quantwise, 키움증권 리서치센터

22.

(18년 무역분쟁) “과거 폭락기에 잘 버틴 업종 = 주도주”라고 보기 어려워

18년 무역분쟁 당시 시기별 업종 수익률

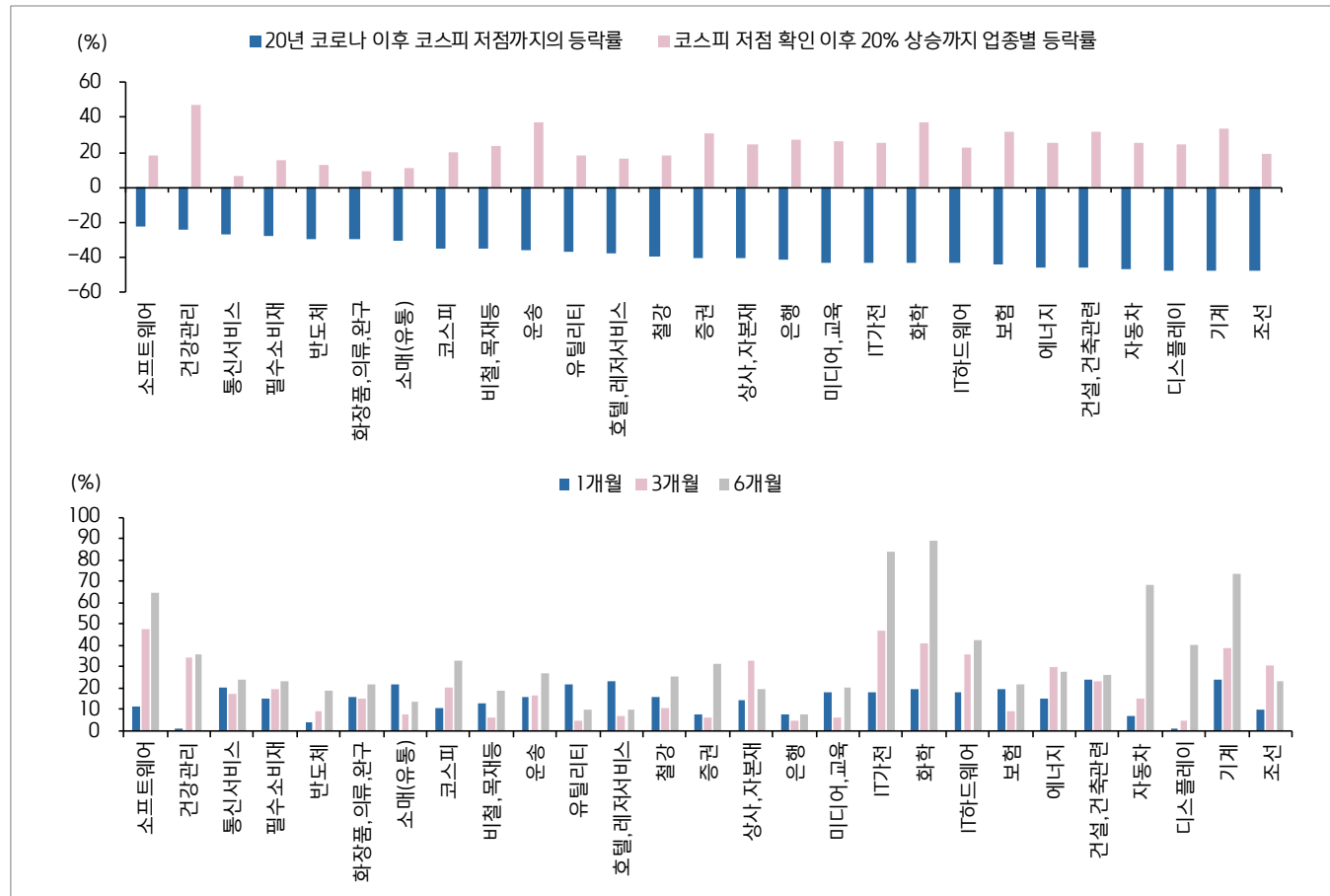


자료: Bloomberg, Quantwise, 키움증권 리서치센터

23.

(20년 코로나) “과거 폭락기에 잘 버틴 업종 = 주도주”라고 보기 어려워

20년 코로나 당시 시기별 업종 수익률

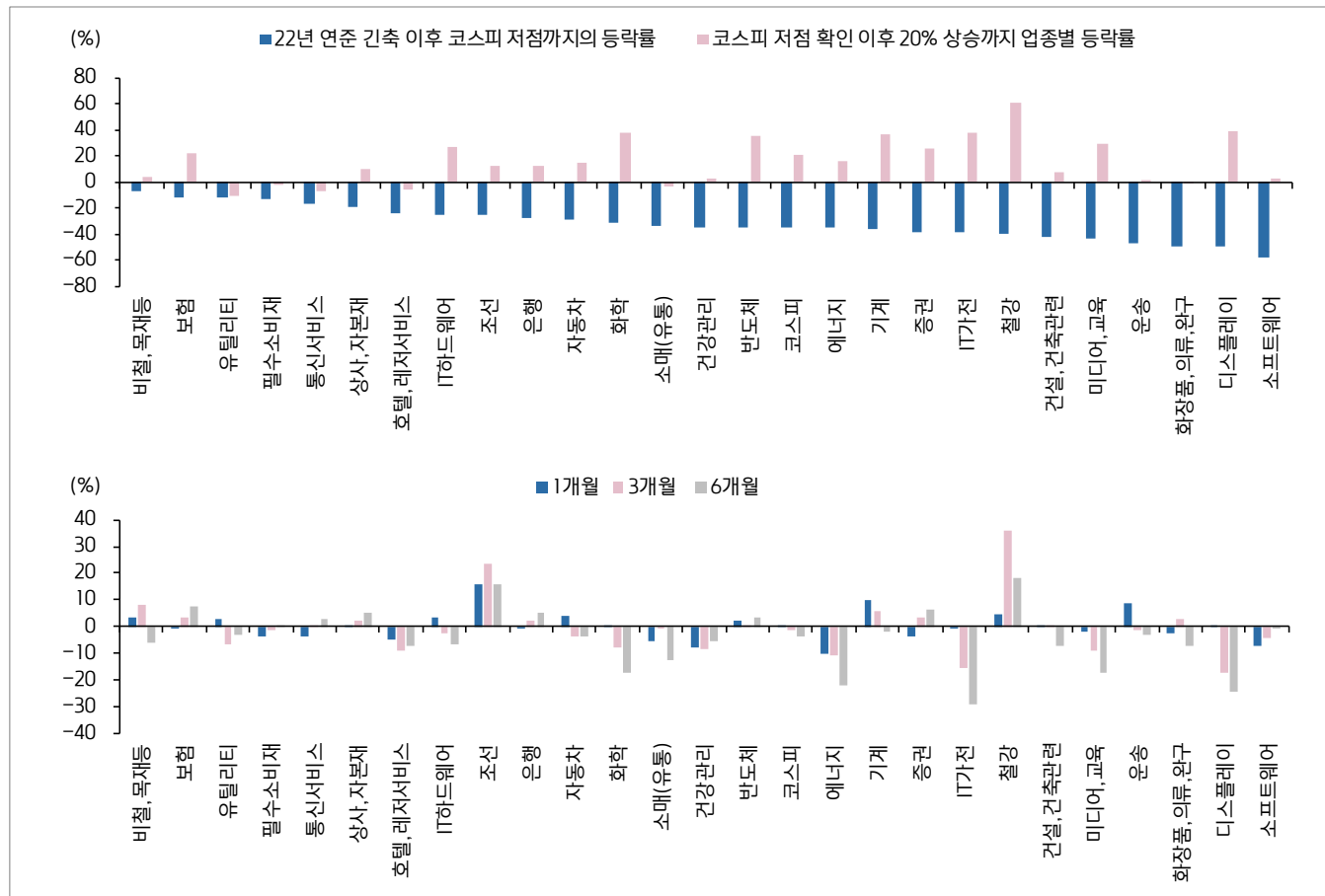


자료: Bloomberg, Quantwise, 키움증권 리서치센터

24.

