

추석 연휴 동안 증시 연속 상승. 따라가도 될까? KOSPI 대응전략

연휴 기간 동안 나스닥 4%, S&P500 3.3% 반등, KOSPI 2,400p 회복 가능

- 추석 연휴가 끝났다. 연휴 기간 동안 글로벌 증시는 강한 반등세를 보였다. 나스닥은 4거래일 연속 상승하며 4% 수익률을 기록했고, S&P500도 3.3% 상승했다. 일본(Nikkei225)도 강한 반등세를 이어가며 4.1% 상승했다. 9월 75bp 금리인상, 연내 4% 이상 금리인상 부담이 지속되었지만, 단기 낙폭과대에 대한 인식 속에 달러화와 금리 하향안정이 투자심리 회복으로 이어졌기 때문이다.
- 연휴 동안 미국, 일본 증시의 상승을 감안할 경우 KOSPI는 2,400선 회복시도가 가능하다(다우/나스닥/일본 상승률 반영시 KOSPI 2,430 ~ 2,470p). 물론, 수치적인 계산이라는 점은 감안해야 한다.

글로벌 위험자산 동반 강세 동력 : 투자심리 안정 & 달러 약세 반전

- 9월초 이후 글로벌 금융시장은 빠르게 안정세를 보여왔다. 하락세를 보이던 글로벌 주요국 증시는 상승반전했고, 신흥 아시아, 중화권 증시도 보험권으로 회귀했다. 구리 가격은 5%대 상승 중이고, 급락하던 유가도 보험권을 회복했다.
- 9월초 이후 글로벌 금융시장의 반전동력은 불확실성 선반영 이후 심리적 안도와 달러 약세 반전에 있다. 특히, 8월말 ~ 9월초 110p를 넘나들던 달러 인덱스는 108p 초반으로 후퇴했고, Non-US 통화는 반등세를 기록 중이다. 추석 연휴 동안에도 달러화는 1% 가까이 하락하면서 글로벌 증시, 경기민감 원자재 반등 탄력에 힘을 실어주었다.

반등 동력 1. 다시 위축된 투자심리

- 7월초 이후 투자심리는 빠르게 안정되었다. 미국 개인투자협회에서 발표하는 약세, 강세전망, 강세-약세전망 Spread는 전반적으로 중립수준으로 회귀했다.
- 그러나 8월 중순 이후 긴축, 침체 공포가 재유입되면서 다시금 투자심리는 전저점, 공포수준으로 되돌아왔다. 공포심리가 일정부분 선반영된 상황임에 따라 심리적 변화만으로도 언제든 단기 반등시도가 가능한 국면이었던 것이다.
- 펀더멘털, 매크로, 통화정책 환경이 금융시장에 부담을 가하는 상황이라는 점을 간과해서는 안된다. 심리적 변수에 다른 등락은 감안할 수 있어도 추세반전을 기대하기는 어렵다는 판단이다.

반등 동력 2. 잭슨홀 미팅 예방주사 효과. 비둘기파적 해석에 민감해져

- 지난주 후반 금융시장 반전의 트리거는 라엘 브레이너드 연준 부의장의 연설이었다. 시장은 수많은 내용 중 “긴축 사이클의 어느 시점에서는 위험이 더 양면적이 될 것이다. 긴축 주기의 신속성과 그 세계적 성격은 물론 긴축 재정 조건의 영향이 총수요를 통해 작동하는 속도에 대한 불확실성으로 인해 과도한 긴축과 관련된 위험을 야기한다”는 문구에 주목하며 분위기가 급반전되었다.

*다음 페이지에서 계속됩니다

- 하지만, 전체적인 내용은 물가 안정되고 있지만, 향후 지켜봐야 하고, 물가 2% 복귀로 확산을 가질 때까지 긴축을 유지한다는 것이었다.
- 잭슨홀 미팅 이후 연준의 고강도 긴축에 대한 우려가 일정부분 선반영된 상황에서 시장 참여자들은 주된 매파적인 내용보다 작지만 비둘기파적인 내용에 민감한 반응을 보였다고 생각한다. 극도로 위축된 투자심리, 단기간에 레벨다운된 금융시장 상황에 변화를 일으킨 작은 긍정의 시그널로 볼 수 있다.

반등 동력 3. ECB의 75bp 금리인상, 유로 반등 = 달러 하락반전

- 9월 8일(현지시간) ECB 통화정책회의에서 만장일치로 사상 최대폭의 금리인상 (75bp) 단행, PEPP 등 매입자산 재투자 방침 유지, 정부예금 이자상한선 폐지, 초과기준 차등부리 중단 등을 결정했다. 6월에 비해 물가전망이 악화된 가운데 성장률 예상을 하향조정되었다. 경기하강 시나리오 상으로는 23년 역성장이 우려되었다.
- 금리인상 가속화, 예상보다 높은 기준금리 레벨에 대한 우려가 커지며 경기침체 위험 확대, 이탈리아 등의 금융시장 변동성 확대 가능성을 경계한다. 이로 인해 유로화 약세 압력이 지속되고, 더 심화될 수 있다고 본다. 다행히 아직은 큰 변화가 없는 상황이다.
- 다만, 단기적으로는 유로화 약세 완화 효과를 기대할 수 있다. 그동안 물가 폭등으로 인한 경기침체 우려 고조로 유로화 약세가 심화되었던 만큼 물가 통제 의지에 근거한 ECB의 자이언트 스텝은 다소 과격했던 외환시장의 되돌림을 야기할 것이다. 7월 ECB회의(50bp 금리인상) 이후와 유사하게 당분간 유로화 반등, 달러화 하향안정세가 이어질 전망이다.

