

12월 증시 및 투자전략 | 2023. 12

기대와 현실 간의 괴리. 쉬어야 더 갈 수 있다

Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)



12월 KOSPI. 이보전진을 위한 일보후퇴

Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

[KOSPI 전망] 일보후퇴 이후 이보전진. 2,450선 지지력 테스트 뒤에는 강한 반등으로 2,600선 돌파시도

KOSPI 2,500선 안착 어려워. 2,450선 전후에서 지지력 테스트 이후 다시 2,600선 향한 반등국면 전개 예상. 추격매수는 자제. KOSPI 2,400선 중후반부터 비중확대

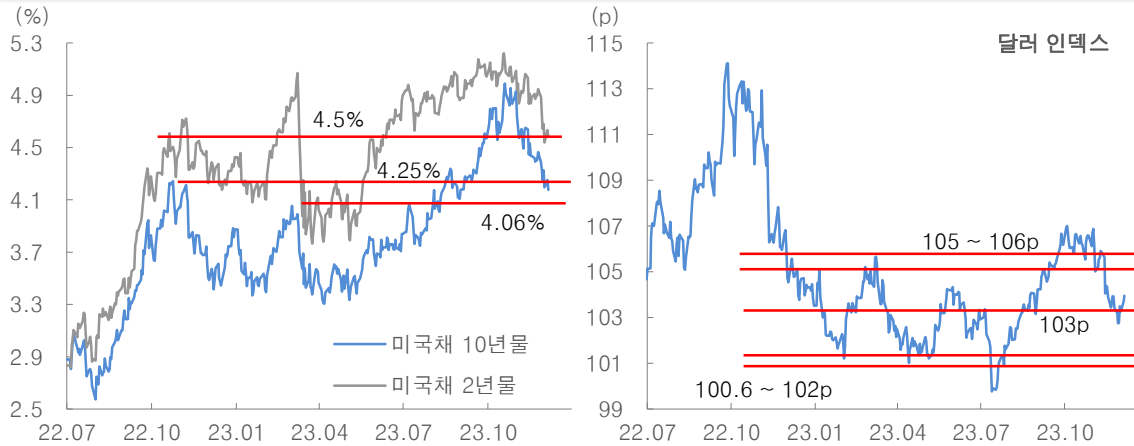


자료: 대신증권 Research Center

- KOSPI 2,300선 하향이탈(단기 언더슈팅, Deep Value 구간)을 빠르게 벗어나 2,500선 회복
- 채권금리, 달러화 하락, 미국 금리인하 기대 등에 한국 수출 모멘텀 강화가 맞물리면서 강한 반등국면 전개
- 다만, 2,500선에서 KOSPI 반등탄력 주춤. 5주 연속 반등한데 따른 과열/피로도 누적. 미국 금리인하 기대가 과하다는 인식에 민감도 약화
- 12월 초 미국 고용지표, 소비심리 반등에 과도했던 금리인하 기대 정상화 예상. 이 과정에서 채권금리, 달러화 반등 불가피
- KOSPI를 비롯한 글로벌 증시는 단기 조정국면 전개 예상
- PBR 측면에서 23년 평균의 -1표준편차 수준이자 11월 반등의 50% 되돌림 수준인 2,450선 지지력 테스트 예상
- 이후에는 다시 2,600선을 향하는 강한 반등시도 가능. 여기서 관건은 금리인하 기대의 후퇴 정도, 12월 FOMC에서 연준의 스탠스 변화 여부

[글로벌 금융시장] 미국 10년물 채권금리, 달러 인덱스, 글로벌 증시 중요 분기점에 도달

10년물 채권금리 4.2%마저 위협. 달러 인덱스는 103p 일시적 이탈 이후 반등



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

글로벌 증시, 쉬지않고 전 고점인 700선까지 올라와

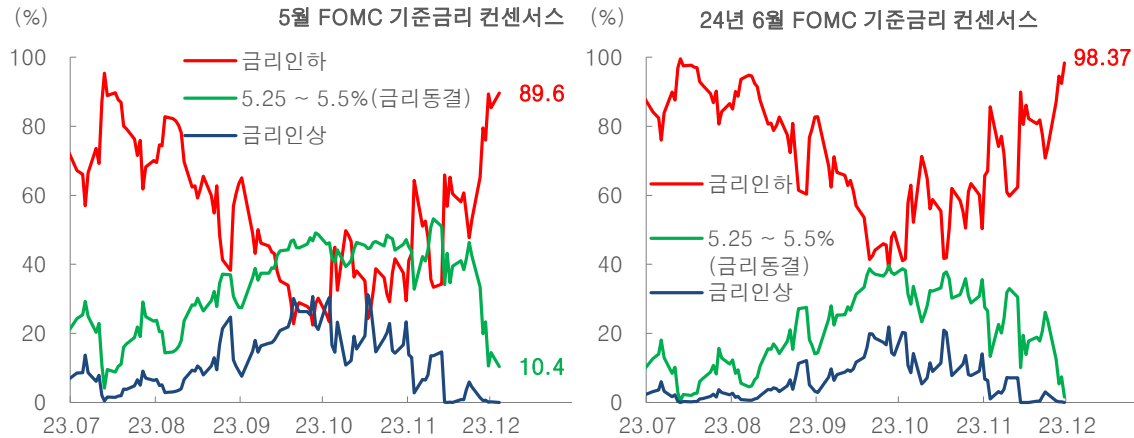


자료: MSCI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 10월까지 3개월 간 공포스러웠던 글로벌 증시, KOSPI의 급락세가 채권금리 하락반전과 함께 반등세로 전환
- 미국발 Bad is Good 국면이 전개된 것을 넘어 24년 금리인하 기대가 강하게 유입되면서 미국채 10년물은 4.2% 마저 위협받고 있고, 달러 인덱스는 103p 이탈
- 이에 힘입어 글로벌 증시는 단숨에 700p로 레벨업되었고, 미국 증시는 전고점 수준까지 단숨에 도달
- 중요 분기점에서 추가적인 채권금리, 달러 인덱스 레벨다운, 증시 레벨업을 위해서는 강한 동력이 필요
- 그러나 반대로 과도한 금리인하 기대, 강세 심리 정점, 약세 심리 저점, Risk On 시그널 정점, VIX 저점권 도달 등 작은 불확실성 변수에 흔들릴 가능성 높다고 판단
- 중장기 관점에서 채권금리, 달러 인덱스 하향안정, 증시 반등세 지속을 예상하고 있지만, 단기 변동성 확대는 경계해야 할 시점으로 판단

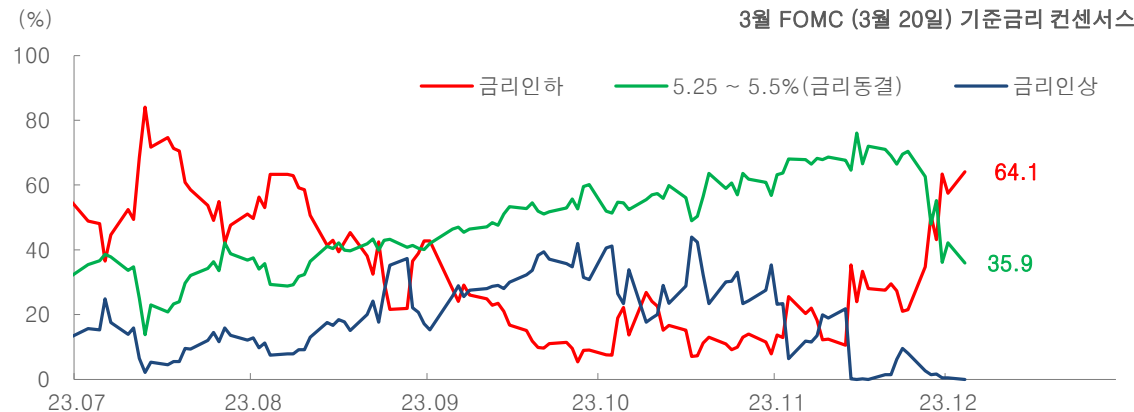
[통화정책 컨센서스] 금리인하 기대를 되살렸지만... 과도한건 아닐까?

24년 5월, 6월 FOMC에서 금리인하 확률 89%, 98%대로 레벨업



자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

연준 위원의 금리 인하 가능성 시사 발언으로 3월 FOMC에서 금리인하 확률 급등



자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

- 11월 FOMC를 기점으로 시장 분위기가 빠르게 돌아선 데에는 연내 금리동결 기대를 넘어 24년 상반기 중 금리인하 기대가 유입되었기 때문
- 24년 5월, 6월 금리인하 컨센서스 급등. 11월 FOMC 이후 경제지표, 고용지표 부진, 10월 CPI 서프라이즈가 가세한 결과
- 24년 5월, 6월 금리인하 확률은 각각 89%, 98% 상회. 금리인하를 기정사실화하는 상황
- 11월말 연준 위원들의 금리인하 가능성을 시사하는 발언에 3월 금리인하 확률도 63%대로 레벨업
- 미국의 Bad Is Good 국면이 전개되는 과정에서 시장의 금리인하 기대가 앞서가고 있다는 점은 경계
- 연준은 물가 안정을 확인하기 전까지 금리인하 기대를 제어하고 있지만, 시장은 이미 3월 금리인하를 시작으로 24년 125bp 금리인하를 강하게 기대하며 증시에 반영
- 추가적인 금리인하 기대가 더 강해지기 어려운 상황으로 판단. 반대로 경제지표가 잘 나오거나 물가가 예상보다 더디게 하락할 경우 금리인하 컨센서스가 흔들리며 증시 단기 변동성을 자극할 수 있을 것

[투자심리] 과열 양상 뚜렷

AAII 강세-약세전망 30%p에 근접



- AII 강세-약세전망 Spread는 글로벌, 미국 증시가 강한 반등세를 보이며 +30%p 대 진입. 투자심리 과열양상. 강세/약세 심리 모두 역사적 저점/고점권 도달
- CNN Money에서 제공하는 Fear & Greed Index는 Extreme Fear 영역을 통과, 빠르게 탐욕수준으로 전환
- 미국 증시는 강한 반등으로 자율반등, 안도랠리는 상당부준 진행되었다고 판단. 추후 반등 동력이 유입되는지 여부가 관건

자료: AII, Bloomberg, 대신증권 Research Center

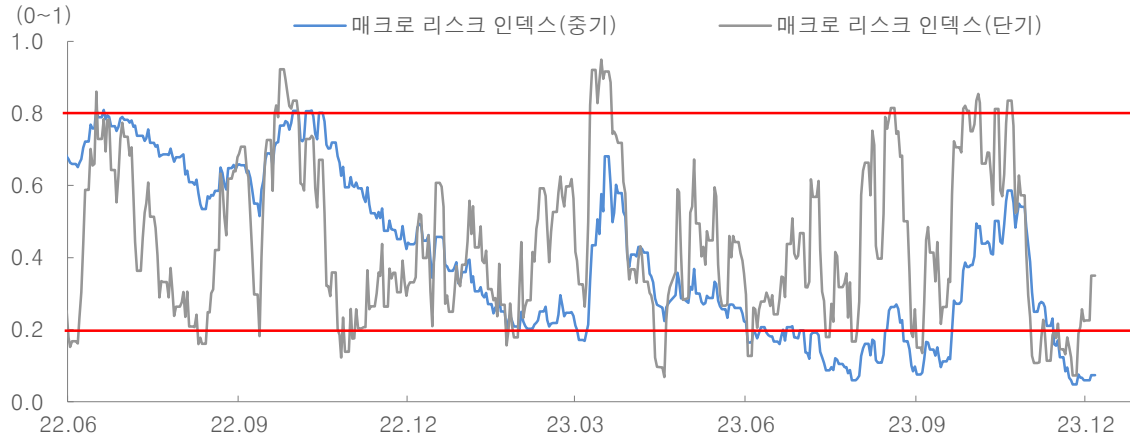
Fear & Greed Index는 Extreme Fear 영역에서 Greed 영역으로 전환. 1차 안도랠리 종료, 2차 랠리 전까지 등락 예상



자료: CNN Money, 대신증권 Research Center

[리스크 & 변동성 지표] 중단기 리스크 지표는 저점. VIX는 13% 하회

중단기 매크로 리스크 인덱스 모두 0.2 수준 도달. 23년 6월 ~ 7월 장세 예상



자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

VIX는 13% 하회. 단기 변동성 확대 가능성 경계



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- CITI Macro Risk Index도 중단기 모두 0.2p를 하회
- Risk On 시그널이 정점권에 도달했음을 의미
- 중기 Macro Risk Index가 하락세를 이어가면서 단기 Macro Risk Index가 반등하며 단기 Risk Off 시그널 발생 가능성이 높음
- 23년 6월 ~ 7월 흐름과 유사한 패턴이 전개될 것으로 예상
- VIX도 13% 이하에서 등락 중. 2020년 이후 최저치. 동 구간에서 추가적인 VIX 하락 가능성보다 반등 가능성 높음
- 단기 변동성 확대 가능성 경계

분기점은 12월 FOMC. 이보전진이 시작될까?

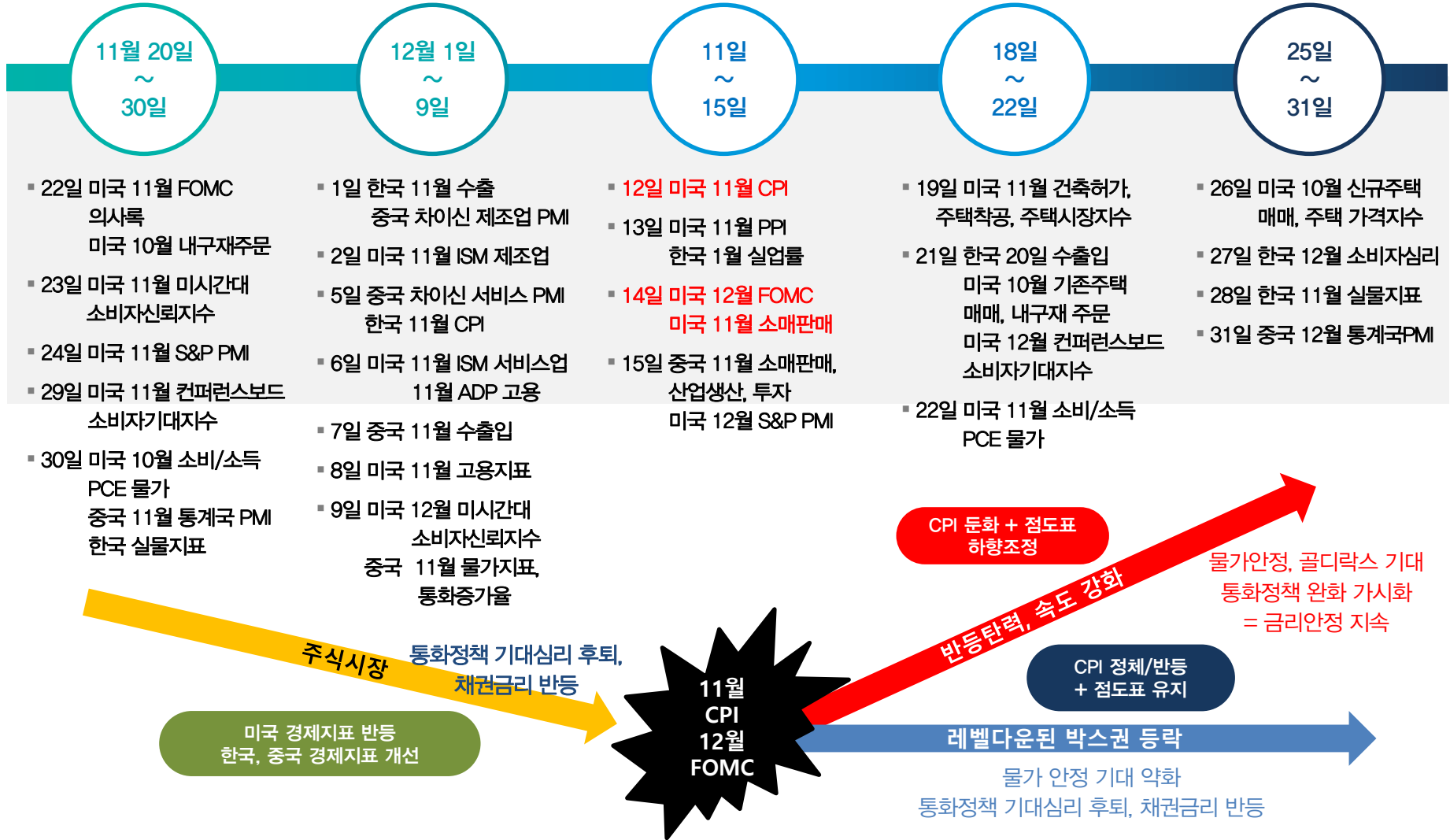
Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

