

투자전략

안도 이후 마주할 현실

이경민 kyoungmin.lee@daishin.com

조재운 jaeun.jo@daishin.com

김정윤 jungyoon.kim@daishin.com



[KOSPI 전망] 22년 하반기 Range: 2,580 ~ 2,870p

PER 9.5배(3년 평균의 -2Std) ~ 10.55배(21년 7월 이후 평균)

- 상단 2,870p: 12개월 선행 EPS 현재 수준(272)
 & KOSPI PER 10.55*배 반영
 * PER 10.55배 : KOSPI 고점(21년 6월) 이후 하락추세 국면의 평균
 기술적 반등, 안도밸리 목표치로 하락추세의 평균 수준까지 밸류에이션 정상화 예상
- 하단 2,580p: 12개월 선행 EPS 현재 수준(272)
 & 3년 평균의 -2표준편차 수준 PER 9.5배 적용
- 2022년 2/4분기 2,600선 이탈은 UnderShooting으로 판단
 3/4분기 안도밸리, 밸류에이션 정상화 전개 예상 : 악재 선반영, 공포심리 유입에 따른 되돌림 국면
 4/4분기 2차 하락추세 전개 가능 : 글로벌 경기 경착륙 가시화. 장단기 금리 역전 불가피 = 경기침체
 우려 확대

12개월 선행 EPS X 12개월 선행 PER에 따른 적정 KOSPI 지수

	12개월 선행 EPS	12개월 선행 PER					
		9.0x	9.5x (3년 평균의 -2Std)	10.0x	10.55x (21년 7월 이후 평균)	11x	11.7x (20년 6월 이후 평균)
6% 상향조정	288.3	2594.9	2739.0	2883.2	3041.8	3171.5	3373.3
4% 상향조정	282.9	2545.9	2687.4	2828.8	2984.4	3111.7	3309.7
2% 상향조정	277.4	2497.0	2635.7	2774.4	2927.0	3051.8	3246.0
현재	272.0	2448.0	2584.0	2720.0	2869.6	2992.0	3182.4
2% 하향조정	266.6	2399.0	2532.3	2665.6	2812.2	2932.2	3118.8
4% 하향조정	261.1	2350.1	2480.6	2611.2	2754.8	2872.3	3055.1
6% 하향조정	255.7	2301.1	2429.0	2556.8	2697.4	2812.5	2991.5

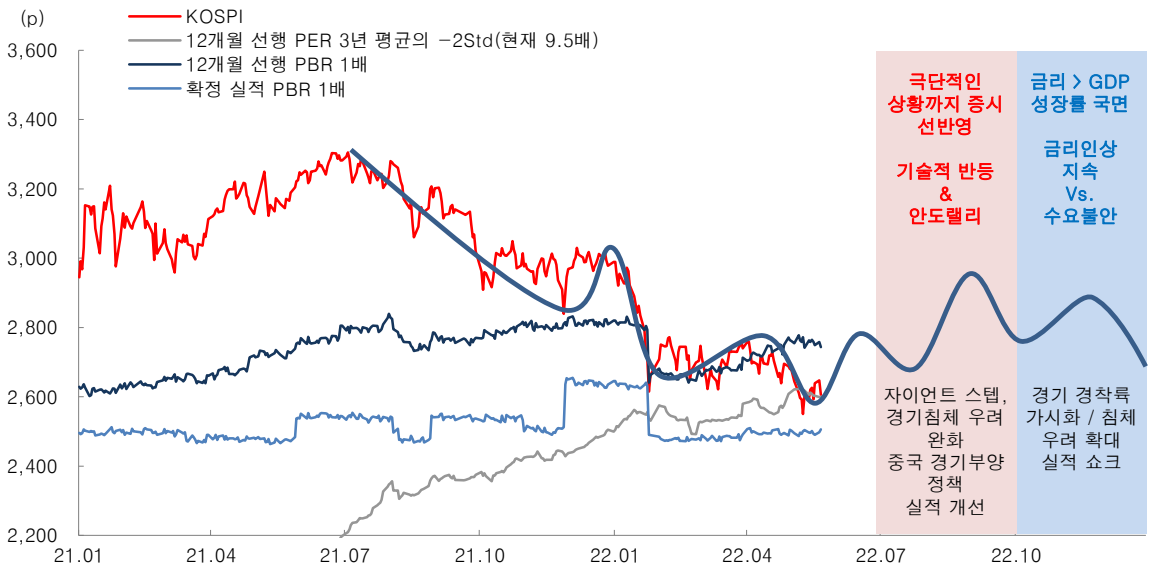
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[KOSPI 전망] 상고하저 패턴. 4Q 변동성 확대 경계

2022년 3/4분기 안도랠리, 4/4분기 하락반전

- 22년 하반기 코스피는 상고하저, 전강후약 패턴 예상. 3분기에는 KOSPI 2,600선 지지력을 바탕으로 기술적 반등/안도랠리 전개를 예상. 2022년 2분기~ 3분기 KOSPI 안도랠리를 예상하는 이유는 약재를 상당부분 선반영한 상황에서 더 빠지지 않는 투자환경만으로도 단기 가격/밸류에이션 매력 이 부각될 가능성이 높기 때문
- 2022년 연초 이후 가격조정, 기간조정을 통해 약재는 상당부분 선반영. 반면, 호재로 작용할 수 있는 긍정의 변화들은 디스카운트 되고 있지만 하나 둘 누적. 시간이 갈수록 약재의 무게감은 작아지는데 반해, 긍정의 변화들은 누적되며 호재로서의 무게감을 점차 키워갈 것으로 전망
- 그러나 22년 4분기부터 2차 하락추세 경계. 글로벌 매크로/펀더멘털 환경은 지속적으로 둔화/악화. 안도랠리 이후 마주할 현실은 만만치 않을 것. 미국을 비롯한 선진국 경기 경착륙과 취약 신흥국의 위기 가능성을 염두에 둘 필요가 있음. 이 과정에서 미국의 경기침체 우려가 커지며 글로벌 금융시장은 다시 한 번 공포심리에 시달릴 수 있음

2022년 하반기 KOSPI 예상 경로. 상고하저 패턴 전망



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

22년 하반기 투자환경 : 안개가 자욱한 긴축 사이클 진행 중

연준이 주장하는 경기 연착륙이 가능할까? 쉽지 않을 전망

- 2022년 하반기 투자환경은 불확실성이 큰 상황. 연준의 긴축 사이클이 물가와 연동되어 있는데, 이에 우크라이나, 중국 변수가 부담을 가하고 있음. 연준이 통제 불가능한 곡물가격(수급불안)과 글로벌 공급망 병목현상 장기화/심화 여부에 영향을 주고 있기 때문
- 연준이 경기 연착륙을 강조하고 있지만, 완만한 수요 둔화는 쉽지 않을 전망. 이미 공급망 병목현상은 재차 심화되기 시작했고, 물가에도 영향을 줄 수 있음. 곡물가격 상승탄력이 3분기까지 지속되고 이는 시차를 두고 물가 상승압력을 높여갈 것. 결국, 연준이 예상한 것보다 상당한 수요 둔화, 충격이 불가피하다는 판단. 이후 정책 전환과 기저효과 유입으로 투자환경 개선이 가능할 전망

우크라이나, 중국 변수로 물가, 공급망에 불확실성 확대. 연준의 통화정책, 경기판단에 대한 의구심 확대

Upside Potential		Downside Risk	Daishin's View
연준이 예상하는 속도대로 완만한 둔화 지속 연내 4 ~ 5%대 물가 진입	물가	곡물, 음식료 가격 상승 지속은 물가 둔화 속도 제어, 만약 물가 둔화/하락속도가 가파르다면 수요 불안 가시화	단기 물가 안정은 안도심리 유입 변화하지만, 상당한 수요 둔화/악화로 물가 레벨다운 가능성 높다고 판단(4Q 이후)
우크라이나 - 러시아 전쟁 종료, 원유/천연가스 공급 확대. 중국 제로 코로나 정책 폐기. 강력한 경기부양정책	공급망 병목현상	우크라이나 사태, 중국 봉쇄 조치 장기화. 이로 인한 부정적인 영향이 누적되며 병목현상 심화 & 회복 시점 지연	우크라이나 사태, 중국 봉쇄조치 완화 여부에 따라 단기 호재/모멘텀 유입 가능하지만, 누적되어 온 부정적 영향을 감안해야 할 시점 도래(4Q 이후)
7월까지 빅스텝(50bp) 이후 베이비 스텝으로 전환	통화정책	물가 변화에 따라 불확실성 확대. 9월 FOMC에서도 빅스텝 이어가며 고강도 긴축 지속	물가 수준과 둔화 속도에 따라 가변적 통화정책 불확실성 확대 예상. 9월 FOMC가 관건. 연착륙 가능성 낮다고 판단
완만한 수요 속에 서비스 산업 회복 뚜렷. 병목현상 완화로 재고축적 수요 유입, 제조업 / 교역 개선	글로벌 경기 / 교역	누적된 물가, 금리 상승압력과 병목현상 지속에 가파른 수요 둔화/악화, 교역 및 경기모멘텀 둔화 가속화	3Q 중국 경기부양에 일시적 안정 4Q 이후 누적되어 온 물가, 금리, 공급망 병목현상의 부정적 여파로 경기둔화 가속화, 경기 경착륙 가능성 확대
글로벌 경기, 교역 완만한 둔화 속에 리오프닝주, 수출주 실적 개선. 물가 둔화/안정으로 시클리컬은 정체	기업 이익	물가, 금리와 함께 병목현상 여파로 비용부담 가중 실적 전망 하향조정 & 모멘텀 레벨다운/역성장	3Q 실적 전망 완만한 상승, 정체(비용 통제 & 환율 효과) 4Q 실적전망 하향조정/실적 쇼크(비용 부담 가중 & 환율효과 소멸)
3분기 중 조기 종료. 대러시아 제재 완화 & 러시아 원유/천연가스 공급 재개, 확대	우크라이나 - 러시아	연말까지 지속. 대러 제재 강화. 러시아 원유/천연가스 공급 중단 확대	우크라이나 - 러시아 전쟁 종료는 단기 호재. 그러나 대러 제재 완화까지 시간 필요. 그 과정에서 원자재 가격 상승압력 지속. 글로벌 물가, 경기에 부정적
2분기말 ~ 3분기 초 위드 코로나 정책으로 전환. 강력한 경기부양정책 전개	중국 제로 코로나 정책	강도 조절하며 연말까지 제로 코로나 정책 유지. 중국 내수 불안, 글로벌 교역/병목현상 부담 가중	정책 전환, 경기부양정책은 단기 호재성 모멘텀. 그렇다고 경기 턴어라운드, 모멘텀 전환은 쉽지 않다는 판단. 중국 경기불확실성 속에 병목현상 부담 지속

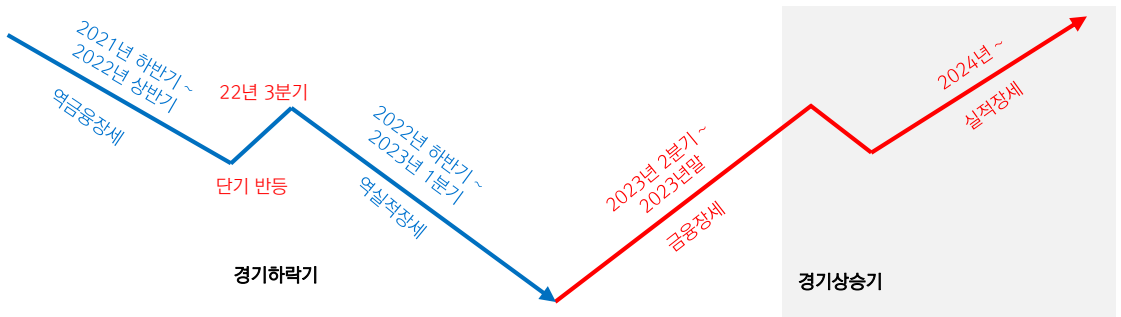
자료: 대신증권 Research Center

22년 하반기 금융시장 : 역금융장세에서 역실적장세로...

경기 하강사이클은 지속되는 가운데 물가 안정, 정책 기대는 안도밸리 동력

- 글로벌 경기 사이클은 2021년 하반기 이후 하강국면이 진행 중. 이러한 경기 하강 사이클은 2023년 상반기까지 지속될 가능성이 높음. 우라가미 구니오가 제시한 주식시장의 사계로 구분해 보면 최근까지는 역금융장세로 볼 수 있음. 아직 실적 개선세는 유효하지만, 경기둔화, 금리 상승세가 뚜렷. 3분기까지 반등이 가능하겠지만 다음 장세는 역실적장세
- 4분기부터 경기모멘텀 약화, 금리 하락, 실적 감소 등의 펀더멘털 환경이 예상. 특히, 우크라이나 전쟁과 중국 제로코로나 정책 장기화 여파가 물가 상승압력, 경기 하강압력을 높이고 있음. 공급망 차질 이슈가 지속되고 있다는 점도 소비와 생산 간의 격차를 좁히지 못하면서 물가/경기불안을 가중시키고 있다는 판단. 2022년 하반기 이후 물가 등락과 상관없이 경기 경착륙/침체 우려 가중 전망

3분기 이후 역실적장세 진입 전망



구분	역금융장세	역실적장세	금융(유동성) 장세	실적(펀더멘털) 장세
국면	후퇴기	침체기	회복기	활황기
주가	↓	↘	↑	↗
특징	큰 폭 하락	부분적 투매	단기 큰 폭 상승	장기간 안정상승
금리	↑	↘	↓	↗
실적	↗	↓	↘	↑
경기	실질이자율 상승 내구소비재수요 감소 생산활동 위축	재고누적 실업률 가속 금리인하, 경기부양책	자금수요 감소 금리인하, 물가안정 민간소비지출 증가	생산판매활동 증가 설비투자, 소비 증가 물가상승, 통화긴축 자금수요 증가
주도주 (과거)	중소형 우량주(활황기말~후퇴기 초) 저PER주(후퇴기 후반)	내수관련주(경기방어주) 자산주, 초우량주	금리하락 수혜주 업종 대표주	소재, 가공산업 업종 순환상승
주도주 (현재)	인플레이션 헷지가 가능한 종목군 (실적/펀더멘털 장세) 후반	경기방어주, 자산주	성장주 강세 & 낙폭과대 종목 급반등(순환매)	꾸준한 실적 개선 업종 반도체, 인터넷, 2차 전지, 제약/바이오

자료: 대신증권 Research Center

22년 분기별 금융시장 환경 : 3Q 잠시 안도한 이후 마주할 현실은 만만치 않을 것

물가/경기/통화정책 불확실성 속에 금리 하락 속도에 주목

- 경기둔화 사이클이 지속되는 가운데 물가, 채권금리 향배 중요
- 2분기까지 글로벌 금융시장 변동성을 자극해왔던 변수가 물가 상승압력 확대, 채권금리 레벨업임에 따라 3분기 물가 둔화, 채권금리 하락반전 & 박스권 등락은 심리적으로 안도감을 줄 변화. 전환점에서 안도렐리 가능성 높다고 판단
- 하지만, 4분기 GDP 성장률 레벨다운 속에 물가와 채권금리 하락은 수요 둔화/약화, 경기불안심리 확대로 이어질 전망. 특히, 미국 기준금리가 2.5%를 상회할 가능성이 높은 상황에서 10년물 채권금리 하락, 레벨다운은 장단기 금리 역전으로 이어지면서 경기 경착륙, 침체 가능성에 대한 논란이 커질 것. 이 과정에서 전반적인 매크로 환경, 투자환경 악화 불가피하다고 생각

3분기 물가 둔화, 채권금리 안정으로 안도감 유입. 하지만, 고물가, 통화정책 압박이 주는 부담은 지속

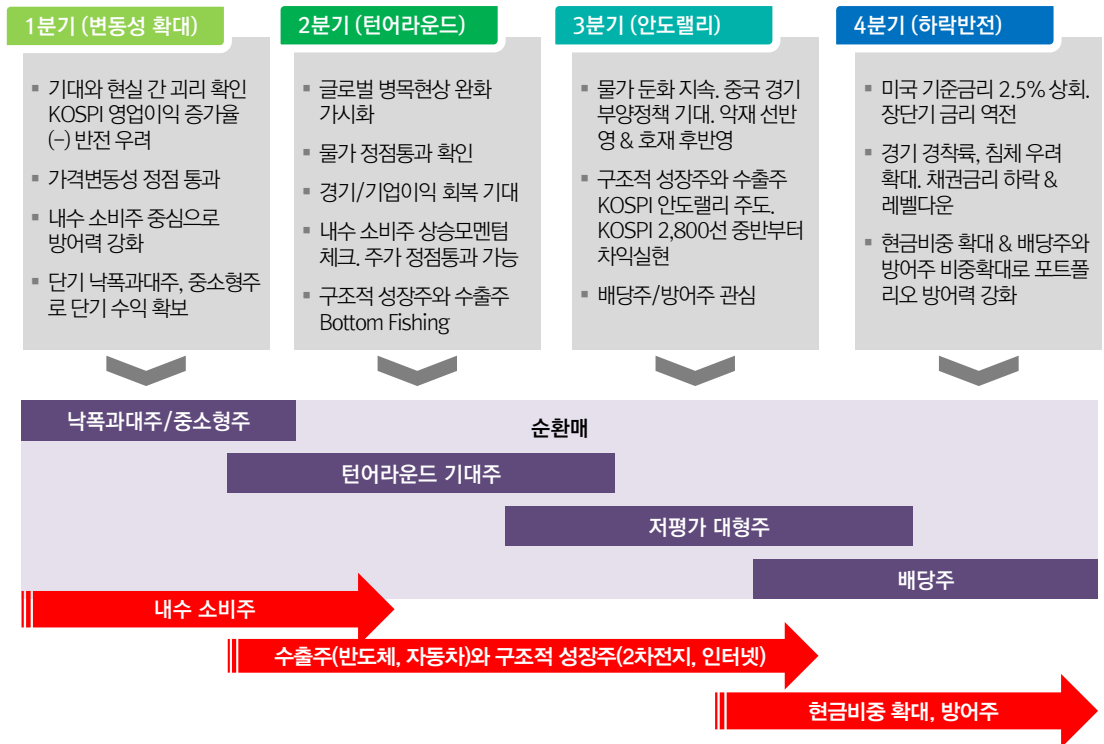
	2Q	3Q	4Q
경제전망	↓ 물가 부담 가중, 우크라이나, 중국 변수로 경기불안심리 지속	→ 중국 경기부양정책으로 봉쇄 충격 회복	↓↓ 금리인상 지속으로 인한 경기부담 가중, 경착륙 가시화
물가/금리 전망	→ 물가 정점통과 확인 물가 부담 완화	↓ 중고차, 유가 안정으로 물가 레벨다운	↓↓ 물가 추가적인 레벨다운 수요불안 요인으로 부상
기업 이익 전망	↑ 반도체 사이클 저점통과 환율효과 유입	↓ 비용 상승 압박 반영 실적 전망 하향조정 시작	↓↓ 비용 상승에 수요 불안 가중 기업이익 전망 레벨다운
달러/유동성	→ 물가 정점통과, 통화정책 부담 완화로 달러 강세 진정	↓ 유럽 통화정책 정상화 가능성. 달러 약세, 원화 강세	↑ 글로벌 경기불안, 신흥국 위기 달러 수요 확대
정책 (통화/재정)	↑ 통화정책 부담 선반영 중국 경기부양 가시화	→ 물가 안정으로 금리인상 강도/속도 둔화	↓ 높아진 기준금리 레벨 부담 중국 정책 기대감 약화
전망 및 Check Point	턴어라운드 악재 선반영 가격/밸류에이션 매력	기술적 반등 / 안도렐리 불확실성 완화, 투자심리 개선	하락반전 기준금리 레벨업 부담 가중 경기 경착륙 가시화 & 침체 우려