미국 8월 CPI 결과에 따라 KOSPI 반등 지속성 결정될 것

- 추석 연휴 이후 반등세의 지속 여부는 13일 밤에 공개되는 미국 8월 CPI 결과에 달려있다. 현재 컨센서스는 CPI 8.0%(7월 8.5%), Core CPI 6.1%(7월 5.9%)로 형성되어 있다.
- 예상보다 낮은 물가를 확인할 가능성이 존재한다고 생각한다. 특히, CPI가 7%대를 기록하고, Core CPI가 추가 상승하지 않을 경우 시장에서는 단기적으로 통화정책 안도, 경기회복 기대가 유입될 수 있다. 이 경우 ECB 이후 유로 반등에서 시작된 달러 약세가 지속되고, 채권금리도 하락반전하며 낙폭과대주, 성장주 반등에 힘이 실릴 전망이다.
- 8월 가솔린 평균 가격이 전월대비 10.5% 하락하면서 7월 -6.0%보다 하락폭이 컸고, 전년 대비 변화율 또한 7월 48%에서 8월 32%로 레벨다운된 상황이다. 주택과 음식료품 물가 변화에 따라 예상보다 낮은 물가를 확인할 수 있다.

9월 반등, Bear Market Rally의 마지막일 가능성 높아. 단기 트레이딩 매매와 중장기 전략 구분

- 필자는 그동안 3분기 KOSPI의 기술적 반등을 언급해왔다. 국내외 금융시장을 압박해왔던 변수들이 다소 완화되고, 반작용 국면(선순환 고리 형성)에서 기술적 반등이 전개된다는 논리였다. 펀더멘털/매크로 환경의 변화보다는 극도로 위축되었던 투자심리 회복/개선이 반등/안도랠리 동력이라고 봤다.
- 투자심리와 가격변수(환율, 채권)에 의한 등락, 가격/밸류에이션 매력을 근거로 한 반등은 정점에 근접하고 있다고 본다. 8월 중순부터 9월초까지 약세를 보인데 따른 기술적 반등은 가능하고, 이를 노린 단기 트레이딩 전략은 유효하다고 본다. 다만, 중장기적으로는 9월 FOMC 전후 물가 - 통화정책 - 경기 간의 악순환의 고리 재개 가능성에 대비할 때이다.

*다음 페이지에서 계속됩니다

KOSPI 2,500선 회복시도는 가능하지만, 그 이상은 계륵(鷄肋)과 같은 장세

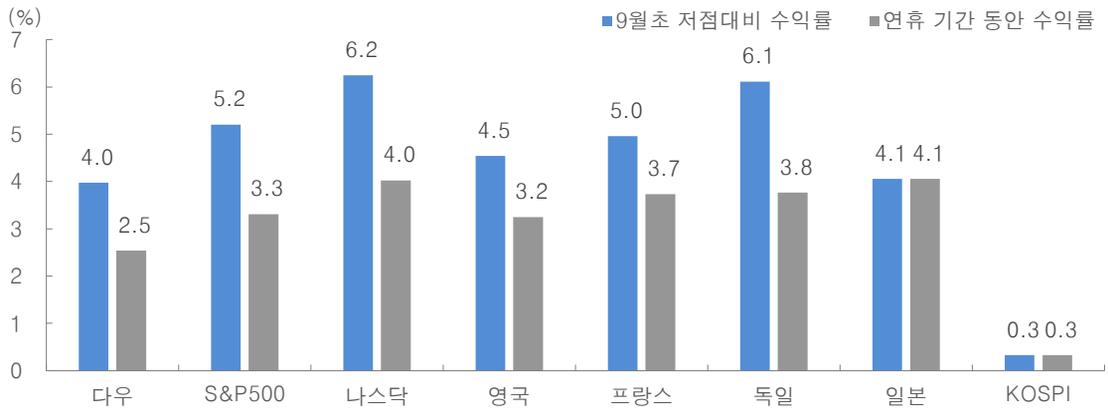
- 이익 전망 하향조정으로 기술적 반등 목표치는 2,550선으로 레벨다운되었다. 12개월 선행 EPS 현재 수준(255)에 KOSPI PER 10배를 반영한 것이다. PER 10배는 KOSPI 고점(21년 6월) 당시 밸류에이션 수준이자 3년 평균의 -1표준편차, 장기 평균 수준이다.
- 추석 연휴 직후 KOSPI가 2,300선대, 2,400선대 초반에 머물러 있다면 단기 트레이딩 전략은 가능할 것이다.
- 하지만, KOSPI 2,500선대부터는 리스크 관리에 대한 강도를 높여갈 것을 권고한다. KOSPI 2,550선을 상회하는 반등세는 단기 오버슈팅으로 볼 수 있다. 이번 기술적 반등은 적극적으로 대응하고 욕심내기보다는 주식 비중을 점진적으로 줄이고, 포트폴리오를 안정성을 높여가는 가운데 $+\alpha$ 수익률을 내는데 집중해야 할 것이다.