[Turning Point] 12월초 경제지표 미국 반등. 변곡점은 11월 CPI와 12월 FOMC

12월 12일 11월 CPI와 14일 12월 FOMC 결과에 따라 KOSPI를 비롯한 글로벌 증시 반등 탄력, 상승 속도 결정될 것
CPI 둔화 지속 + 점도표 변화 여부에 따라 박스권 등락 또는 2차 반등국면 전개 예상



[소비심리 & 고용지표] 금리인하 기대 후퇴 가능성. FOMC 이후에는 중국 경기 회복 기대 유입 가능

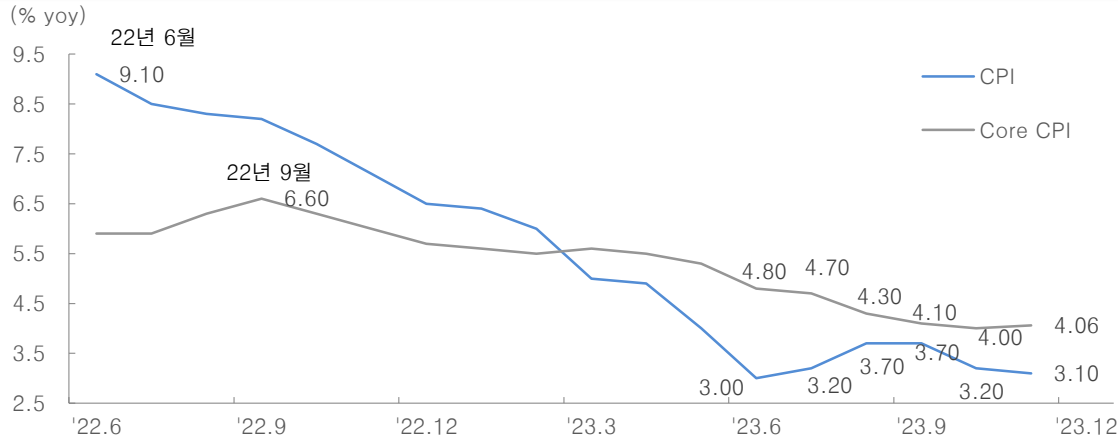
미국 고용지표 개선, 소비심리 반등. 그러면 금리인하 기대는?

일자, 시간	국가	이벤트	기간	이전치	서베이 (중간)	실제치	전월대비	서베이
12/05/2023 10:45	CH	차이신 중국 PMI 서비스업	Nov	50.4	50.7	51.5		예상 상회
12/06/2023 00:00	US	ISM 서비스 지수	Nov	51.8	52.3	52.7		반등
12/06/2023 22:15	US	ADP취업자 변동	Nov	106,000	130,000	103,000		예상외 감소
12/07/2023	CH	수출 YoY	Nov	-6.40%	0.00%			마이너스 축소
12/07/2023	CH	수입 YoY	Nov	3.00%	3.90%			플러스 확대
12/08/2023 22:30	US	비농업부분고용자수 변동	Nov	150,000	187,000			증가
12/08/2023 22:30	US	민간부분 고용자수 변동	Nov	99,000	160,000			증가
12/08/2023 22:30	US	실업률	Nov	3.90%	3.90%			정체
12/08/2023 22:30	US	시간당 평균 임금(전월대비)	Nov	0.20%	0.30%			반등
12/08/2023 22:30	US	시간당 평균 임금(전년대비)	Nov	4.10%	4.00%			둔화
12/09/2023 00:00	US	미시간대학교 소비자신뢰	Dec P	61.3	62			반등
12/09/2023 10:30	CH	CPI (전년대비)	Nov	-0.20%	-0.20%			정체
12/09/2023 10:30	CH	PPI 전년비	Nov	-2.60%	-2.80%			마이너스 확대
12/09/2023 12/15	CH	통화공급 M2 전년비	Nov	10.30%	10.00%			둔화
12/09/2023 12/15	CH	통화공급 M1 YoY	Nov	1.90%	2.10%			회복
12/12/2023 22:30	US	CPI (전월대비)	Nov	0.00%	0.10%			반등
12/12/2023 22:30	US	CPI 식품에너지제외 전월비	Nov	0.20%	0.30%			반등
12/12/2023 22:30	US	CPI (전년대비)	Nov	3.20%	3.10%			둔화
12/12/2023 22:30	US	CPI 식품에너지제외 전년비	Nov	4.00%	4.00%			정체
12/13/2023 22:30	US	PPI 최종수요 MoM	Nov	-0.50%	0.10%			플러스 반전
12/13/2023 22:30	US	PPI (식품 및 에너지 제외) 전월비	Nov	0.00%	0.20%			반등
12/14/2023 04:00	US	FOMC 금리 결정 (상한)	Dec	5.50%	5.50%			금리동결
12/14/2023 04:00	US	FOMC 금리 결정 (하한)	Dec	5.25%	5.25%			금리동결
12/15/2023 11:00	CH	광공업생산 YoY	Nov	4.60%	5.80%			플러스 확대
12/15/2023 11:00	CH	소매판매 YoY	Nov	7.60%	12.70%			플러스 확대
12/15/2023 11:00	CH	고정자산(농촌제외) YTD YoY	Nov	2.90%	3.00%			플러스 확대
12/15/2023 11:00	CH	부동산 투자 YTD YoY	Nov	-9.30%	-9.40%			마이너스 확대

- 이번주 주요 고용지표 발표 다수 예정
- 6일 발표된 11월 ADP 취업자 변동은 13만명 증가를 예상했지만, 10.3만명으로 쇼크 기록. 10월 수치도 11.3만명에서 10.6만명으로 하향조정
- 9일 고용지표는 비농가취업자수가 18.7만명 증가하면서 10월 15만명보다 개선될 전망. 실업률은 3.9%로 정체 예상
- 시간당 평균임금은 전월대비 0.3% 증가, 10월 0.2%대비 높아질 전망
- 9일 발표되는 12월 미시간대 소비자신뢰지수 또한 62으로 11월 61.3대비 반등 예상
- 12일 발표되는 CPI는 전월대비 변화율은 반등하고, 전년대비 변화율은 소폭 하락하거나 정체 예상
- 13일 PPI는 전월대비 플러스 반전
- 고용지표 둔화세가 멈추고, 소비심리가 반등할 경우 금리인하 기대가 후퇴할 수 있음
- 12월 FOMC 이후에는 중국 경기모멘텀 회복 기대가 유입될 가능성 높음

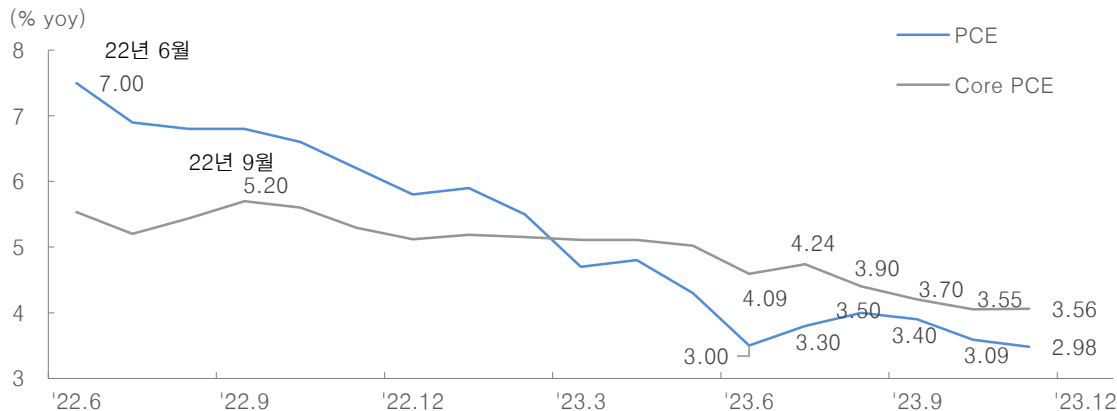
[11월 CPI] CPI & Core CPI(12월 12일 발표) 둔화 지속 여부가 관건

10월에 이어 11월에도 CPI, Core CPI 둔화 지속될까?



자료: 미국 노동부, CEIC, Bloomberg, 클리블랜드 연은, 대신증권 Research Center, 주: 11월은 Inflation Now 기준

10월 Core PCE 둔화 예상. 11월 PCE는 2%대 진입 기대

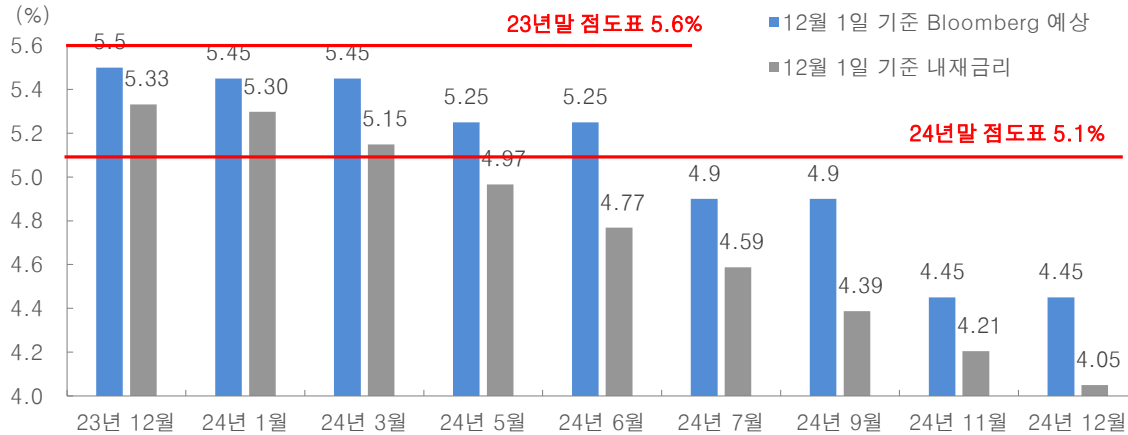


자료: 미국 노동부, CEIC, Bloomberg, 클리블랜드 연은, 대신증권 Research Center, 주: 10월, 11월은 Inflation Now 기준

- 연말까지 증시 향배를 결정짓는데 있어 1차 관건은 CPI. 12월 12일에 공개되는 11월 물가지표가 중요
- Core 물가 기저효과가 소멸되는 시점임에도 불구하고 10월 Core CPI는 7개월 연속 둔화를 이어감
- 기저효과 소멸에도 불구하고 Core CPI 둔화가 지속된다면 물가 안정에 대한 신뢰가 높아지면서 연내 금리동결은 물론, 금리인하에 대한 기대가 커질 수 있음
- 단기적으로 골디락스 기대가 유입될 가능성이 존재한다는 의미
- 이 경우 12월 FOMC에서 24년 점도표 하향 조정 기대가 유입되며 상승추세 재개 시점이 앞당겨질 수 있을 것
- 반면, 기저효과 소멸로 11월 Core 물가 반등 시 금리인하 기대가 후퇴하며 연말까지 박스권 등락 불가피할 가능성 높음

[통화정책 컨센서스] 현재 3월 금리인하 기대가 얼마나 후퇴하는지가 1차 관건

이코노미스트들도 2분기 금리인하 전망. 시장은 3월 금리인하 시작을 기대



자료: Bloomberg Wip, 대신증권 Research Center

시장은 3월 금리인하를 시작으로 24년 중 125bp 금리인하를 기대하는 상황

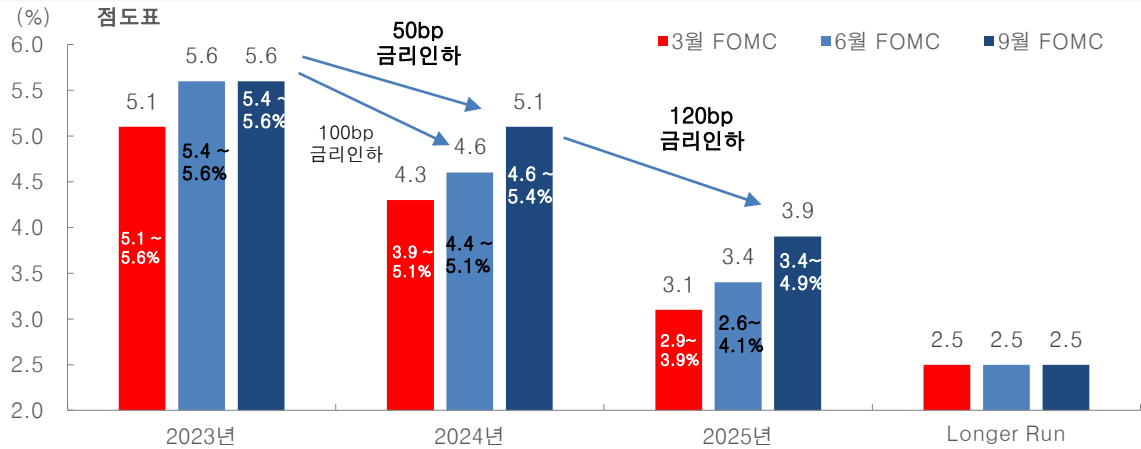
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023-12-13				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	99.9%
2024-01-31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.5%	85.5%
2024-03-20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.4%	55.7%	35.9%
2024-05-01	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.9%	41.5%	41.8%	10.8%
2024-06-12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	34.6%	41.8%	16.8%	2.1%
2024-07-31	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	27.3%	40.0%	22.9%	5.7%	0.5%
2024-09-18	0.0%	0.0%	2.9%	22.5%	37.5%	26.3%	9.2%	1.6%	0.1%
2024-11-07	0.0%	1.9%	15.7%	32.3%	30.2%	15.1%	4.2%	0.6%	0.0%
2024-12-18	1.4%	12.2%	28.1%	30.7%	18.9%	7.0%	1.5%	0.2%	0.0%

자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

- 12월초 미국 경제지표(고용, 소비심리, 물가 등)를 확인하는 과정에서 현재 과도한 금리인하 기대가 어느정도 수준까지 후퇴하는지 여부가 12월 FOMC 이후 증시 반응을 가늠할 수 있는 선결 조건
- 금리인하 기대가 충분히 정상화될 경우 12월 FOMC에서 점도표 하향조정시 증시가 강하게 반등, 2차 반등국면을 시작하는 원동력이 될 수 있음
- 반면, 금리인하 기대가 일부 후퇴에 그칠 경우 연준의 점도표 하향조정에도 불구하고 시장 기대에 못미쳤다는 이유로 실망감이 유입될 수 있을 것