22년 하반기 투자전략 : Trading 전략 이후 방어력 강화

2Q ~ 3Q 안도밸리 : 구조적 성장 / 수출주 유망. 4Q 배당, 방어주 비중확대

- 2022년 3분기까지 안도밸리 국면에서는 저평가 업종/종목 중에서도 2022년 실적 개선이 유효한 업종/종목이 중심에 자리할 것으로 예상. 2022년 이후 KOSPI대비 상대수익률을 보면 인터넷, 반도체, 자동차, IT하드웨어(2차전지) 등이 저평가 영역에 위치. 물가 상승압력 정점통과 확인시 금리 상승세가 주춤해지고, 경기불안심리가 진정될 경우 수출주와 성장주의 재평가가 시작될 가능성 높음
- 2022년 4분기부터 경기 경착륙, 침체가 가시화되는 국면이 예상되는 상황에서 철저히 방어적인 투자전략이 필요. 3분기 강세를 보인 수출주와 구조적 성장주 차익실현으로 현금비중을 확대하고 포트폴리오 투자전략에 있어서는 배당주와 방어주 비중을 높이며 방어력 강화가 필요

2022년 분기별 투자전략. 안도 밸리 국면에서 구조적 성장주, 수출 주력. 4분기부터 배당/방어주 비중확대



2022년 하반기 Top Picks 9

- 3Q 안도캘리 국면: 업황/실적 호전주와 낙폭과대주 중에서도 펀더멘털 동력이 유효한 종목군 주목
미국 통화정책 부담 완화, 채권금리 안정, 경기침체 우려 진정 등으로 수출주와 구조적 성장주의 상대적 강세 전망
- 4Q 조정국면: 배당매력이 높은 가운데 내수주로서 상대적으로 안정성이 강한 종목군 주목
경기 경착륙 가능성 속에 경기 침체 우려로 인한 채권금리 하락세가 예상되는 만큼 금융주의 매력도는 반감될 가능성 높음. 이에 통신, 필수소비재(음식료), 미디어/교육 등 대표 종목을 통해 포트폴리오 안정성 강화 필요

2022년 Top picks 9

업종	Code	기업명	투자포인트	
인터넷	A035420	NAVER	디지털 광고/이커머스 시장 둔화에도 빅브랜드 대상 프리미엄 광고 등 차별화된 서비스로 시장성장률 상회. 올해 일본서 웹툰 통합 거래대금 1조원 돌파, 한/미/일 글로벌 무대로 웹툰-영상화로 이어지는 IP 밸류체인 구축	
2차 전지	A066970	엘앤에프	22년 테슬라(LGES)향 견조한 NCMA 양극재 수요 지속될 전망 23~24년 LGES향 7.2조원 규모 양극재 공급 협약 체결로 24년까지 매출 가시성 확보	
3Q 안도캘리	반도체	A000660	SK하이닉스	2022년 하반기, D램 고정 가격이 상승하여 실적 개선을 전망 서버 분야에서 투자 확대와 재고조정 영향으로 2022년~2023년 반도체 수요 전망은 긍정적으로 판단
	자동차	A000270	기아	1) 주요 차종 수요 호조, 2) 낮은 인센티브/재고 바탕으로 견조한 외형 성장/수익성 개선 지속 전망 22년 사상 최대 영업이익의 재차 달성할 것으로 전망되는 반면, 2022년 PER 6.3배에 불과
전기전자	A011070	LG이노텍	카메라모듈, 반도체기판의 매출성장, 믹스효과로 전사적 높은 영업이익률 추정 광학솔루션 매출 중 전장용 카메라 비중이 2023년부터 확대 전망	
통신서비스	A030200	KT	5G 보급률, ARPU, 인터넷/IPTV, IDC, B2B, 배당수익률 등 다양한 분야에서 1위 22년 하반기부터 밀리의 서재, K뱅크, KT스튜디오지니 등의 자회사 IPO 추진하면서 밸류에이션 프리미엄 기대	
4Q 조정국면	미디어/교육	A030000	제일기획	7개 분기 연속 분기 최고 실적 달성. 2Q에는 8개 분기 연속 기록 달성 전망. 삼성전자의 메타버스 마케팅 강화를 위해 M&A 진행 등, 하반기에는 새로운 형태의 마케팅 선보일 예정
	필수소비재	A005300	롯데칠성	제로제품 확장을 통해 콜라 및 플레이버 드링크 시장에서의 점유율 반등 기대 PET 소주 판매 확대, 무알콜·비알콜·청주·RTD 제품 라인업 강화로 가정용 주류 시장에서의 점유율 확대
	필수소비재	A097950	CJ제일제당	국내 식품 시장에서의 확고한 시장 지위로 내외식 수요 변화에도 하반기 매출 성장 지속 전망. 바이오 부문 역시 곡물 P, Q 동반 성장이 예상되어 전사업부 고른 실적 성장으로 시장 기대치 상회하는 긍정적 실적 흐름 지속 기대

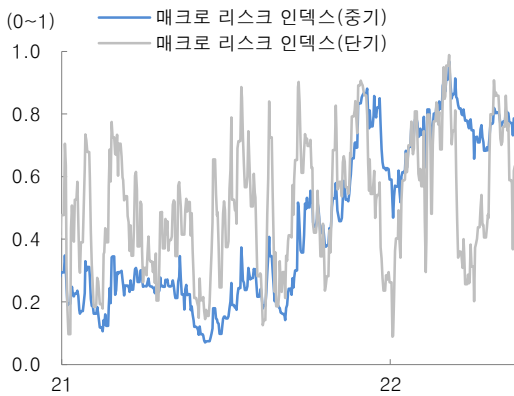
자료: 대신증권 Research Center

[투자심리] 극도의 공포심리 유입

리스크, 변동성 지표, 22년 3월보다 낮아. 투자심리, 20년 3월보다 더 위축

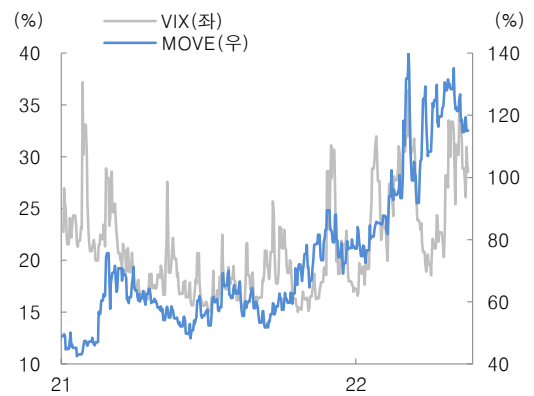
- CITI Macro Risk Index는 다시 한 번 고점권에 도달했지만, 2022년 3월보다는 낮은 수준에서 정점 형성. 변동성 지표도 22년 3월보다 낮은 상황. 반면, 투자심리는 2020년 3월 코로나19 팬데믹 당시보다 더 위축
- 경기/펀더멘털 환경보다 심리가 더 크게 위축되고, 공포심리에 시달리는 상황. 이로 인해 글로벌 금융시장은 악재에 민감하고, 호재에 둔감하게 반응

22년 3월보다 낮은 리스크 지표



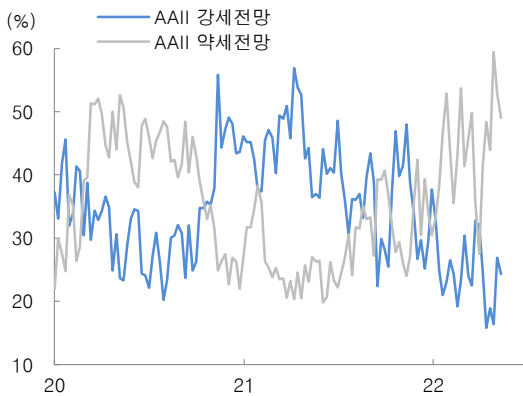
자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

변동성 지표도 22년 3월보다 낮아



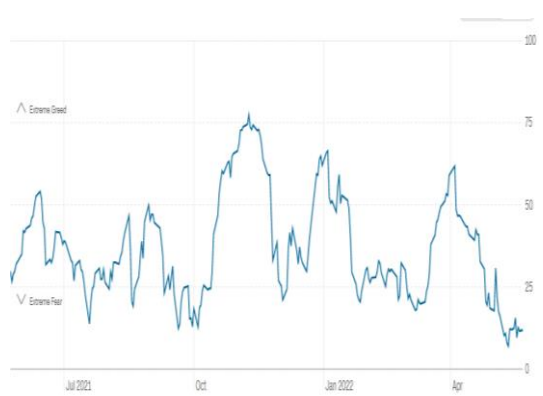
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

문제는 심리. 20년 3월보다 심리적 위축 더 커



자료: AAI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

Fear&Greed 지표, 6(극도의 공포)까지 낮아져



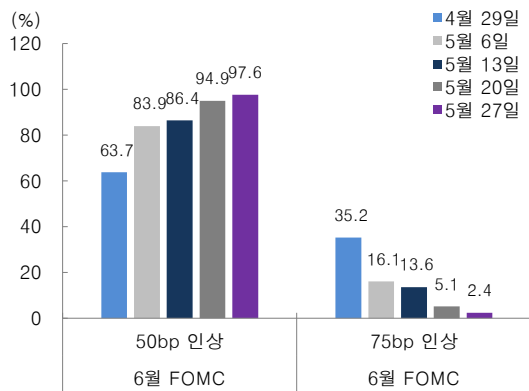
자료: CNN Money, 대신증권 Research Center

[투자심리] 미국 자이언트 스텝 선반영 이후 진정 국면

6월, 7월 자이언트 스텝 확률 5% 이하로 레벨다운. 연내 3% 이상 금리인상 확률도 낮아지기 시작

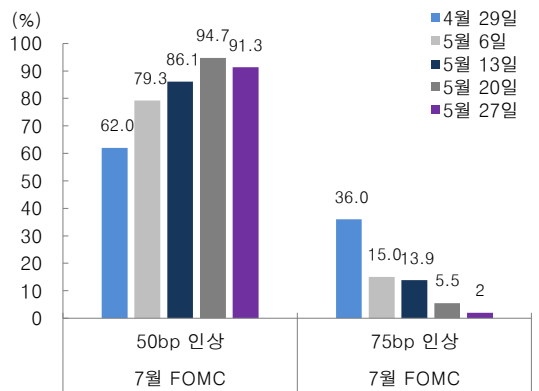
- 연준의 점도표를 상회하는 금리인상 컨센서스가 형성 중이라는 점은 물가 정점통과 시그널을 확인한 이후 긍정적일 것. 고강도 금리인상을 선반영함에 따라 금리인상에 대한 부담감은 완화될 것
- 5월 FOMC에서 자이언트 스텝 일축 발언으로 컨센서스에 균열 조짐이 가해짐. 6월, 7월 75bp 인상 확률은 각각 5% 이하로 레벨다운. 추후 물가 정점통과 기대감 변화에 따라 추가적인 통화정책 컨센서스 정상화 예상. 연내 3% 이상 금리인상 확률도 낮아짐. 9월 FOMC에서 금리인상 폭이 관건

6월 FOMC 75bp 인상 확률 레벨다운



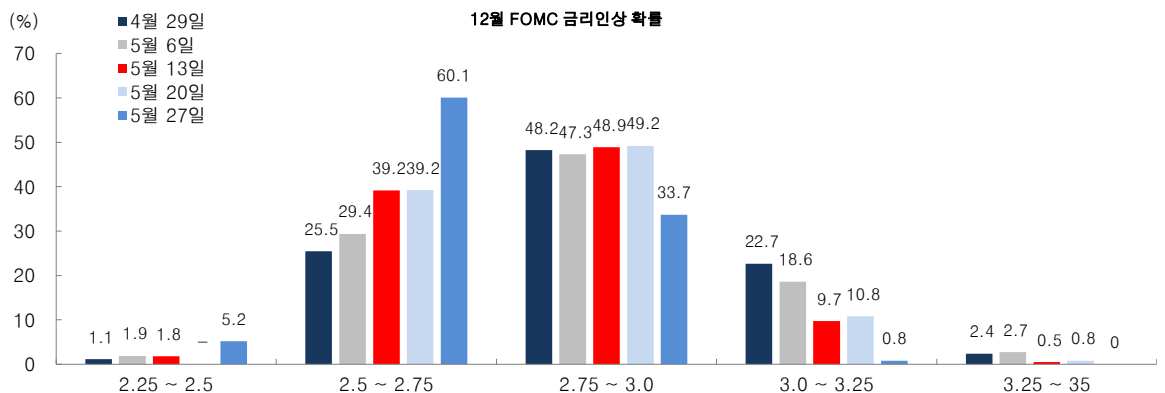
자료: Fed Watch, 대신증권 Research Center

7월까지 세 번 연속 빅스텝 기정사실화



자료: Fed Watch, 대신증권 Research Center

연내 기준금리 3% 이상 예상은 4월말 73.3%에서 40% 이하로 레벨다운



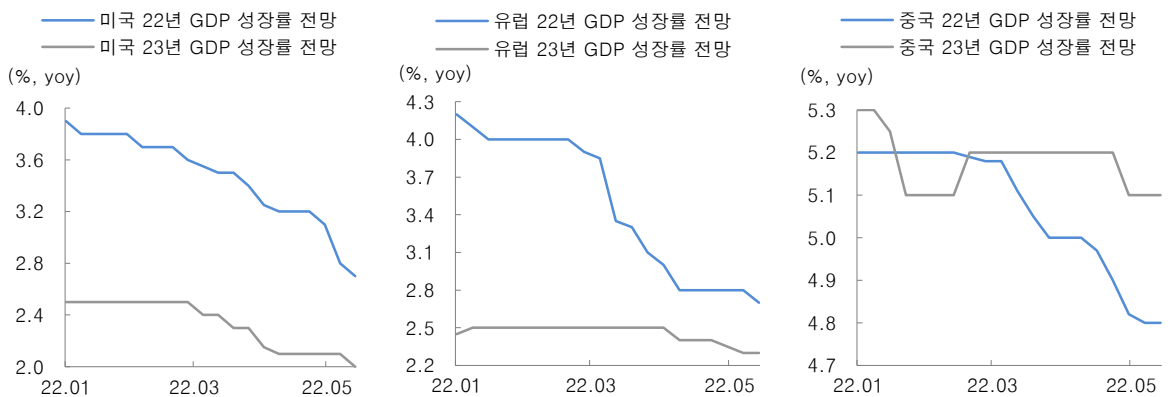
자료: Fed Watch, 대신증권 Research Center

[투자심리] 경기침체를 걱정하고 있지만, 아직은 아니야

경기둔화 지속, 경기불확실성 확대는 맞지만, 경기침체 가능성은 아직 낮아

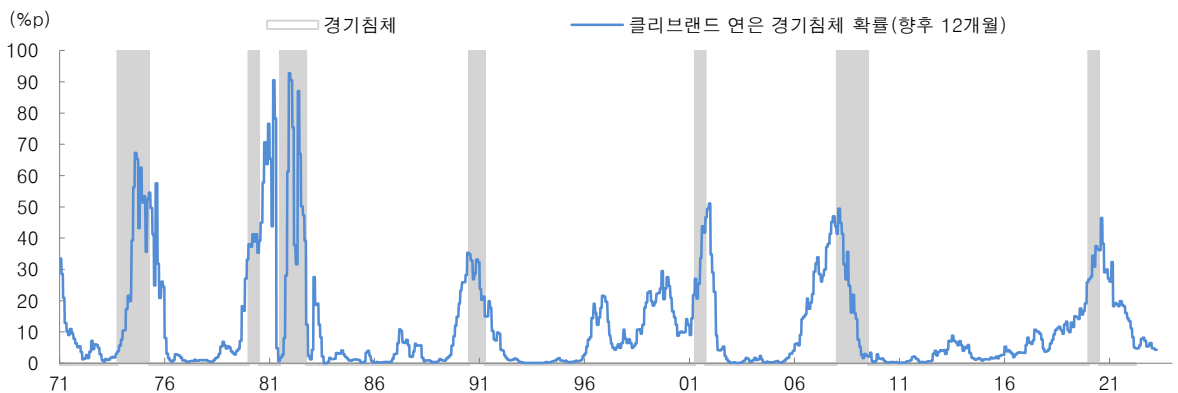
- 경기침체에 있어서는 시장의 우려가 있을 뿐, 아직까지 가시적인 징후나 근거는 약한 상황. 클리브랜드 연은의 경기침체 확률은 여전히 5% 수준에서 등락 중. 글로벌 성장률 전망 하향조정에도 미국, 유럽 모두 내년까지 2% 이상 성장 예상
- 중국의 경우 단기적으로는 제로 코로나 정책, 이로 인한 봉쇄조치의 충격이 반영되고 있지만, 이에 상응하는 경기부양정책에 대한 기대로 2023년 GDP 성장률 전망은 5% 초반에서 견조한 흐름을 이어가고 있음

22년, 23년 글로벌 경제성장률 전망 동반 하향조정. 그러나 경기침체 우려는 과도하다고 판단



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

클리브랜드 연은 1년 내 경기침체 확률 5% 수준 등락. 경기침체를 걱정하기는 아직 일러...



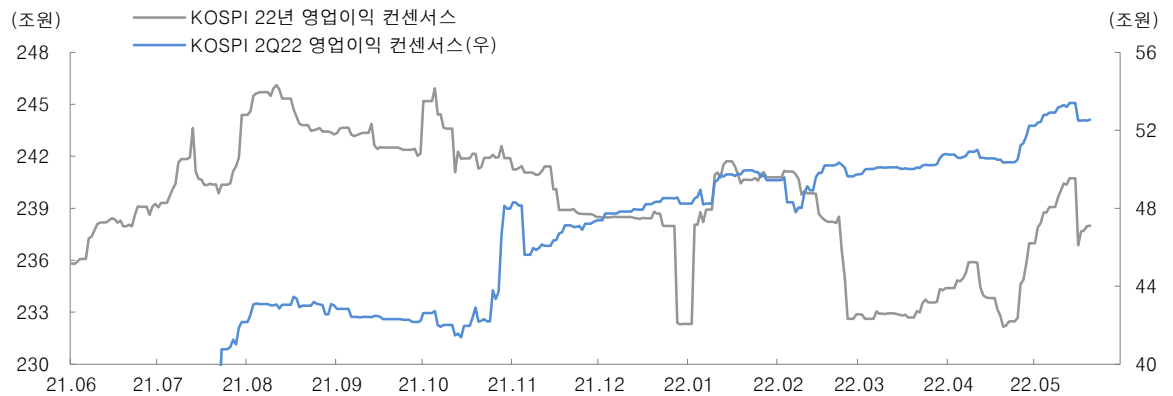
자료: 클리브랜드 연은, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[투자심리] 실적 전망도 아직은 상향조정 중

KOSPI 3분기 사상최대 실적 기대 유효

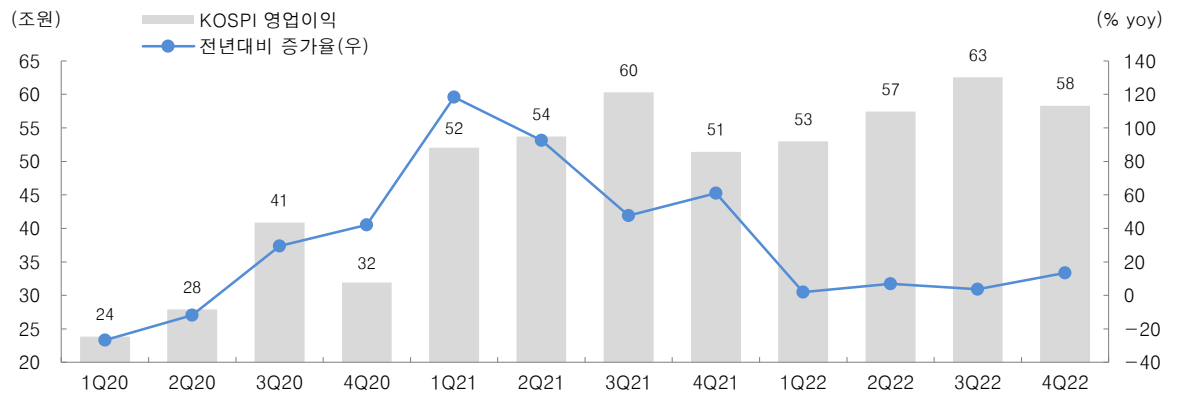
- 양호한 1/4분기 실적시즌과 함께 2분기 이후 영업이익 전망도 상향조정 재개. 1/4분기 실적을 확인하면서 불안감은 선반영되었고, 향후 긍정적인 변화에 대한 기대가 유입되는 중
- 당분간 22년 하반기 실적 레벨업에 대한 신뢰도를 기대할 수 있을 것.올해 3분기 영업이익 전망은 21년 3분기를 넘어설 것으로 예상. 실적 불안심리, 확인심리에 디스카운트 되어왔던 실적 모멘텀, 밸류에이션 매력이 재부각될 수 있는 투자환경으로 전환 중