* 자세한 내용은 8월 30일자 "[9월 전망 및 투자전략] Bear Market Rally의 정점, 언제, 어떻게 통과할 것인가?" 참조

KOSPI 지수대별 투자전략. 단기 Trading은 가능. 2,500선대에서 리스크 관리 필요

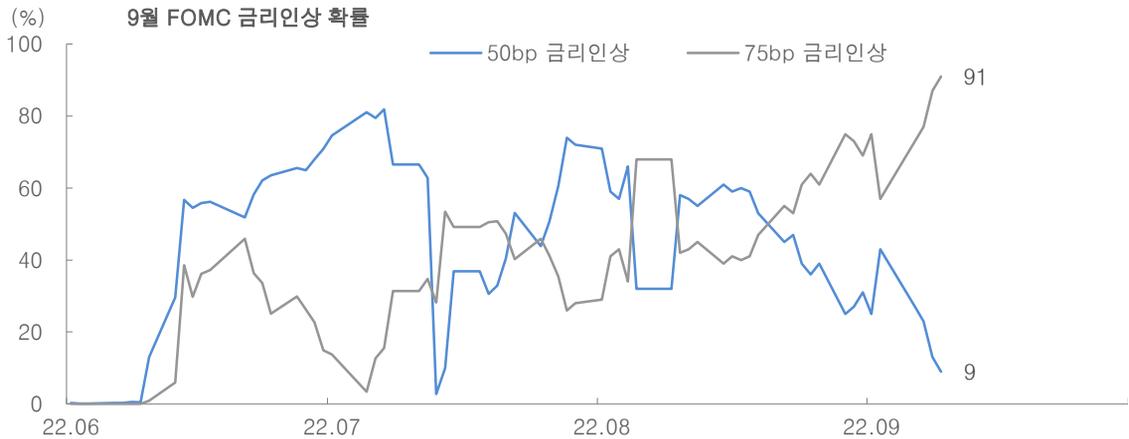
- **[KOSPI 2,400선대] 기술적 반등을 감안한 순환매 Trading 전략 유효**
2,500선대 회복시도를 기대하며 낙폭과대주 중심의 대응이 가능하다. 9월 반등은 기술적 반등, Bear Market Rally의 마지막 국면으로 상대적으로 부진했고, 소외되었던 업종들의 마지막 반등이 전개될 가능성 높다.
- 연초 이후, 7월 4일 저점 이후, 7월 16일 단기 고점 이후 KOSPI대비 저평가된 업종에는 반도체, 미디어/교육, 화장품/의류, 인터넷, 증권 등이 있다. 특히, 이들 업종은 2022년, 2023년 영업이익 전망대비로도 저평가된 업종으로 가격/밸류에이션 매력 존재한다.
- 8월 CPI가 예상보다 낮게 나온다면 달러 강세 진정, 채권금리 하락반전이 뚜렷해질 것이다. 이 경우 외국인 수급 개선과 성장주 상대적 매력 부각으로 반도체, 인터넷 업종이 KOSPI 반등을 이끌어갈 전망이다.
- **[KOSPI 2,500선대] 리스크 관리 강화 : 주식 비중 축소, 현금비중 확대. 배당주/방어주 주목**
KOSPI 2,550선은 12개월 선행 PER 10배(장기 평균)이자 경기선이라 불리는 120일 이동평균선이 위치한 지수대이다. 펀더멘털, 매크로 환경의 변화 없이는 회복/안착하기는 어렵다는 판단이다. 8월 CPI와 9월 FOMC 결과에 따른 오버슈팅 가능성은 존재한다.
- KOSPI 2,500선 이상에서는 주식 비중 축소, 현금 비중 확대를 제안한다. 9월 FOMC 전후 채권 변동성이 확대될 경우 채권 비중을 늘리는 것도 매력적인 투자대안이 될 수 있다고 본다.
- 포트폴리오 전략과 업종대응에 있어서는 배당주(통신, 손보 등)와 통신, 음식료 등 방어주가 상대적으로 유리할 전망이다. KOSPI 저점통과(당사 예상 Rock Bottom 2,050p)를 확인하기 전까지 중장기적인 대응전략으로 판단한다.

그림 1. 연휴 기간 동안 미국, 유럽, 일본 등 글로벌 증시 반등세 뚜렷



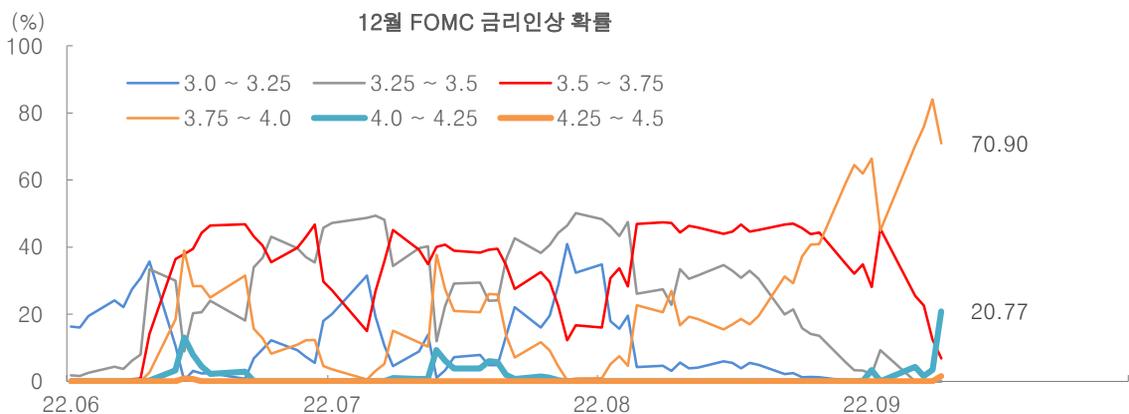
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. 9월 FOMC, 75bp 금리인상 확률 90%대로 레벨업



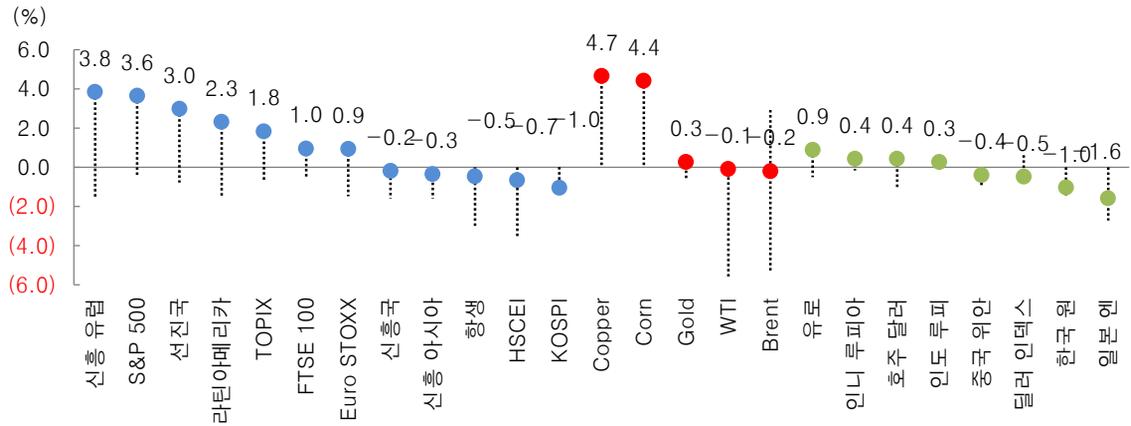
자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