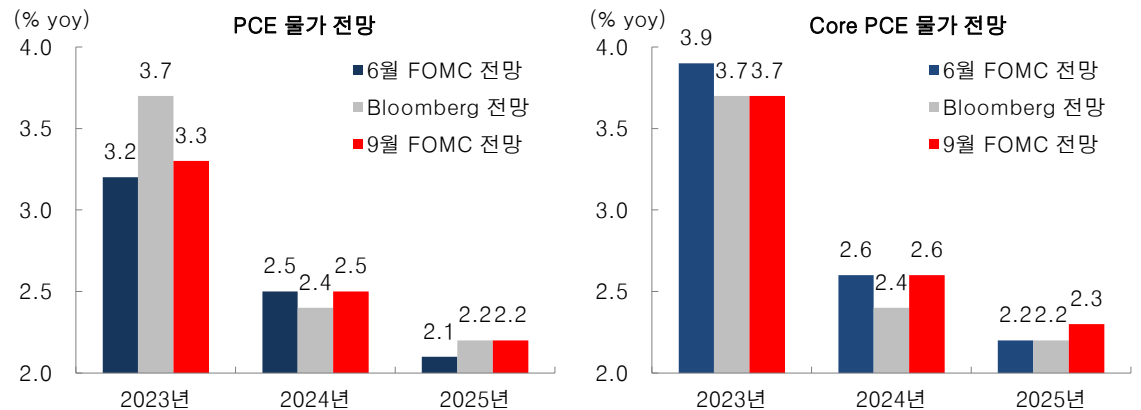
[12월 FOMC] 금리동결은 기정사실화. 점도표 변화 가능성

24년 점도표 하향조정 여부가 가장 중요



자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

24년 물가 전망 변화도 중요한 포인트 중 하나



자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 12월 FOMC에서 금리동결 예상
- 문제는 점도표. 9월 FOMC에서 23년 점도표는 예상대로 5.6%로 유지되었지만, 24년 점도표가 4.6%에서 5.1%로 상향조정되면서 24년 금리인하 폭이 100bp에서 50bp로 크게 축소
- 23년 추가 금리인상의 여지는 소멸되었다고 24년 상반기까지 금리 동결국면을 이어갈 것임을 시사. 금리인하 시점 후퇴, 고금리 장기화 부담은 남아있는 상황
- 12월 FOMC에서 24년 점도표 변화 여부가 관건
- 유지시 글로벌 증시에는 실망감 유입. 금리인하 기대가 추가적으로 후퇴할 가능성 높음
- 인하시 당시 금리인하 기대 수준에 따라 인하 폭에 근거한 등락 이후 상승탄력 강화 예상

12월 투자전략. 주도주 & 단기 반등 기대주

Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

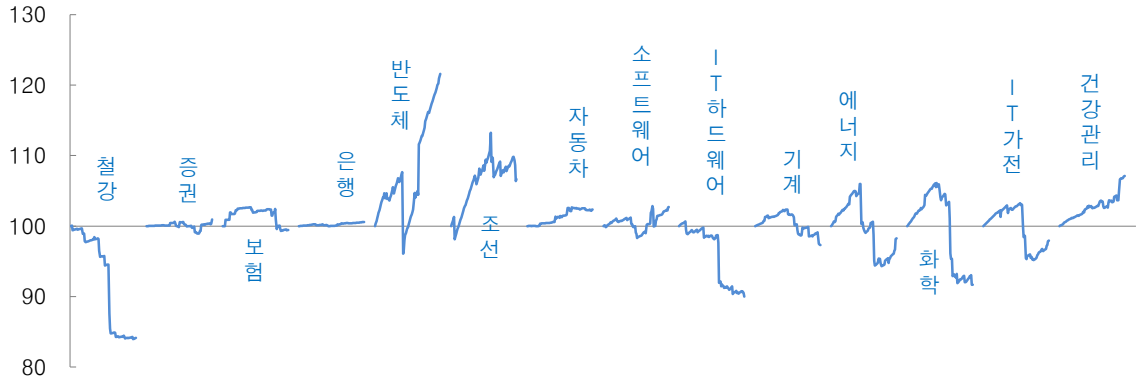
텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

[주도주] 반도체, 자동차, 인터넷 주목

주도 업종 중 12개월 선행 EPS 상승 : 반도체, 자동차, 소프트웨어, 건강관리

(23.7.1=100)

9월 이후 12개월 선행 EPS 추이

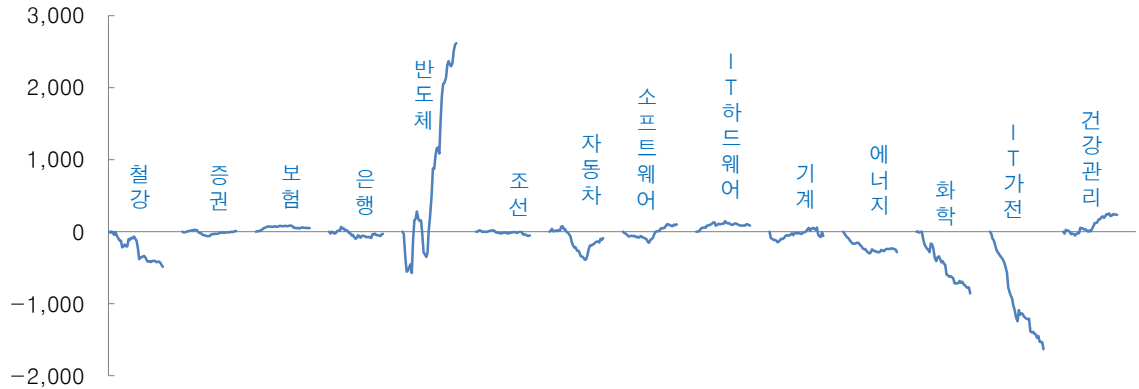


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 순매수 업종 : 반도체, 자동차, 소프트웨어, 건강관리

(십억원)

10월 이후 외국인 누적 순매수

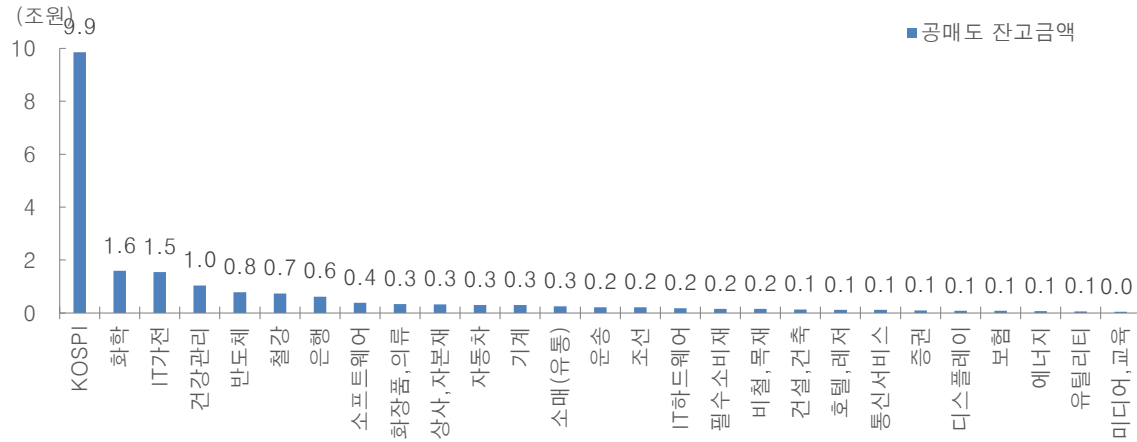


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 실적 개선 & 외국인 수급 강화 업종 = 반도체, 자동차, 인터넷
- 반도체의 12개월 선행 EPS 상승세가 지속되는 가운데 소프트웨어가 가세.
- 자동차 업종은 실적 전망 상향조정이 다소 둔화되었지만, 자동차 업종의 주가 부진을 감안할 때 밸류에이션 매력은 여전
- 외국인 수급도 실적 개선 업종에 초점이 맞춰지고 있음.
- 10월 이후 반도체 업종을 대규모 순매수하는 가운데 자동차, 소프트웨어 매수세를 이어감
- 2차전지는 실적 전망 하향조정이 진정되면서 당분간 반등시도 가능.
- 24년 2차전지 관련 원자재 가격 안정/반등과 실적 전망 상향조정 여부가 중요. 24년 상반기를 지나며 안정될 가능성 높다고 판단

[숫커버링] KOSPI 2차전지 숫커버링 매수 유입 예상

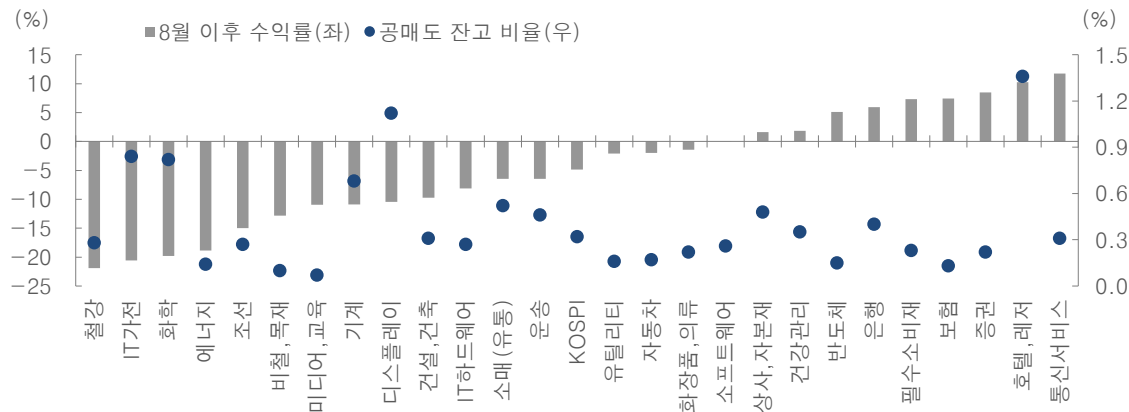
잔고금액 상위 업종 : 2차전지, 제약/바이오, 반도체, 철강, 은행, 인터넷 등



- 단기 가격메리트가 높은 업종들 중 IT가전, 화학, 철강 등의 공매도 잔고 순위 높음
- 이들 업종의 단기 반등시도 이어질 전망
- 다만, 향후 증시 상승과정에서는 잔고비율이 높고, 외국인 순매수가 유입되고 있는 업종들에 주목

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

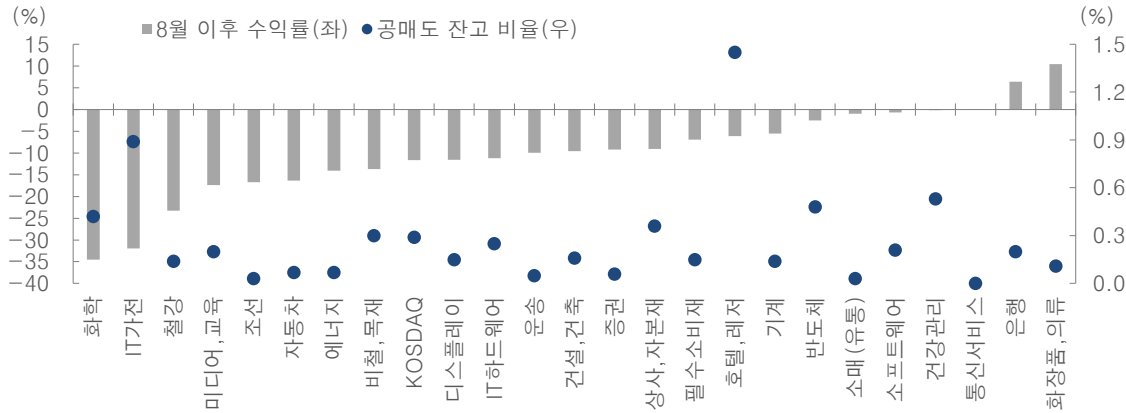
잔고비율 상위 업종 : IT가전, 화학, 기계, 디스플레이 등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[숏커버링] KOSDAQ 2차전지 숏커버링 매수 유입 예상

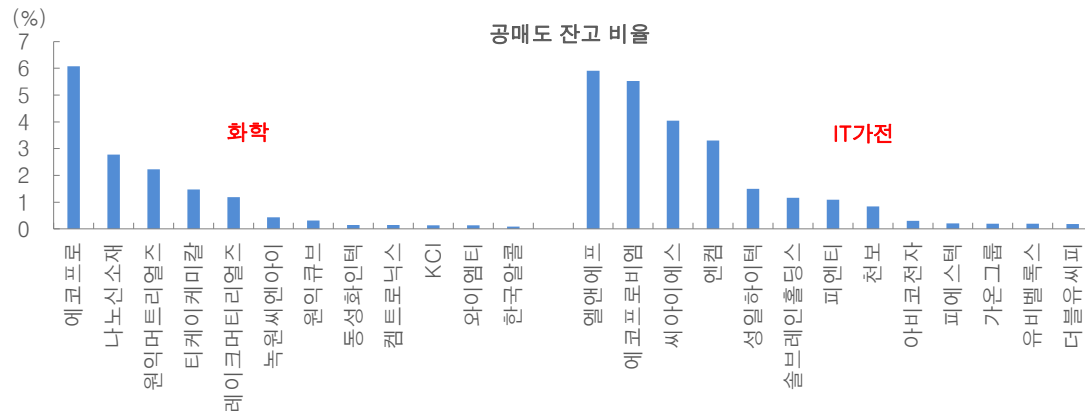
잔고비율 상위 업종 : 화학, IT가전, 호텔/레저 등



- 코스닥은 단기 가격메리트가 높은 업종들 중 화학, IT가전 등의 공매도 잔고 비율 높음
- 이들 업종의 단기 반등시도 이어질 전망
- 대부분 2차전지 소재 기업들

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSDAQ 화학, IT가전에 대거 포진해 있는 2차전지