KOSPI 2/4분기 실적 전망 상향조정 재개. 22년 전망은 4월 말 저점에서 반등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 3/4분기 최대 실적 전망



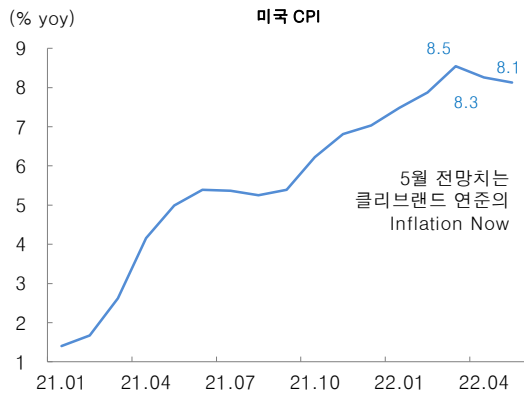
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[3Q 안도렐리] 투자심리가 더 나빠지지만 않아도 좋아

물가 둔화, 채권금리 안정은 투자심리 회복에 도움이 될 것

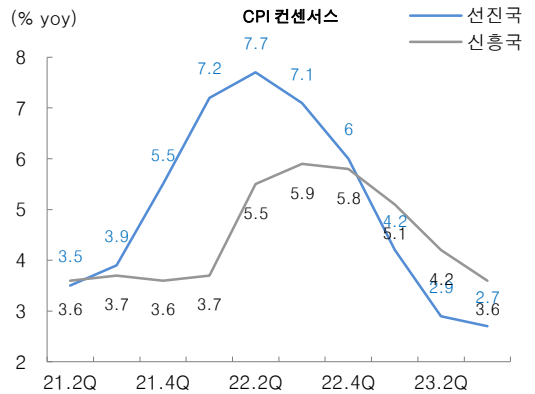
- 물가 정점통과가 가시화된다면 그동안 시장을 억누르고, 변동성을 높였던 불확실성이 완화되고, 투자심리가 진정될 것으로 예상. 미국 물가상승률은 2개월 연속 둔화 예상. 클리브랜드 연은의 Inflation Now 기준 5월 CPI는 8.1%로 예상. 글로벌 CPI도 2분기 정점통과 예상.
- 물가 정점통과에 대한 신뢰가 확보되고, 기대심리가 유입될 경우 우선적으로 통화정책 부담을 크게 덜어낼 수 있음. 이 경우 미국채 금리 급등세 진정도 증시에는 안도감을 가져다 줄 것

미국 CPI 2개월 연속 둔화 예상



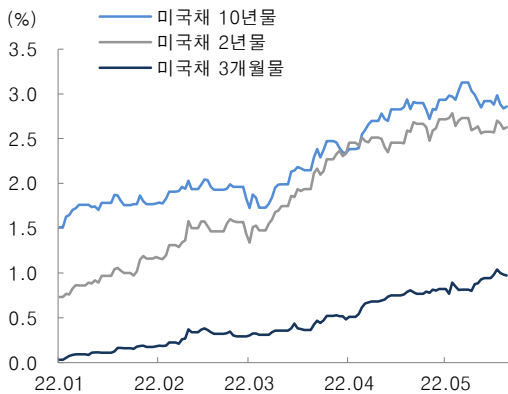
자료: 미국 노동부, 클리브랜드 연은, 대신증권 Research Center

글로벌 CPI 2분기 정점통과 예상



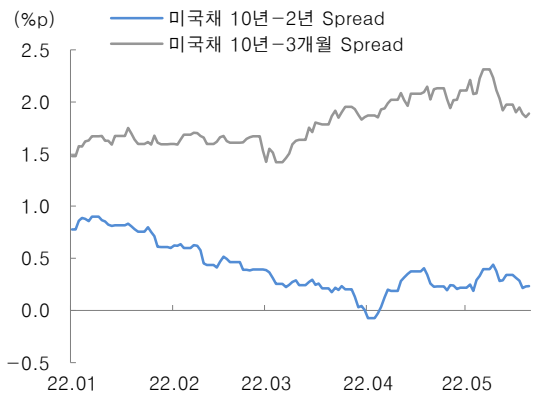
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국채 금리 급등세 진정



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국채 스프레드 축소 멈춤



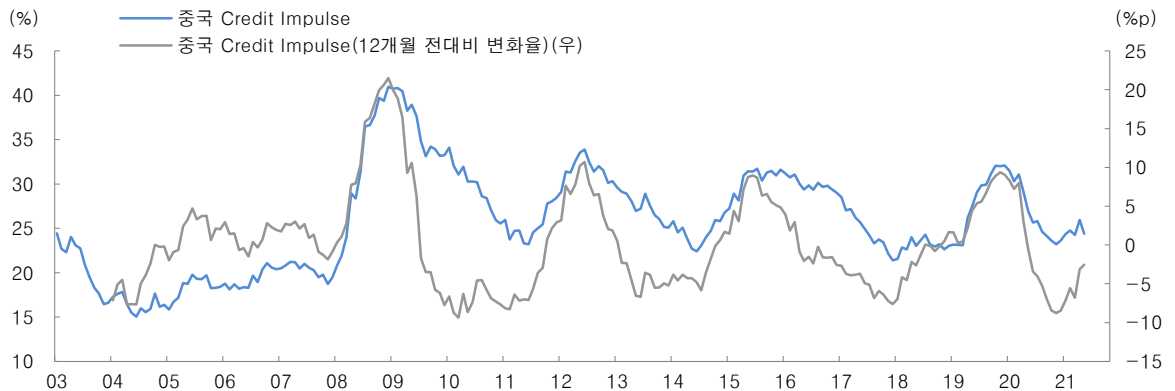
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[3Q 안도앨리] 중국 경기부양정책이 레벨을 결정할 것

미중 관세 철회 이슈도 KOSPI 반등에 중요 변수

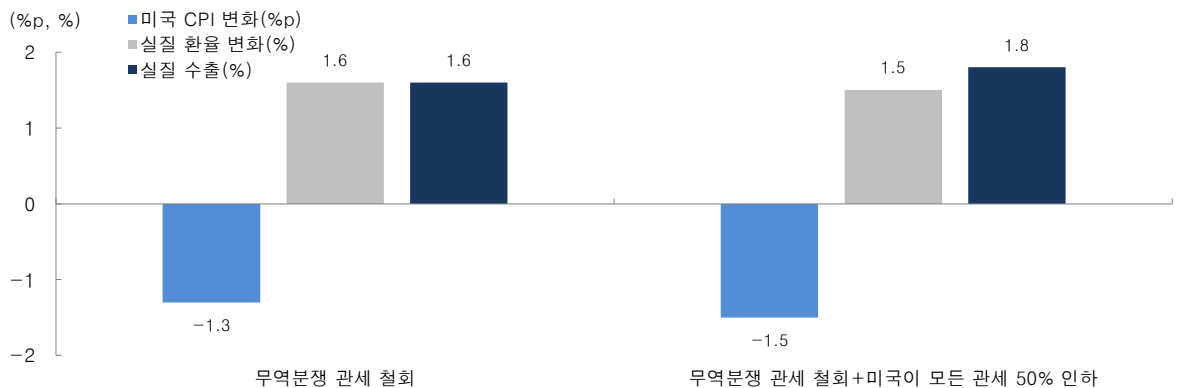
- 중국은 유동성 공급, 기준율/금리 인하 단행. 이는 경기안정성을 강화하는 조치로 판단. 그 결과 중국 신용/유동성 모멘텀은 상승반전. 게다가 5월 이후 중국 정부의 구체적인 경기부양과 내수진작 정책 (자동차세 인하 등)이 공개 중. 중국 경기회복 기대감 확대 중
- 미국의 대중국 관세 인하/철회 관련 논의도 진행 중. 관련 논의가 점차 구체화되는 과정에서 미국 물가 압력을 낮춰주는 동시에 교역 환경이 개선될 수 있는 요인으로 작용할 수 있다는 기대감이 유입 되어 투자심리 회복에 도움 줄 것

중국 정부의 기준율, 금리 인하로 유동성 모멘텀 강화



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

무역분쟁 당시 부과된 대중국 관세 철회할 경우 가능한 변화



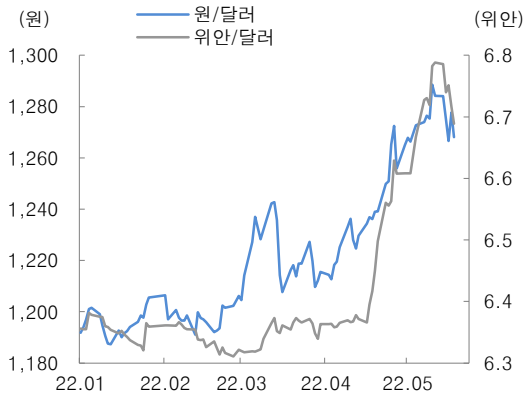
자료: PIIIE, 대신증권 Research Center

[3Q 안도밸리] 중국이 안정되면 환율, 외국인 수급도 변할 것

중국의 변화는 위안화, 원화 안정에 힘이 실리고 외국인 수급 개선 가능

- 중국 경기회복 기대, 미중 관세 정상화/인하 이슈는 그동안 글로벌 금융시장의 변동성을 자극했던 중국 변수가 안도감을 주는 계기가 될 것
- 그동안 위안화와 동조화되며 상승했던 원/달러 환율 안정을 기대할 수 있는 변화. 특히, 물가 정점 통과, 미국 금리인상 속도에 대한 부담까지 완화되며 달러가 단기 약세를 보일 경우 원화의 상대적 강세와 맞물려 KOSPI 시장에서 외국인 수급 개선 기대

위안화와 원화의 동조화



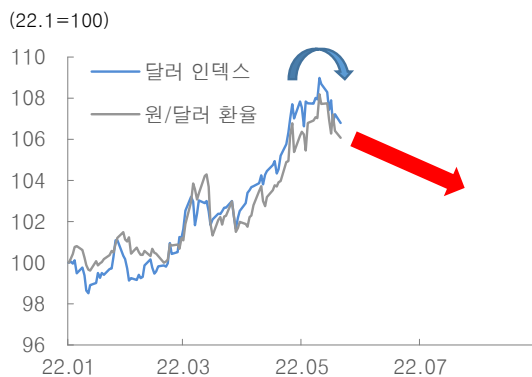
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

외국인 지분율 30%까지 회복



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

달러 인덱스 하락반전 = 원화 강세로 이어질 것



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

일방적인 원화 약세국면에서 벗어나



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

3Q KOSPI 안도렐리 Target은 2,870p

- 3분기 KOSPI는 그동안 국내외 금융시장을 압박해왔던 변수들이 다소 진정되고, 완화되는 과정에서 안도렐리 전개 예상. 펀더멘털/매크로 환경의 변화보다는 극도로 위축되었던 투자심리 회복/개선이 반등/안도렐리 동력
- 3분기 KOSPI 안도렐리 목표치는 2,870p: 12개월 선행 EPS 현재 수준(272)에 KOSPI PER 10.55배를 반영한 것. PER 10.55배는 KOSPI 고점(21년 6월) 이후 1차 하락추세 국면의 평균으로 기술적 반등, 안도렐리 목표치로 하락추세의 평균 수준까지 밸류에이션 정상화가 가능할 전망

3분기 KOSPI 2,800선 후반대까지 안도렐리 전개 예상



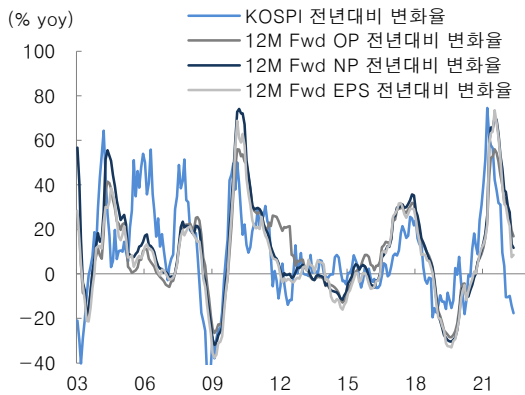
자료: 대신증권 Research Center

3Q KOSPI 안도렐리 Target은 2,870p

실적, 펀더멘털대비 극심한 저평가 해소만으로도 KOSPI 2,600선대비 10% 상승여력 존재

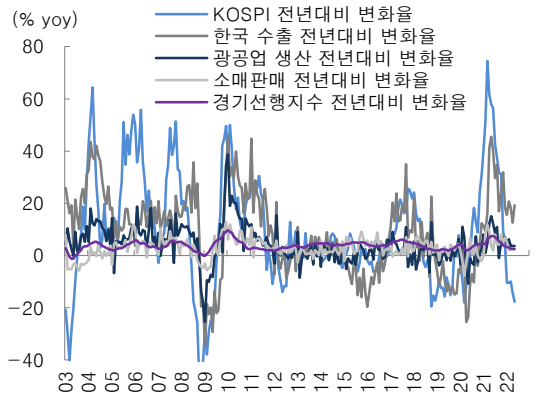
- 현재 KOSPI, 실적, 펀더멘털대비 극심한 저평가 영역에 위치. 5월 27일 종가(2,638.05p) 기준 KOSPI는 전년대비 -17.66% 기록 중. 반면 주요 실적전망, 경제지표 변화율은 여전히 플러스 권
- KOSPI와 실적, 경제지표 간 전년대비 변화율 Gap은 2010년 이후 평균의 -1표준편차 하회. 특히, 수출 변화율과의 격차는 -36.86%로 2010년 이후 평균의 -2표준편차 수준(-27.2%)를 10%p 밀돌고 있음. 실적, 경기모멘텀 둔화에도 KOSPI의 10% 전후 상승여력(KOSPI 2,800선 후반) 존재

KOSPI 변화율 Vs. 주요 선행실적 변화율



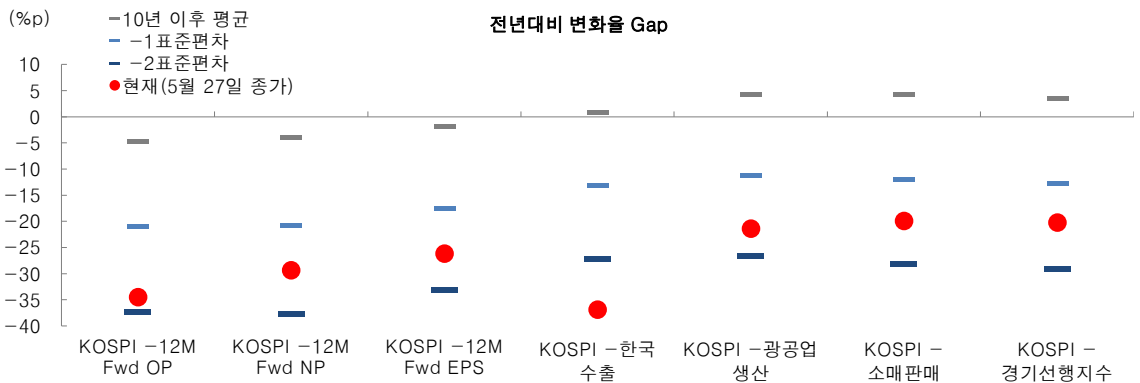
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 변화율 Vs. 주요 경제지표 변화율



자료: 통계청, KITA, CEIC, FnGuide, 대신증권 Research Center

극심한 저평가 해소(평균의 -1Std(수출 -2Std)) 만으로도 KOSPI 2,800선 후반대까지 안도렐리 가능



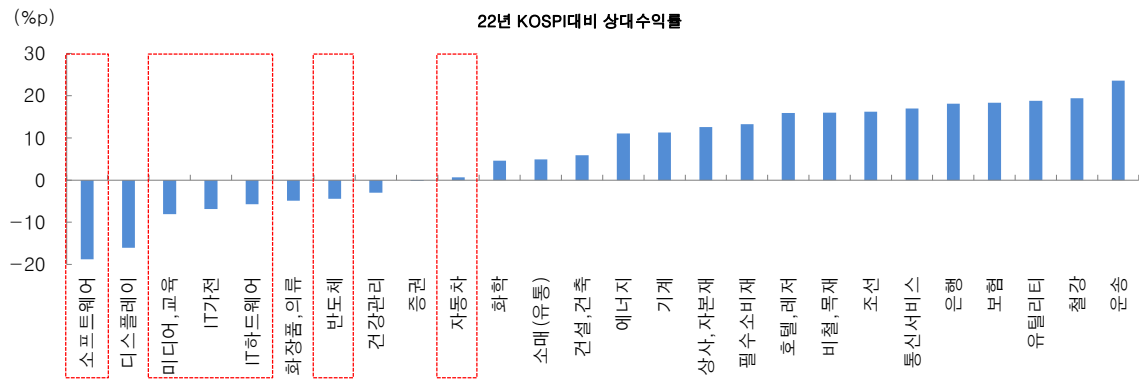
자료: 통계청, KITA, CEIC, FnGuide, 대신증권 Research Center

[3Q 투자전략] 낙폭과대 & 이익모멘텀 강한 업종 Trading 전략 유효

소프트웨어, IT가전, 미디어/교육, IT하드웨어, 반도체, 자동차 업종 주목

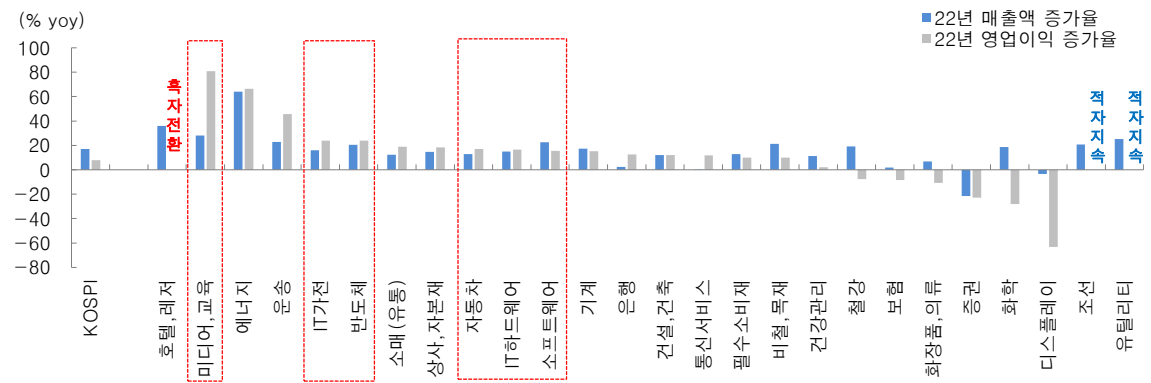
- 기술적 반등, 안도PELL리 국면에서 투자전략은 1차적으로 가격메리트가 높은 낙폭과대 업종 중심으로 대응하는 전략 권고. 현재 긴축 사이클이 진행 중이라는 점을 고려해 2022년 이익모멘텀도 고려할 필요
- 연초 이후 KOSPI대비 저평가 업종 중에서 2022년 실적 모멘텀이 견고한 업종으로는 인터넷, 미디어/교육, IT가전, IT하드웨어, 반도체 등이 있음. 채권금리 하락반전에 경기불안심리만 진정된다면 이들 업종의 반등이 뚜렷해질 전망