그림 3. 연준 22년 12월 기준금리 3.75 ~ 4%에 이어 4 ~ 4.25% 금리인상 확률 레벨업



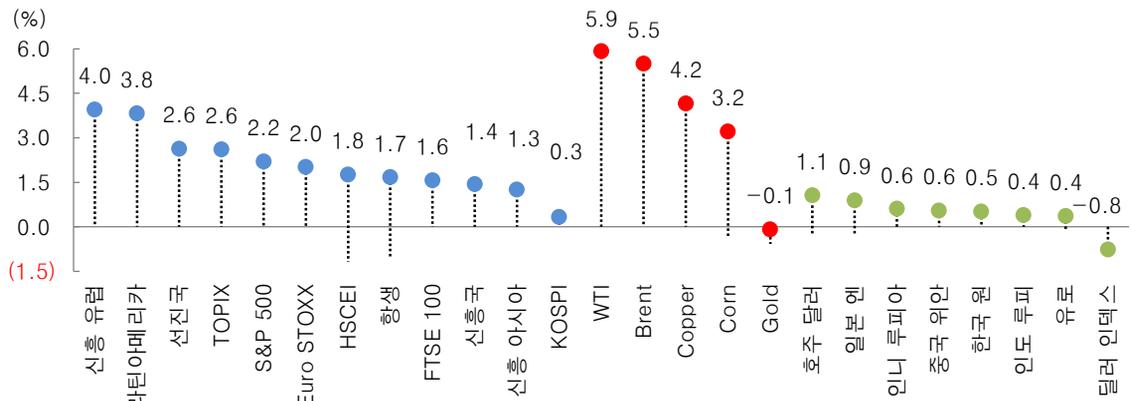
자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

그림 4. 9월 3일 ~ 10일까지 글로벌 금융시장 변화율 : 위험자산 / Non-US 통화 반등



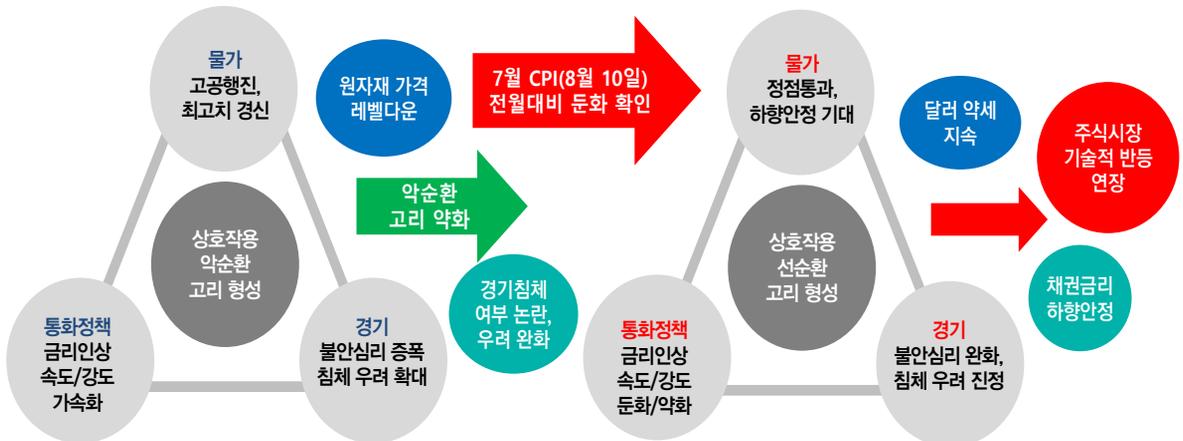
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 5. 9월 7일 ~ 10일까지 글로벌 금융시장 변화율 : 달러 하락세 지속의 나비효과?



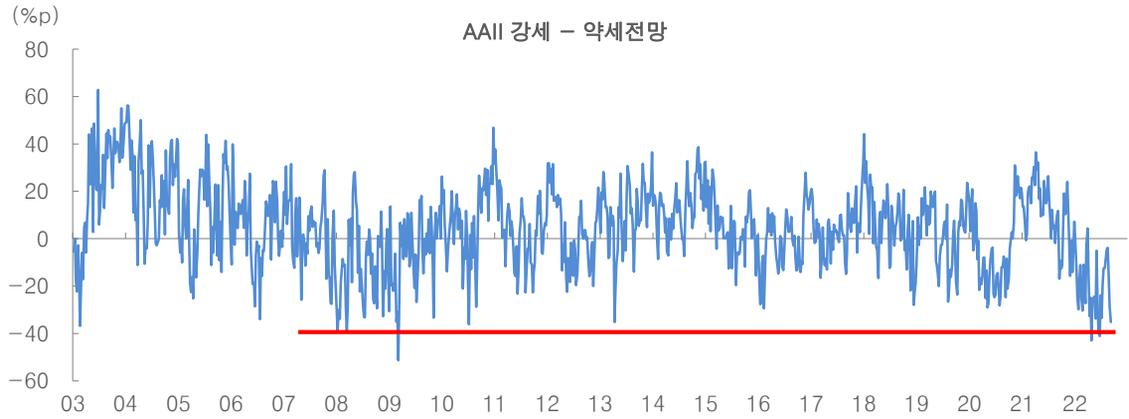
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 6. 선순환 기대가 약해지기는 했지만, 악순환의 고리로 전환되기까지 시간적 여유는 존재



자료: 대신증권 Research Center

그림 7. 다시 저점권에 근접한 AAI 강세 - 약세전망 Spread. 투자심리의 저점권 진입



자료: AAI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 8. 리스크 인덱스는 단기 급반등 이후 쉬어가는 국면 진입



자료: CTI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 9. 변동성 지표 20% 이하에서 반전. 단기 저점테스트(증시 반등) 가능성