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

2024년 경제 및 금융시장 전망 | 2023. 12

Off-Road를 지나 Highway로 진입

Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy



24년 KOSPI Target 2,850p

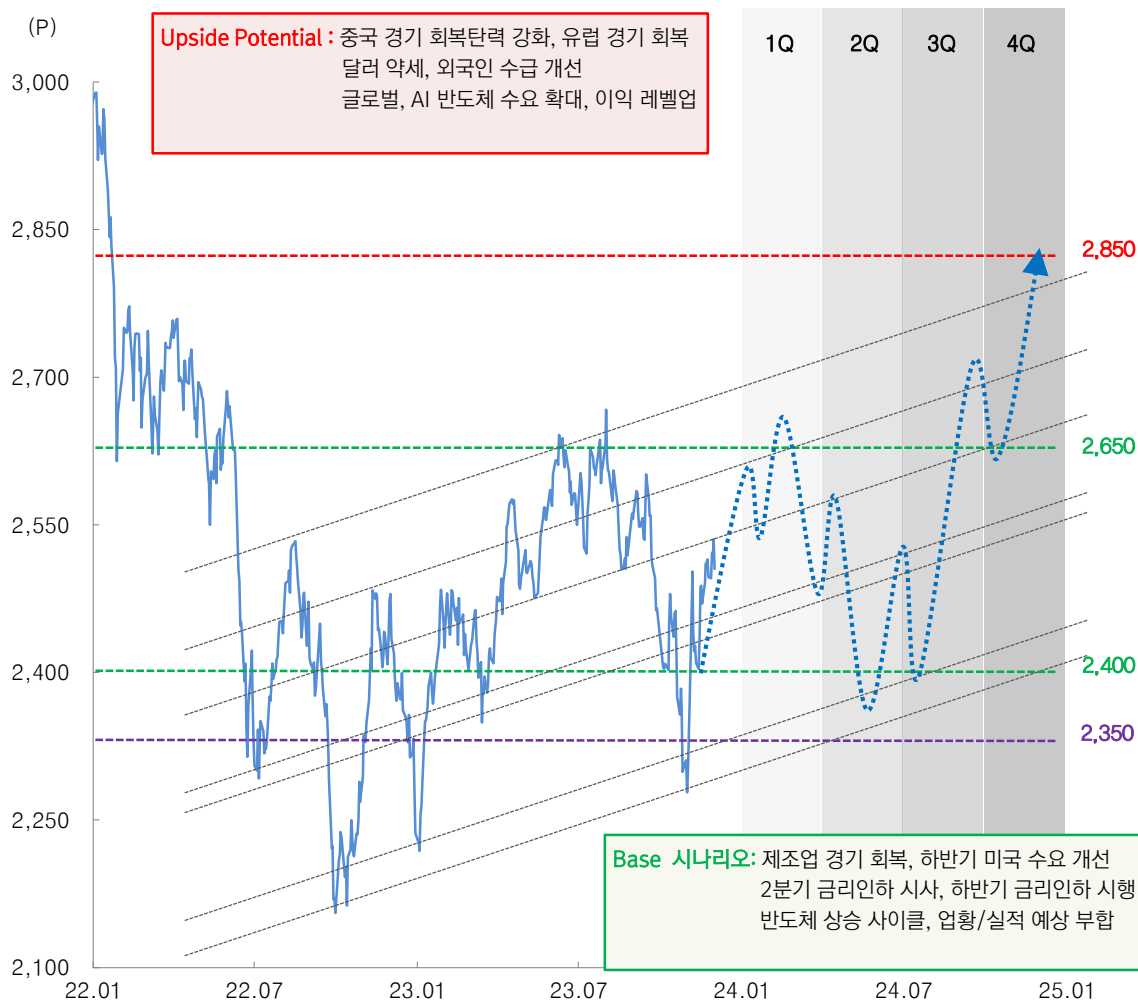
Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

[KOSPI 전망] 상저하고 패턴. 승부처는 상반기

2024년 KOSPI 예상 경로. 상저하고 패턴으로 3월, 6월 FOMC회의가 분기점



- 2024년 상반기 금리인하 실망감에 단기 변동성 확대. 하반기 펀더멘털 동력 + 금리인하 모멘텀
- 24년 코스피는 상저하고, 전약후강 패턴 예상. 23년 10월 저점에서 시작된 반등세는 24년 1분기까지 지속될 전망.
- 저평가 매력에 글로벌 금융시장 안정 + 한국 수출 모멘텀 개선 + 중국 경기 저점통과 기대가 반영
- 24년 1분기 중반부터는 금리인하 시점에 대한 논란과 미국 경기침체 우려에 단기 변동성 확대 예상.
- 현재 시장은 24년 5 ~ 6월 금리인하를 시작으로 75 ~ 100bp 금리인하 기대. 3월 FOMC에서 금리동결을 견지할 경우 시장에는 미국 경기불안에 통화정책 불확실성 가세하며 시장 변동성을 자극할 것
- 통화정책에 대한 시장의 기대와 연준의 스탠스 간의 눈높이 조정 이후 하반기에는 실질적인 금리인하 사이클 시작과 미국 경기 저점 통과, 중국 경기회복세 강화(경기부양정책 효과) 등에 힘입어 강한 상승추세 전개.
- 한국은 반도체 업황/실적 개선과 성장주 반등이 가세하며 탄력적인 상승을 이어갈 전망

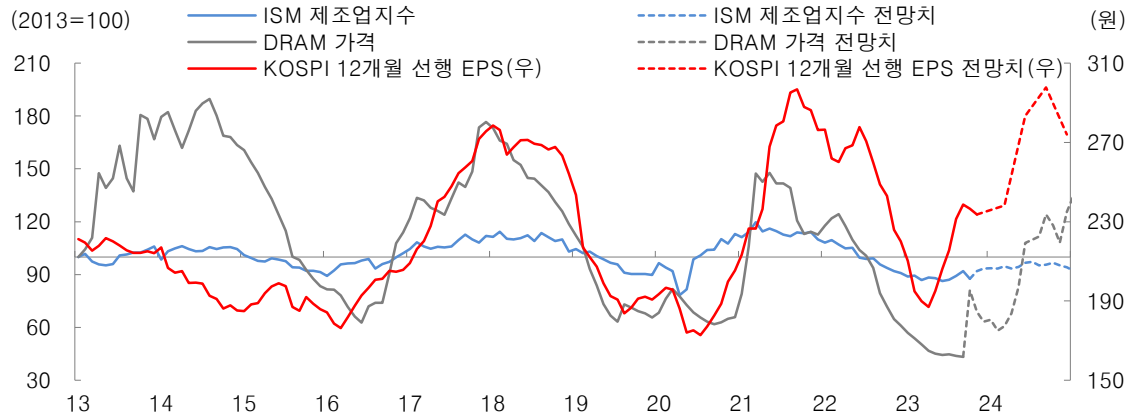
[KOSPI 전망] 24년 연간 Range: 2,350 ~ 2,850p

12개월 선행 EPS X 12개월 선행 PER에 따른 적정 KOSPI 지수 Matrix									
EPS 조정 수준 (%)	12개월 선행 EPS	12개월 선행 PER							
		23년 평균 -2Std 9.5X	3년 평균 -1Std 9.8X	2010년 이후 평균 10X	현재 11월 10.4X	3년 평균 11.1x	23년 평균 11.6X	3년 평균 +1Std 12.5X	
25	296	2,808	2,897	2,956	3,080	3,267	3,414	3,695	
20	284	2,696	2,781	2,838	2,957	3,136	3,278	3,548	
15	272	2,584	2,665	2,720	2,834	3,005	3,141	3,400	
10	260	2,471	2,549	2,602	2,711	2,875	3,005	3,252	
예상 EPS 고점	258	2,451	2,528	2,580	2,688	2,851	2,980	3,225	
5	248	2,359	2,434	2,483	2,588	2,744	2,868	3,104	
현재 (11월 24일)	237	2,247	2,318	2,365	2,464	2,613	2,732	2,956	
-5	225	2,134	2,202	2,247	2,341	2,483	2,595	2,808	
-10	213	2,022	2,086	2,129	2,218	2,352	2,458	2,661	
-15	201	1,910	1,970	2,010	2,095	2,221	2,322	2,513	
-20	189	1,797	1,854	1,892	1,971	2,091	2,185	2,365	
-25	177	1,685	1,738	1,774	1,848	1,960	2,049	2,217	

- PER 9.5배(23년 평균의 -2Std) ~ 11.1배(3년 평균)
- 상단 2,850p : 12개월 선행 EPS 258 X KOSPI PER 11.1배 반영
- * 선행 EPS 258 = ISM 제조업 지수, 반도체 사이클을 반영한 추정치(298p)에 24년, 25년 실적전망 각각 17.8%, 8.9% 하향조정
- ** PER 11.1배 : 3년 평균. 금리인하로 밸류에이션 정상화 국면 전개 예상
- 하단 2,350p: 12개월 선행 EPS 현재 (237p)대비 5% 상향조정한 248p X 23년 평균의 -2표준편차 수준 PER 9.5배 적용
- 2024년 2/4분기 3월 FOMC 금리동결 예상. 시장의 실망감으로 인한 단기 변동성 확대 가능. 시장 기대와 연준 스탠스 간 괴리로 인한 조정 = 비중확대 기회. 6월 FOMC 전후 금리인하 기정사실화 + 하반기 미국 경기저점통과 + Non-US 경기회복 + 반도체 상승 사이클 = 상승추세 강화 전망
- 3월 FOMC에서 금리인하 가능성을 시사하고, 6월 금리인하 단행할 경우 KOSPI 저점 높아지고(2,500선), 2분기부터 상승추세 전개 예상

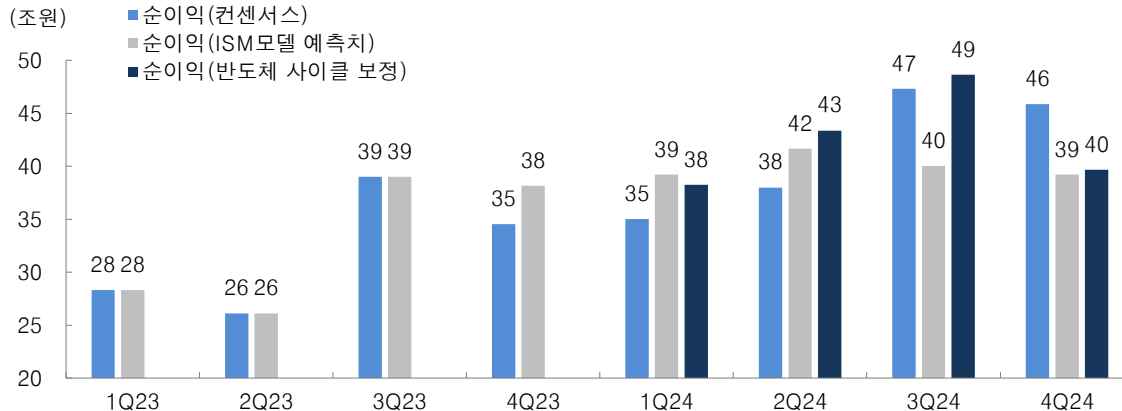
[KOSPI 전망] ISM 제조업 & 반도체 사이클을 감안한 이익 추정

ISM제조업 지수는 2분기 고점 + 반도체 사이클은 지속 상승 = 3분기 고점 형성



자료: ISM, DRAMeXchange, FnGuide, Bloomberg, 대신증권 Research Center

KOSPI 영업이익 전망(ISM 제조업과 반도체 사이클 보정)



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 24년 3/4분기 고점 예상. 현재 컨센서스 보다 높을 수 있지만... 실적 전망 눈높이 조정 감안
- ISM 제조업지수와 KOSPI EPS의 높은 상관계수(0.82)를 이용해 24년 12개월 선행 EPS 추정.
- ISM PMI와 KOSPI EPS YoY변화율 데이터를 이용해 회귀분석 실시. 2분기 고점 형성
- 여기에 반도체 사이클 반영. DRAM 가격은 향후 5개월 변동성 구간 이후 15개월간 상승 전망.
- DRAM 가격 전망치와 삼성전자 영업이익을 회귀분석하면 삼성전자 영업이익은 3Q24 8.2조까지 상승 가능
- 반도체 사이클 보정시 ISM제조업 지수 기준 영업이익 대비 연간 영업이익 6.1% 상승 가능하고 실적 3분기 고점 예상
- 현재 컨센서스 부합 가능성 높아. 다만, 실적 눈높이 조정을 반영해 24년 순이익 17.8%, 25년 순이익 8.9% 하향조정을 반영해 적정 지수 산출에 적용

[투자환경] 불확실한 미래가 하나 둘 확인되며 전진해 나갈 것

상반기는 물가, 통화정책 변수에 따른 등락. 하반기 금리인하 + 경기회복 + 반도체

Upside Potential		Downside Risk	Daishin's View
미국 경기 둔화 + 유가 안정 + 주거비 둔화폭 확대로 물가 안정 속도 가속화(상반기) 2분기 초 2%대 진입	물가	고용 둔화 지연, 견고한 미국 소비/서비스 경기 영향으로 더딘 물가 둔화 속도 지속 3분기 2%대 물가 진입	미국 경기 둔화 속도 중요. 하지만, 유가, 주거비 등의 물가 영향력을 감안할 때 2분기 중 2%대 물가 진입 가능
3월 FOMC에서 금리인하 시사. 점도표 하향조정. 24년 75bp 이상 금리인하 가시화	통화정책	6월 FOMC에서 금리인하 시사. 점도표 24년 50bp 금리인하 유지	6월 FOMC에서 금리인하 시사. 9월, 12월 금리인하 예상. 2월 물가 레벨과 미국 경기둔화 속도에 따라 3월 FOMC 금리인하 시사 가능성 존재
미국 경기 완만한 둔화. 중국 경기 회복세 강화(경기 부양정책 효과). 유럽 경기 회복 & 달러 약세압력 확대	글로벌 경기/교역	상반기 중 급격한 미국 침체 Non-US 경기에 부정적 영향 확산. 글로벌 경기 악화 전환	미국 경기 완만한 둔화 속에 상반기 중 Non-US 경기 회복. 하반기 미국 경기 저점통과 & 중국 주도의 Non-US 경기 회복세 강화. 달러 약세 압력 확대
상반기 재고축적 수요 + 하반기 교체수요 유입. 여기에 AI, HBM 수요 폭발. 2017년 슈퍼 사이클 재현	반도체 사이클	수요 모멘텀 약화로 재고축적 모멘텀 부진. 하반기 수요회복 불확실성으로 반도체 사이클 반등 폭 제한	상반기 재고축적 수요 + 하반기 교체수요 & 글로벌 경기회복에 따른 수요 회복. AI, HBM 수요 모멘텀 확대. 2017년 빅 사이클 재현 가능성
반도체 주도로 실적 전망 상향 조정 지속. 경기민감주, 수출주 Non-US 경기회복에 실적 안정 & 하반기 실적 개선	기업 이익	예상보다 약한 글로벌 경기로 인해 반도체 실적 전망 하향 조정. 경기민감주, 수출주 실적 레벨다운	반도체 주도의 실적 개선, 전망 상향조정 방향성 지속. 현재 컨센서스 부합 또는 상회 가능. 경기민감주, 수출주 하반기로 가면서 실적 개선세 가시화
중국 - 대만 이슈 수면아래로... 이스라엘-하마스 전쟁 휴전. 우크라이나-러시아 전쟁 휴전	지정학적 리스크	이스라엘 - 하마스 전쟁 지속 & 이란 개입. 푸틴 핵공격 이슈 수면 위로... 중국 - 대만 갈등 고조	지정학적 리스크 글로벌 금융시장에 상당 부분 선반영. 현재 상황 유지시 중립 변수. 상황 악화시 증시 영향력 제한적. 상회 개선. 호전시 증시 Upside 확대 변수
민주당 새로운 대선 후보 부상. 민주당 대선 승리. 기존 정책 지속 & 미중 갈등 정체	미국 대선	트럼프 당선. 기존의 정책기조 혼란 불가피. 대중국 압박 강도 강화 우려 증폭	미국 대선 결과로 인해 글로벌 경제, 금융 시장 방향성이 단기적으로 크게 변하지는 않을 것. 신재생에너지 정책에 노이즈는 불가피. 25년 불확실성 확대 변수

- 분기점은 금리인하 시점. 3월 FOMC가 변곡점이 될 가능성 높아
- 물가 레벨에 따른 연준의 스탠스 변화가 24년 상반기 증시 등락을 결정지을 수 있을 것.
- 현재로서는 24년 2분기 중 미국 물가 2%대 진입 예상. 이 경우 3월 FOMC에서 금리인하를 시사할지, 6월 FOMC에서 금리인하를 시사할지가 관건
- 경기는 상반기 US 둔화, Non-US 회복에서 하반기 글로벌 동반 경기회복으로 전환될 전망.
- 이와 함께 글로벌 주요국들의 금리인하 사이클이 맞물리며 주식시장의 강한 상승동력이 될 것.
- 한국 증시는 강한 반도체 상승사이클과 이익모멘텀을 반영하고 성장주가 부상하면서 탄력적인 상승추세 전개 예상