연초 이후 KOSPI대비 저평가 업종: 소프트웨어, 미디어/교육, IT가전, IT하드웨어, 반도체, 자동차



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

낙폭과대 & 이익모멘텀 견고한 업종 : 소프트웨어, 미디어/교육, IT가전, IT하드웨어, 반도체, 자동차



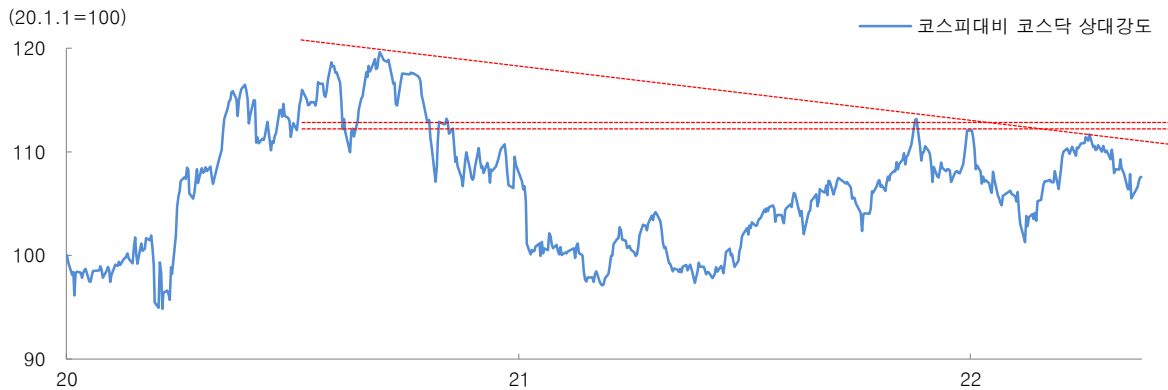
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[3Q 투자전략] KOSPI, 대형주에 단기 Trading 기회

안도밸리 국면에서는 코스피, 대형주 상대적 강세를 보일 전망

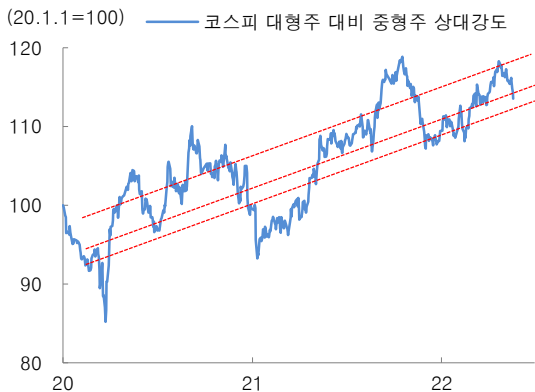
- 글로벌 매크로 환경과 외환시장, 실적흐름, 외국인 수급 변화가 예상되는 상황. 앞으로는 그동안 부진했던 코스피와 대형주에 관심을 높이고, 매수비중을 확대해 나갈 것을 권고
- 외국인 투자자들은 5월 들어 대형주 중심으로 지분율을 늘려왔음. KOSPI 시장 내에서 낙폭과대 성격이 강하고, 대외 불확실성에 급락세를 기록했던 만큼 투자심리 안정시 대형주의 상대적 반등탄력 강화를 기대하는 것으로 볼 수 있음

코스피대비 코스닥 상대강도 중요 변곡점에서 하락반전. 코스피 상대적 강세 전망



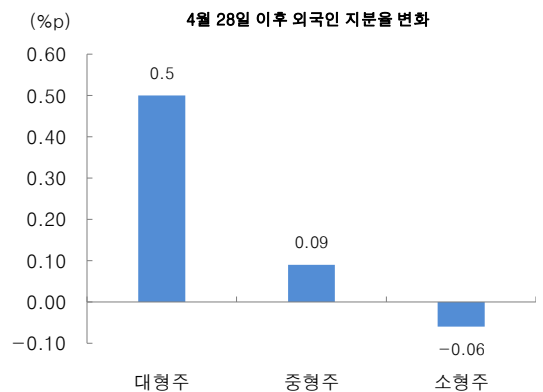
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

대형주대비 중형주 상대강도 추세대 상단에서 하락 반전



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 대형주 중심으로 매집 중



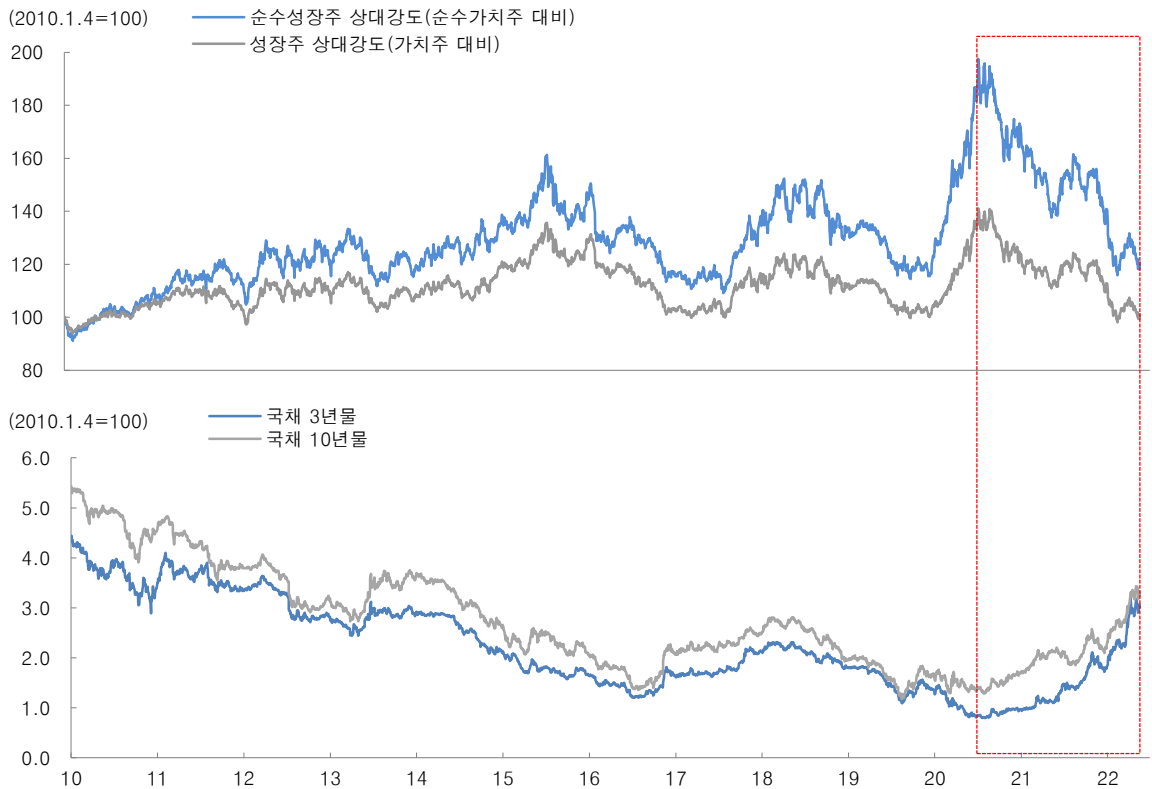
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[3Q 투자전략] 구조적 성장주(인터넷, 2차전지)에 단기 Trading 기회

충분히 가격조정을 받은 성장주. 그 중 실적이 뒷받침되는 구조적 성장주에 한 번의 기회는 올 것

- 3분기 안도밸리 국면에서는 잊고 지냈던 성장주 주목. 20년 하반기 이후 채권금리 저점통과, 상승/급등세로 성장주는 2년 가까이 가치주대비 상대적 약세를 보여왔음(10년 이후 상관관계 -0.72)
- 하지만, 상대강도 측면에서 2010년 이후 저점권에 진입하며 성장주의 가격메리트 충분해졌다고 판단. 채권금리도 추가적인 상승탄력은 제한적일 전망. 채권금리 급등세가 진정되고, 상승세가 주춤해지면 가격메리트가 높아진 성장주에 기회가 있을 것
- 다만, 글로벌 긴축, 유동성 모멘텀 둔화 국면이 전개되고 있어 업황/실적 개선이 가시화될 수 있는 구조적 성장주(인터넷, 2차전지)로 슬림화할 것을 권고

성장주 상대강도와 국채 3년물 금리 간의 상관관계는 -0.72



자료: FnGuide, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[3Q 퀀트전략] 실적이 안정적인 퀄리티 업종에 주목

상반기 조정에서 낙폭이 과대하고 실적 퀄리티가 높은 업종과 종목에 집중

- 실적 컨센서스는 상향됐으나 주가는 하락한 IT가전, 건설/건축, 기계, 반도체, IT 하드웨어가 유망
- 소프트웨어 업종은 증시 하락폭이 컸으나 실적 컨센서스가 함께 하향되며 낮은 스코어를 기록

낙폭과대 + 퀄리티 업종별 스코어

섹터	Total_Score							
	Total_Score	P/E(Fwd.12M)_변화율_Score					섹터괴리율_Score	
		P/E(Fwd.12M)_변화율(%)					섹터괴리율	섹터괴리율 (%)
				주가 변화율(%)	당기순이익(12M) 변화율(%)			
소프트웨어	1.6	1.1	-21.5	-30.5	-11.4	2.1	53.4	
IT가전	1.3	0.5	-13.9	-12.8	1.4	2.1	53.1	
건설,건축관련	0.8	0.4	-12.3	-0.2	13.7	1.2	46.8	
에너지	0.8	1.3	-24.1	3.0	35.7	0.3	40.6	
기계	0.7	0.5	-14.3	-9.4	5.7	0.9	44.6	
반도체	0.7	1.5	-28.1	-13.1	20.8	-0.2	36.9	
IT하드웨어	0.6	1.6	-28.3	-12.4	22.2	-0.4	36.1	
증권	0.5	0.3	-11.9	-13.8	-2.2	0.7	43.6	
상사,자본재	0.3	0.0	-7.4	-3.9	3.8	0.6	43.0	
건강관리	0.2	0.3	-11.0	-12.3	-1.5	0.2	40.2	
화장품,의류,완구	0.2	0.1	-8.4	-17.8	-10.2	0.3	41.0	
조선	0.1	-0.7	2.8	9.4	6.4	1.0	45.6	
소매(유통)	0.1	0.8	-18.0	-3.1	18.1	-0.6	34.5	
운송	0.1	0.9	-19.7	13.7	41.6	-0.7	33.5	
철강	0.1	-1.2	8.6	6.1	-2.3	1.3	47.9	

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[3Q 퀀트전략] 실적이 안정적인 퀄리티 종목에 주목

상반기 조정에서 낙폭이 과대하고 실적 퀄리티가 높은 업종과 종목에 집중

- P/E 하락, 순이익 전망치 상향, 목표주가 괴리율 상위, ROE 상위, D/E(부채 비율) 하위, 이익 변동성 하위를 기준으로 종목별 스코어 계산

KOSPI 낙폭과대/퀄리티 상위 종목

순위	코드	기업명	W126 업종명 (대)	P/E 변화율 (%)	연초 대비 수익률 (%)	순이익 전망치 변화율 (%)	목표 주가 괴리율 (%)	ROE (TTM) (%)	D/E ratio (%)	이익 변동성 (%)	Total Score
2	A035720	카카오	소프트웨어	-49.4	-26.6	45.2	55.7	21.4	0.8	468.8	1.5
3	A139480	이마트	소매(유통)	-42.5	-20.9	37.7	43.9	20.6	1.7	136.5	1.3
4	A006400	삼성SDI	IT가전	-22.4	-7.9	18.6	52.3	8.7	0.7	84.9	1.2
5	A000660	SK하이닉스	반도체	-35.3	-13.4	34.0	35.9	15.8	0.6	113.7	1.1
6	A005930	삼성전자	반도체	-25.9	-13.0	17.4	37.1	14.1	0.4	47.8	1.1
8	A003550	LG	상사,자본재	-12.0	-7.1	2.3	46.1	11.4	0.2	62.5	1.0
9	A007810	코리아씨키트	IT하드웨어	-33.4	-10.4	34.5	44.9	16.3	1.0	616.1	1.0
10	A000640	동아쏘시오홀딩스	건강관리	-22.4	-12.6	14.1	51.7	5.8	0.8	425.6	0.9
11	A042700	한미반도체	반도체	-24.0	-20.5	3.9	20.3	23.4	0.2	186.5	0.9
12	A096770	SK이노베이션	에너지	-31.7	-12.8	27.6	54.0	7.2	1.9	1,339.8	0.8
14	A071050	한국금융지주	증권	-16.8	-14.3	3.1	54.7	21.4	9.4	41.3	0.8
15	A028260	삼성물산	상사,자본재	-10.6	-2.5	8.9	40.9	4.1	0.8	192.7	0.7
17	A005380	현대차	자동차	-13.1	-11.2	2.2	38.0	6.4	2.0	118.1	0.7
19	A011070	LG이노텍	IT하드웨어	-19.6	-3.3	20.2	32.4	23.4	1.3	1,339.8	0.4
20	A064350	현대로템	기계	-13.1	-12.0	1.2	23.9	5.6	2.2	251.1	0.4

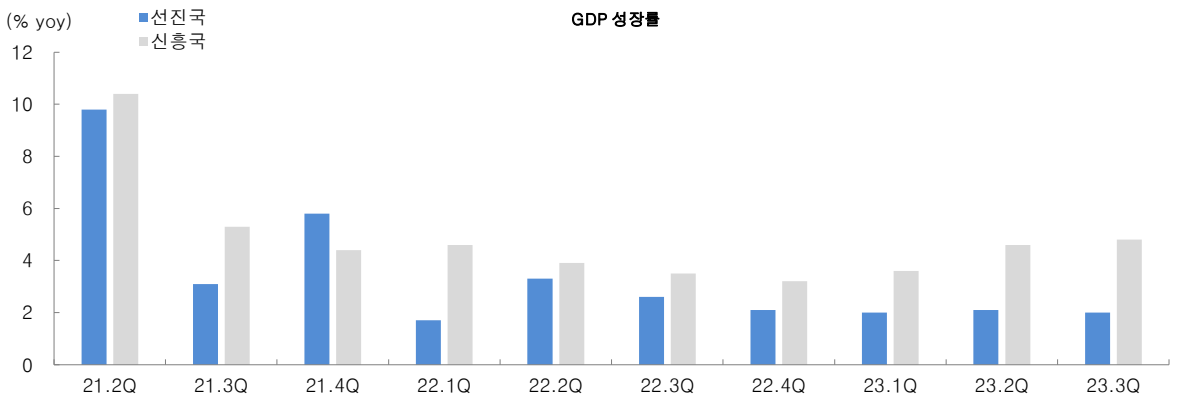
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[마주할 현실] 경기둔화 & 금리인상 지속

성장을 둔화 & 물가 상승압력 지속 + 고강도 긴축 = 경기충격 불가피. 한 번은 겪어야 할 상황

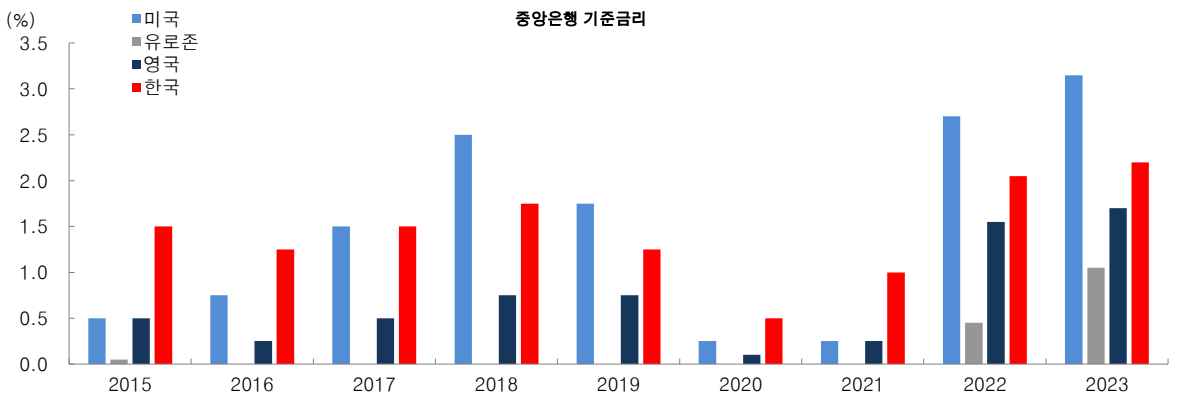
- 2023년 GDP 성장률의 추가적인 레벨다운이 예상되는 상황에서 물가의 고공행진은 지속적인 부담 요인. 2022년 현 시점에서 향후 경기를 바라볼 때 물가와 경기 간의 악순환의 고리가 형성될 가능성 높음. 물가가 고공행진할 경우 경기부담이 커지고, 물가가 가파르게 하락할 경우 수요불안이 가중되는 사면초가의 상황이 전개될 것으로 예상. 중앙은행의 고강도 긴축의 영향으로 물가가 빠르게 잡힌다면 수요 불안에 시달리며 경기가 경착륙에 대한 공포가 커질 것으로 경계

선진국 GDP 성장률 둔화 지속. 신흥국 경기 턴어라운드 가능할까?



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

22년, 23년 기준금리 2018보다 높은 수준으로 올라설 것



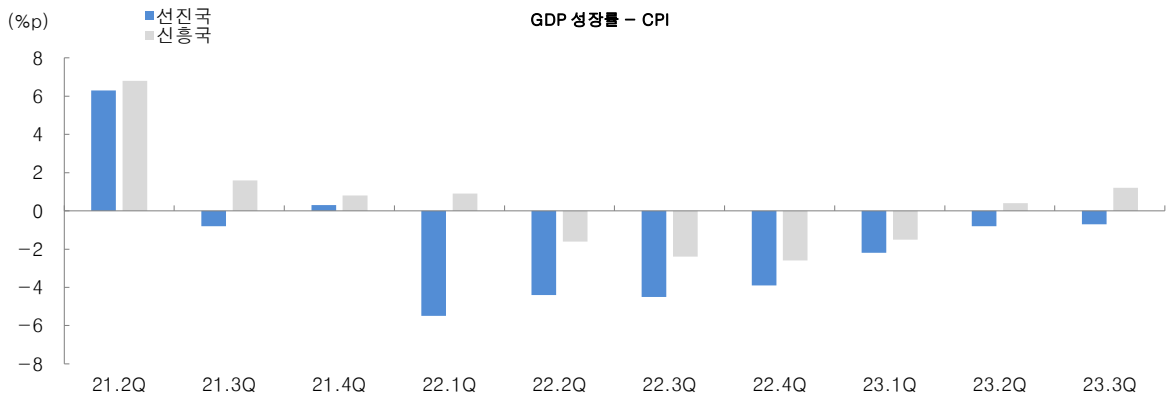
자료: Fed, ECB, BOE, BOK, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[마주할 현실] 고물가, 고금리 부담은 가중되고 있어

경기둔화, 고강도 긴축 방향성은 지속. 부담은 더 커질 것

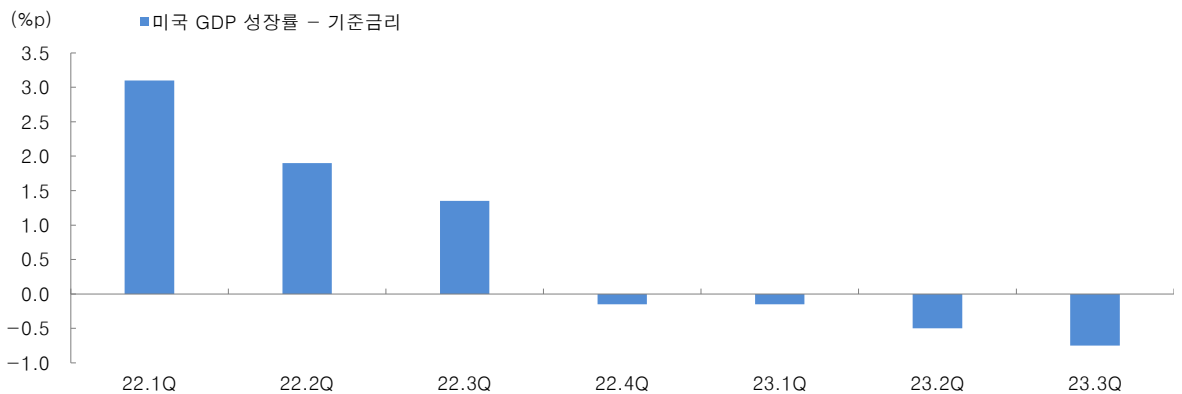
- 안도렐리 이후 직면할 현실은 더 만만치 않을 전망. 글로벌 GDP 성장률 둔화는 지속될 것이고, 물가 레벨업이 펀더멘털 환경에 미치는 부정적 영향은 누적되어 있을 것. 이로 인한 경기 경착륙 가능성은 확대될 가능성이 높음. 만약, 고강도 긴축으로 인해 물가가 빠르게 하락하더라도 안심하기 어려움. 물가 레벨다운의 중심에 유가 하락, 주택경기 냉각이 자리할 가능성이 높기 때문. 이 경우에는 글로벌 수요 불안, 경기 불확실성을 자극하는 변수가 될 것

22년 4분기까지 고물가로 인한 경기부담 가중



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

GDP 성장률을 상회하는 기준금리... 미국 경제가 버틸 수 있을까?