(22년 연준긴축) “과거 폭락기에 잘 버틴 업종 = 주도주”라고 보기 어려워

22년 연준 긴축 당시 시기별 업종 수익률



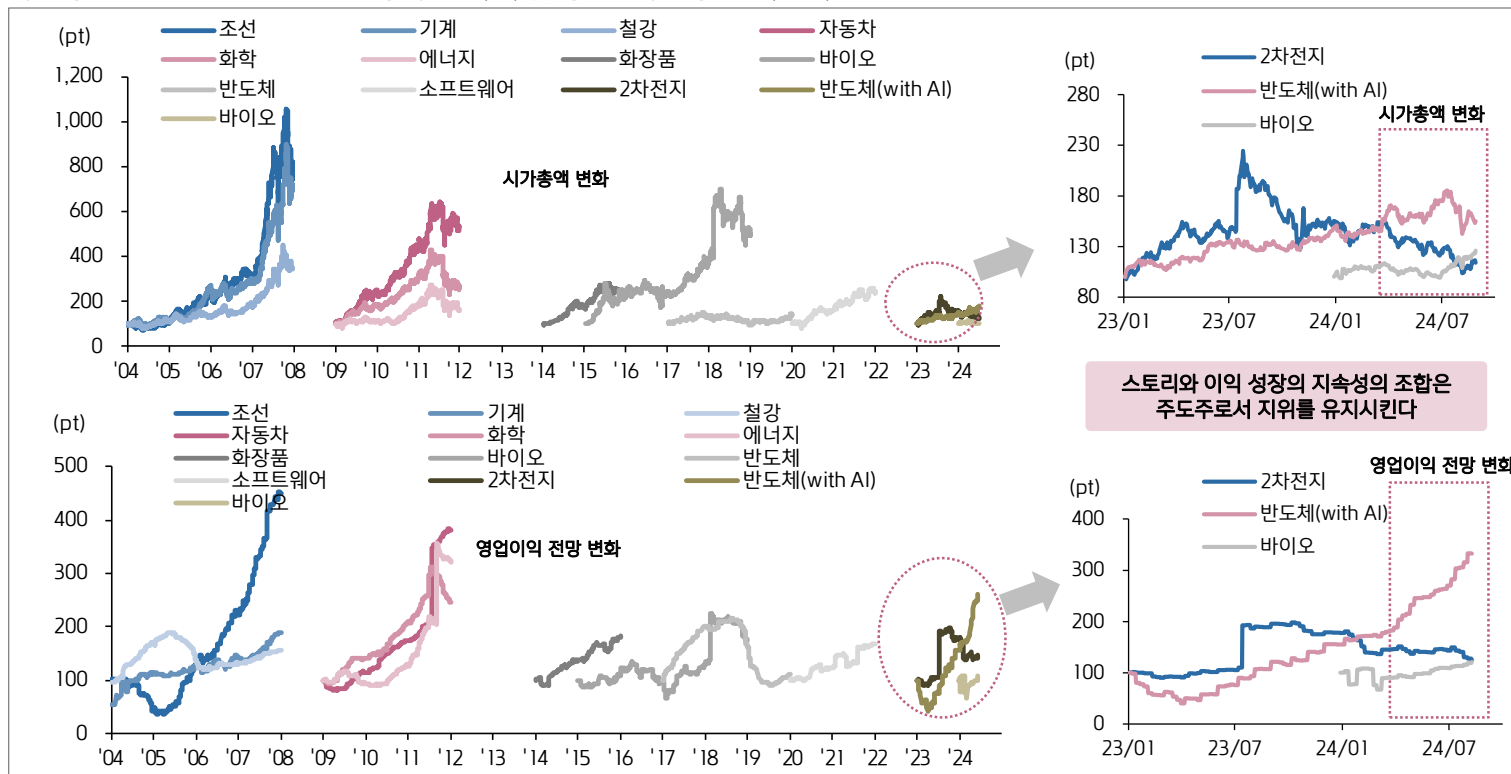
자료: Bloomberg, Quantwise, 키움증권 리서치센터

25.

바이오가 주도주 유력 후보인 것은 맞으나, 반도체 역시 지위를 유지할 것

- ▶ 주도주의 조건은 “내러티브(스토리) + 이익 성장”에 있으며, 이런 관점에서 현재 바이오가 차기 주도주의 유력 후보인 것은 맞음(금리 인하 수혜라는 내러티브 + 이전 바이오 장세 때와는 달리 실제 있는 이익 성장)
- ▶ 하지만 반도체 역시 내러티브에만 노이즈가 생성되고 있을 뿐, 이익 성장은 추세가 변하지 않은 만큼(상반기 랠리 만큼은 아니겠으나), 주도주로서 그 지위를 내려놓는 시기는 지연될 전망

국내 증시의 시기별 주도주의 시가총액 변화(위) 및 영업이익 전망 변화(아래)



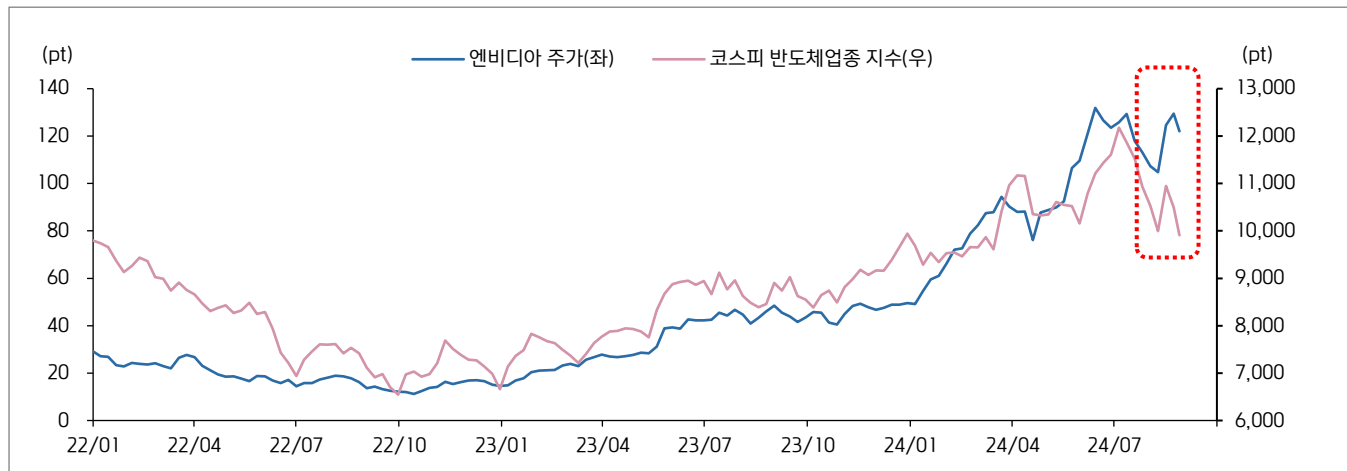
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

26.

엔비디아 실적은 기대치의 이슈, but AI 사이클은 현재 진행형

- ▶ 전세계 대장주 역할을 수행하고 있는 엔비디아는 7월 초 이후 데이터 센터 수익성 악화, 블랙웰 출시 지연 등 잇따른 악재를 경험하며 고점대비 30% 가까이 폭락하며 주도주 탈락 위기에 직면하기도 했으나, 현재는 주가가 8월 5일 저점 대비 약 40% 가까이 반등한 상태
- ▶ 8월 28일 발표된 2분기 실적은 컨센스를 상회했으나, 실적 발표 직후 주가 변동성 확대. 이미 스트리트 컨센스가 높아진 여파도 있겠으나, 성장률 피크아웃, 블랙웰 판매 지연 등과 관련한 의구심을 완전히 해소하지 못한 것에서 기인
- ▶ 하지만 어디까지나 기대치의 문제일 뿐, 이미 M7 실적, 7월 TSMC 실적 등을 통해 AI 사이클은 현재 진행형이라는 점에 주목해야 함. AI를 둘러싼 내러티브만 한 차례 더 훼손될 수 있겠지만, AI 및 반도체 업황의 업 사이클 추세는 유효. 연준, 침체, 엔-캐리를 둘러싼 불안 요인들을 덜어내면서 하방 경직성이 한층 개선됐다는 점까지 고려 시 증시 전반에 걸친 영향은 제한적일 것

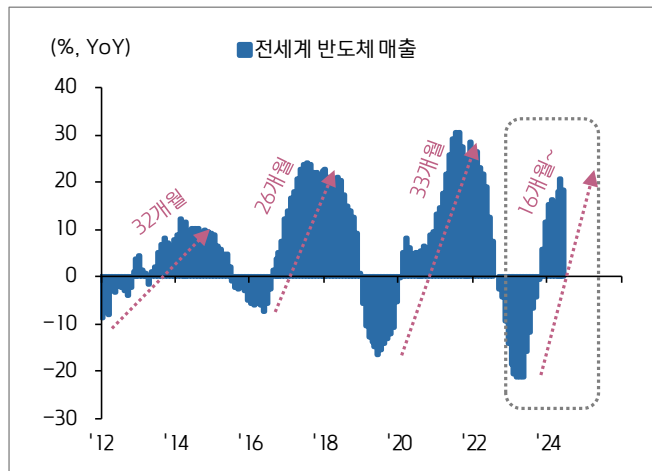
엔비디아 주가와 국내 반도체업종 주가



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

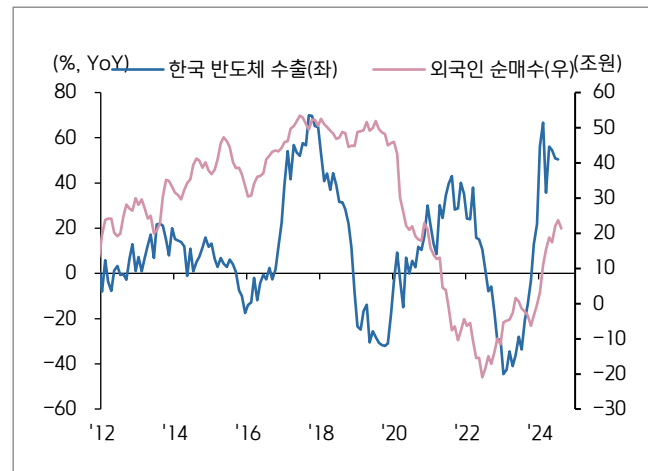
- ▶ 이런 측면에서 최근 수출 피크아웃 우려와 함께 불안 요인으로 지목되고 있는 반도체 상승 사이클 피크아웃 불안감도 완화될 것으로 예상
- ▶ 2010년 이후 반도체 업황이 바닥을 찍고 정점을 형성할 때까지 평균적으로 약 30개월 소요, 반면 현재는 16개월째 진행중(7월 기준, 23년 4월이 바닥)
- ▶ 최근 트렌드포스 등 주요기관에서도 '25년 매출액이 50.5%(YoY) 성장할 것으로 전망하는 등 수요 대비 공급 부족 현상이 내년까지는 이어질 가능성이 높아 보임
- ▶ 이는 주가가 업황 사이클에 6개월 선행한다고 하더라도, 현시점에서 반도체 사이클 정점론에 베팅하는 것은 업사이드 리스크가 발생할 수 있음을 시사