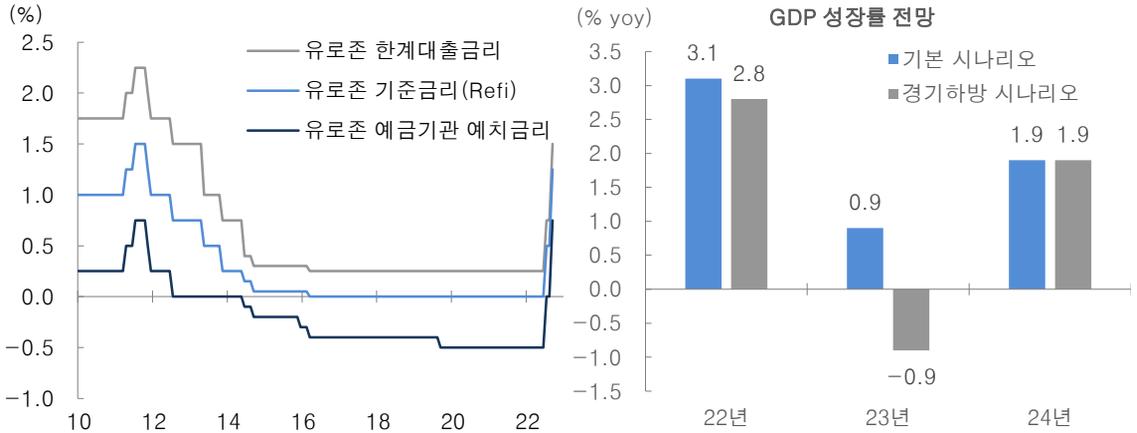


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 10. 긴축 공포심리 완화의 트리거는 브레이너드 연준 부의장의 발언
다양한 해석이 가능하지만, 시장은 “과도한 긴축과 관련된 위험” 발언에 초점

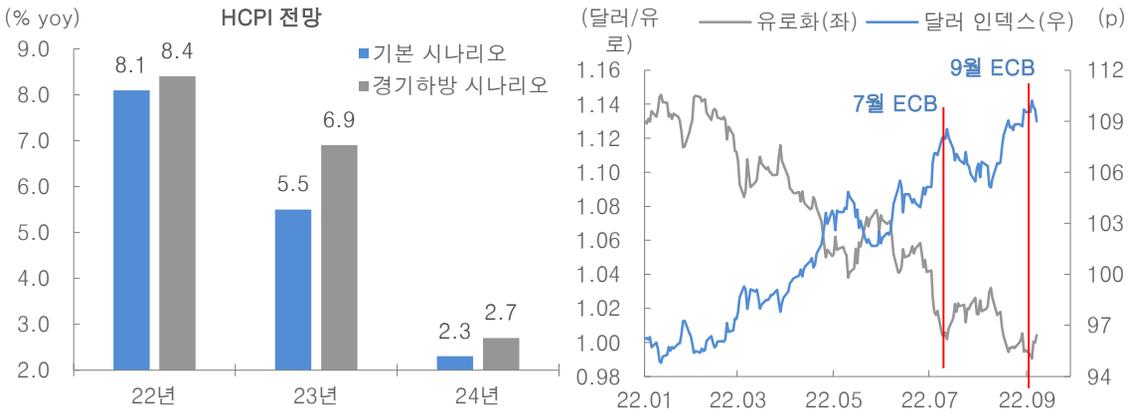
- 1) 지난 1년간 미국, 전세계 인플레이션은 러-우 전쟁과 팬데믹을 겪고 극복하는 과정에서 수요/공급 측면의 다중적, 복합적인 요인으로 심화. 22년 들어 미국의 경제성장 둔화, 인플레이션 가속, 재정 및 통화긴축 정책 영향으로 소비자지출 억제. 특히 소득의 3/4 가량을 음식, 연료, 주거 등 필수소비에 사용하는 저소득층 타격 심화
- 2) 6월 이후 미국의 인플레이션 다소 변동. 연료 등 에너지 가격 하향. 그러나 식량 가격의 상승압력은 전세계적으로 지속. 연료, 식품을 제외한 핵심소비 물가상승률 완화. 근원 인플레 압력 완화는 환영할 만한 일. 하지만, 인플레이션이 2% 이내로 내려가는 확신을 갖기 위해서는 향후 몇 달간 물가상승률을 볼 필요 있어
- 3) 인플레이션을 2%로 되돌리는 데 걸리는 시간은, 고정된 경제에 대한 기대치를 바탕으로 공급제약의 지속적 완화, 수요증가의 둔화, 기업 가격정책의 마크업 하락의 조합에 달려 있음. 자동차 및 소매업의 마진이 확대된 것으로 추정. 향후 수요가 약화되는 과정에서 제품가격의 인하 압력이 존재할 것. 금리에 민감한 내구재 수요를 떨어뜨려 인플레이션 압력을 낮추는 과정 필요
- 4) 노동시장은 양호. 특히 구직자 대비 높은 구직 수요는 역사적으로 가장 큰 수준에 근접. 팬데믹 기간 인력을 복원하고 충원하는 데 어려움을 겪은 기업들이 직원 유지에 더 큰 노력을 기울이는 경향. 그러나 향후에도 이러한 경향이 지속될 지는 알 수 없음. 다양한 노동시장 지표를 면밀히 관찰할 것
- 5) 인플레이션 환경의 추가적인 안정과 2% 복귀로의 확신을 갖기 위해서는 정책금리 인상과 대차대조표 축소 등 통화 및 금융긴축 정책 당분간 유지. 정책금리는 향후 12개월 간 1%pt 가량 인상(2.5→3.5%)에 대한 실물경제 및 금융시장 설문 결과 타당. 그러나 경제환경은 매우 불확실하고, 정책 경로는 데이터에 의존, 정확한 행동 방침은 전망의 진화에 따라 달라질 것. 2% 인플레 복귀 확신