[금융시장] 상반기는 울퉁불퉁. 하반기는 방향성 명확

Bumpy한 상반기, Straight한 하반기				
	1Q	2Q	3Q	4Q
경제 전망	↓ 미국 경기둔화, 침체 우려 Vs. 유럽, 중국 경기 회복	→ 미국 경기 저점통과. 유럽, 중국 경기회복	↑ 미국 경기 회복, 중국 경기 부양정책 효과 반영	↑ 글로벌 동반 경기회복
물가 전망	↓↓ 유가 하향안정, 주거비 둔화폭 확대	↓ 유가 저점권 등락, 주거비 저점권 근접	→ 유가 반등, 주거비 저점 통과 & 반등시도	↑ 유가 반등, 주거비 반등, 수요 회복이 물가 저극
기업 이익 전망	→ 시클리컬 하향조정 Vs. 반 도체 업황 개선 속도	↑ 반도체 업황 개선 가속화, 경기민감주 저점통과	↑↑ 반도체 업황 개선 가속화, 경기민감주 실적 개선	↑ 반도체 업황 개선 지속, 빅베스 불확실성
달러/금리 유동성	→ 금리인하 기대 Vs. 연준 스탠스, 3월 FOMC 중요	↑ 통화정책 실망감, 금리인하 시점 후퇴	↓↓ 금리인하 현실화, Non-US 경기회복 뚜렷	↓ 금리인하 지속 Vs. 경기, 물가 반등
정책 (통화/재정)	↓ 금리인하 기대 제어, 예산안 이슈 지속	↑ 금리인하 가시화, 예산안 불확실성 진정	→ 금리인하 시행, 미국 대선 불확실성 확대	↓ 금리인하 사이클, 미국 대선 결과 불확실성
전망 및 Check Point	고점 통과, 하락반전 금리인하 기대와 현 실, 미국 경기둔화 폭/강 도	변동성 이후 반전 3월 FOMC와 6월 FOMC 결과에 따 라 시점 결정	상승추세 강화 글로벌 경기 회복, 반도체 사이클 강화, 중국 변수 중요	상승추세 지속 글로벌 경기 회복, 반도체 사이클 강화, 미국 대선 리스크

- 변동성 확대는 비중확대 기회. 상반기 중 채권, 주식 비중확대 기회 올 것
- 상반기는 물가 수준, 연준의 통화정책 스탠스, 시장의 금리인하 기대가 뒤섞이며 글로벌 금융시장이 혼란스러운 흐름을 보일 전망.
- 3월 FOMC 결과에 따라 채권, 외환, 주식시장 변동성 확대 가능성 경계.
- 시점의 차이는 있지만, 하반기 금리인하 사이클 진입시 시장의 방향성은 명확해질 수 있음
- 경기측면에서도 상반기는 미국과 미국 이외 지역 간의 엇갈린 흐름으로 인해 혼란스러운 모습.
- 반면 하반기 미국까지 경기 저점 통과를 확인할 경우 경기회복세가 뚜렷해질 전망
- 글로벌 금융시장은 24년 상반기 Bumpy한 흐름을 지나 24년 하반기 Straight한 방향성을 보여줄 것

[투자전략] 핵심 포트폴리오 구축 + 순환매 대응

반도체, 조선, 인터넷 + 자동차, 2차전지, 제약/바이오로 중심 잡고, 순환매 대응으로 +@ 수익률 추구

1분기 (단기 고점 통과)

- 23년 11월 상승추세 연장
- 미국 금리인하 기대 변화에 따른 등락. 시장의 금리인하 기대가 앞서갈 가능성
- 글로벌 금융시장 안정 유효
- 한국 반도체 모멘텀 회복, 중국 경기회복 가시화
- 3월 FOMC 결과에 따른 방향성 결정. 금리동결 강조, 시장 실망감 유입
- 2,650p 이상에서 포트폴리오 방어력 강화

2분기 (조정, 턴어라운드)

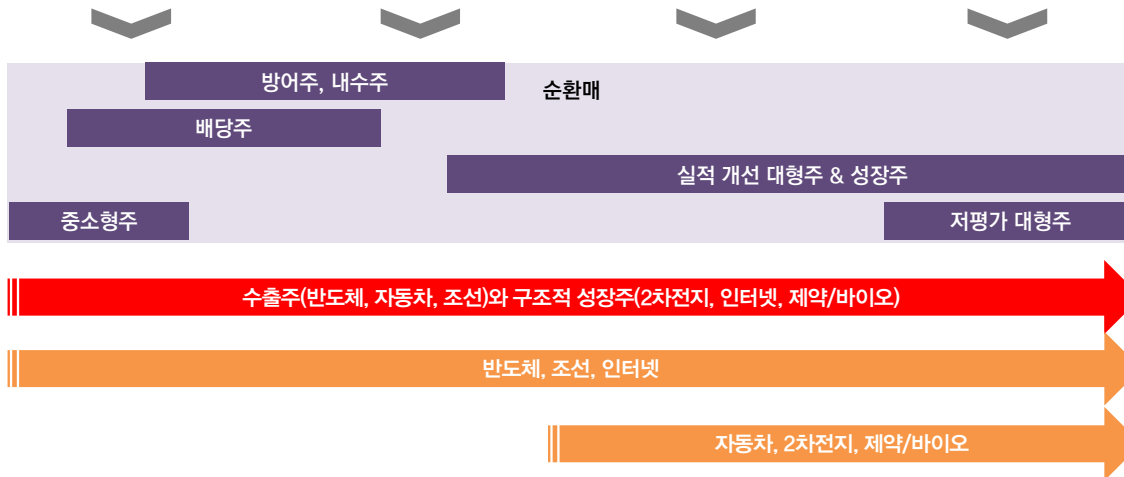
- 통화정책 실망감에 미국 경기 침체 우려 유입. 단기 변동성 확대 불가피
- 6월 FOMC 전후 금리인하 기대 재유입 & 연준 금리인하 시그널 확인
- Non-US 경기회복 가시화
- 한국 기업이익 모멘텀 강화
- KOSPI 2,400선 이하부터 적극적으로 실적개선 대형주 중심의 포트폴리오 구축
- 포트폴리오 베타를 높일 때

3분기 (강한 상승추세)

- 금리인하 사이클 전개
- 미국 경기 저점 통과, Non-US 경기회복세 지속
- 특히, 중국, 유럽 경기회복 강도 체크. 달러 약세 강화
- 한국 반도체 사이클 상승 모멘텀 강해질 수 있음
- 한국 수출 모멘텀 강화 + 기업이익 전망 상향조정
- 외국인 순매수 확대
- 금리인하로 성장주 강세 뚜렷

4분기 (상승추세)

- 금리인하 + 경기모멘텀 회복 / 개선세 지속
- 미국 대선 레이스로 인한 노이즈 감안
- 미국 수요회복 여부 체크
- 물가 상승반전 가능성
- 상승추세는 지속되지만 탄력 둔화 & 등락 불가피
- 상대적으로 소외되고, 저평가된 업종/종목 반등
- 종목 순환매 전개 예상



- 반도체, 인터넷으로 중심을 잡고, 하반기 자동차, 2차전지 비중 확대
- 23년이 네러티브 장세였다면 24년은 넘버스가 중요해질 전망이다.
- 즉, 24년 실적 개선을 주도하는 업종이 시장을 이끌어가는 가운데 장기 성장과 스토리 텔링으로 강세를 보인 업종은 옥석가리기 전개
- 실적, 업황의 명확한 방향성을 보여주고 시장 주도력을 보여주는 업종은 반도체, 뒤를 이어 인터넷의 이익모멘텀과 성장 기대가 강해지고 있는 상황.
- 하반기 금리인하 사이클 진입시 자동차와 2차전지가 가세할 전망이다
- 1분기 중반부터 2분기 중 KOSPI 변동성 확대 국면에서 일시적인 내수주, 방어주 상대적 강세 가능

[Top Picks 9] Numbers와 성장에 초점을 맞춰야 하는 24년 전략

Top-9의 2023~2024년 매출액 전망

순위	기업명	매출액(십억원)			증가율(%)		
		2022AS	2023AS	2024AS	2023AS	2024AS	
1	삼성전자	302,231	260,822	300,703	-13.7	15.3	
2	SK하이닉스	44,622	31,747	49,924	-28.9	57.3	
3	삼성전기	9,425	8,778	9,518	-6.9	8.4	
4	NAVER	8,220	9,724	10,882	18.3	11.9	
5	HD현대중공업	9,045	11,789	13,878	30.3	17.7	
6	메리츠금융지주	2,201	3,069	3,029	39.4	-1.3	
7	삼성바이오로직스	3,001	3,659	4,288	21.9	17.2	
8	유한양행	1,776	1,913	2,121	7.7	10.9	
9	엘앤에프	3,887	5,059	6,163	30.1	21.8	

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

Top-9의 2023~2024년 영업이익 전망

순위	기업명	영업이익(십억원)			증가율(%)		
		2022AS	2023AS	2024AS	2023AS	2024AS	
1	삼성전자	43,377	7,225	33,982	-83.3	370.3	
2	SK하이닉스	6,809	-8,385	8,386	-223.1	-200.0	
3	삼성전기	1,183	670	957	-43.3	42.8	
4	NAVER	1,305	1,480	1,707	13.4	15.3	
5	HD현대중공업	-289	143	721	-149.6	403.0	
6	메리츠금융지주	1,061	2,212	2,275	108.5	2.9	
7	삼성바이오로직스	984	1,073	1,266	9.0	18.0	
8	유한양행	36	78	126	117.4	60.6	
9	엘앤에프	266	75	276	-71.7	266.2	

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 2024년은 투자자들의 눈으로 확인하고, 체감할 수 있는 숫자에 집중해야 할 시점. 따라서 24년 Top Picks 선정에는 매출액, 영업이익, 순이익 등 실적 모멘텀이 가장 핵심 기준
- 반도체(삼성전자, SK하이닉스), 조선(HD현대중공업)은 24년 매출성장과 이익 성장을 동시에 보여줄 전망. 인터넷(NAVER)과 2차전지(엘앤에프), 제약/바이오(삼성바이오로직스, 유한양행) 또한 매출, 실적 성장은 물론, 금리인하 국면에서 성장주로서의 가격/밸류에이션 매력을 재평가 받을 수 있을 전망
- 금융 업종(메리츠금융지주)은 1분기 중반 이후 KOSPI 변동성 확대 국면에서 대안이 될 수 있을 것. 금리인하 시점에 대한 실망이 유입될 경우 채권금리 반등이 예상되기 때문

경기 + 통화정책 모멘텀
= 증시 상승(강도의 차이).
분기점은 3월 FOMC

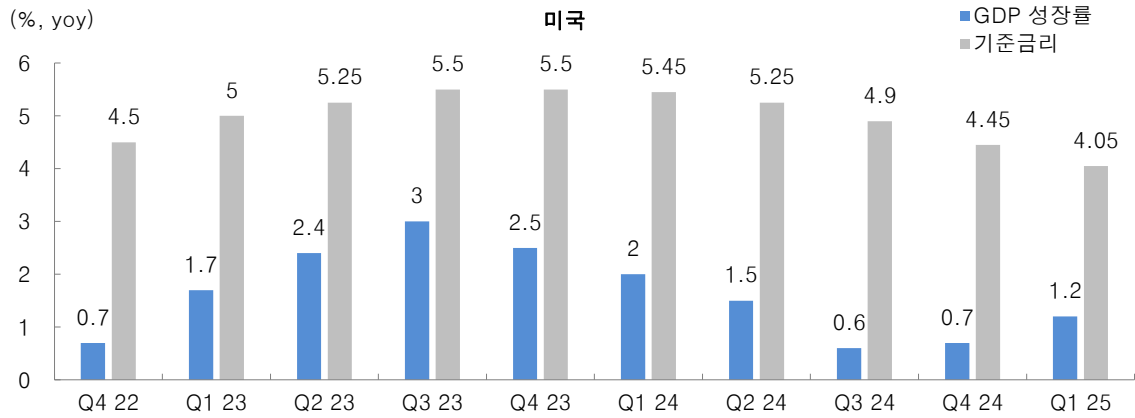
Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy

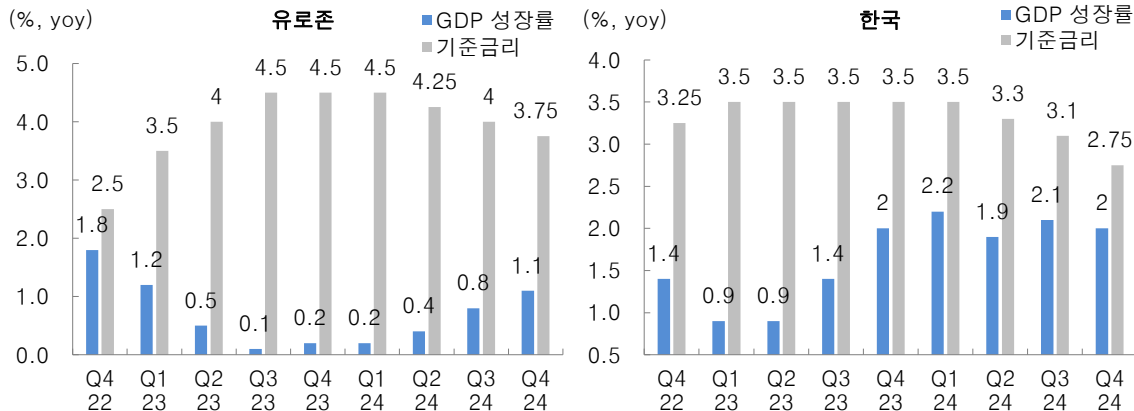
[경기 + 통화정책] 24년 하반기에는 경기, 통화정책 모멘텀 동시 유입

미국 24년 2분기 금리인하 시작. 경기모멘텀은 24년 3분기 저점으로 회복



자료: FED, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

유로존 23년 3분기 한국은 2분기 경기저점으로 모멘텀 회복. 금리인하는 24년 하반기부터

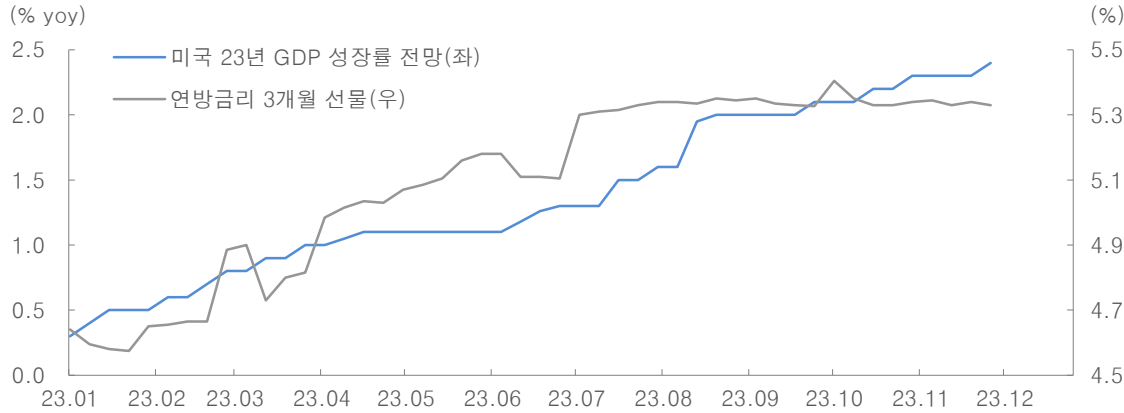


자료: ECB, BOK, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 시점의 차이는 있지만, 경기 모멘텀과 통화정책 모멘텀이 동시에 개선되는 24년 투자환경
- 23년 하반기 미국을 비롯한 주요국 중앙은행의 금리인상 사이클 종료.
- 24년 금리인하 사이클 진입 예고된 상황. 경기, 물가 상황에 따라 24년 상반기 연준의 스탠스 변화 가능성 존재
- 미국, 유럽 등 주요국들의 금리인하는 경기보다 물가 변수에 달려있다고 생각.
- 그동안 경기침체가 불가피하더라도 물가 안정을 위해 금리인상을 단행해왔던 점에 주목
- 경기변수가 금리인하 시점을 앞당기거나 늦출 수 있지만, 물가 안정이 가시화 될 경우 통화정책, 기준금리 정상화 국면이 시작될 전망.
- 아이러니하게도 하반기에는 금리인하 시점과 경기모멘텀 회복 국면이 맞물릴 가능성 높다고 판단. 증시에는 우호적인 환경 조성