전세계 반도체 매출 사이클



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

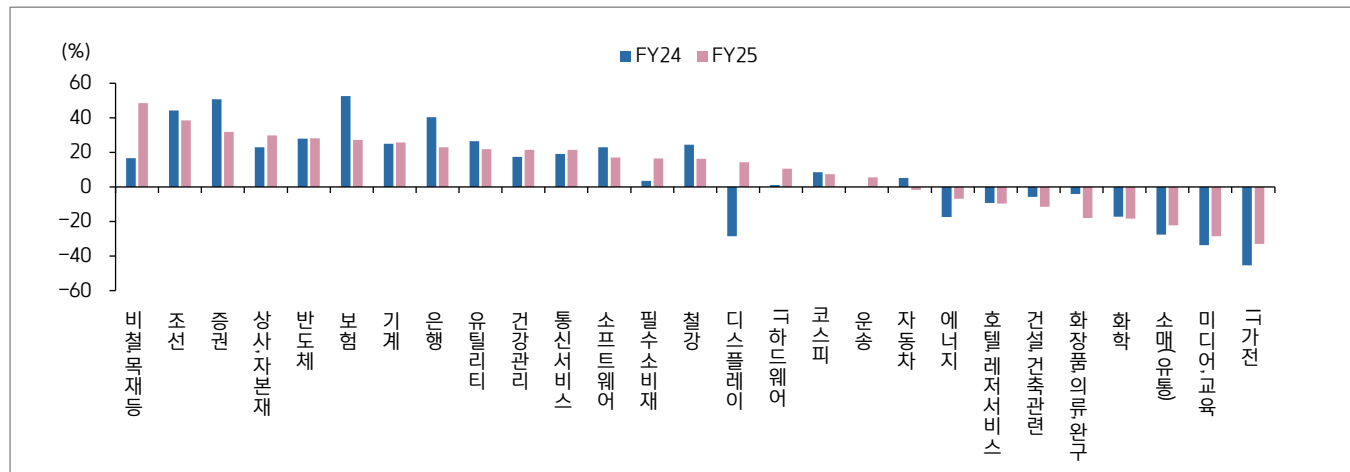
한국 반도체 수출은 외국인 수급과도 직결



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 8월 이후 증시 불안을 유발한 3개의 변수(미국 침체, 엔-캐리, AI 성장)는 9월에도 여전히 남아있을 것. 하지만 내성이 생기고 있으며, 9월 중 미국의 주요 실물지표, 9월 FOMC, 미 대선 2차 토론회 등 주요 이벤트를 거치면서 불안의 축은 약해질 것으로 판단
- ▶ 연준의 금리인하는 증시에 악재가 되지 않을 것이며, 미국의 침체 역시 현실화될 확률은 크지 않을 것. 또 9배를 하회하고 있는 코스피의 PER 밸류에이션, 외국인의 한국 증시에 대한 순매수 포지션 유지 등을 감안 시 국내 증시 자체적으로도 하방 경직성을 만들었다는 점에 주목할 필요. 상기 변수들이 일시적으로 증시 변동성을 만들어낼 수 있겠으나, 악재보다는 호재에 민감한 국면에 다시 돌입할 것으로 예상
- ▶ 1) 금리인하 기대 강화 및 이익 모멘텀이 개선되고 있는 바이오, 2) 수출 및 수주 호조에 따른 이익 가시성을 확보하고 있는 반도체, 기계, 3) 금리 하락에 따른 배당투자 메리트 부각, 밸류업 지수 출시 기대감 등에 따른 은행, 자동차 등을 중심으로 9월 증시에 대응하는 것이 적절(9월 코스피 예상 레인지 2,580~2,880pt).