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[마주할 현실] 연준의 강한 긴축에도 경기 연착륙이 가능할까?

버냉키 전 연준의장의 발언을 보면... 경착륙 가능성도 열어놔야할 것

- 벤 버냉키 전 연방준비제도(Fed·연준) 의장이 현 연준 지도부의 인플레이션 대응에 실수가 있었으며 스태그플레이션(경기 침체 속 물가 상승)이 우려된다고 경고. 이는 연준의 정책 실패를 대놓고 지적한 것. 경기 침체 가능성에 대해서는 선을 그었지만, 연준이 언급하고 있는 경기연착륙 가능성에 고민해야 할 상황. 버냉키 전 연준의장은 “인플레이션이 내려간다면 연준이 금리를 너무 많이 올리지 않을 것이고 이는 경기 둔화로 이어지겠지만 심각한 침체는 아닐 것”이라며 심각한 침체가 나타나려면 기대 인플레이션이 움직여야 언급

버냉키 전 연준의장. 연준의 정책 실패 가능성을 에둘러 표현

The forward guidance overall slowed the response of the Fed on the inflation problem, to some extent.

포워드 가이드가 연준의 인플레이션 대응 속도를 일정부분 늦췄다

Question is why did they delay their response. In retrospect it was a mistake and I think they agree it was a mistake

문제는 왜 대응을 지연했는가? 돌아해보면 이는 실수라고 판단. 연준도 이에 동의할 것으로 생각

Did not want to shock the market. Give as much warning as possible. That gradualism was one of the reasons why the Fed didn't respond to the inflation pressure more quickly

시장에 충격을 주는 것을 피하려고 했고 최대한 사전에 경고하고 싶었다. 이러한 점진주의가 연준이 인플레이션 압력에 더 빠르게 대응하지 못했던 이유 중 하나

Early 2021 after the American rescue plan, Fed could have responded at that point but there was some slack. Unemployment rate was close to 6%, number of people working was well below where it was before the pandemic

2021년 초 ARP 이후 연준이 대응할 수 있었으나 당시에 슬랙이 존재. 실업률은 6%에 근접했고 경제활동 참여 인구도 팬데믹 이전 수준보다 낮음

Because of the pandemic with a lot of people staying home, unemployment rate or the number of jobs may not be a good indicator of whether the labour market is hot or not

팬데믹으로 인해 실업률, 일자리수가 노동시장 과열을 보여주는 정확한 지표가 아닐 수 있음

Other issue: Supply chain. issue thought it would be transitory. The Fed believed that these factors would solve themselves over time

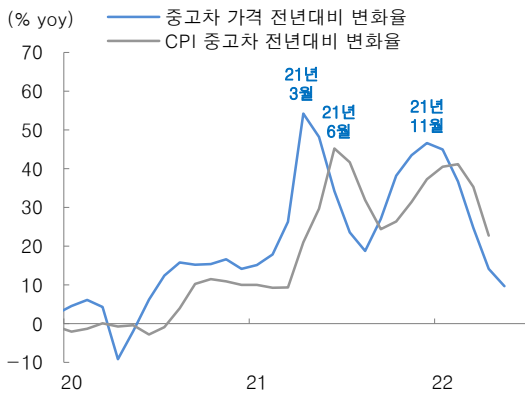
다른 문제는 공급망 이슈. 연준은 공급망 차질 관련 요인들이 스스로 해결되어 이는 '일시적'일 것으로 예상했음

[물가] 둔화되겠지만, 문제는 속도

중고차와 가솔린 물가 상승압력은 압력은 둔화. 다만, 식품/음식료 가격 압력 확대 이어지는 중

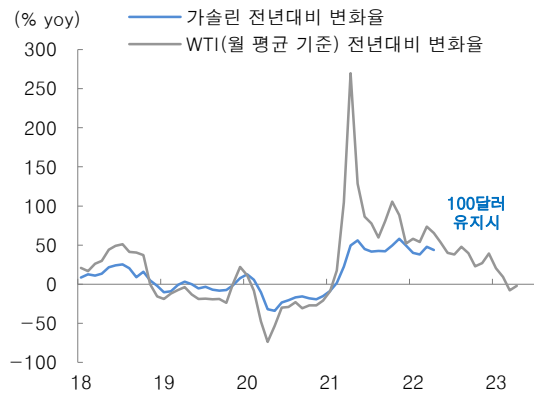
- 중고차 가격과 유가/가솔린 가격 안정으로 CPI 둔화는 지속될 것. 하지만, 곡물가격은 급등, 고공행진이 이어지면서 음식료 가격 상승에 대한 부담 가중. 실제로 식품 가격 상승률(전년대비)은 8 ~ 10%대, 자동차, 유가 등을 제외하고 가장 높은 상황. 당분간 음식료 가격 상승에 따른 물가 부담은 지속될 수 밖에 없을 것. 급등세 진정 여부도 기저효과가 소멸되는 2022년 6월 이후 가능할 수 있지만, 3분기까지 곡물가격 상승률 확대가 예상되는 만큼 물가 상승압력 둔화를 제어할 가능성 높음

중고차 가격 3개월 연속 하락



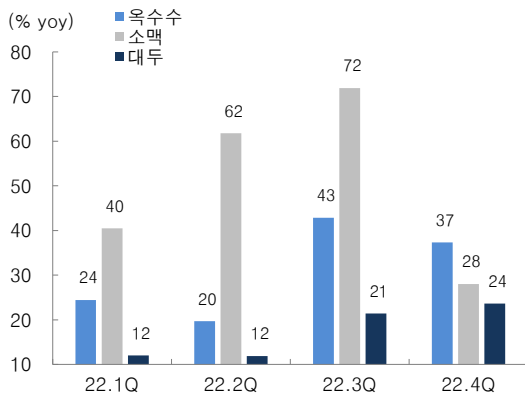
자료: 미국 노동부, 맨하임, 대신증권 Research Center

유가 전년대비 상승률 둔화



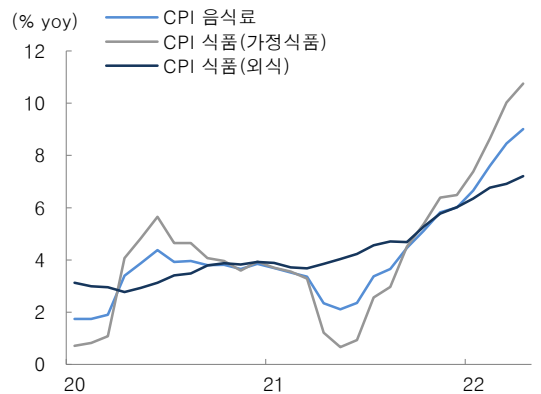
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

옥수수, 소맥 가격 상승률은 하반기 둔화 예상



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

식품가격 상승폭 확대. 5월 이후 급등세 진정 가능



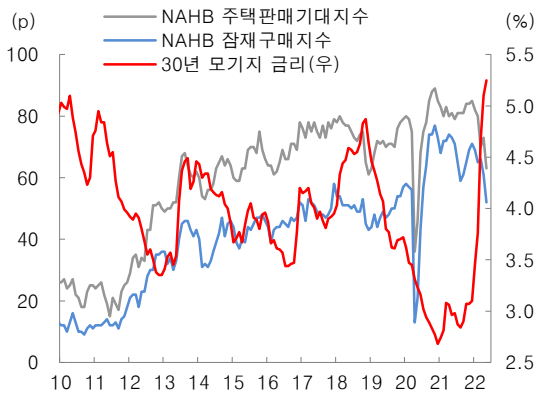
자료: 미국 노동부, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[물가] 둔화 속도가 더디면 긴축 지속, 빠르면 수요 불안...

연준의 정책 효과 = 모기지 금리 급등 & 기대인플레이션 진정. 단기적으로는 안도할 수 있지만...

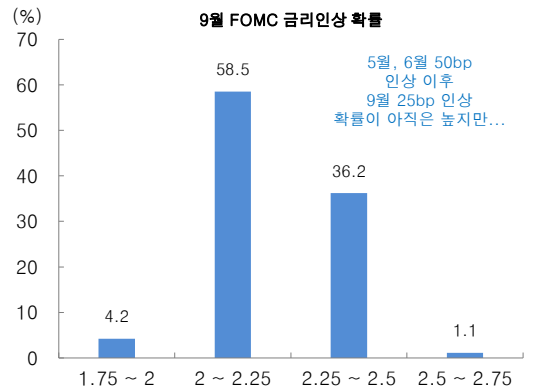
- 연준의 강력한 긴축 시그널은 단기적으로는 물가 상승압력 진정변수로 시장에 안도감을 주겠지만, 수요/경기둔화 가능성도 높아질 수 있음. 모기지금리 5% 돌파로 주택시장에서 매수심리 급격히 약화. 기대인플레이션도 꺾인 상황. 3월말 이후 단기 BEI부터 큰 폭의 하락반전
- 연준이 통제할 수 없는 곡물, 음식료 가격 상승과 병목현상 지속/심화로 인해 물가 레벨이 고공행진할 경우 미국 고강도 긴축 지속에 따른 수요/주택경기 둔화/약화가 가시화될 수 있음

모기지 금리 5% 돌파. 부동산 심리 급랭 중



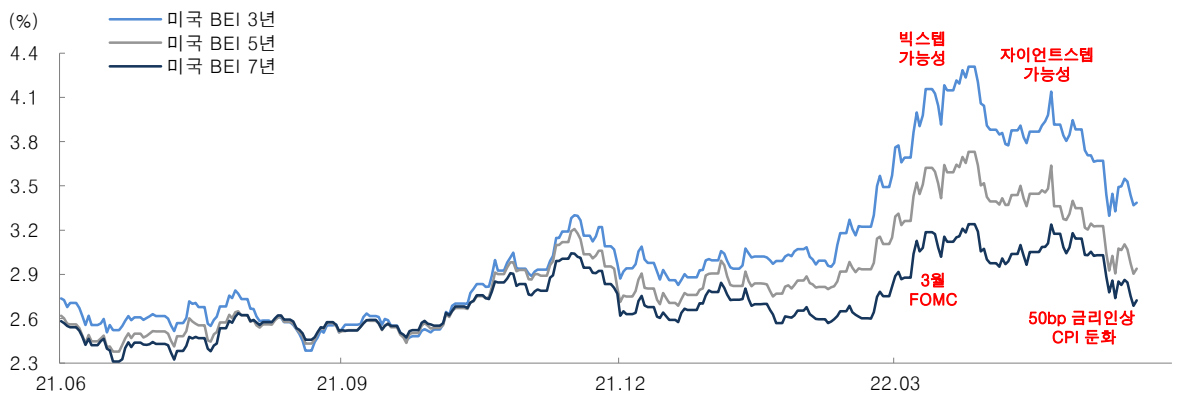
자료: NAHB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

9월 FOMC 금리인상 폭 주목



자료: Fed Watch, 대신증권 Research Center

연준의 강력한 긴축 신호로 3월말 이후 BEI 하락반전, 5월 FOMC 이후 레벨다운



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[채권금리] 하향안정은 호재. 하락 추세는 경기침체 우려

미국 10년물, 2년물 채권금리 장기 하락추세대 상단에 도달

- 미국 채권금리는 1970년대 후반부터 이어져 온 장기 하락추세대 상단 저항에 맞닿아 있는 상황. 추가적인 급등세가 이어지기보다는 하향안정세 또는 단기 등락 이후 박스권 흐름이 전개될 전망. 하지만, 10년물 국채금리의 하락반전이 단기적으로 금리 상승압력에서 벗어남에 따라 안도밸리의 동력이 될 수 있겠지만, 추세적인 하락세는 이야기가 달라짐. 경기 사이클 하락을 반영한다는 측면에서 미국 경기 경착륙, 경기침체 가시화의 전조 시그널로 생각할 수 있음

미국 10년물 국채금리, 1970년대부터 형성된 장기 하락추세대 상단에 도달



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 2년물 국채금리도 장기 하락추세대 상단에 도달



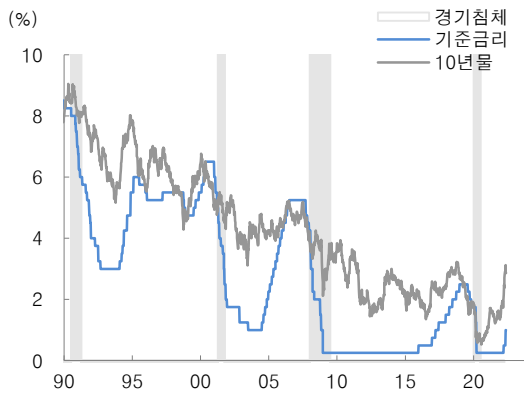
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[채권금리] 장단기 금리 역전 불가피. 경기침체 가시화?

미국채 10년물 하락으로 10년물 - 2년물은 물론, 3개월, 기준금리와 금리 역전 가능성

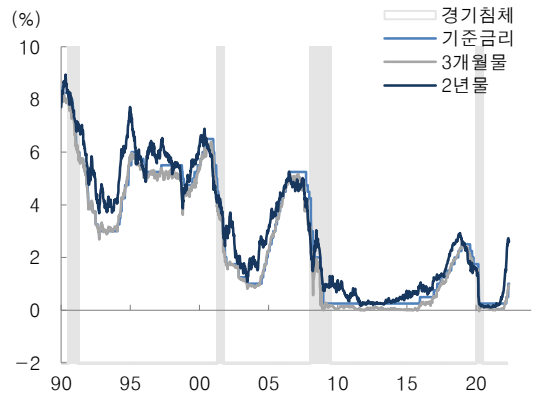
- 경기 경착륙 우려로 10년물 국채금리가 하락할 경우 장단기 금리 역전 가시화될 전망. 10년물 국채 금리는 경기를 반영하지만, 2년물, 3개월물은 기준금리 흐름과 궤를 같이 하기 때문
- 4분기 중에는 10년물 - 2년물은 물론, 3개월, 기준금리와도 금리 역전이 가시화될 수 있을 것. 이 경우 경기 경착륙 우려가 경기침체 우려로 전환되면서 글로벌 금융시장에는 악순환의 고리를 형성하는 계기가 될 수 있음

1차 경고 시그널 : 미국채 10년물 기준금리 하회



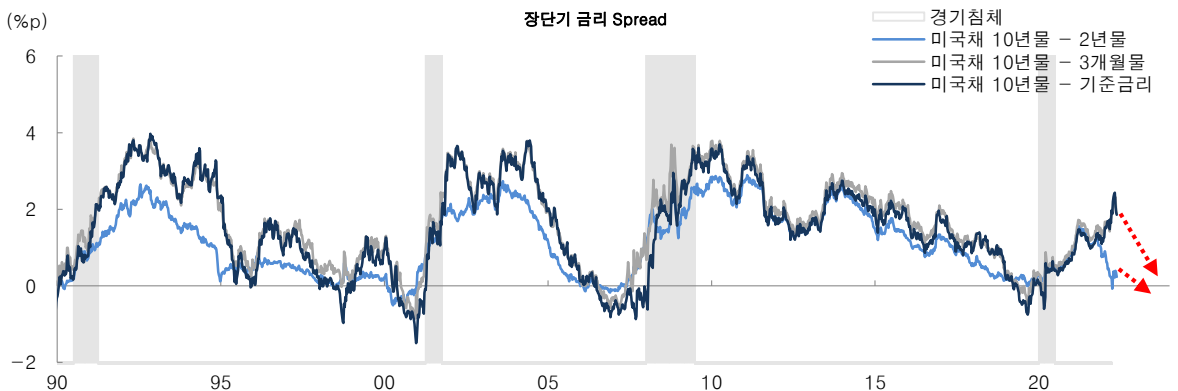
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

기준금리를 따라가는 2년물, 3개월 미국채 금리



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

2022년 4분기 중 다시 한 번 장단기 금리 역전 가능성. 경기침체 우려가 커질 수 있음



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[병목현상] 중국과 유럽이 발목을 잡고 있어

우크라이나 사태와 중국 봉쇄조치 장기화 여파가 병목현상 완화에 제동을 걸고 있음

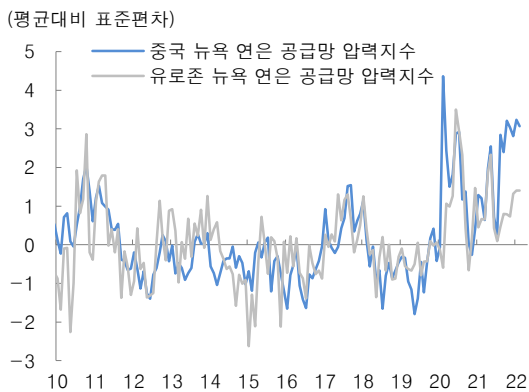
- 올해초부터 3월까지 진정세를 보여왔던 공급망 병목현상이 다시 심화될 조짐. 뉴욕 연은에서 제공하는 글로벌 공급망 압력지수는 4개월만에 상승반전. 3월까지 유로존의 공급망 압력지수 고공행진, 중국의 반등세가 지속된 결과로 판단. 공급망 병목현상 완화가 시차를 두고 반영되었던 물가 안정에 긍정적인 영향이 소멸되고 역효과가 재유입될 가능성을 높이는 변화

글로벌 공급망 압력지수. 4개월만에 상승반전. 중국, 유럽(우크라이나) 불확실성의 나비효과 가시화



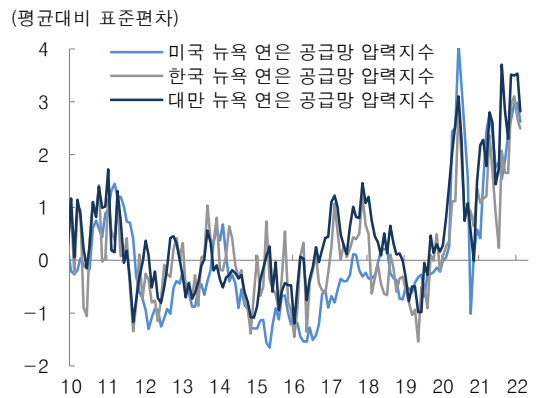
자료: 뉴욕 연은, 대신증권 Research Center

유럽 공급망 압력지수는 고공행진, 중국은 급등



자료: 뉴욕 연은, 대신증권 Research Center

병목현상 이슈에 벗어날 수 없는 미국, 한국, 대만



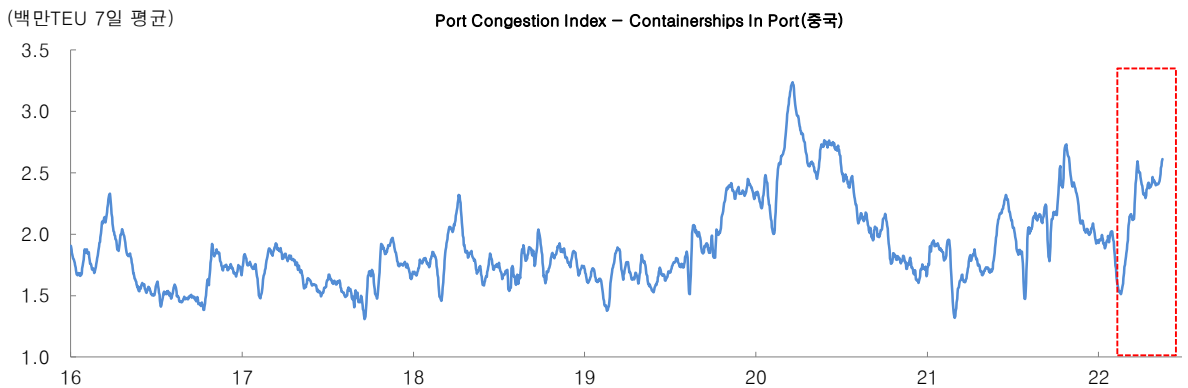
자료: 뉴욕 연은, 대신증권 Research Center

[병목현상] 중국의 봉쇄조치 장기화로 인한 나비효과

중국의 항만 정체는 중국만의 문제가 아니야. 미국 항만정체도 다시 심화되는 중

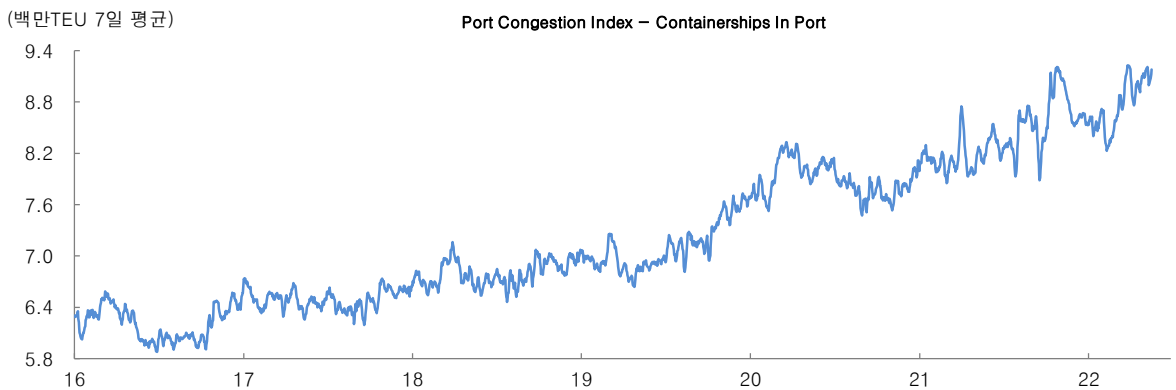
- 버냉키 전 연준의장도 “연준은 공급망 차질 관련 요인들이 스스로 해결되어 이는 ‘일시적’일 것으로 예상”했다고 언급. 하지만, 일시적이지 않을 가능성이 높아지고 있음. 특히, 중국의 봉쇄조치 장기화 여파로 인한 항만 정체가 극심해지고 있음. 이로 인한 여파는 미국을 비롯한 글로벌 전반으로 확산 중. 이 또한 연준의 통화정책이 통제할 수 없는 변수로 향후 물가와 연준의 통화정책에 불확실성을 높이는 변화로 판단