[경기 + 통화정책] 24년에 예상되는 조합은 증시에 플러스 변수

크게 빛나간 23년 미국 경제성장률과 통화정책 전망



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

경기과 통화정책 간의 조합. 동반 모멘텀 회복이라는 예상이 어긋나더라도 상호보완작용 가능

	현재 컨센서스	경기 침체시	경기 호황시
경기 모멘텀	+	-	++
통화정책 모멘텀	+	++	-
증시 영향력	++	+	+

자료: 대신증권 Research Center

- 경기 침체시 통화정책 모멘텀 강화 예상. 경기 호황시 통화정책 부재해도 증시에는 우호적일 것
- 24년 경기모멘텀과 통화정책 모멘텀 조합은 증시에 우호적일 전망
- 현재 컨센서스는 완만한 경기 회복 + 75 ~ 100bp 금리인하.
- 경기모멘텀, 통화정책 모멘텀 모두 강해지는 않지만, 증시에 플러스 동력
- 만약 경기침체가 현실화될 경우 경기모멘텀은 마이너스 영향이 불가피하지만, 금리인하 폭과 강도가 강해지면서 통화정책 모멘텀이 강해지며 증시에는 긍정적인 모멘텀 제공 가능
- 경기 모멘텀이 예상보다 강해 금리인하가 없더라도 경기모멘텀에 근거한 증시 상승추세 전개 예상

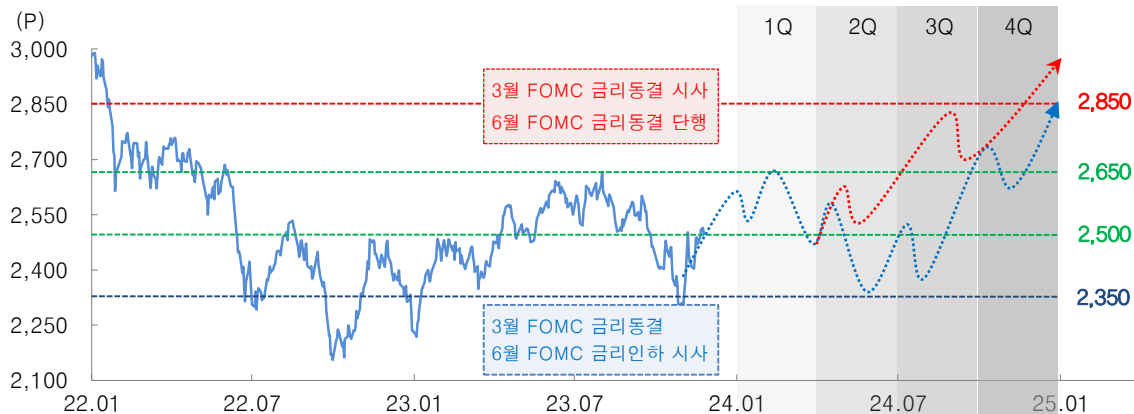
[경기 + 통화정책] 금리인하가 가시화되는 시점이 중요. 3월? 6월?

현재 시장은 23년 3월 금리인하를 시작으로 125bp 인하를 기대 = 3월 FOMC에서 변화 필요

MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023-12-13				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	98.8%	1.2%
2024-01-31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.3%	84.7%	1.0%
2024-03-20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.3%	55.1%	36.2%	0.4%
2024-05-01	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.9%	41.9%	41.5%	10.5%	0.1%
2024-06-12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.1%	38.7%	41.6%	15.0%	1.6%	0.0%
2024-07-31	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	30.6%	40.6%	20.1%	4.2%	0.3%	0.0%
2024-09-18	0.0%	0.0%	3.4%	25.8%	38.8%	23.8%	7.1%	1.0%	0.1%	0.0%
2024-11-07	0.0%	2.2%	18.0%	34.3%	29.1%	12.9%	3.1%	0.4%	0.0%	0.0%
2024-12-18	1.6%	13.7%	29.9%	30.5%	17.3%	5.8%	1.1%	0.1%	0.0%	0.0%

자료: Fed Watch, 대신증권 Research Center

3월 FOMC 금리인하 시사, 6월 금리인하 단행 시 1분기말 추세 반전 가능. 상승여력 확대

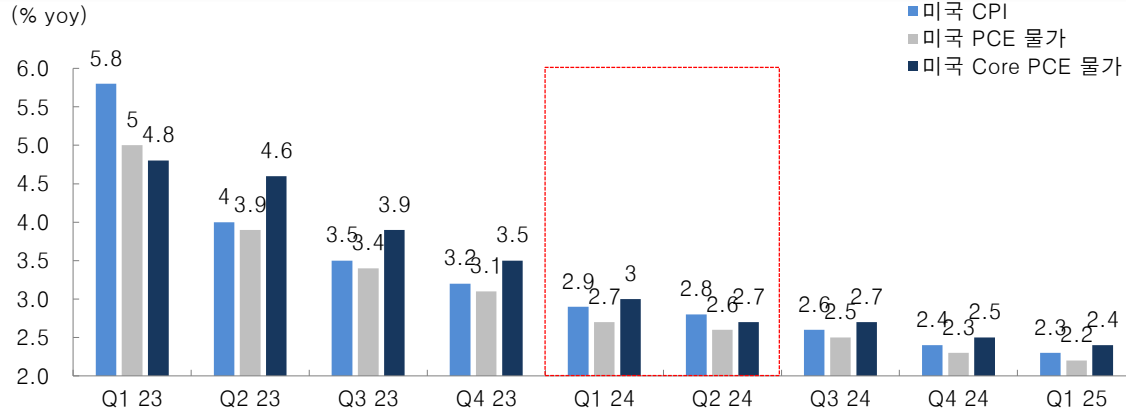


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 3월 FOMC에서 금리인하를 시사, 점도 표 하향조정 여부에 따라 KOSPI 등락 엇갈릴 수 있어
- 당사 전망은 3월 금리동결을 유지하고, 6월 금리인하 시그널을 주면서 9월 금리인하 단행.
- 이 경우 5 ~ 6월 금리인하를 시작으로 75 ~ 100bp 금리인하를 기대하는 시장에 강한 실망감 유발.
- 미국 경기 저점 통과 시점과 맞물리며 미국 경기침체 우려 + 통화정책 실망감에 증시 변동성 확대 예상
- 만약 물가 안정을 근거로 예상보다 빠른 3월 FOMC에서 금리인하를 시사하고, 점도표를 하향조정하며 24년 75bp 이상 금리인하 시그널을 제공할 경우 KOSPI를 비롯한 글로벌 증시는 2분기부터 상승추세 진입 가능.
- 이 경우 KOSPI 상단은 3,000p 이상으로 확대될 가능성 높음
- 상반기 3월 FOMC 결과가 이후 증시 흐름과 KOSPI 레벨을 결정지을 전망

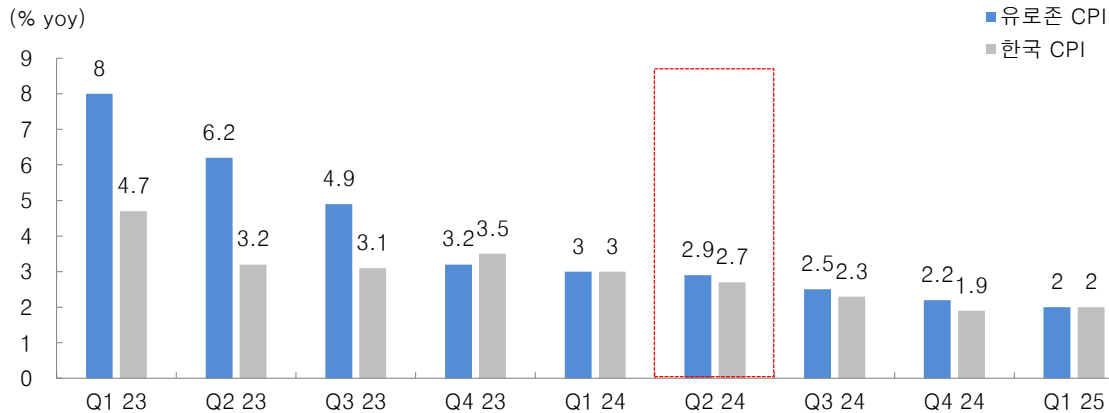
[물가] 24년 상반기 중 2%대 진입 예상

PCE는 24년 1분기에, Core PCE는 24년 2분기에 2%대 물가진입 예상



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

한국, 유로존 또한 24년 2분기 CPI 2%대 진입 예상

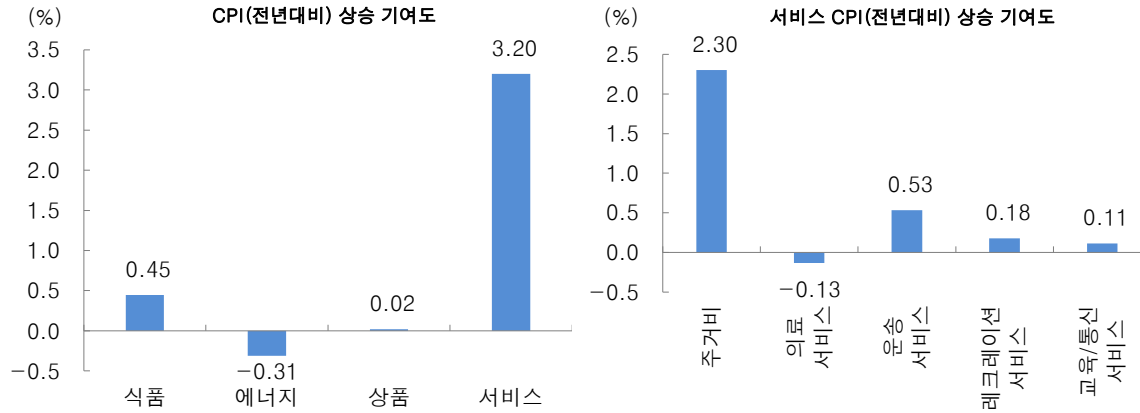


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 경기 상황에 따라 글로벌 주요국 물가 2% 진입 시점이 앞당겨질 수 있어
- 현재 물가 컨센서스 기준 빠르면 24년 상반기 중, 늦어도 3분기 금리인하 가능성 높다고 판단
- 미국은 24년 1분기 중 PCE가, 2분기 중 Core PCE가 2%대 진입 예상.
- 유로존은 24년 2분기 중 물가 2%대 진입 가능성을 염두에 두고 있는 상황
- 시장의 우려처럼 경기 악화가 가시화되고, 주택 가격 상승률이 마이너스 반전하는 등의 변화가 있다면 물가 둔화/하락 속도는 빨라질 수 있음
- 즉, 경기, 물가 상황에 따라 24년 1분기부터 연준의 스탠스 변화 가능성도 배제할 수 없다는 판단

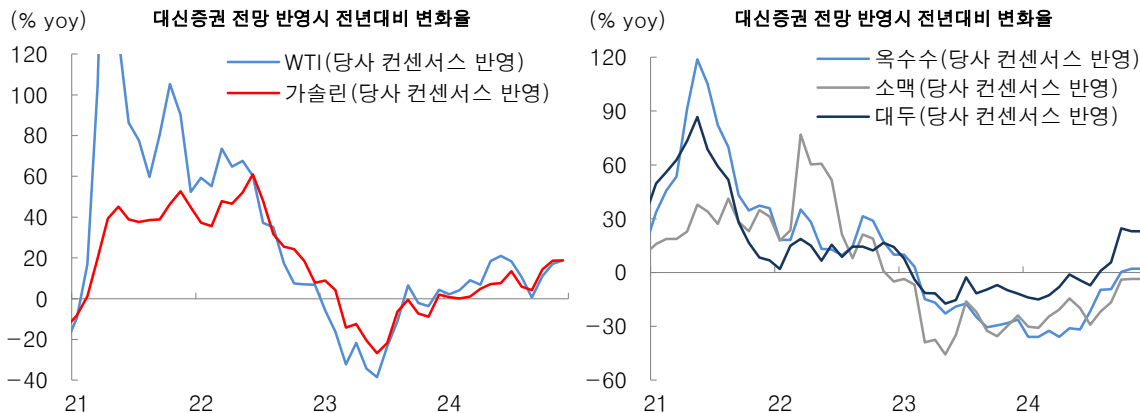
[물가] 하향안정세 지속. 관건은 주택 물가 하락속도

CPI 3.2%에 버금가는 서비스 물가. 그 중에서도 주거비 비중이 압도적(72%)



자료: 미국 상무부, CEIC, 대신증권 Research Center

유가 상승폭 제한적. 곡물가격은 24년 상반기 (-)변화율 지속할 것



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

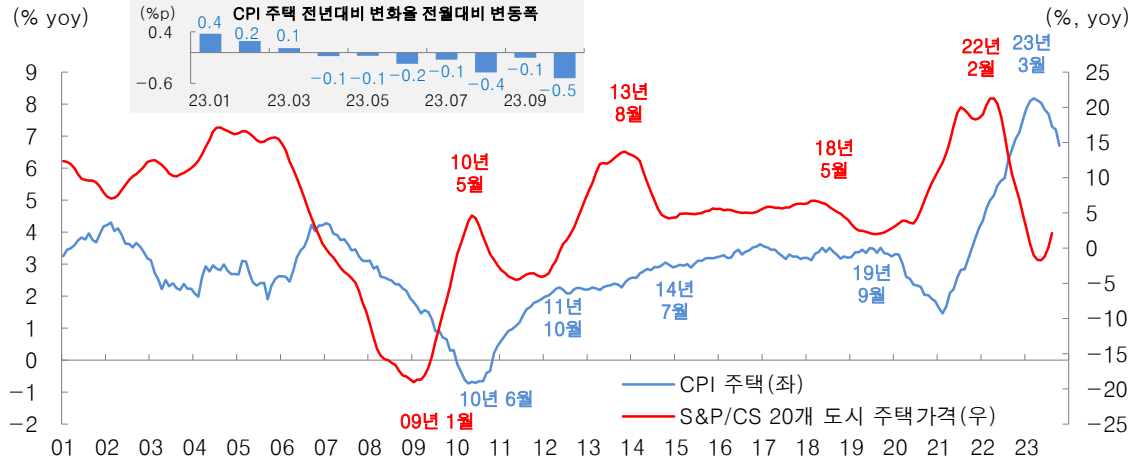
주: 유가 전망, WTI 평균가격 기준 : 1Q 77달러, 2Q 73달러, 3Q 77달러, 4Q 82달러(옥수수, 소맥 유사한 경로)