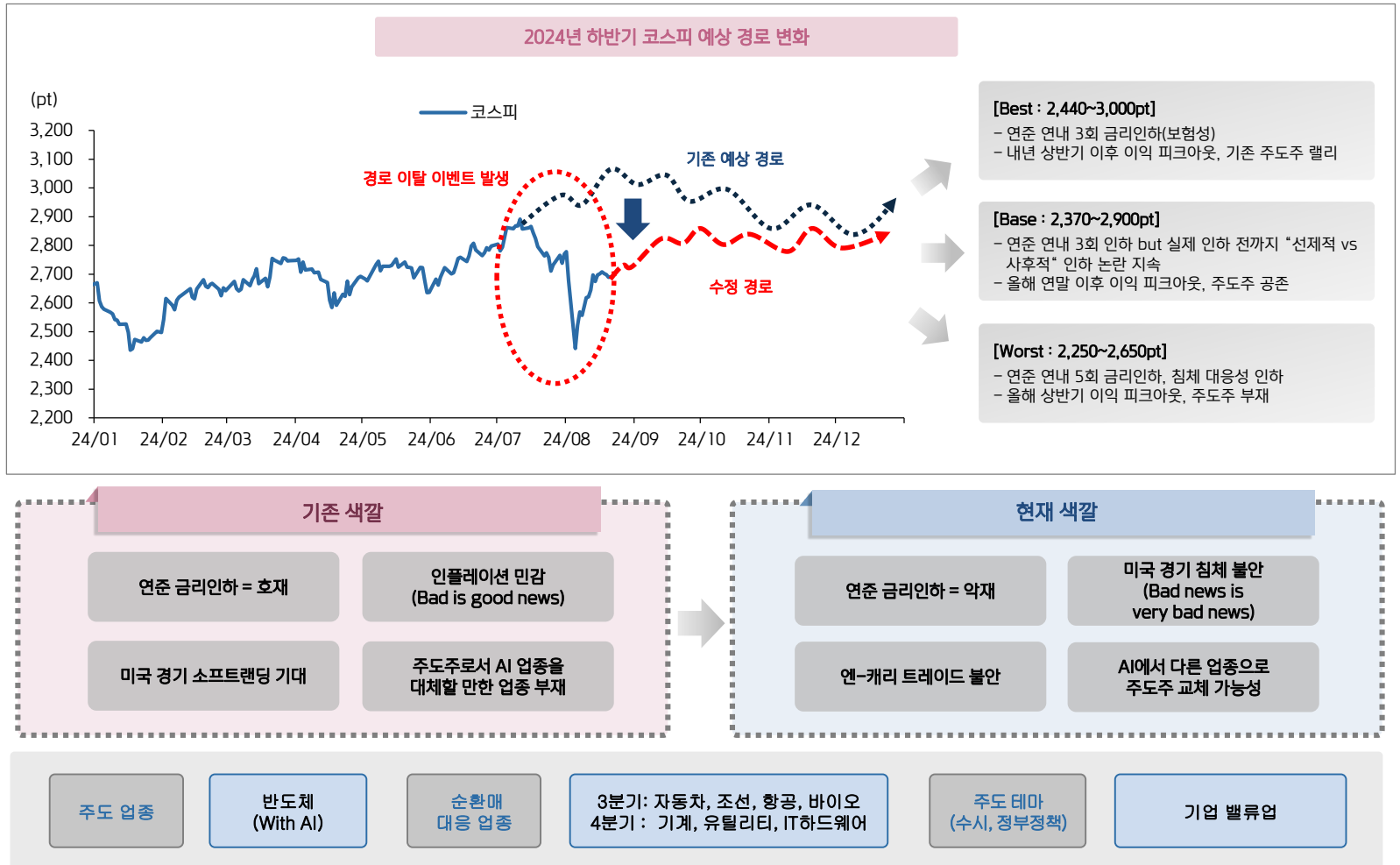
최근 1개월 간 24년 및 25년 업종별 이익수정 비율



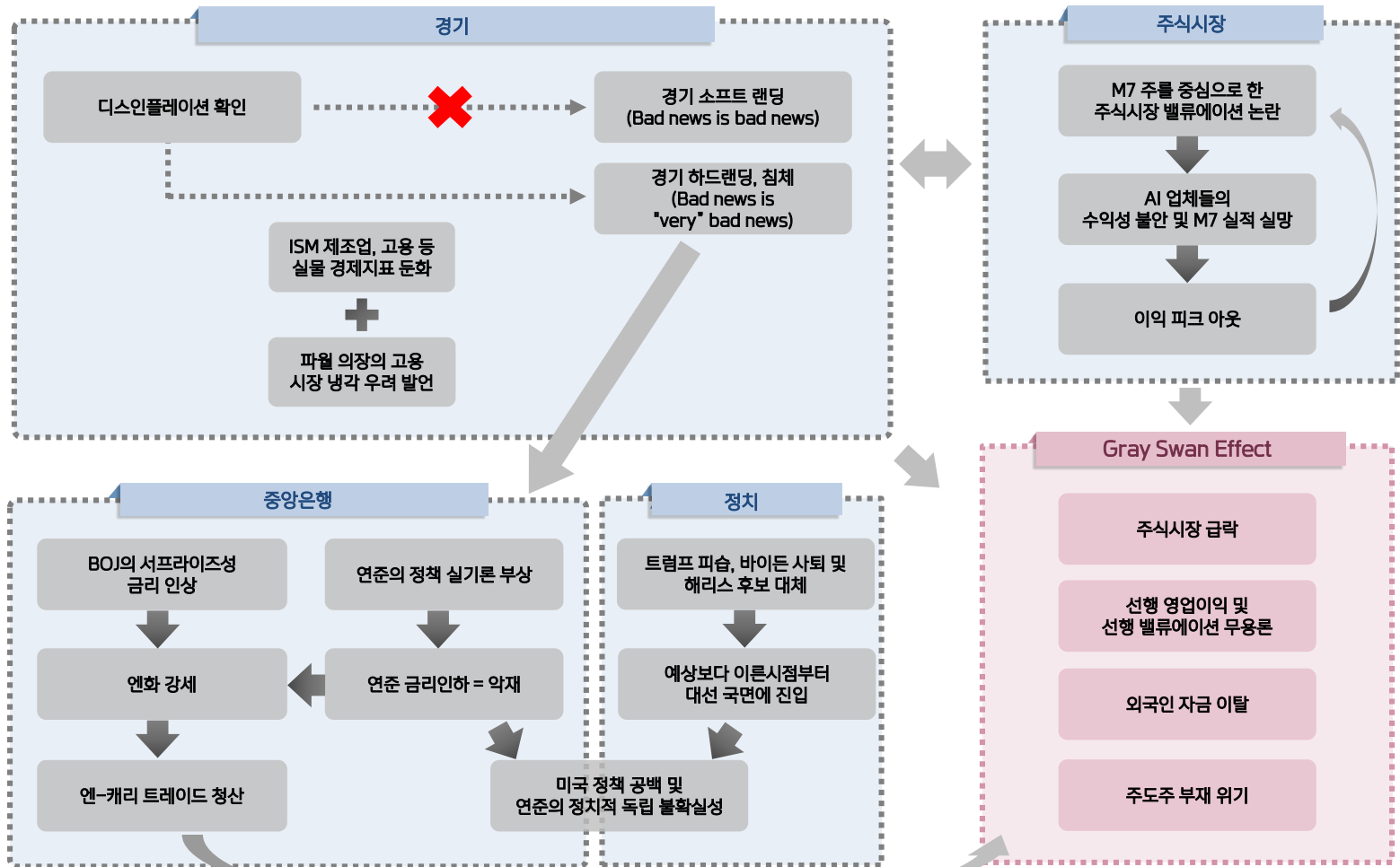
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

29.

(참고) 그레이 스완 출현으로 인해 변한 주식시장 경로



30. (참고) 그레이 스완(Gray swan)에 대한 이해

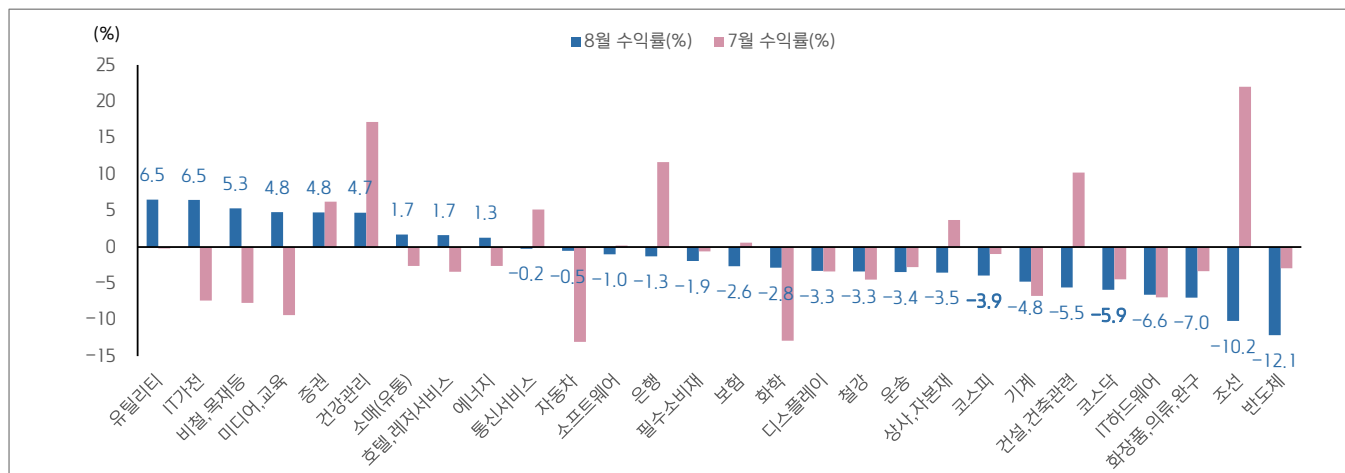




01. 8월 업종별 리뷰

- ▶ 8월은 월초 경기침체 우려 부각에 따른 영향으로 단기 급락 장세가 연출되었음. 점진적으로 낙폭을 확대하는 모습이 연출되기도 했지만, IT 대형주를 중심으로 주가가 부진한 영향으로 증시의 하방 압력이 이어지는 모습
- ▶ 업종별로는 7월에 큰 폭의 상승세가 연출되었던 조선(-10.2%) 업종을 중심으로 차익 매물이 출회 되었음. 또한, 글로벌 IT 업체들의 가이던스가 시장 기대를 하회한 영향으로 반도체(-12.1%) 업종의 부진 지속
- ▶ 한편, 유틸리티(6.5%) 업종을 비롯해 전월 주가 조정폭이 컸던 IT가전(6.5%), 비철목재(5.3%), 미디어교육(4.8%) 등은 반등. 또한, 증권(4.8%), 건강관리(4.7%)는 전월에 이어 상승 모멘텀 지속

업종별 월간 수익률

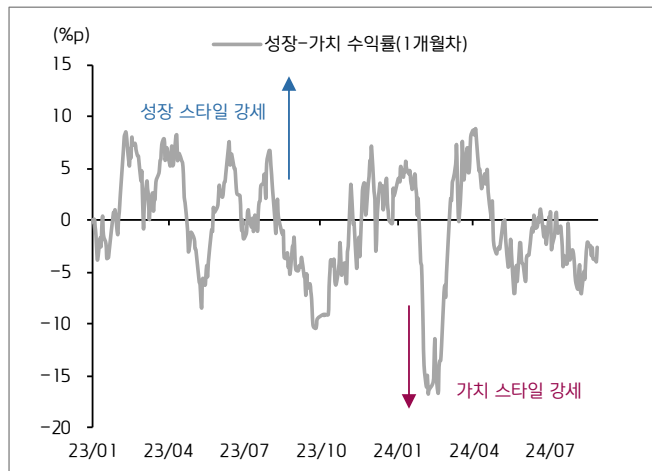


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

02. Style: 스타일 혼조세 지속

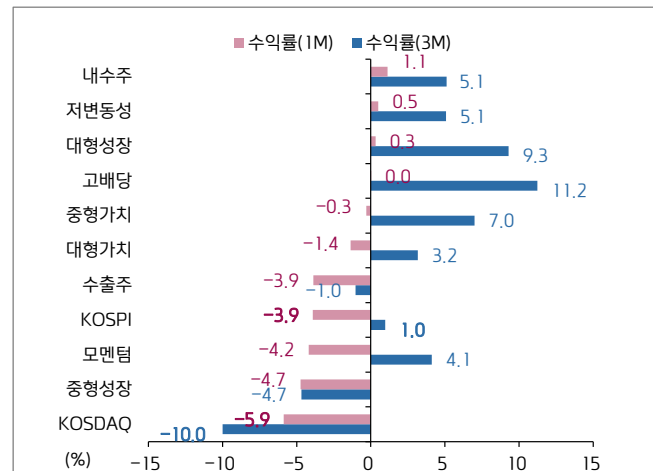
- ▶ 월초 경기침체 우려감으로 고밸류 업종을 중심으로 매물이 출회된 영향으로 가치 스타일의 강세가 연출되기도 했으나, 이후 낙폭 확대 및 경기 연착륙 기대감이 회복되며 성장 스타일 중심으로 반등
- ▶ 다만, 매크로 요인에 의한 상/하방 방향성이 제한됨에 따라 스타일 간의 차별화는 상대적으로 크지 않은 모습
- ▶ 스타일별로는 중시 불확실성 지속으로 내수주(1.1%), 저변동성(+0.5%) 스타일이 선방
- ▶ 반면, 중형성장(-4.7%), 모멘텀(-4.2%) 등의 조정폭이 컸고, 글로벌 경기침체 우려감 부각으로 수출주(-3.9%) 역시 부진한 모습 연출