그림 11. ECB 75bp 금리인상, 자이언트 스텝으로 예상보다 강한 물가 통제 의지 피력



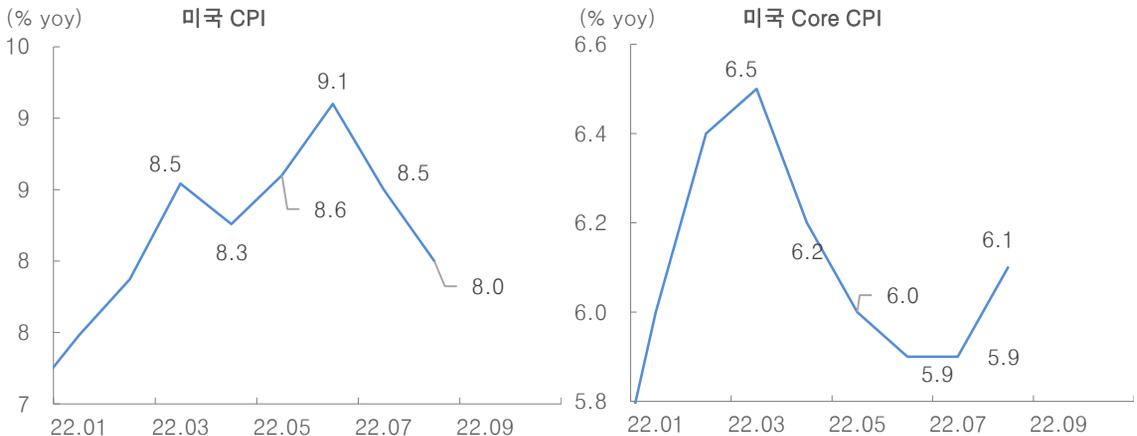
자료: ECB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 12. 경기불안은 크지만, 단기 반응은 고강도 긴축에 따른 유로 반등, 달러 약세 반전



자료: ECB, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 13. 8월 CPI / core CPI 컨센서스 8.0%, 6.1%. 예상보다 낮게 나온다면?



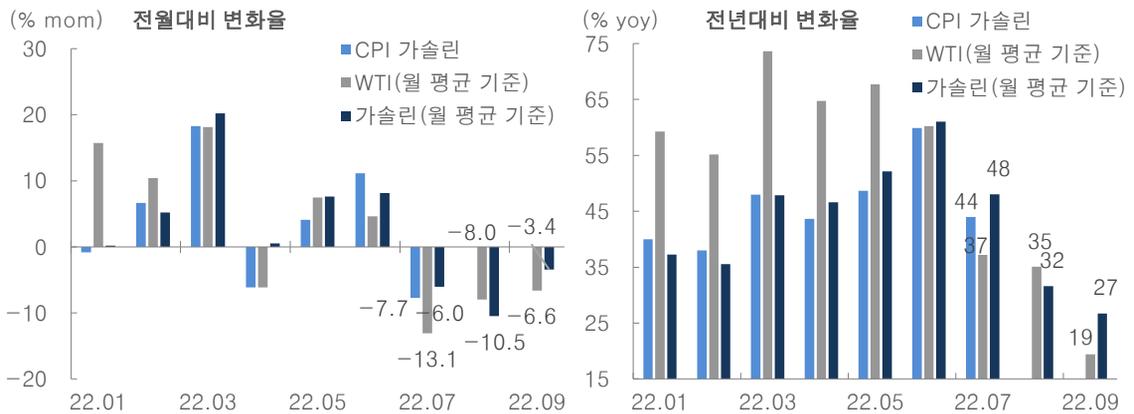
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 14. 달러 안정에 이어 채권금리 하락반전 가능성



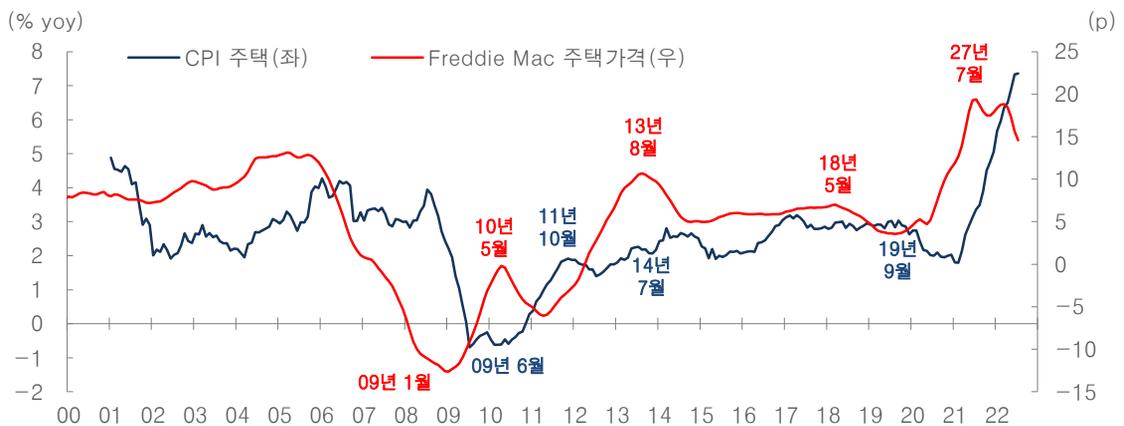
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 15. 유가, 가솔린 가격 2개월 연속 전월대비 하락 & 전년대비 상승률 둔화



자료: 미국 노동부, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 16. 관건은 주택 CPI 상승폭, Core CPI 등락을 결정지을 것. 실제 주택가격 상승률 둔화세 뚜렷



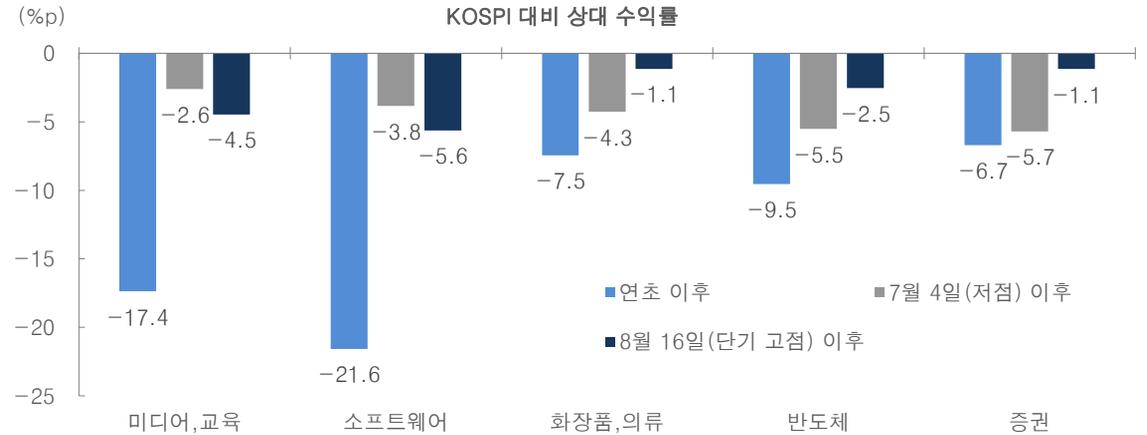
자료: 미국 노동부, 프레디 맥, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 17. KOSPI 2,500 선 회복시도 가능. 단기 트레이딩은 가능하지만, KOSPI 2,500 선부터 리스크 관리 필요