중국 항만 정체지수. 21년 이후 최고치를 향해 가고 있어



자료: Clarksons, 대신증권 Research Center

22년초 진정되는 듯 했던 미국 항만 정체지수도 역사적 고점을 향하는 중



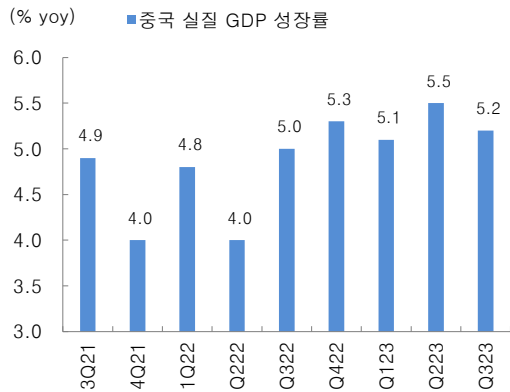
자료: Clarksons, 대신증권 Research Center

[중국 경기] 봉쇄조치 충격은 회복. 경기 턴어라운드 23년 하반기 확인 가능

중국 경기부양정책 기대는 단기 동력. 경기턴어라운드 여부는 22년내 확인하기 어려워

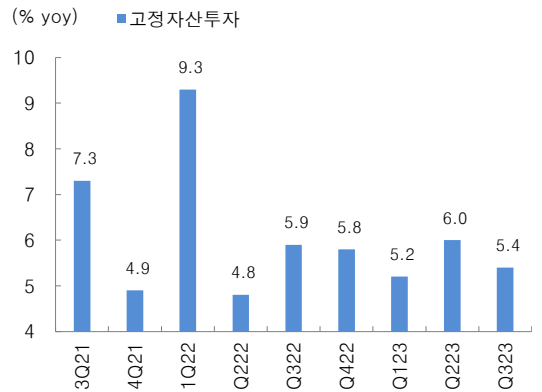
- 중국은 봉쇄조치 연장, 지속으로 인해 2분기 경기충격 불가피. 이 과정에서 강력한 경기부양정책은 경기충격을 회복하는 동력이 될 수 있을 것. 하지만, 이로 인해 중국 경기가 턴어라운드되고 회복/개선국면으로 진입할 수 있을지 여부는 자신할 수 없음. 현재 컨센서스 기준으로 보더라도 경기회복/턴어라운드 여부는 기저효과가 유입되는 2023년 하반기에 가서야 가능할 수 있을 것. 중국 경기불확실성이 여전히 크다는 판단

하반기 분기별 중국 성장률은 5%대 전망



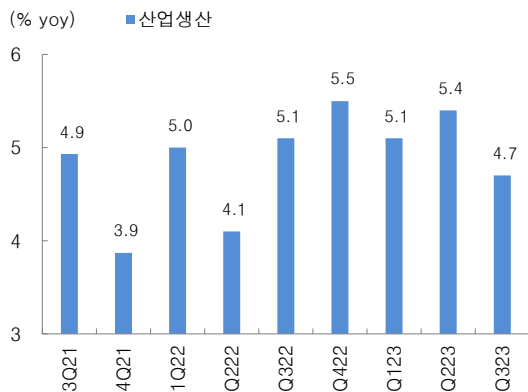
자료: 국가통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center

고정자산투자 증가율은 올해 1분기가 고점



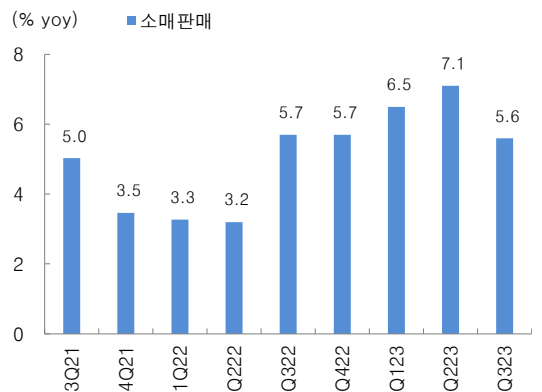
자료: 국가통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center

산업생산 증가율은 올해 하반기 고점



자료: 국가통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center

소매판매는 올해 하반기 회복 예상



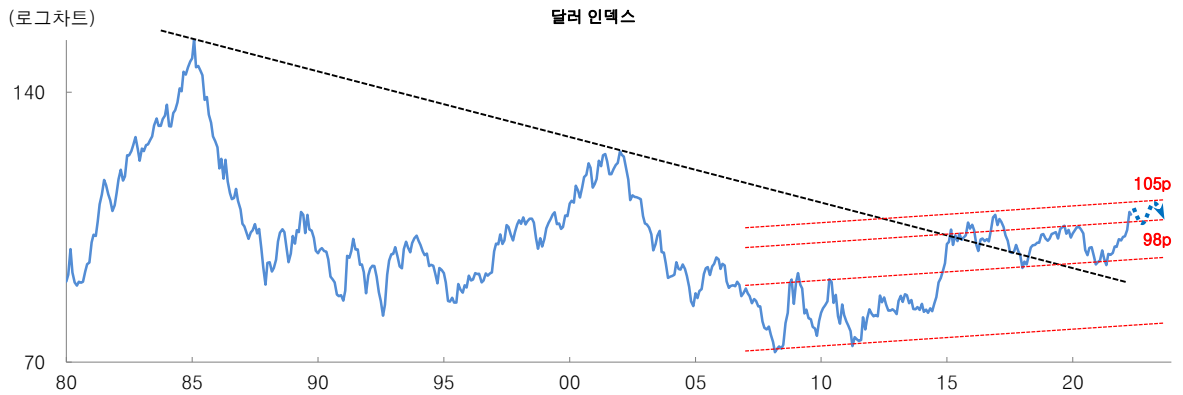
자료: 국가통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[달러화] 일시적인 약세 흐름은 가능하지만, 강세 추세는 지속될 것

달러 3분기 일시적 약세(하단 98p) 이후 다시 한 번 고점을 높여갈 전망

- 전반적인 매크로 환경과 통화정책 불확실성이 큰 상황에서 달러 강세는 지속될 수 밖에 없음. 3분기 안도심리에 근거한 일시적인 약세는 가능하겠지만, 낙폭은 제한적이고 4분기 중에는 다시 한 번 고점을 넘어설 가능성 경계(105p)
- 가뜰이나 중국, 유럽발 경기 불확실성이 커지는 상황에서 미국의 경기 경착륙/침체 우려가 커질 경우 달러에 대한 수요는 확대될 수 밖에 없을 것

달러 인덱스 강세 추세는 지속 예상



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

경기가 불안하고, 침체가 우려될 때는 안전자산 선호 - 달러 수요 확대 - 달러 강세



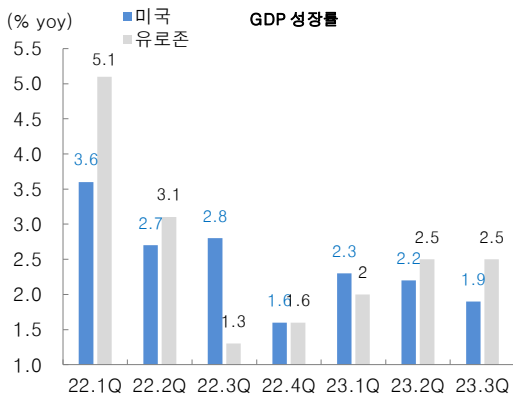
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[달러화] 핵심 변수는 유럽 경기와 통화정책. 미국 우위국면에서 달러 강세 지속

유럽 Vs. 미국 GDP 성장률, 통화정책 격차를 보면 23년 1분기까지 달러 강세압력 확대 가능

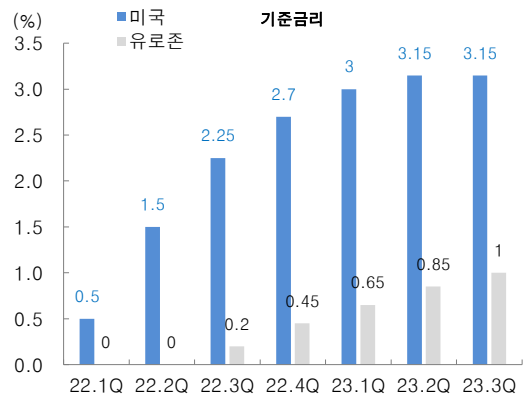
- 달러화를 가능하는데 있어 중요한 변수는 유럽. 달러 인덱스 구성의 57.6%가 유로화이기 때문. 따라서 미국과 유럽 간의 GDP 성장률, 통화정책 격차에 따라 달러 향배가 결정되는 경우가 많음
- 22년 이후 23년 1분기까지 미국과 유럽 간의 통화정책 격차 확대 예상. 유로존도 통화정책 정상화에 이어 금리인상을 준비하고 있지만, 연준의 금리인상, 긴축 속도를 따라가지는 못하는 상황. 게다가 23년 1분기까지는 미국 GDP 성장률이 유럽보다 우위. 2023년 2분기 이후 달러 약세 반전 가능

23년 2분기부터 유로존 성장률 우위



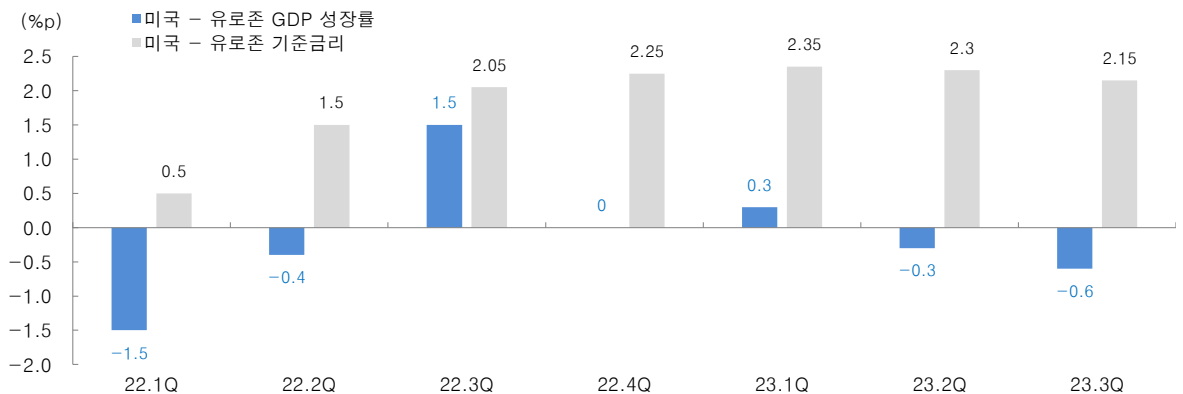
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

올해 3분기부터 ECB 기준금리 인상 예상



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

22년 3분기 ~ 23년 1분기까지 미국 GDP 성장률 우위 & 통화정책 격차 확대 국면



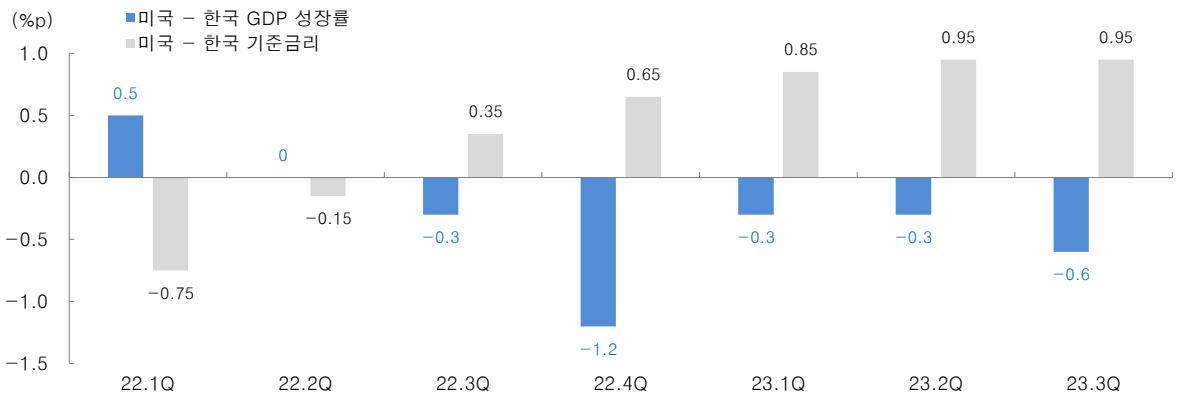
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[원/달러] 1,210 ~ 1,300원 박스권 등락 예상

3분기까지 레벨 다운 예상되나 하락폭은 제한적일 전망

- 하반기부터 한국이 미국대비 성장률이 우위에 보일 것으로 전망되고 있어 이는 원화의 상대적 강세 요인. 더불어 ECB의 금리 인상 가능성도 유입되는 상황에서 3분기까지는 미국 달러가 소폭 약세를 기록하면서 원/달러 환율은 1,210원 수준까지 하락할 가능성.
- 그러나 연준 긴축 기조 지속되는 것은 오히려 달러 강세 압력을 높이는 요인. 연말로 갈수록 경기침체에 대한 우려 가중으로 안전자산 선호 심리 확대되는 과정에서 원/달러 추가 하락은 제한적일 전망

한국 GDP 성장률 우위국면 Vs. 통화정책 격차 확대



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

원/달러 환율 월간차트(로그). 3분기 중 1,210원 지지력 테스트 이후 반등 예상



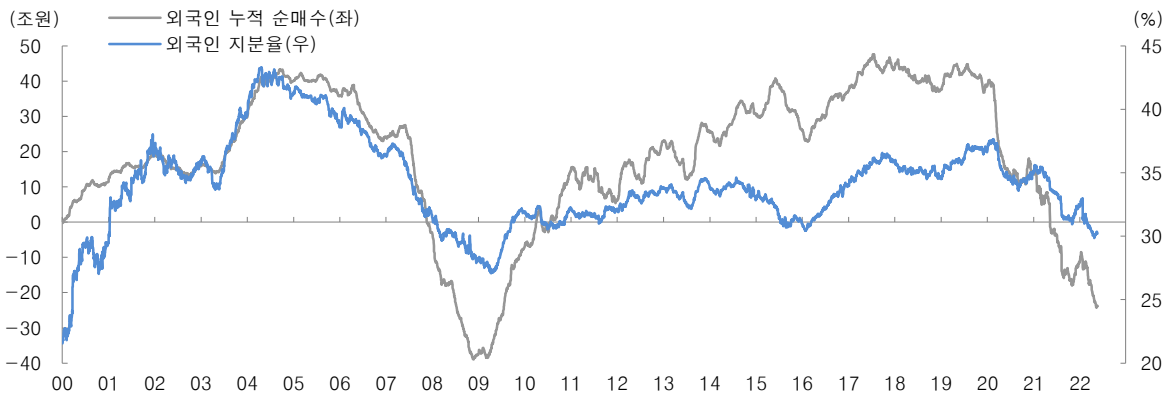
자료: 대신증권 Research Center

[외국인] 달러대비 원화 약세 강도 흐름에 예민하게 반응할 것

KOSPI 시장에서 매도할 만큼 매도한 외국인 투자자. 원/달러 환율보다 원화 상대적 강세/약세에 주목

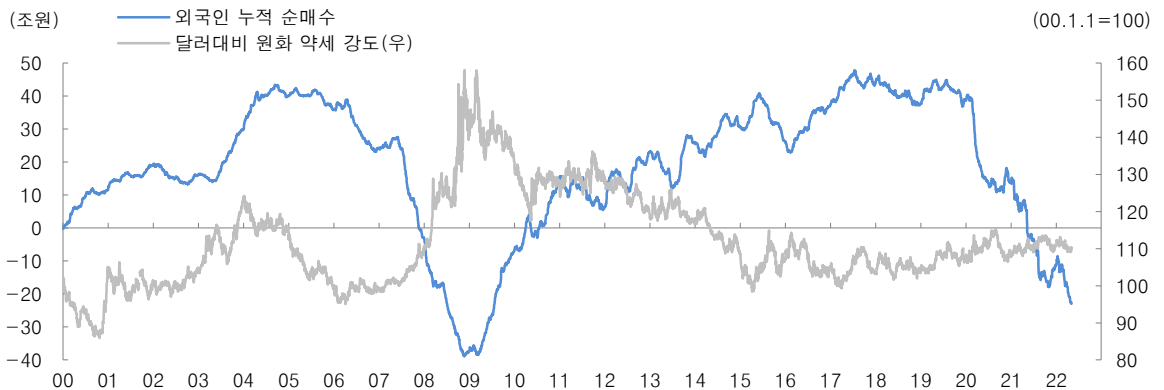
- KOSPI 등락을 결정하는 매매주체는 외국인이 될 것. 2022년 2/4분기 이후 글로벌 매크로 환경 변화와 달러 안정이 맞물릴 경우 외국인 투자자들의 스탠스 변화는 빨라질 전망이다. 지분율이 금융위기 이후 저점권에 도달한 상황에서 코로나19 피해주, 경기민감주 비중을 많이 줄였기 때문. 앞으로 주목할 것은 달러대비 원화 약세강도. 달러 강세가 지속되더라도 원화가 상대적 강세를 보인다면 외국인 매도 규모는 제한적일 전망이다. 대외 변수에 의한 변동성 확대국면에서도 KOSPI의 상대적 안정성 기대

외국인 투자자, 한국에서 더 매도를 강화해 나갈 수 있을까?



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

달러대비 원화 약세 강도가 외국인 수급의 핵심 포인트(10년 이후 상관관계 -0.58)



자료: FnGuide, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[밸류에이션] 저평가 매력은 높지만, 경기 방향성과 실적 신뢰도가 문제

단기 밸류에이션 매력 재평가 가능성. 다만, 경기둔화, 실적불안이 유입된다면?