성장/가치 스타일 1개월 수익률 차이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주요 스타일별 수익률 현황



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주) 스타일 분류는 MKF500 기준

03. 업종별 3Q24 실적 전망 (YoY)

- ▶ '24년 3분기 영업이익 성장률(YoY, %)은 전월 53.1%로 전망
- ▶ 3분기 기준 전년 동기 대비 성장률 상/하위 업종은
 Top 5: 반도체, 조선(+252%), 운송(+76.0%), 비철목재(+74.4%), 유틸리티(+63.7%),
 Bottom 5: 에너지(-40.1%), 철강(-30.1%), IT가전(-18.4%), 건설건축(-4.0%), 상사자본재(-2.2%)

업종별 분기 영업이익 성장률(YoY) 전망

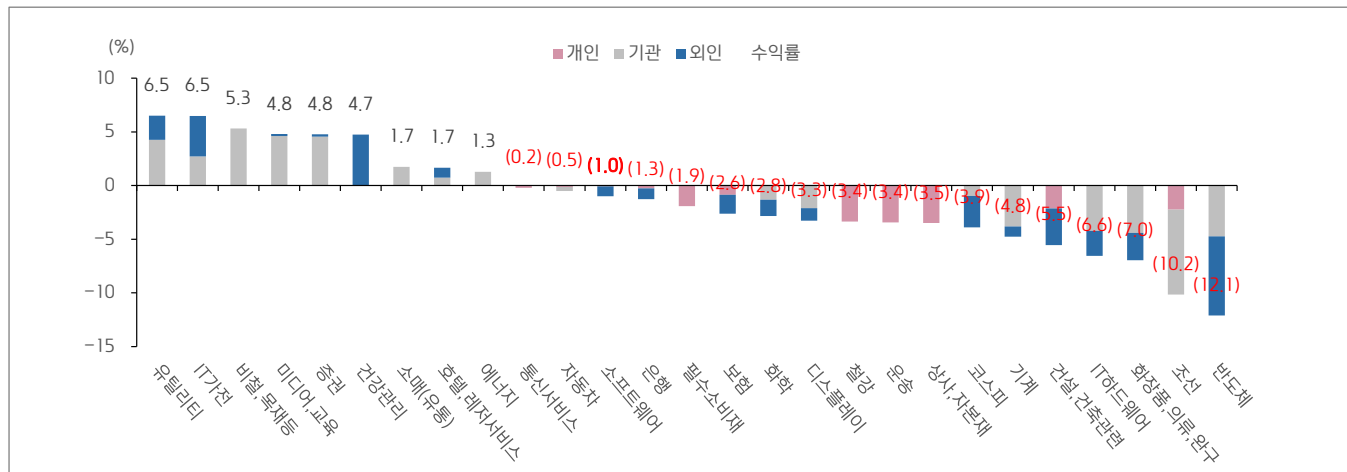
	2024E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2025E		2024E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2025E
코스피	75.1	68.8	53.1	126.9	24.2	미디어,교육	5.3	-14.1	0.5	58.9	41.3
코스닥	68.5	34.4	61.8	136.7	58.1	소매(유통)	17.3	-6.1	15.0	43.3	18.3
에너지	5.4	47.8	-40.1	198.8	42.1	필수소비재	20.1	15.1	11.6	36.1	10.4
화학	34.7	16.6	6.8	흑전	104.7	건강관리	14.9	7.7	2.4	55.8	44.8
비철,목재등	55.0	78.5	74.4	55.9	5.0	은행	14.0	2.7	7.5	81.3	3.0
철강	-18.8	-52.7	-30.1	472.3	36.4	증권	34.2	16.9	19.3	341.9	2.4
건설,건축관련	12.9	30.6	-4.0	67.9	19.5	보험	27.2	31.5	24.9	80.6	3.8
기계	7.6	-14.4	14.2	34.6	17.0	소프트웨어	33.9	27.2	30.9	35.1	17.2
조선	406.4	2020.1	252.4	246.9	80.0	IT하드웨어	46.2	64.5	58.9	40.5	31.7
상사,자본재	13.4	27.7	-2.2	75.5	22.2	반도체	흑전	흑전	12971.6	752.1	44.8
운송	39.0	34.8	76.0	86.7	-12.2	IT가전	-2.3	-3.6	-18.4	264.3	72.8
자동차	11.5	4.9	8.9	17.1	1.5	디스플레이	적지▲	적지▲	흑전	130.2	흑전
화장품,의류,완구	20.0	16.2	24.8	61.3	23.5	통신서비스	4.4	0.2	13.1	13.1	5.5
호텔,레저서비스	47.5	23.3	17.4	-	20.0	유틸리티	흑전	흑전	63.7	-8.9	18.9

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

04. 외국인 중심의 매도 우위 (코스피)

- ▶ 코스피는 외국인(-2.5 조원)과 기관(-0.8 조원) 매도세가 동반되며 하락세가 연출
- ▶ 외국인은 반도체, 건설건축, 화학, 보험 등의 업종을 중심으로 매도. 기관은 조선, 화장품의류 등을 위주로 매도 전반적인 매도 우위에도 외국인의 건강관리 업종에 대한 매수세는 이어졌고, 기관 투자자 역시 유틸리티, 비철 목재, 미디어교육, 증권 등의 업종 지속 매수
- ▶ 한편, 개인 투자자만이 유일하게 매수 우위를 보였는데, 하락한 업종 중 반도체, 기계, IT하드웨어 등을 매수

코스피 업종별 8월 수익률과 상승(하락) 시 순매수(순매도) 투자주체 비중



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주) 주가 수익률이 상승한 경우 순매수 우위를 보인 수급 주체별 비중, 주가 수익률이 하락한 경우 순매도 우위를 보인 수급 주체별 비중

05. (참고) 코스피, 투자주체별 월간 수급 현황

- ▶ 8월 코스피 기준, 기관(-8,115.3억원)과 외국인(-2조 4,892억원)은 순매도
- ▶ 반면, 개인(+2조 9,118억원) 순매수
- ▶ 전월에 비해 반도체 업종에 대한 매수가 집중된 가운데, 여타 업종들에 대한 거래대금은 축소

코스피 업종별 개인/기관/외국인 8월 순매수 대금

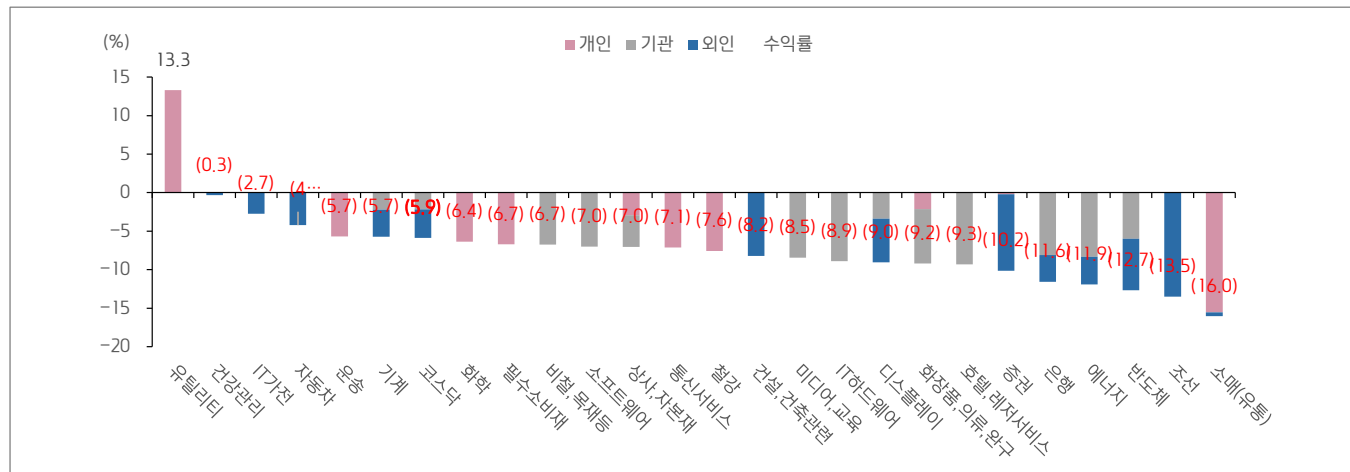
	(십억 원)	개인	기관	외국인		(십억 원)	개인	기관	외국인
반도체	4,650.6	-	1,925.5	- 2,997.2	조선	- 15.0	-	53.2	124.3
자동차	- 35.4	-	91.3	93.5	건설,건축관련	- 56.2	-	164.5	89.0
IT가전	- 321.0	-	137.8	189.7	소매(유통)	- 92.1	-	99.8	4.4
기계	161.3	-	148.8	- 36.8	비철,목재등	- 88.8	-	87.9	4.2
보험	- 14.3	-	39.7	- 29.8	운송	- 59.3	-	18.8	50.3
필수소비재	- 250.8	-	26.9	94.4	건강관리	- 355.1	-	0.9	345.0
미디어,교육	- 86.3	-	81.7	3.1	화학	100.6	-	49.4	57.4
화장품,의류,완구	125.1	-	105.1	- 60.8	호텔,레저서비스	- 8.2	-	2.8	3.5
상사,자본재	- 55.7	-	45.5	2.1	통신서비스	- 113.4	-	45.0	69.4
유틸리티	- 311.1	-	186.1	97.6	은행	- 32.2	-	176.1	124.0
디스플레이	14.7	-	10.6	- 5.8	에너지	- 112.4	-	127.5	22.2
증권	- 153.5	-	157.4	6.7	소프트웨어	- 14.7	-	245.5	162.2
IT하드웨어	143.8	-	95.9	- 53.4	철강	- 102.3	-	23.8	77.7