대두 전망, 평균 가격 기준 : 1Q 1,300달러, 2Q 1,370달러, 3Q 1,400달러, 4Q 1,600달러

- 유가 상승으로 인한 에너지 물가 상승압력은 1.4%. 곡물가격 상승압력은 24년 4분기부터
- CPI 상승 기여도(전년대비 변화율 기준)를 보면 최근 물가 하락은 에너지, 상품 가격 하락의 영향이 컸음.
- 반면, 서비스 물가 상승기여도는 3.2%로 압도적인 우위를 기록 중.
- 특히, 주거비 상승기여도는 2.3%로 전에 물가 상승의 72% 차지
- 유가, 곡물가 상승이 물가에 미치는 영향은 제한적.
- 유가, 가솔린 가격이 당사 컨센서스를 반영할 경우 24년말 전년대비 변화율 플러스 반전.
- 상승 폭은 최대 20% 예상. 에너지 물가 영향력을 감안할 때 CPI 1.4% 상승압력 확대 가능.
- 이제 관건은 주거비 물가 안정. 예상보다 가파른 하향안정세를 보일 경우 물가 안정에 속도가 더해질 전망

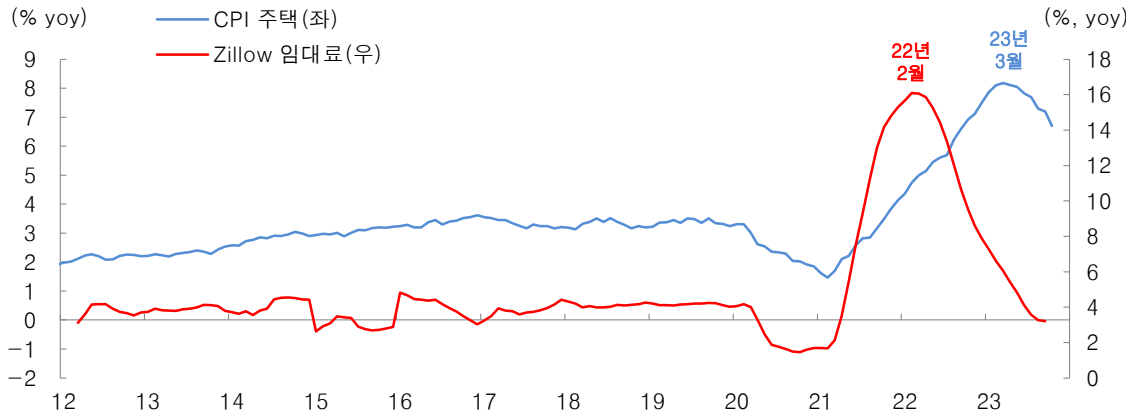
[물가] 주택가격, 임대료 변화율이 보여주는 CPI 주거비의 미래

주택가격 변화율 가파른 둔화세로 CPI 주거 둔화는 기정사실. 관건은 둔화 속도



자료: 미국 노동부, 케이스/실러, Bloomberg, 대신증권 Research Center

임대료 변화율 또한 가파른 둔화세 진행 중



자료: 미국 노동부, Zillow, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 24년 상반기까지 CPI 주거비 둔화 지속 될 전망
- 핵심은 주거 물가. 10월 CPI까지 주거 물가는 7개월 연속 둔화, 신규/기존 주택판매지수, 주택시장 지수 등이 2022년 1분기 정점을 통과함에 따라 예정된 수순.
- 다만, 주택지수 변화율과 CPI 주거 간 1년 ~ 1년 6개월 시차가 존재함에 따라 예상보다 다소 늦은 둔화세 진입
- 향후 주거 물가는 하향안정세를 이어갈 것. 관건은 둔화 속도.
- 주택가격 변화율, 임대료 변화율 모두 22년 1분기 정점 통과함에 따라 Core CPI는 가파른 둔화세를 보이며 금리인하 기대를 자극할 수 있음
- 주거 물가 둔화 속도 정체/가속화 여부에 따라 24년 상반기 물가 레벨과 통화 정책에 대한 기대가 변할 수 있다는 의미.
- 증시 등락에 상당한 영향을 미칠 수 있다고 생각

금리인하 = 증시 급락?

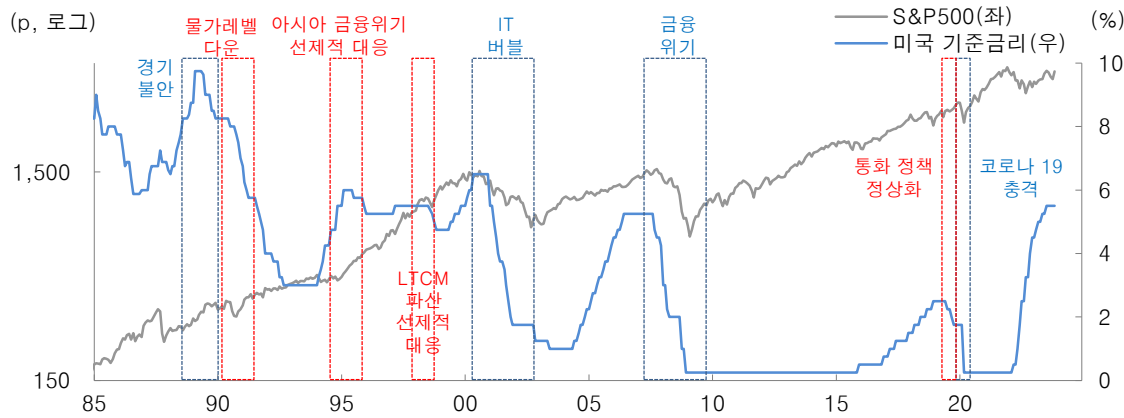
Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

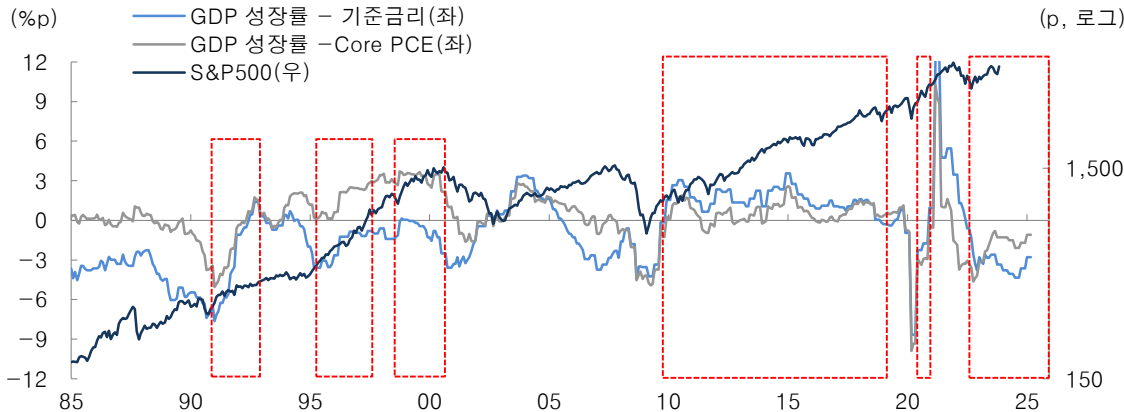
[금리인하] 통화정책 정상화 Vs. 시스템 위기

금리인하 이유가 중요. 2000년대는 위기대응. 90년대와 2019년은 선제적 대응, 통화정책 정상화



자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

기준금리, 물가보다 경기모멘텀이 강한지, 약한지가 관건

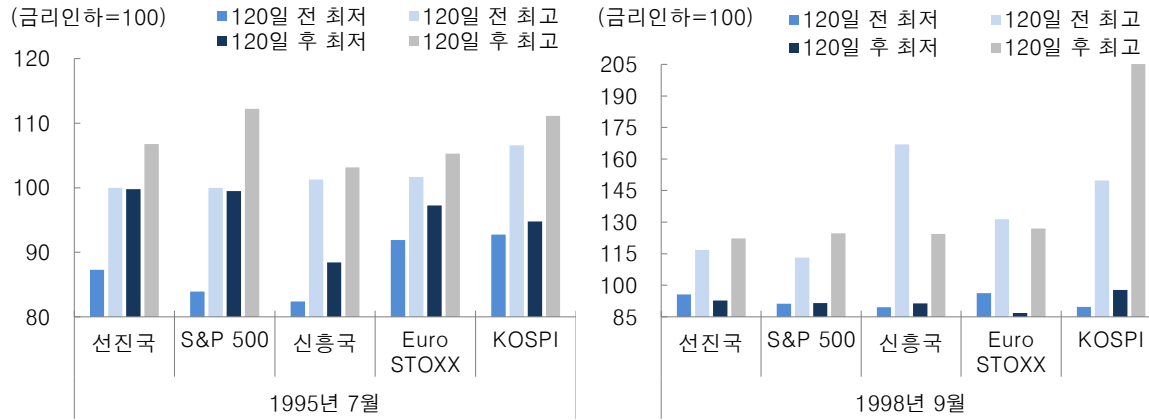


자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 금리인하 = 증시 급락은 시장의 오해, 시스템 위기로 인한 경기/증시 충격으로 금리인하를 단행
- 일각에서는 금리인하 사이클 진입시 증시 급락 우려.
- 2000년 이후 세 번의 금리인하 사이클에서 매번 증시 급락이 전개되었던 것이 사실.
- 당시 세 번은 IT버블, 금융위기, 코로나 19 등 시스템 리스크, 경기충격이 컸던 위기국면. 위기대응을 위한 급격한 금리인하 조치였던 것
- 반면, 1990년대 세 번, 2019년 금리인하 사이클에서 미국 증시는 큰 폭의 상승세를 기록.
- 위기 대응이 아닌 물가 레벨다운에 따른 기준금리 레벨다운, 경기불안, 금융시장 불안에 선제적이 대응.
- 24년 금리인하는 경기회복과 상관없이 물가 안정시 시행하는 통화정책, 기준금리 정상화 국면. 경기 & 유동성 모멘텀 회복에 주목.
- 1990년대와 유사한 흐름 예상

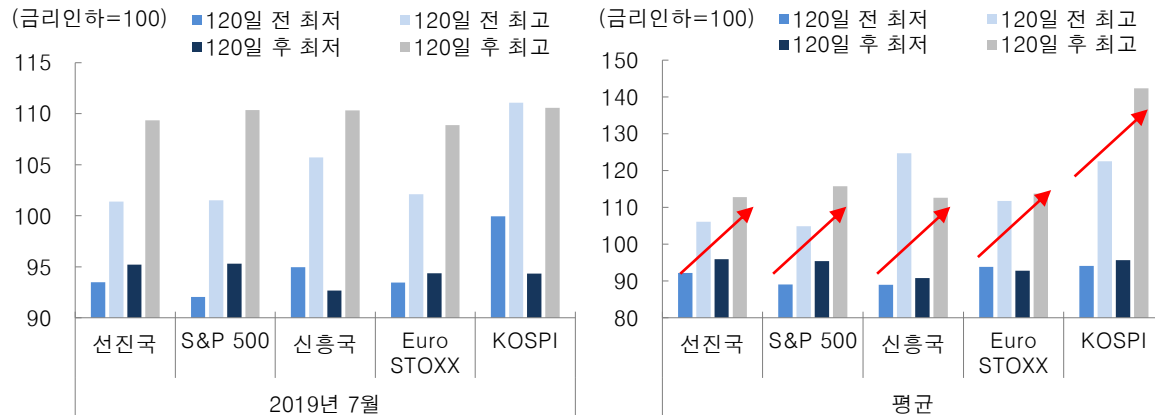
[금리인하] 통화정책 정상화 & 선제적 대응 시 글로벌 증시는 상승추세

선제적 금리인하 당시 글로벌 증시는 상승추세. 단기 변동성 폭도 제한적



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

통화정책 정상화 국면에서 증시는 강세. 최대 조정폭도 10% 미만

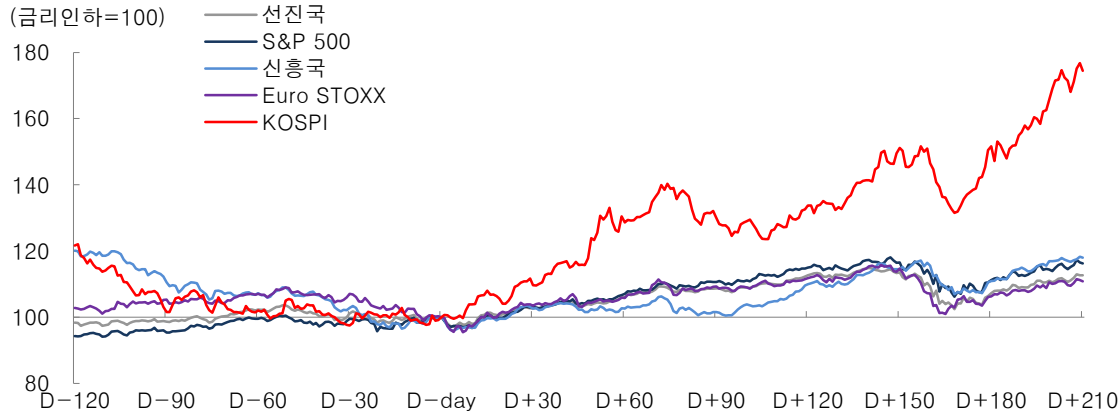


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 경기침체가 아닌 상황에서 금리인하는 증시에 긍정적. 금리인하 이후 상승추세 강화
- 1995년 7월, 1998년 9월 선제적인 금리인하 국면에서 금리인하 전 단기 등락은 있었지만, 금리인하 이후 단기 변동성은 제한적인 상황에서 상승추세 강화.
- 선진국 기준 금리인하 전후 최대 변동성은 5 ~ 10% 수준에 그쳤고, 상승폭은 10 ~ 20%까지 확대
- 통화정책 정상화 차원에서 금리인하가 있었던 2019년의 경우 더 안정적인 주가 상승흐름 전개.
- 금리인하 120일 전후 최대 변동 폭이 5% 전후 수준에 그쳤고, 글로벌 증시는 금리인하 이후 10%대 상승
- 평균적으로 금리인하 전후 최대 10%의 조정은 있었지만, 금리인하 이후 10% 이상의 상승추세 전개. 조정시 비중확대 전략 유효