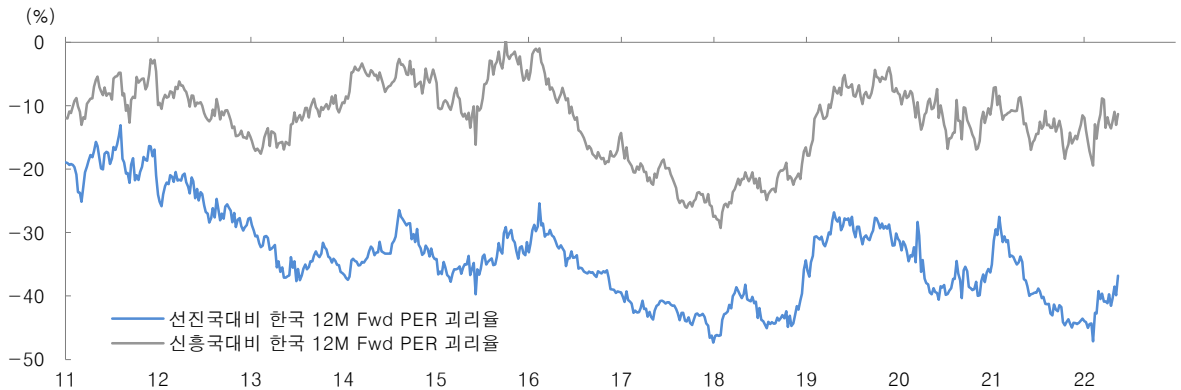
- 한국 밸류에이션은 코로나19 이후 최저치로 2001년 이후 평균 수준까지 하락. 한국 경기, 유동성 모멘텀 둔화보다 조기 금리인상에 따른 금리 급등의 영향이 컸다는 생각. 최근 KOSPI 밸류에이션 하락은 통화정책 불안감을 넘어 충격을 선반영 했다고 판단. 금리 안정시 밸류에이션 안정 기대
- 하지만, 최근 선진국 증시와 밸류에이션 괴리율 축소가 선진국 밸류에이션 급락으로 전개되고 있어 한국만의 밸류에이션 매력 재평가는 제한적인 상황. 향후 실적/경기 방향성이 관건

KOSPI 12개월 선행 PER, 2001년 이후 평균까지 하락. 밸류에이션 매력 부각



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

선진국대비 한국의 극심한 저평가는 선진국 급락으로 해소되는 중



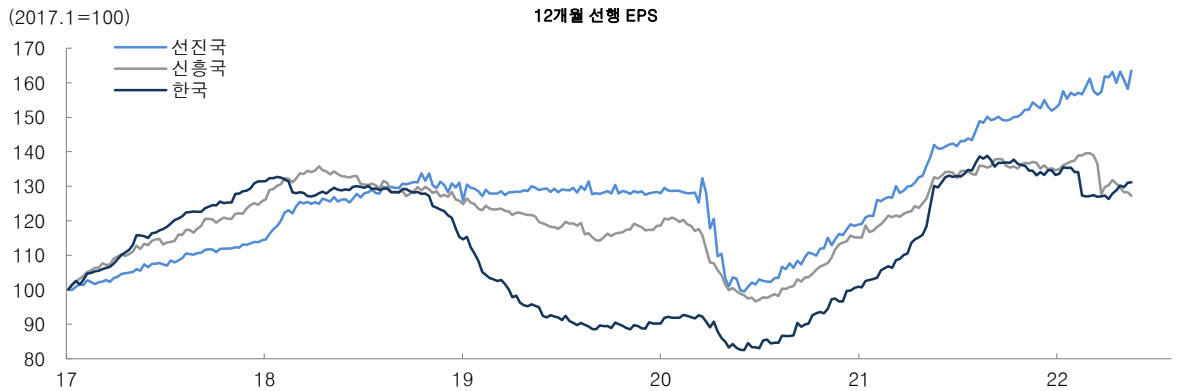
자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

[기업이익] 아직은 상향조정 중이지만... 균열 조짐

한국 12개월 선행 EPS 상향조정 중. 하지만, 2023년 이익전망은 하향조정세 뚜렷

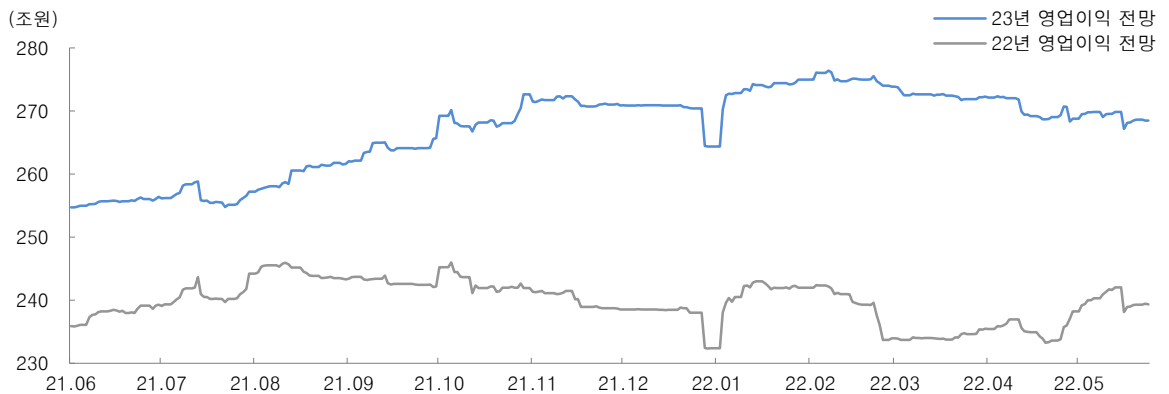
- KOSPI의 단기 밸류에이션 매력을 기대하는 이유는 실적 기대가 유효하기 때문. 12개월 선행 EPS가 LG에너지솔루션 편입에 따른 레벨다운 이후 우상향 흐름을 이어가고 있음. 2022년 영업이익 전망도 1/4분기 실적 시즌 이후에도 상향조정 중
- 반면, 2023년 영업이익 전망은 2022년 2월 고점 이후 하향조정세 뚜렷. 1/4분기 실적 결과와 원자재 가격 상승, 환율 효과 기대는 유효하지만, 장기 성장성에 대한 의구심이 커지고 있음을 시사

반등하기 시작한 한국 12개월 선행 EPS



자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

그러나 2023년 이익 전망치는 하향조정세



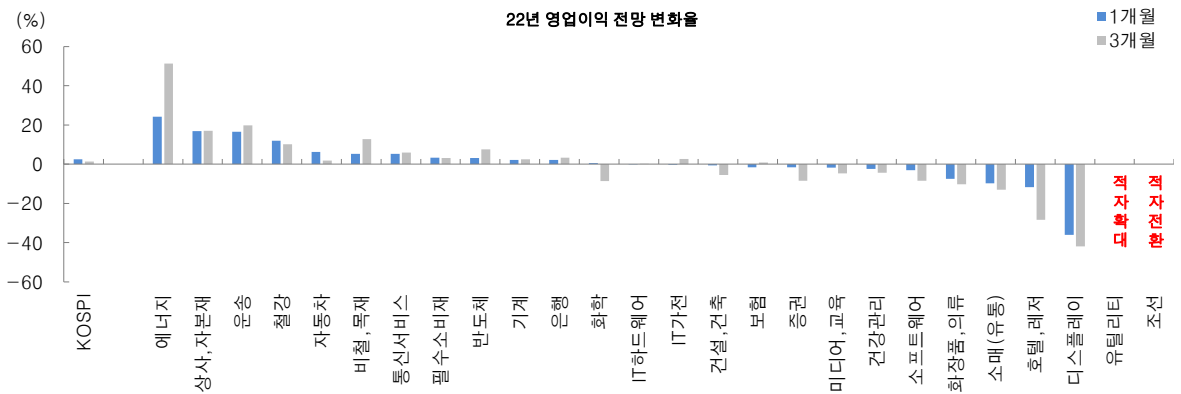
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[기업이익] 가격 변수에 민감한 업종 Vs. 글로벌 경기에 민감한 업종

국내외 경기에 민감한 업종의 실적 하향조정세 뚜렷. 원자재 민감/시클리컬 업종도 안심하기 일러

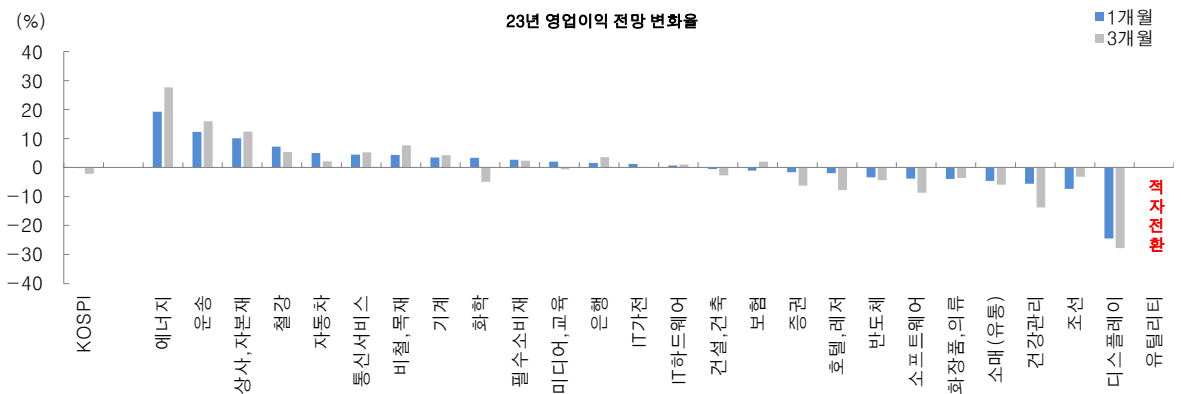
- 2022년 이익전망은 원자재 가격 상승의 수혜를 받는 업종과 국내외 경기/소비 관련 업종의 실적 개선세 지속. 환율효과도 가세하며 수출주 실적 개선 기대 유효. 23년 이익전망은 국내외 소비/경기민감주들의 하향조정 뚜렷. 특히, 23년 반도체, 소프트웨어 영업이익 전망 하향조정세 이어 IT가전, IT하드웨어 등도 실적 불확실성 확대. 환율효과 소멸과 비용부담에 대한 우려가 유입되고 있다는 판단. 경기불확실성 - 수요불안 유입시 원자재 민감, 시클리컬 업종의 실적 개선도 자신할 수 없을 전망

시클리컬, 수출주, 내수 소비주 실적 개선 기대가 아직은 유효한 2022년



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

반도체를 비롯한 국내외 소비 관련 업종의 실적 하향조정. 시클리컬 실적 전망 상향조정이 지속될까?



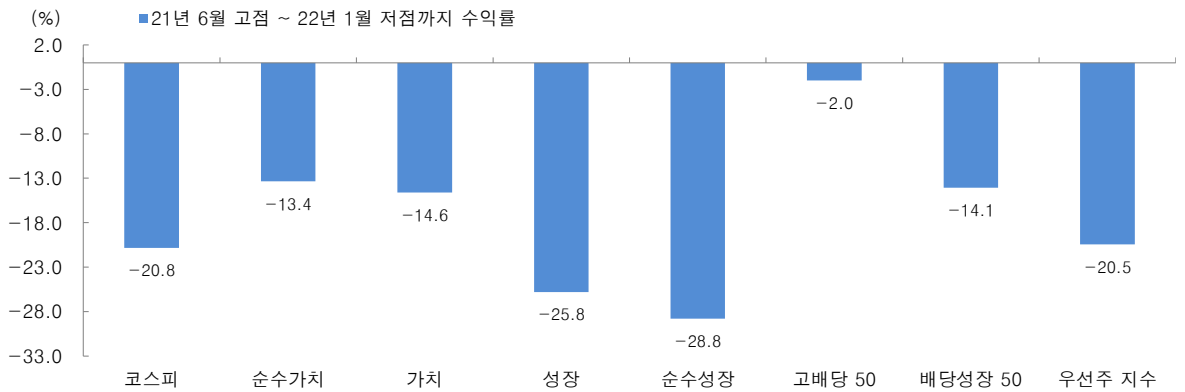
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[4Q 투자전략] 불안할 때, 날이 추워질 때 찾는 배당주

방어적 투자전략: 배당주의 안정성 뚜렷

- 경기 경착륙, 침체가 가시화되는 국면에서 철저히 방어적인 투자전략이 필요. 2022년 하반기 중 KOSPI가 2,900선을 넘어서고, 3,000선에 근접할수록 현금비중을 확대하고, 고배당 스타일로 포트폴리오 재편 유효. KOSPI대비 고배당주 상대강도는 현재 2010년 이후 고점권에 도달. 2022년 2분기 ~ 3분기 안도밸리 구간에서 등락은 불가피하겠지만, 비중확대 기회로 판단. KOSPI 2차 하락국면에서 고배당주 상대강도는 고점을 넘어설 가능성이 높음

KOSPI 조정국면 스타일별 수익률, 고배당주 KOSPI 18%p Outperform



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 조정국면에서 안전한 피난처 역할을 해 온 배당주



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[4Q 투자전략] 고배당 종목 List Up

고배당 50지수 중에서 금융을 제외한 고배당 기업들에 주목

- KOSPI 하락추세에서 상대적으로 강세를 보였던 고배당 50종목에 대한 관심 필요. 배당수익률을 볼 때 최상위권에 은행, 보험, 증권 등 금융주 다수 포진. 다만, 2022년 하반기 매크로 환경은 경기 경착륙, 경기침체 우려로 인해 채권금리 하락세 예상. 이로 인해 고배당주 중에서는 금융을 제외할 필요가 있다는 판단(단기 매매는 가능할 것)
- 금융을 제외한 고배당 50종목을 보면 KT, 풍산홀딩스, SK가스 등 전통 방어주가 상위권에 포진한데 이어 기아, 현대차, 삼성전자가 20위 안에 위치

고배당 50 중 현금배당 수익률은 종목 리스크(금융 제외)

순위	코드	기업명	W126 업종명 (대)	연초대비 수익률 (%)	연초대비 순이익 전망치 변화율 (%)	PER 변화율 (%)	2022년 현금배당 수익률 (%)	목표주가 과리율 (%)
7	A005960	동부건설	건설,건축관련	-11.6	8.1	-17.6	7.0	43.4
10	A030200	KT	통신서비스	18.0	18.3	-0.3	5.9	29.0
15	A005810	풍산홀딩스	비철,목재 등	4.9	14.7	-9.0	4.7	33.0
16	A030000	제일기획	미디어,교육	11.8	9.4	2.2	4.2	37.0
17	A018670	SK가스	유틸리티	-0.8	18.1	-15.9	3.8	29.5
18	A000270	기아	자동차	2.4	6.3	-3.5	3.8	36.0
19	A005380	현대차	자동차	-10.0	2.2	-12.1	3.0	36.7
20	A005930	삼성전자	반도체	-13.3	17.4	-26.2	2.4	37.5

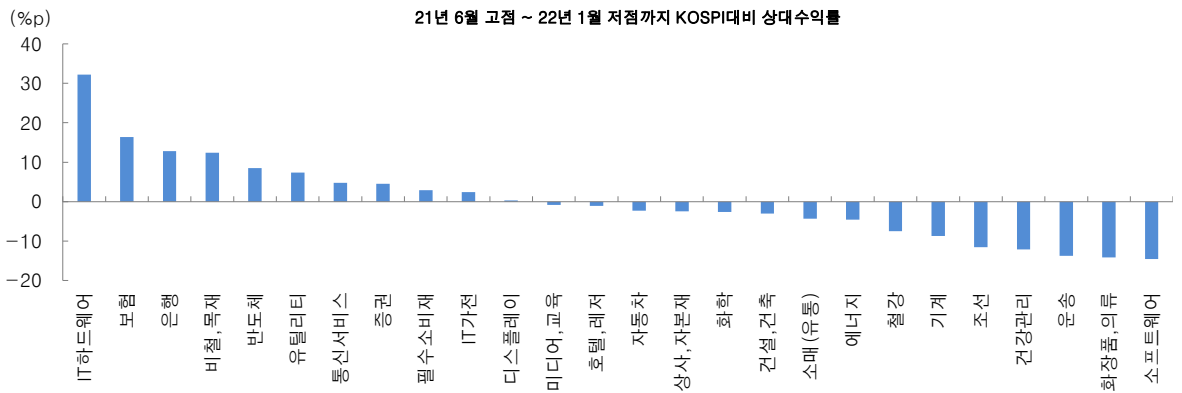
자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

[4Q 투자전략] 방어주 비중확대 : 통신, 필수소비재

하락추세에서 선방한 업종들 중 23년 이익모멘텀이 양호한 통신과 필수소비재

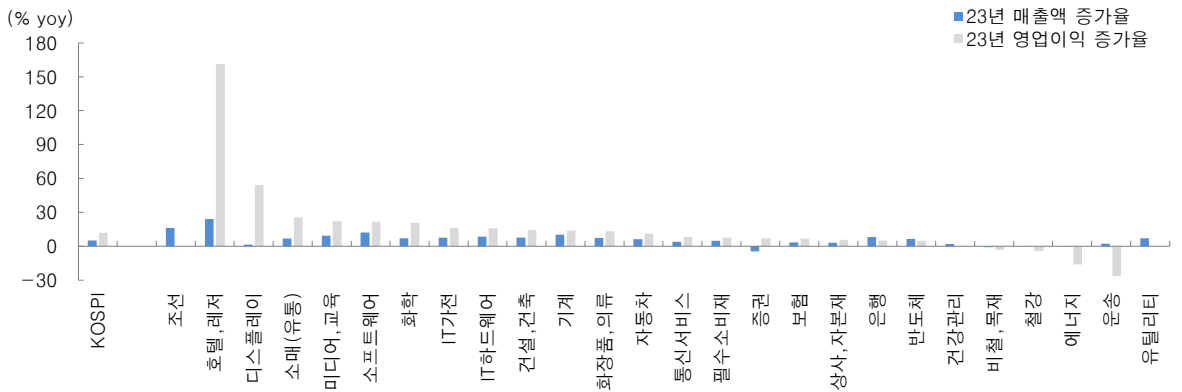
- 업종 전략 측면에서는 통신, 필수소비재 등 전통적인 경기방어주의 상대적 강세 예상. 2021년 6월 고점에서 2022년 1월 저점까지 업종별 KOSPI대비 상대수익률을 보면 IT하드웨어, 보험, 은행, 비철/목재, 반도체, 유틸리티, 통신, 증권, 필수소비재 등이 상대적 강세를 보였음. 이 중 2023년 이익모멘텀이 양호한 업종은 통신, 필수소비재 뿐. 경기방어주 성격과 함께 이익안정성을 확보 가능. 금융주의 경우 이익개선을 기대하지만, 채권금리 하락시 실적 불확실성 확대 불가피

통신, 필수소비재의 안정성에 주목



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

이익모멘텀 감안할 경우 통신, 필수소비재 유망할 전망



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[4Q 투자전략] 방어주 종목 List Up

통신, 필수소비재 중 이익모멘텀, 안정성이 높은 종목군에 관심 필요

- 통신, 필수소비재 중 이익안정성이 높은 종목에는 KT, 현대코퍼레이션홀딩스, 매일유업, 오뚜기 등 8개 추출
- 이 중 KT는 배당주로서의 매력도 크다는 점이 매력적. 매일유업, 오뚜기, 오리온 등은 연초대비 저평가 받고 있는 상황에서 밸류에이션 매력도 높다는 점에서 주목할 필요가 있음

통신, 필수소비재 중 이익모멘텀과 목표주가 괴리율을 감안한 종목 List

순위	코드	기업명	W126업종명 (대)	연초대비 수익률 (%)	연초대비 순이익 전망치 변화율 (%)	PER 변화율 (%)	2022년 현금배당 수익률 (%)	목표주가 괴리율 (%)
1	A030200	KT	통신서비스	18.0	18.3	-0.3	5.9	29.0
2	A227840	현대코퍼레이션홀딩스	필수소비재	3.4	4.3	-0.8	4.1	54.5
3	A006040	동원산업	필수소비재	5.1	8.3	684.2	2.1	67.7
4	A267980	매일유업	필수소비재	-3.6	0.2	-3.8	1.8	57.1
5	A007310	오뚜기	필수소비재	-0.4	8.8	-8.5	1.8	33.6
6	A097950	CJ제일제당	필수소비재	4.0	17.4	-11.4	1.3	36.3
7	A271560	오리온	필수소비재	-7.2	1.3	-8.4	0.8	42.5
8	A051500	CJ프레시웨이	필수소비재	30.3	33.6	-2.6	0.8	48.2

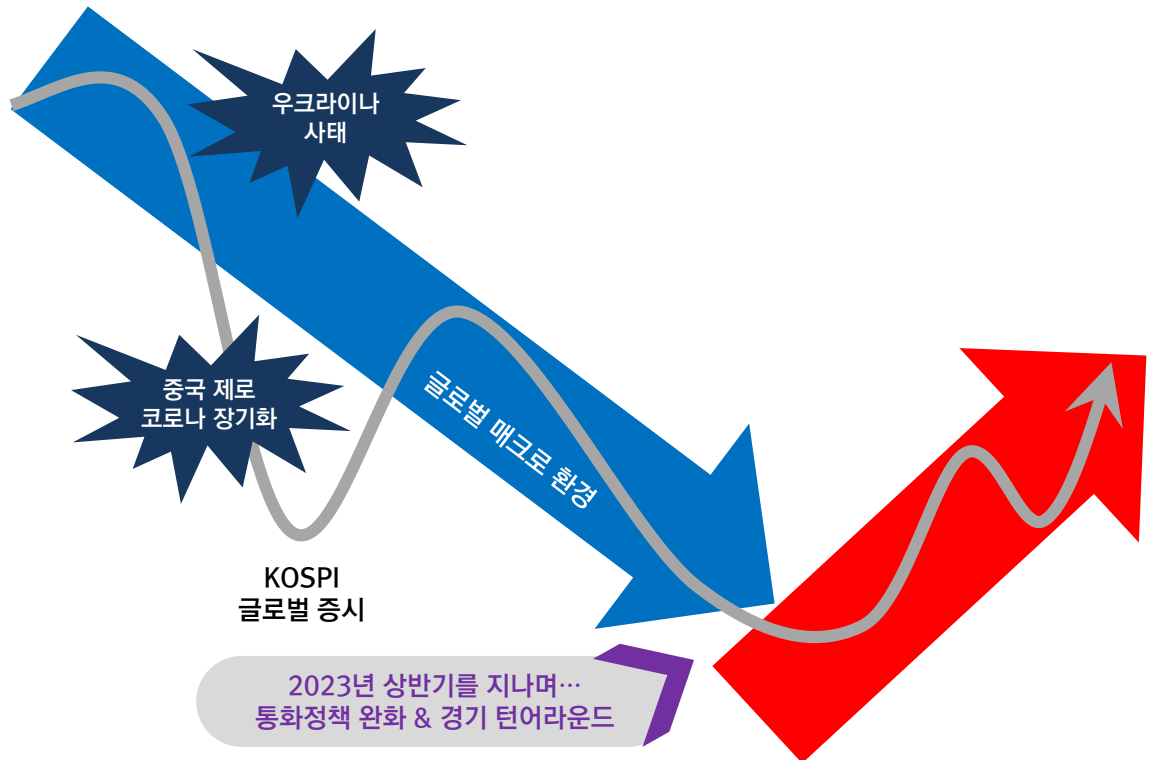
자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

[Long-term View] 증시 추세 반전은 언제쯤?