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주) 표는 8/29 일 기준

06. 개인 투자자 주도의 순매수 지속(코스닥)

- ▶ 코스닥 시장에서는 개인(+4,429억원) 투자자만이 매수세를 이어가는 모습. 반면, 외국인(-1,814 억원)과 기관 (-1,076억원) 순매도
- ▶ 개인 투자자는 유틸리티 업종을 비롯해 반도체, 미디어교육, 디스플레이, 소프트웨어 등을 매수
- ▶ 반면, 순매도를 기록한 외국인의 경우, 조선, 증권, 반도체 등을 집중적으로 매도했고, 기관은 에너지, 은행, 호텔레저, 화장품의류완구, IT하드웨어 등을 주로 매도

코스닥 업종별 8월 수익률과 상승(하락) 시 순매수(순매도) 투자주체 비중



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주) 주가 수익률이 상승한 경우 순매수 우위를 보인 수급 주체별 비중, 주가 수익률이 하락한 경우 순매도 우위를 보인 수급 주체별 비중

07. (참고) 코스닥, 투자주체별 월간 수급 현황

- ▶ 8월 코스닥 기준, 개인(+4,429억원)만이 순매수
- ▶ 반면, 외국인(-1,814 억원)과 기관(-1,076억원) 순매도.
- ▶ 코스닥 주요 업종 중, 반도체, 건강관리 그리고 미디어교육 업종으로 거래가 집중되는 모습을 보였음

코스닥 업종별 개인/기관/외국인 8월 순매수 대금

	(십억 원)	개인	기관	외국인		(십억 원)	개인	기관	외국인		
반도체	143.6	-	73.0	-	81.1	조선	3.9	0.1	-	5.7	
자동차	11.4	-	17.0	-	13.4	건설,건축관련	9.2	3.1	-	8.8	
IT가전	36.0	-	5.2	-	35.1	소매(유통)	-	42.1	-	1.3	
기계	22.0	-	11.2	-	18.1	비철,목재등	0.9	-	6.8	8.4	
보험	-	1.2	1.5	-	0.3	운송	-	1.6	0.7	0.1	
필수소비재	-	3.6	2.2	-	2.2	건강관리	119.6	109.8	-	125.0	
미디어,교육	72.7	-	74.3	-	19.2	화학	-	27.8	0.7	23.6	
화장품,의류,안구	-	2.1	-	6.8	7.0	호텔,레저서비스	1.7	-	2.8	0.6	
상사,자본재	-	2.3	-	3.2	6.8	통신서비스	-	0.0	-	0.0	
유틸리티	21.1	-	8.6	-	1.8	은행	9.5	-	4.0	-	1.7
디스플레이	39.1	-	15.8	-	26.4	에너지	16.0	-	0.7	-	0.3
증권	-	0.0	0.7	-	0.5	소프트웨어	25.1	-	8.2	8.8	
IT하드웨어	13.1	-	48.2	-	29.0	철강	-	6.4	1.7	4.3	

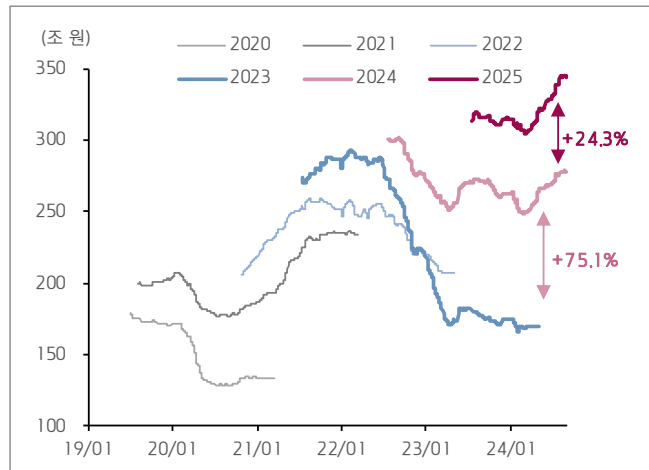
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주) 표는 8/29 일 기준

08.

어닝 시즌 종료와 함께 잦아든 이익모멘텀

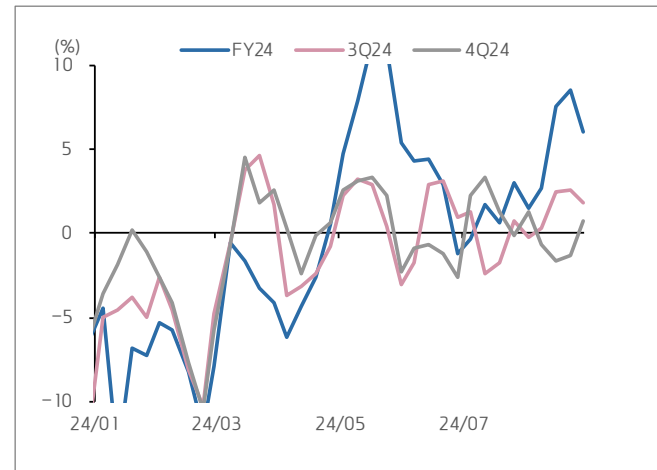
- ▶ 양호한 2분기 실적 시즌을 통해 기업들의 실적 전망은 이전보다 한 단계 상승하는 모습을 보였음. 다만, 초대형 주주의 실적 발표가 지난 7월 중반 이후부터는 실적 개선 탄력이 잦아들며, 연간 영업이익 추정치는 횡보하는 모습을 보였음
 - 코스피의 올해 영업이익 성장률(YoY, %) 전망은 현재 75.1%로 전망되며 전월 대비 소폭 상승
- ▶ 다만, 최근 1개월 이익조정비율을 살펴보면, 3분기 이익모멘텀이 둔화되는 모습이 나타나고 있는 점은 부담.

코스피, 연도별 영업이익 전망치 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

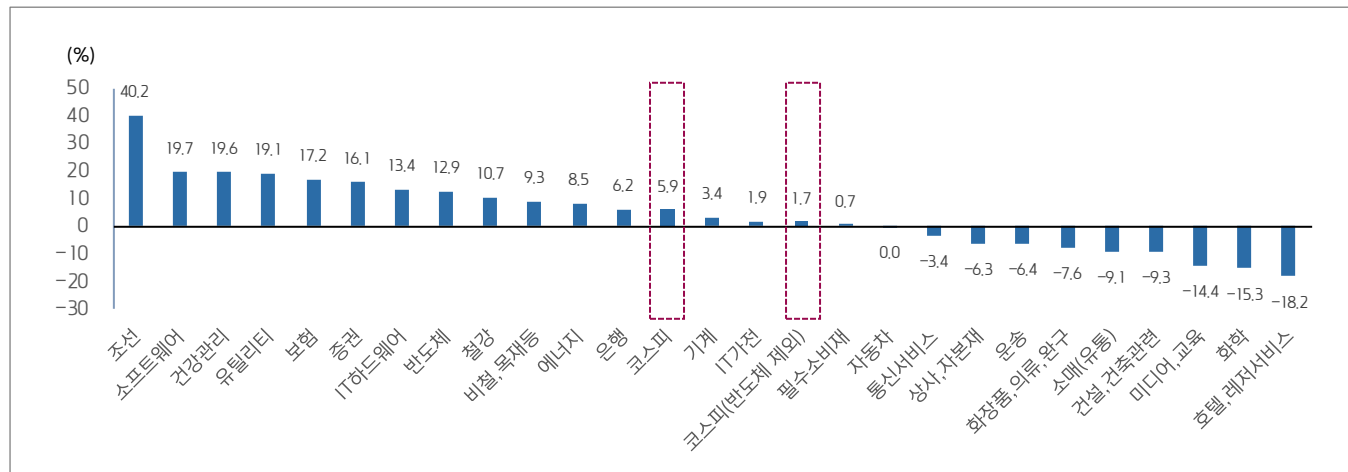
코스피, 2Q24, 3Q24, FY24 이익조정비율(1M)