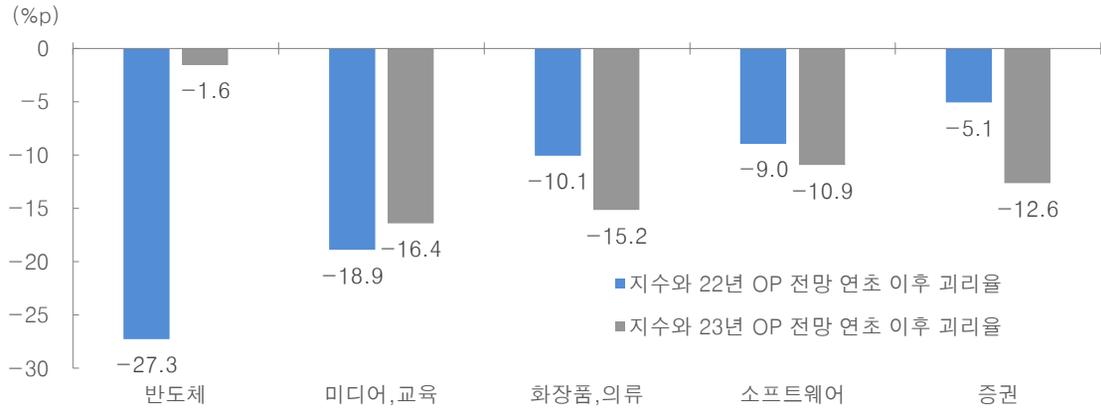
자료: 대신증권 Research Center

그림 18. 연초 이후, 반등, 조정 국면에서 소외되었던 업종군



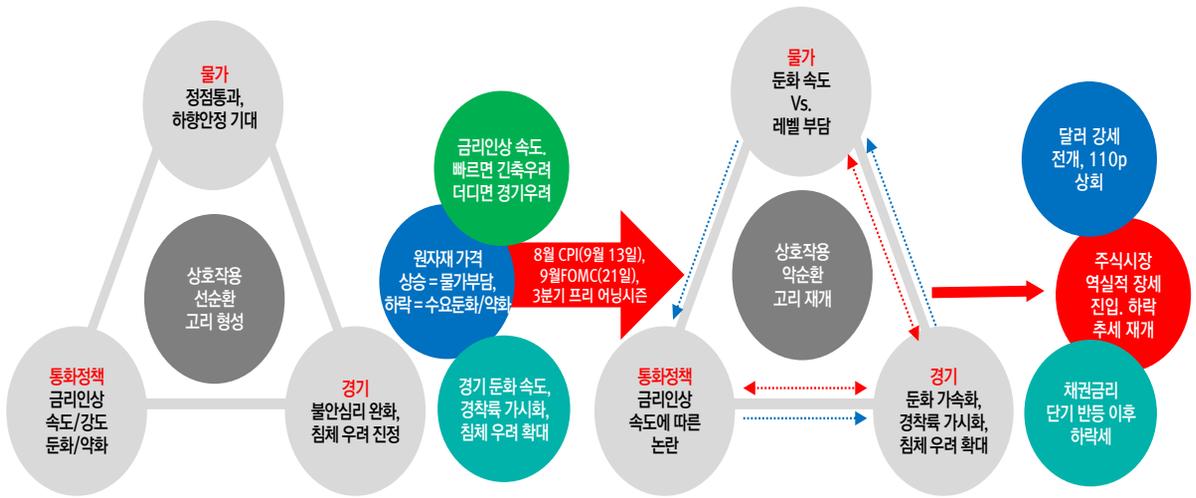
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 19. 반도체, 미디어/교육, 화장품/의류, 소프트웨어, 증권 업종은 이익전망대비 저평가 업종이기도 해