23년 상반기까지는 Trading 기회 포착. 장기 추세반전은 23년 상반기를 지나며 가능할 전망

- 2022년 하반기 경기경착륙 가시화, 경기침체 가능성 확대 등은 시차를 두고 또다른 기회로 이어질 전망. 오히려 새롭게 시작할 계기가 될 가능성이 높다는 판단.
- 2023년 상반기를 지나며 2022년 상반기 경기부진에 따른 기저효과가 유입되는 가운데 통화정책은 완화적으로 전환될 가능성 높다고 판단. 여전히 풍부한 유동성 환경에 긴축이라는 부담이 사라지고, 경기 저점통과, 턴어라운드 기대가 유입될 경우 추세 반전의 트리거가 될 수 있을 것. 우라가미 구니 오가 제시한 주식시장의 사계에 있어 금융(유동성) 장세로 전환 예상

21년 하반기 ~ 23년 상반기까지는 매크로 환경 둔화/악화국면에서 Trading 기회 포착
 장기 하락추세 종료, 장기 추세반전은 2023년 상반기를 지나며 기대해 볼 수 있을 것



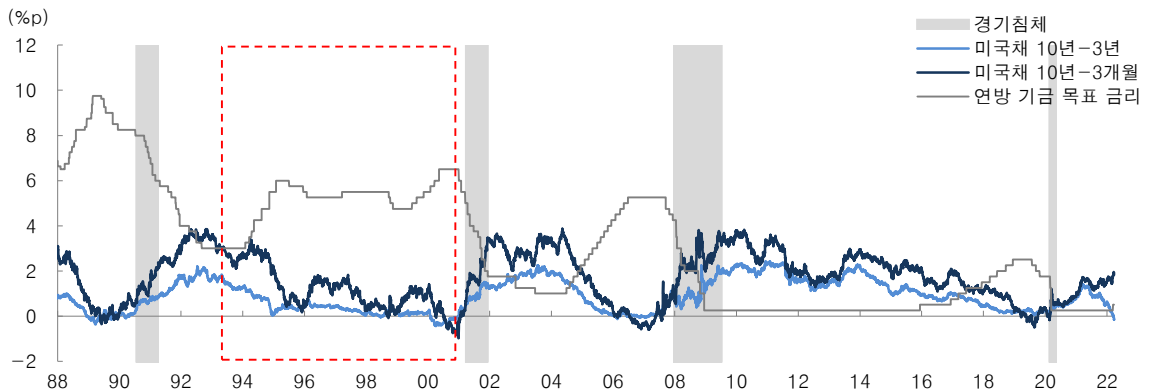
자료: 대신증권 Research Center

[Long-term View] 경기 경착륙 가시화 = 통화정책 완화, 풍부한 유동성 환경 유효

연준의 통화정책 완급조절 필요(Remember 1998년)

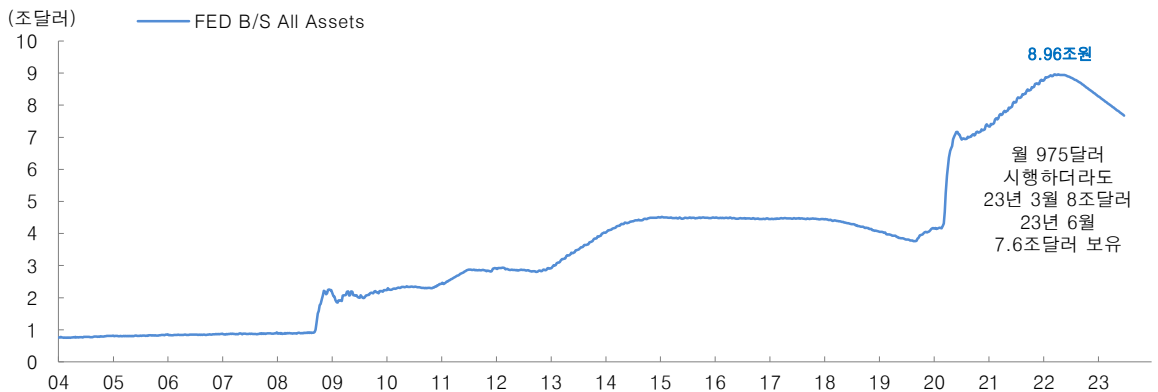
- 고물가를 잡고자 하는 연준의 정책대응 의지 속에 경기와의 균형감각을 강조하고 있는 상황을 감안할 때 1994년 ~ 2000년까지의 통화정책 사이클이 2020년 ~ 2025년까지 압축적으로 전개될 가능성이 높다고 판단. 한편, 연준이 6월부터 QT를 시행하며 현재 스케줄대로라면 코로나19 팬데믹 이전 수준으로 회귀하는데 3년의 시간이 소요. 2023년 3월에는 8조달러, 2023년 6월에는 7.6조달러의 연준 자산이 유지될 것이며 여전히 유동성 환경은 풍부한 상황

1994년 급격한 금리인상 이후 96년, 98년 금리인하/인상을 반복해가며 경기확장세 지속



자료: Fed, Bloomberg, 대신증권 Research Center

QT 시행되더라도 연준은 21년 상반기보다 많은 자산 보유



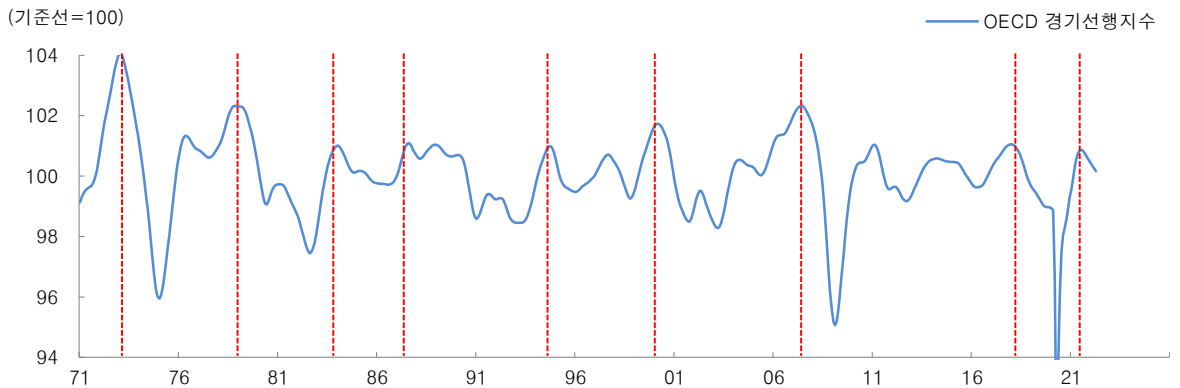
자료: Fed, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[Long-term View] 2023년 하반기 경기 턴어라운드 가능성

2023년 하반기 경기 사이클 저점 통과 가능성 높아

- 과거 경기 순환 사이클을 보면 2010년 이후 평균적으로 경기 정점통과 이후 24개월 뒤 경기 저점을 확인. 통계적인 측면에서 2023년 7월 전후 경기저점 확인 가능성 높음. 특히, 물가 부담, 긴축 우려, 외생 변수 등으로 인해 경기 둔화 폭과 강도가 커진다면 오히려 저점통과 시점은 앞당겨질 수 있음. 22년 하반기 경기모멘텀 약화, 23년 상반기 경기경착륙이 가시화될 경우 기저효과만으로도 23년 하반기부터 턴어라운드 기대. 2024년 상반기까지 경기 상승사이클 지속 가능

글로벌 경기둔화 사이클 진행 중



자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

2000년 이후 평균적으로 경기 고점에서 경기 저점까지 24개월 소요. 23년 하반기 경기 턴어라운드 가능성

시기	경기 고점	고점 지수	시기	경기 저점	저점 지수	저점-고점 기간	고점-저점 기간
1978-11-30		102.31	1982-08-31		97.42	46	45
1984-01-31		101.00	1986-07-31		99.70	19	30
1988-12-31		101.03	1992-12-31		98.49	29	48
1994-09-30		101.01	1996-02-29		99.50	21	17
1997-09-30		100.69	1998-10-31		99.26	19	13
2000-03-31		101.71	2003-03-31		98.26	17	36
2007-06-30		102.35	2009-02-28		95.02	51	20
2011-02-28		101.13	2012-09-30		99.13	24	19
2014-04-30		100.60	2016-05-31		99.62	19	25
2018-01-31		101.06	2020-04-30		91.56	20	27
2021-07-31		100.87				15	9(진행 중)
1990년 이후 평균						24	26
2000년 이후 평균						24	25
2010년 이후 평균						20	24

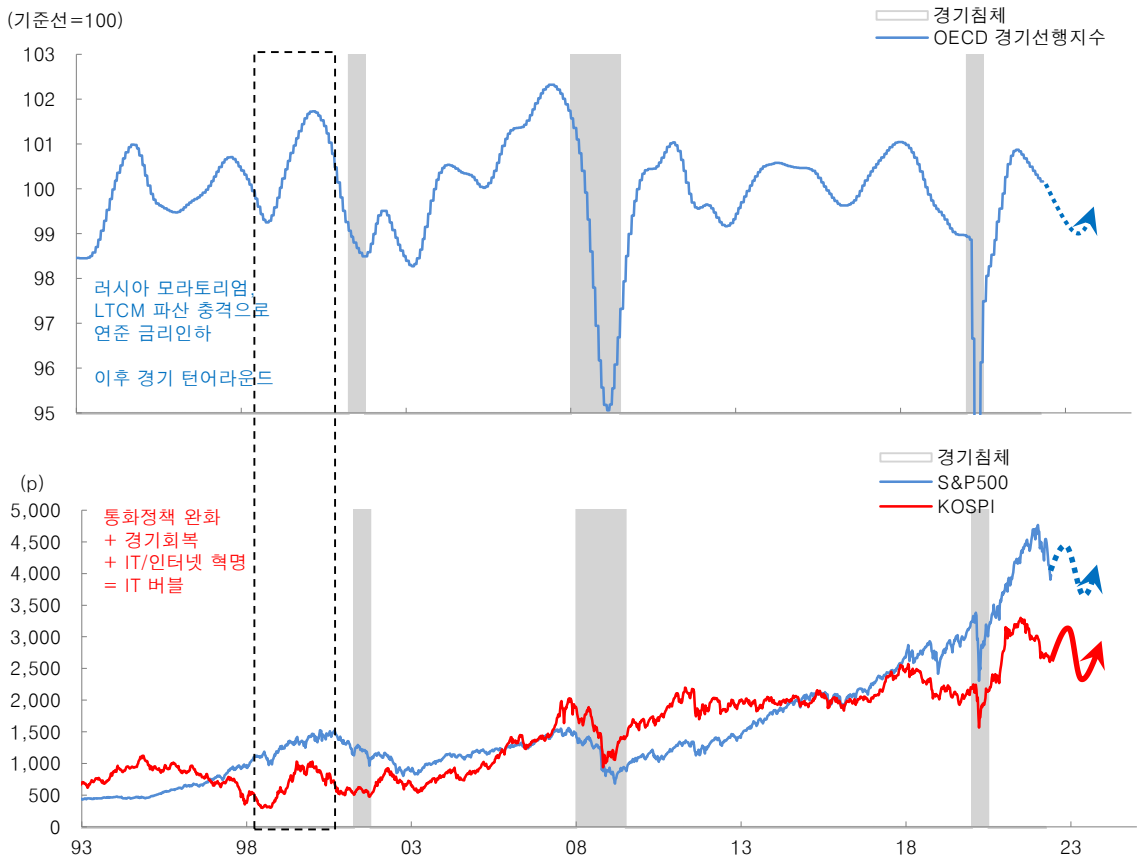
자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

[Long-term View] 23년 하반기 통화정책 + 경기 + 산업 사이클 증시에 긍정적

통화정책 완화 + 경기 상승사이클 + 산업 모멘텀 가세하면?(Remember 1998년)

- 연준의 경기상황에 따른 통화정책 조절 과정에서 부스터 역할을 해 주었던 것은 경기사이클. 경기 둔화, 경착륙 우려감이 유입되면서 시장 충격이 가해지면 연준의 통화정책 전환이 수반되었고, 이후 경기사이클이 상승반전하면서 증시는 더 강한 상승추세를 이어갔음
- 자산 버블 영역으로 갈 수 있을지는 좀 더 확인이 필요하지만, 2024년에는 금리인상이 재개되더라도 충분히 극복 가능한 경기모멘텀을 보유했을 가능성이 높다는 판단

1998년 통화정책 완화 전환, 경기 턴어라운드 맞물리며 IT 버블 국면 진입



자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[Long-term View] 궁즉변(窮卽變), 변즉통(變卽通) = Asset Inflation

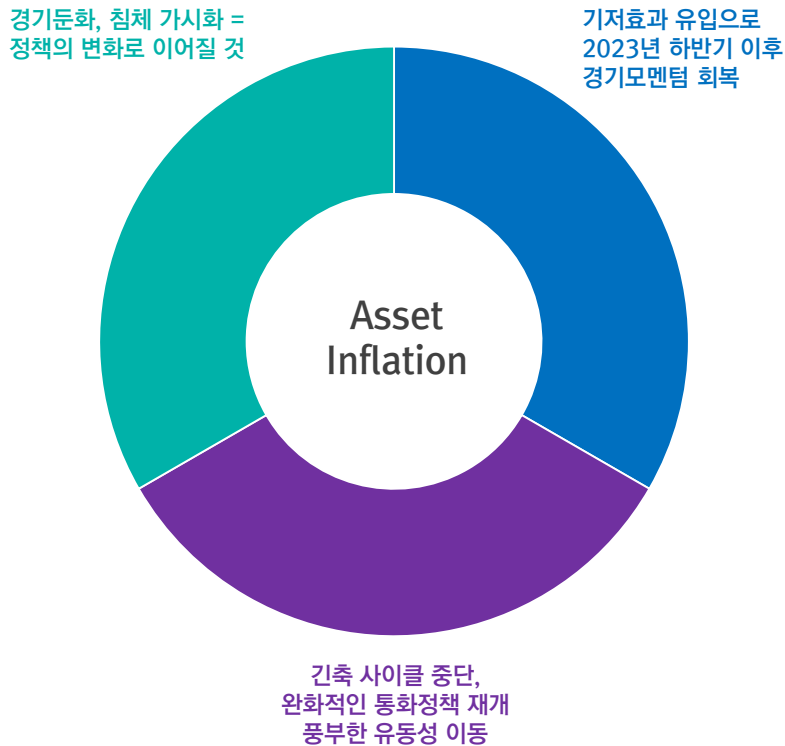
경기 악화, 침체는 아프지만 긍정적인 변화가 수반될 것

- 아이러니하게도 2022년 4분기 이후 글로벌 펀더멘털 환경 악화는 2023년 하반기 이후 글로벌 투자 환경의 긍정적인 변화를 기대케 할 것

궁즉변(窮卽變) : 경기 경착륙, 침체 가능성이 글로벌 증시의 저점통과 가능성을 높일 전망. 펀더멘털에 대한 불안감이 커지는 만큼 통화정책과 재정정책은 완화적으로 전환

변즉통(變卽通) : 2023년 상반기를 지나며 다시 한 번 글로벌 정책공조와 글로벌 갈등 양상이 진정될 경우 경기불안은 제어되고, 경기 턴어라운드 기대가 되살아 날 것

경기 경착륙, 침체 우려는 결국 통화정책, 재정정책 변화로 이어질 것



[Appendix] 2022년 하반기 주요 일정

구분	3/4분기	4/4분기	
주요 일정	<ul style="list-style-type: none"> 7월 중 IMF 경제전망(수정 전망) 7월 중 연준 반기 의회 보고 7월 중 중국 중앙정치국 경제공작회의 7월 15일 G20 재무장관/중앙은행 총재 회의 8월 12일 MSCI 리뷰(분기) 8월 중 잭슨홀 미팅 8월 중 중국 베이징 대화 회의 8월 중 한국 예산안 발표 9월 13일~27일 UN 총회 9월 중 OECD 경제전망(중간 전망) 9월 중 FTSE 반기리뷰 	<ul style="list-style-type: none"> 10월 13일 IMF-WB 연례회의 10월 30~31일 G20 정상회의 10월 중 중국 전인대 10월 중 IMF 경제전망 11월 7~18일 UN COP27 11월 8일 미국 중간선거 11월 11일 중국 광군제 11월 11일 MSCI 리뷰(반기) 11월 25일 미국 블랙프라이데이 11월 중 OECD 경제전망 12월 중 중국 경제공작회의 12월 중 KOSPI200 정기변경 12월 중 FTSE 분기리뷰 12월 중 中 경제공작회의 	
	통화 정책	<ul style="list-style-type: none"> 7월 13일 BOK 금통위 7월 21일 ECB 통화정책회의 7월 21일 BOJ 금정위(경제전망) 7월 28일 연준 FOMC 8월 25일 BOK 금통위(경제전망) 9월 8일 ECB 통화정책회의(경제전망) 9월 22일 연준 FOMC(경제전망) 9월 22일 BOJ 금정위 	<ul style="list-style-type: none"> 10월 12일 BOK 금통위 10월 27일 ECB 통화정책회의 10월 28일 BOJ 금정위(경제전망) 11월 3일 연준 FOMC 11월 24일 BOK 금통위(경제전망) 12월 15일 연준 FOMC(경제전망) 12월 15일 ECB 통화정책회의(경제전망) 12월 20일 BOJ 금정위

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 이경민, 조재운, 김정윤)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.