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

- ▶ 코스피 2분기 어닝 시즌은 실적 컨센서스와 비교해 약 6% 가량 상회하며 양호한 모습으로 마감(영업이익 기준)
- ▶ 특히 조선(40.2%), 소프트웨어(19.7%), 건강관리(19.6%), 유틸리티(19.1%), 보험(17.2%), 증권(16.1%) 등의 어닝 서프라이즈가 높았음
- ▶ 반면, 호텔레저(-18.2%), 화학(-15.3%), 미디어교육(-14.4%), 건설건축(-9.3%) 등은 어닝 쇼크를 기록
- ▶ 반도체 업종 역시도 시장 전망을 13% 상회했는데, 코스피 전체에서 반도체 업종을 제외한 경우를 살펴보면 어닝 서프라이즈는 5.9%에서 1.7%로 축소. 즉, 업종별로는 예상보다 어닝 서프라이즈 탄력이 체감적으로 강하지 않았음

코스피 업종별 2분기 영업이익 어닝 서프라이즈



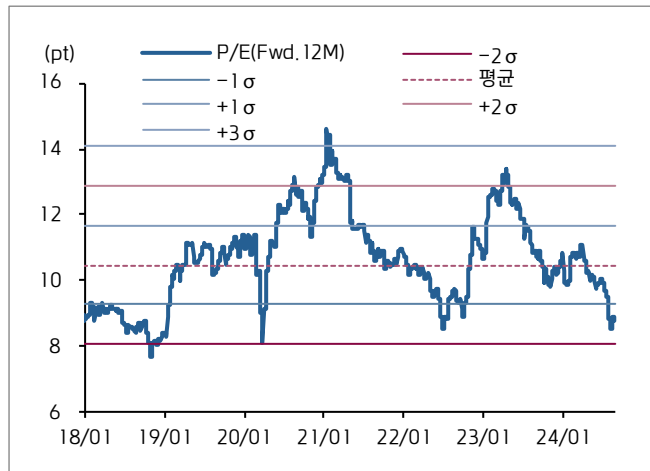
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

10.

8월 급락으로 밸류에이션 매력은 확대됐으나...

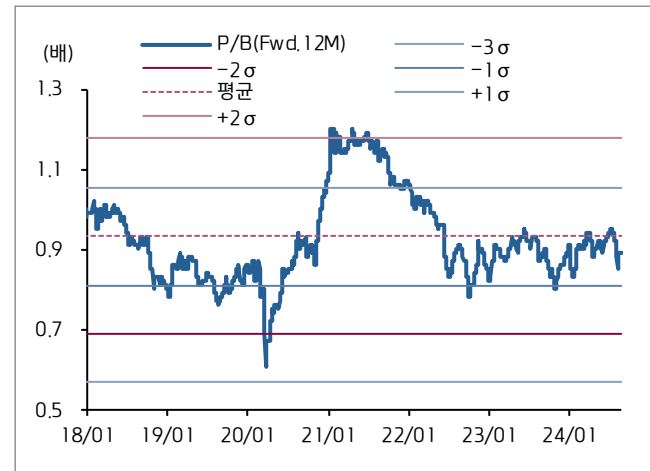
- ▶ 8월 초 글로벌 경기침체 우려 그리고 AI 테마의 성장 지속성에 대한 불확실성이 부각된 영향으로 코스피의 순이익 기준 밸류에이션은 지난 달에 이어 추가적으로 하락
 - 현재 코스피의 선행 12개월 PER 8.79배, PBR 0.89배 (5년 평균 PER 10.5배, PBR 0.93배)
- ▶ 최근 5년 기준 PER(Fwd. 12M) 밴드를 살펴보면, 8월의 급락으로 지난 '22년 7월 수준과 비슷한 -1.5σ ' 까지 낮아져 있음. 낮아진 순이익 대비 밸류에이션은 저평가 진입 유인을 자극
- ▶ 하지만, PBR 기준으로 살펴본다면, 하락하긴 했지만 -0.5σ ' 수준에 그치며, 장부가 대비 밸류에이션의 저평가 매력도는 상대적으로 높지 않음
- ▶ 8월 증시의 하락을 야기한 매크로 및 AI 성장성 관련 노이즈들이 지속되며 투자심리 회복을 더디게 만들 것을 감안한다면, 밸류에이션의 평균 회귀는 기대보다 더딜 것으로 판단

코스피, 최근 5년 기준 PER(Fwd. 12M) 밴드



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

코스피, 최근 5년 기준 PBR(Fwd. 12M) 밴드



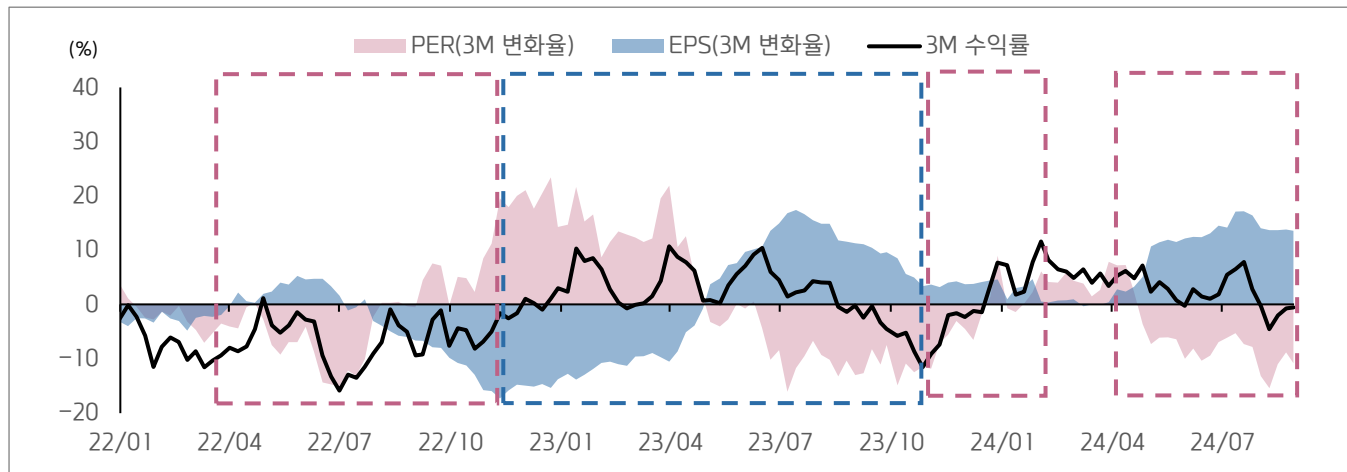
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

11.

밸류에이션 변화가 주도하고 있는 최근의 시장

- ▶ 업종별로 차별화되는 모습이 나타났어도 시장 전반적으로는 우상향 하는 실적 전망 경로가 이어지고 있는 상황
- ▶ 그럼에도 국내 증시의 주가는 실적과의 연동성이 높지 않은 모습
- ▶ 코스피의 주가 수익률을 실적 그리고 기대감(PER)에 대한 부분으로 나누어 살펴보면,
 - 올해 2분기에 들어서면서부터 실적의 설명력보다는 시장 기대감의 변화에 따라 주가 수익률이 결정되는 모습을
- ▶ 양호한 실적 경로에 대한 기대감이 주가에 상당 부분 반영된 이후, 매크로 및 미래 성장 전망에 대한 불확실성이 높아지며 시장참여자들의 기대감에 더 민감하게 반응하는 것으로 판단
- ▶ 9월 역시도 증시의 노이즈 요인 상존으로 밸류에이션의 민감도가 높은 국면이 연출될 수 있지만, 불확실성 요인들이 해소됨에 따라 실적 전망의 설명력이 재차 높아질 것으로 기대

코스피 주가 수익률 동인 분해 (선행 12개월 PER과 EPS 변화율)



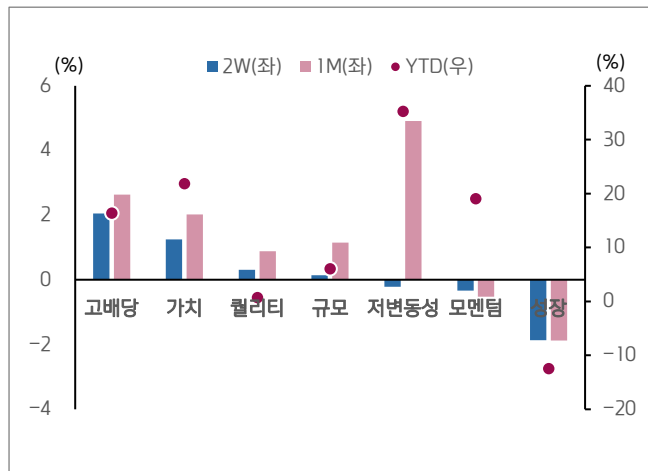
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