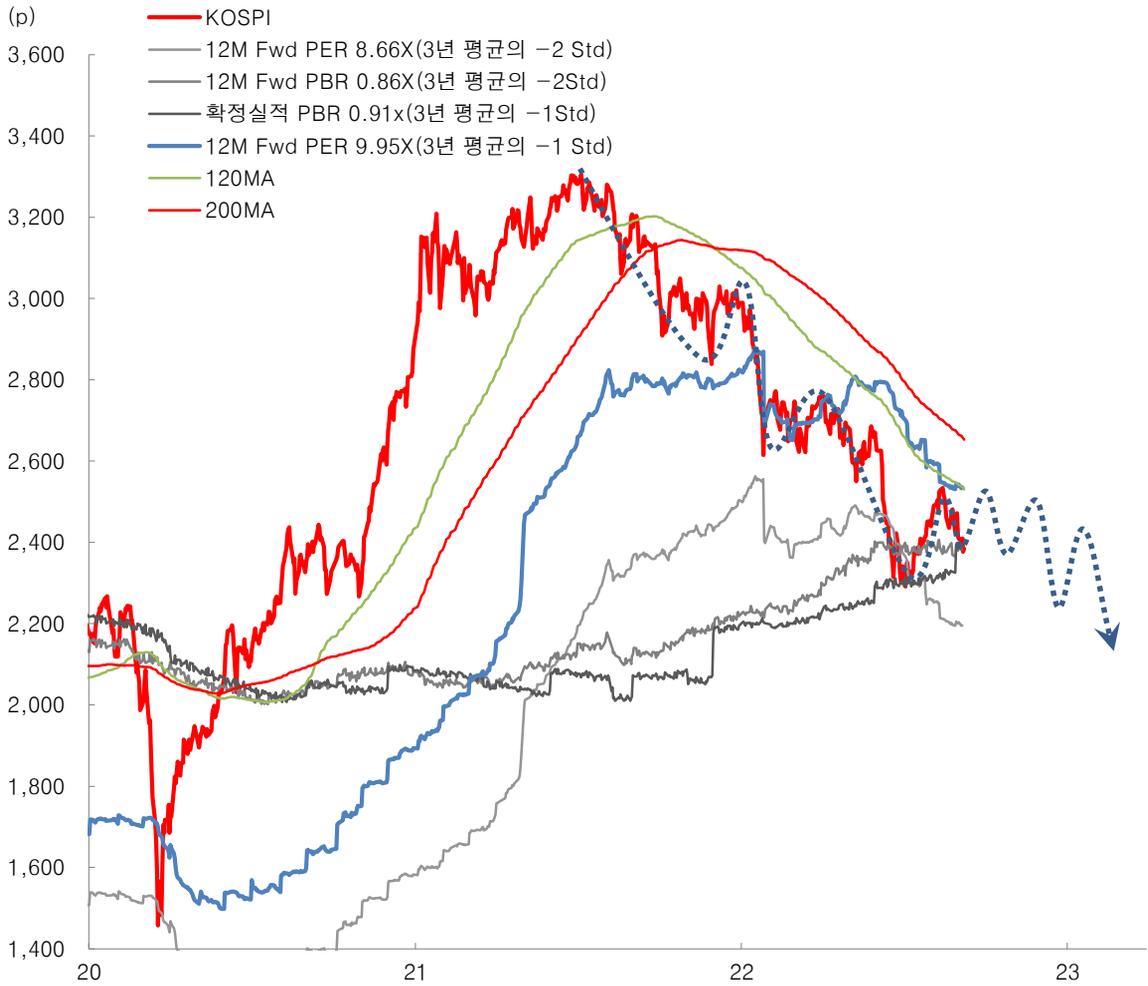
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 20. 물가 - 통화정책 - 경기 간의 악순환의 고리 재개와 함께 경기 불확실성 부상으로 인한 물가 - 경기, 통화정책 - 경기 간 상호작용도 감안할 시점. 전형적인 위험자산 약세, 안전자산 강세 국면 진입 가능성



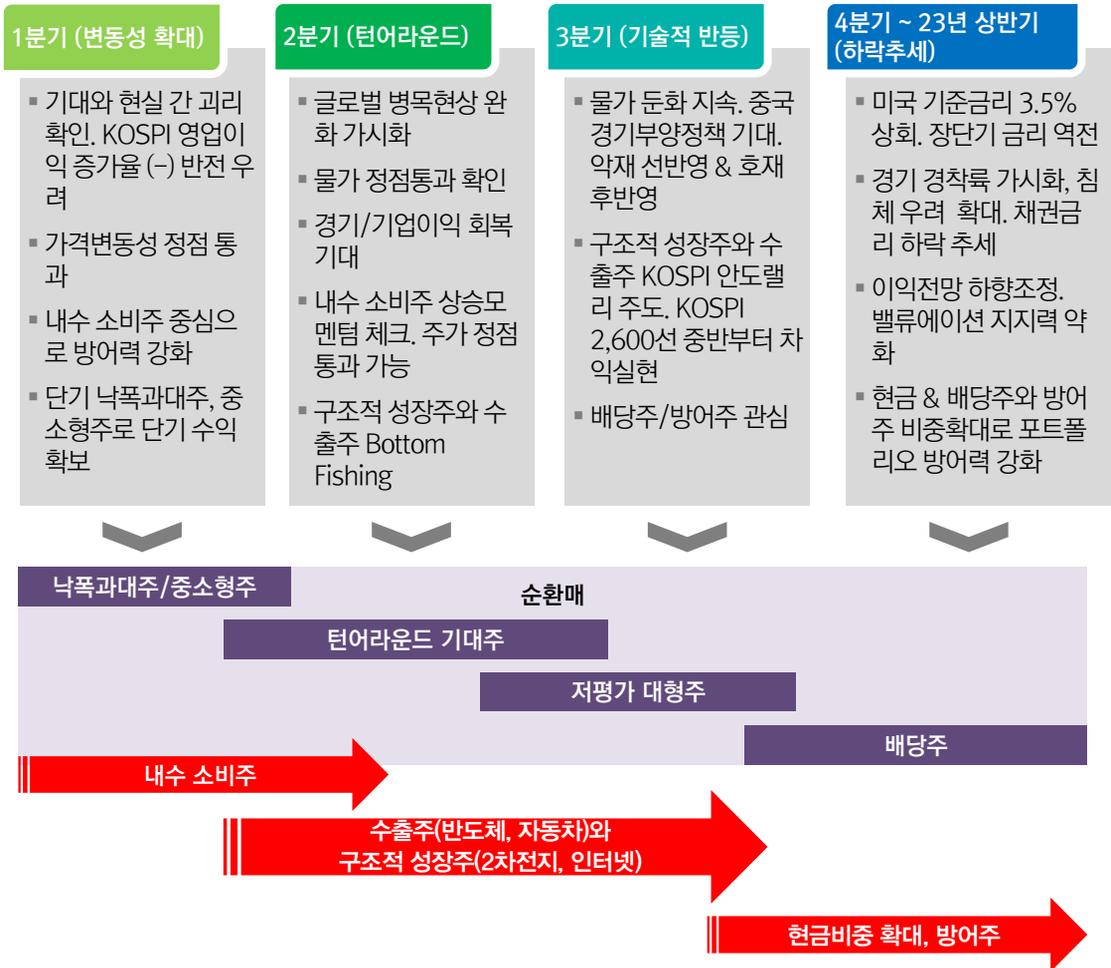
자료: 대신증권 Research Center

그림 21. 9월 중 가격/밸류에이션 정상화, 기술적 반등 국면이 좀 더 이어질 수 있지만...
8월 CPI, 9월 FOMC와 3분기 프리어닝 시즌을 계기로 역실적장세로 진입 예상



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 22. 2022년 분기별 투자전략. 기술적 국면에서 구조적 성장주, 수출주 중심의 Trading.
3분기 후반부터 주식비중 축소, 현금비중 확대 & 배당/방어주 비중확대



자료: 대신증권 Research Center

Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 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: 이경민)

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.