주) 붉은 점선은 PER의 방향성과 주가 수익률이 연동되는 구간, 푸른 점선은 EPS의 방향성과 주가 수익률이 연동되는 구간

12. 국내외 공통적으로 나타나는 방어적인 전략의 우위

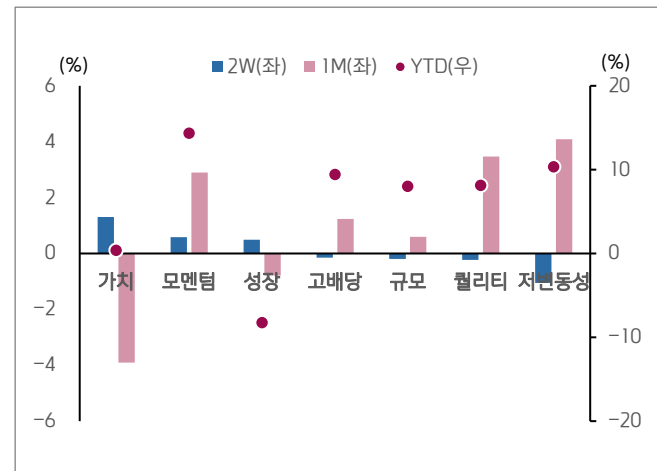
- ▶ 주요 스타일별 롱/숏 누적 성과를 살펴보면, 지난 2 주동안은 국내외 공통적으로 가치 스타일의 우위가 연출
- ▶ 9월 FOMC에서 25bp 금리 인하가 예상되는 가운데, 성장 스타일 보다도 가치 스타일의 우위가 연출된 점은 특징적
- ▶ 국내 코스피 200에서는 최근 2주 기준 고배당(2.1%), 가치(1.3%), 퀄리티(0.3%) 스타일이 우위를 보였음. 반면, 성장(-1.9%), 모멘텀(-0.3%) 등은 부진
 - 미국 S&P 500에서는 같은 기간 가치(1.3%), 모멘텀(0.6%) 등이 강세. 반면, 저변동성(=1.1%), 퀄리티(-0.24%) 등은 부진
- ▶ 글로벌 경기침체 우려가 완화됨에 따라 미국 증시의 경우, 성장 스타일도 소폭 반등하기도 했으나, 국내의 경우 글로벌 경기에 더욱 민감한 영향으로 가치 스타일 외에도 고배당, 퀄리티 등의 방어적 스타일 전반적 우위

코스피 200, 주요 스타일별 롱-숏 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

S&P 500, 주요 스타일별 롱-숏 수익률

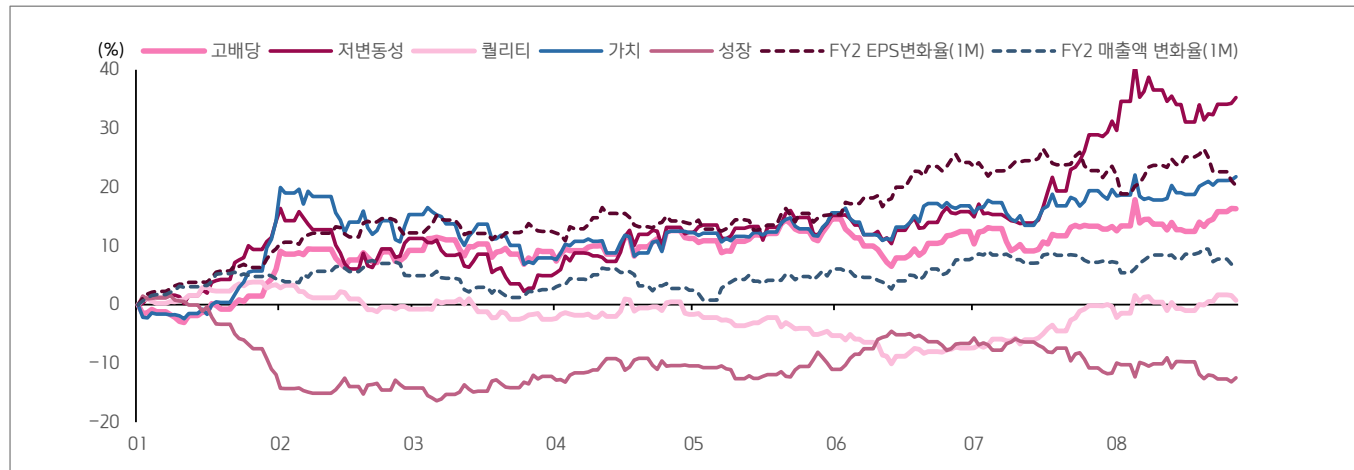


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

13. (접근 아이디어 1) 불확실성에 대비한 방어적 스타일

- ▶ 전술한 바와 같이 최근 국내외 공통적으로 나타나고 있는 가치 및 방어적 스타일의 우위는 9월에도 당분간 지속될 것으로 판단
- ▶ 특히 9월 초~중순에는 미국의 경기 전망을 둘러싼 매크로 지표의 발표, 미국의 2차 대선후보 토론(9/10), FOMC(9/17~18) 등 굵직한 이벤트들이 남아있음. 해당 이슈들을 지나며 불확실성은 점차 완화될 것으로 기대하지만, 그 전까지는 고배당, 퀄리티 등의 안정적인 스타일 중심으로 대응이 필요할 것으로 판단
- ▶ 더불어, 9월 중 발표가 예정되어 있는 거래소의 밸류업 지수 이벤트 역시 고배당, 가치 등과 같은 방어적인 스타일의 모멘텀을 더해줄 것으로 기대
 - 금융 업종을 비롯해 자동차, 통신 등은 밸류에이션 매력도와 함께 고배당, 높은 수익성을 갖춘 대표적인 밸류업 수혜 업종으로 거론되는 만큼 9월 불확실성 구간에서 양호한 흐름이 기대됨

코스피 200, 주요 스타일별 연초 이후 롱-숏 누적 수익률

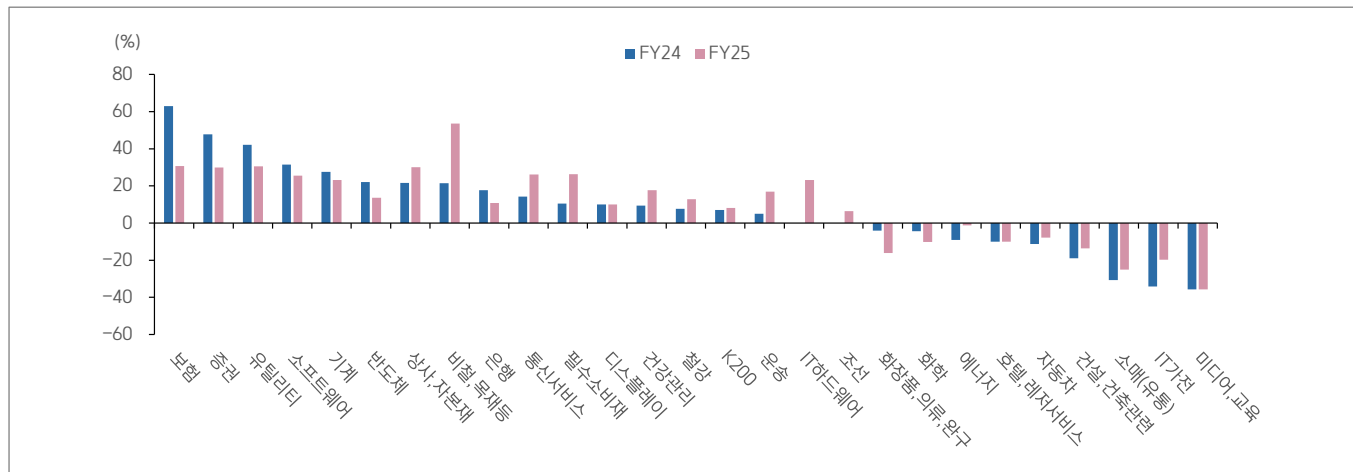


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

14. (접근 아이디어 2) 불확실성 완화 이후 시장의 눈은 다시 실적으로

- ▶ 앞서 주요 스타일 팩터들의 성과에서도 확인한 바와 같이 방어적인 스타일들의 우위가 연출되는 가운데, 8월 후반에 들어서 EPS 변화율, 매출액 변화율과 같은 실적 전망 변화 관련 팩터들의 성과는 소폭 축소 - 경기 그리고 AI 성장성을 둘러싼 불확실성이 높아지며 실적 보다는 멀티플 민감도가 높아진 영향으로 판단
- ▶ 다만, 9월 매크로 지표 확인, 미 대선 후보자 토론, FOMC 등의 이벤트를 소화하며 증시의 불확실성이 완화되기 시작하면 시장의 눈은 다시 미래 실적 전망 그리고 금리 인하 기대감 등으로 돌아설 것으로 판단
- ▶ 업종별로 살펴보면 금융(증권, 은행), 기계, 반도체 등은 올해 그리고 내년도 실적 전망이 동반 상향되며 긍정적. 더불어, 건강관리 업종은 이익모멘텀이 개선과 함께 하반기 하반기 금리 인하 기대감에 따른 수혜가 동반되며 개선 탄력을 높일 수 있을 것으로 기대

코스피 업종별 FY24, FY25 이익조정비율



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터