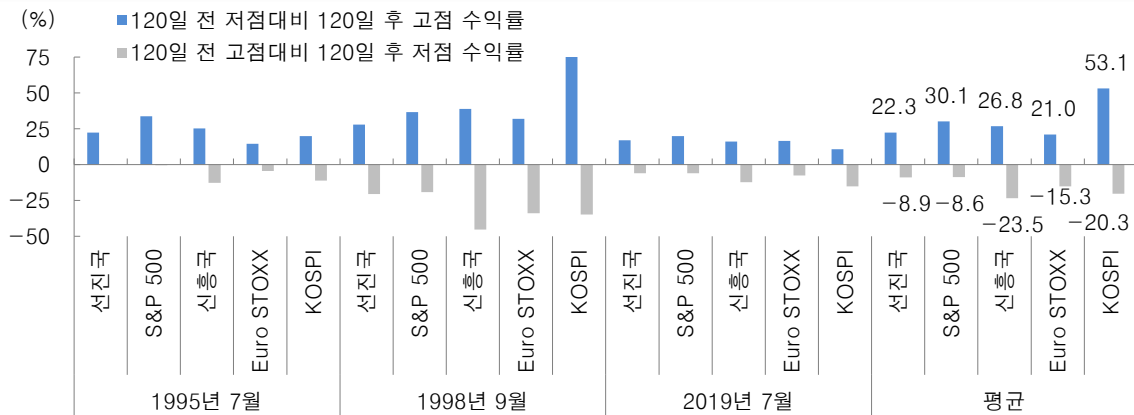
[금리인하] 통화정책 정상화 & 선제적 대응 시 글로벌 증시는 상승추세

경기침체가 아닌 상황에서 금리인하 전후 등락은 있지만, 금리인하 이후 1년간 상승추세 전개



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

금리인하 전 변동성 확대시 주식 비중을 늘리면 금리인하 이후 20 ~ 30% 수익률 확보 가능

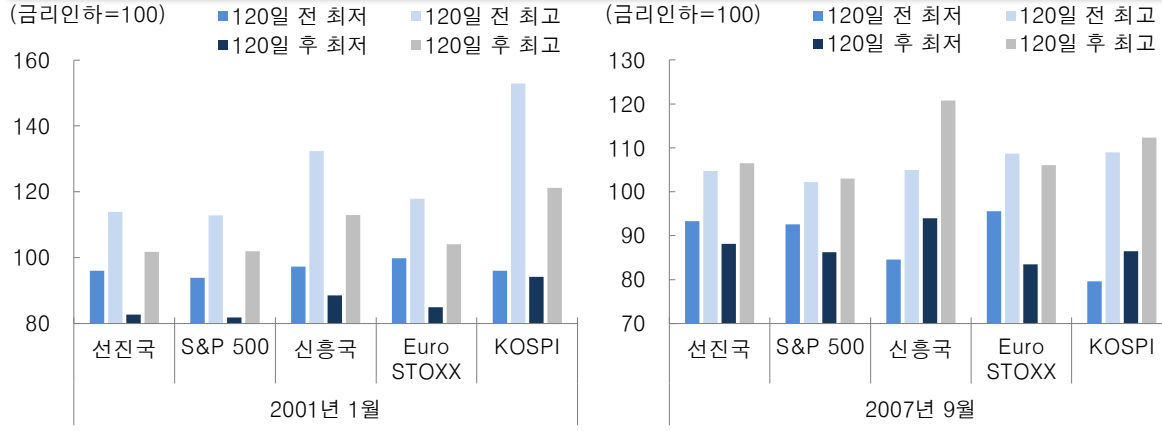


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 금리인하 전 변동성 확대는 비중확대 기회. 평균 20 ~ 30% 수익률 확보 가능
- 경기침체가 아닌 상황이라도 금리인하 전후 변동성 확대는 불가피.
- 선제적인 금리인하, 통화정책 정상화 이유가 될 리스크 확대가 있었기 때문.
- 하지만, 금리인하 이후 1년 간은 평균 20% 전후 상승추세 전개.
- 단기 변동성 확대는 비중확대 기회. *KOSPI는 97년 IMF 이후라는 특수성 반영
- 금리인하를 기점으로 120일 전 저점에서 주식비중을 늘린다면 금리인하 이후 고점까지 20 ~ 30% 수익률 확보 가능.
- 120일 전 고점에서 120일후 저점까지 하락폭은 10% 전후로 제한적
- 선제적 또는 정상화 차원에서 금리인하는 글로벌 증시의 상승추세 동력

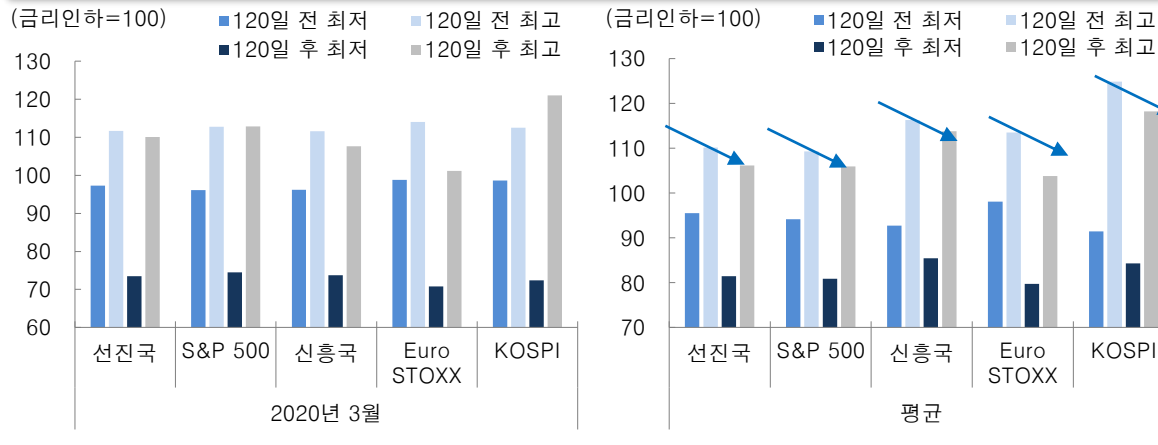
[금리인하] 위기 대응 시 주식시장 변동성 확대 불가피. 반등도 제한적

IT버블 전 급등. 금리인하 이후에도 15% 이상 급락. 금융위기 금리인하 이후 반등은 5% 정도



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

금리인하 전 고점보다 금리인하 이후 고점이 낮아... 단기간에 추세 반전을 기대하기 어려워

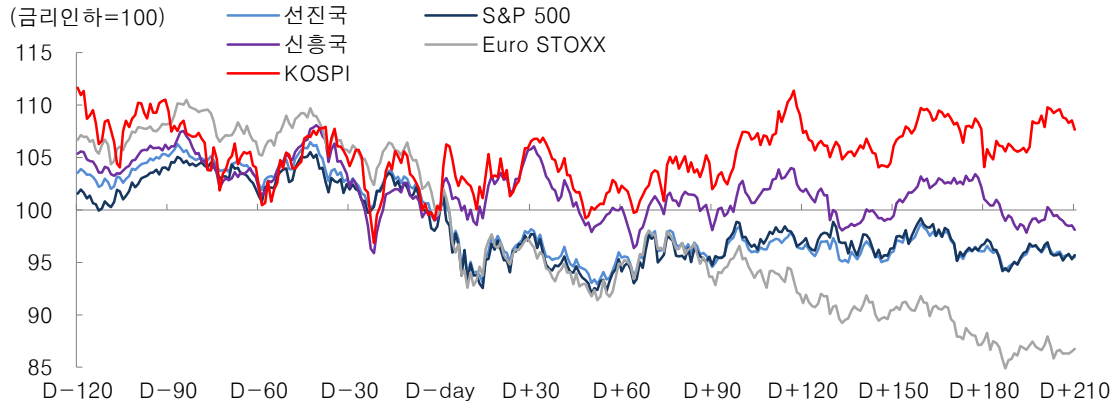


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 시스템 리스크, 경기침체 국면 진입으로 인한 금리인하는 증시 변동성을 제한하는 요인
- 2001년 1월 IT버블, 2007년 9월 글로벌 금융위기 당시 금리인하는 시차를 두고 분위기 반전에 긍정적인 동력이 되었지만, 단기 급락 불가피.
- 경기충격 이전 버블과 경기호황으로 인한 강제국면 전개
- 하지만, 금리인하 이후 10 ~ 15% 하락세 전개.
- 코로나19 당시에는 금리인하 이후 25% 전후 급락.
- 금리인하 이후 고점도 5% 수준에 그침.
- 즉, 금리인하 전 고점보다 낮은 반등세를 보인 것
- 평균적으로 금리인하 전후 최대 20%의 조정은 있었고, 금리인하 이후 반등폭은 5% 전후에 그친 것.
- 위기대응을 위한 금리인하가 시장 추세 반전, 상승추세 전개의 동력이 되지 못했다고 볼 수 있음

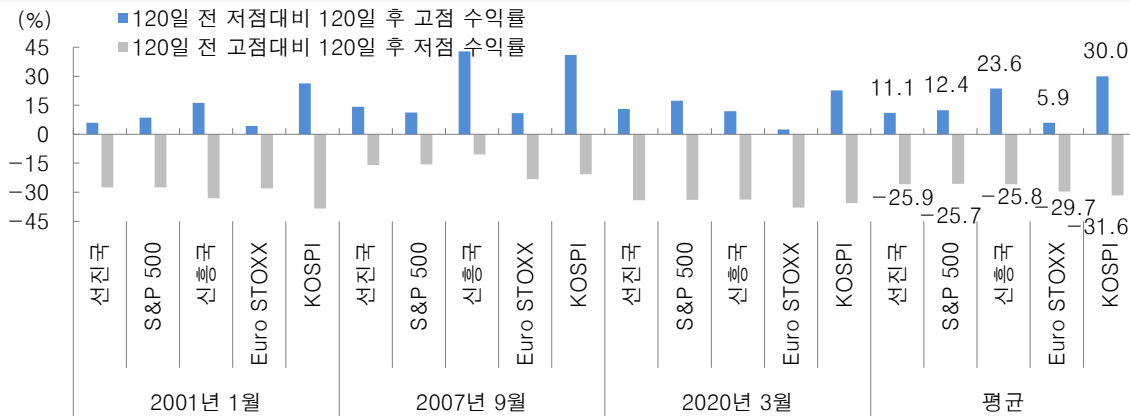
[금리인하] 위기 대응 시 주식시장 변동성 확대 불가피. 반등도 제한적

위기국면으로 인한 금리인하는 변동성 제어 변수. 이후 1년 간은 박스권 등락



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

위기대응 금리인하에도 증시 충격을 피해갈 수는 없어... 평균 고점대비 25% 수준의 급락 전개



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 금리인하 이후 반등강도보다 증시 충격이 더 컸던 상황. 리스크 관리가 필요
- 위기 대응으로 인한 금리인하는 급락세에 제동을 걸고 단기 반등을 야기하기도 했지만, 1년 기간 동안 추세반전 동력은 되지 못함.
- 평균적으로 금리인하 이후 저점과 금리인하 직전 고점 사이에서 박스권 등락을 이어간 것으로 나타남
- 금리인하를 기점으로 120일 전 저점 금리인하 이후 고점까지 반등은 평균 10% 전후.
- 유럽은 5%대에 그침. 반면, 120일 전 고점에서 120일 후 저점까지 하락폭은 25% 수준까지 확대.
- 반등 탄력보다 변동성 확대가 더 큰 것으로 확인
- 경기침체, 시스템 리스크 확대 등으로 인한 금리인하는 위기관리가 필요함을 시사

Upside Potential : 중국발 나비효과

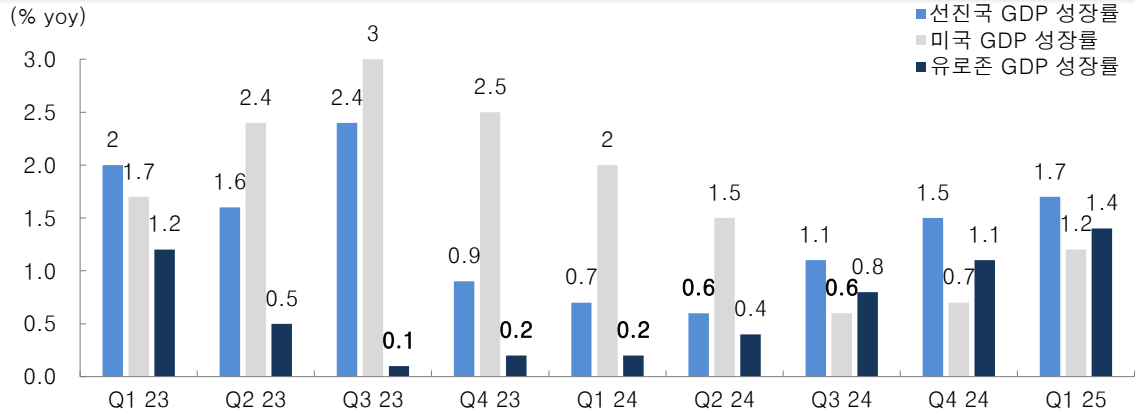
Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

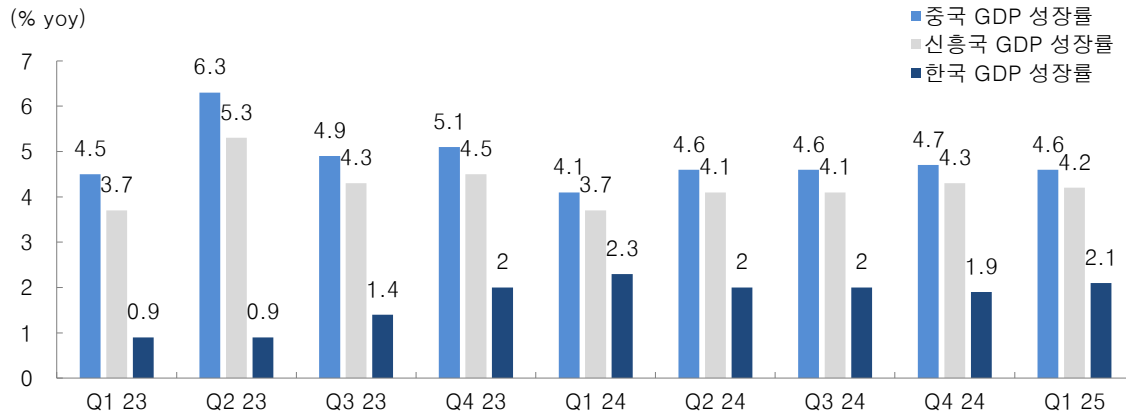
[Macro] US Vs. Non-US. 상황 역전 & 하반기 방향성 동조화

엇갈리는 경기 저점. 미국은 24년 3분기, 유럽은 23년 3분기, 선진국은 24년 1분기



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국을 중심으로 한 신흥국 경기 저점은 24년 1분기, 한국은 23년 상반기

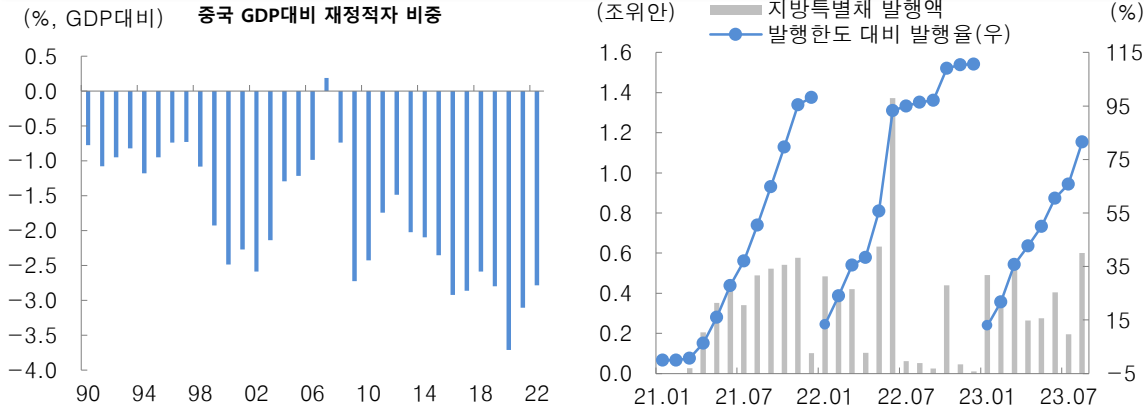


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 미국 경기둔화 불가피. 그러나 미국 이외의 지역/국가 경기 저점 통과 & 모멘텀 양호
- 23년에 이어 24년 글로벌 경기 가시성 낮음. 글로벌 주요국들 간, 선진국 내에서도 경기방향성이 엇갈리기 때문.
- 경기 저점을 보면 미국 24년 3분기, 유럽 23년 3분기, 선진국 24년 1분기
- 이 과정에서 독보적인 경제성장을 보였던 미국 모멘텀이 상대적으로 낮아지고 유럽 모멘텀이 기저효과에 의해 강해짐.
- 명확한 것은 24년 하반기 이후 글로벌 선진국 모두 경기모멘텀 회복/강화국면으로 진입한다는 점
- 신흥국 경기는 중국이 주도, 24년 1분기 소폭 둔화 이후 완만한 모멘텀 회복세 예상.
- 한국은 반도체 사이클 영향으로 23년 상반기 저점 통과. 24년 GDP 성장률 2%대 진입 가능

[Macro] 중국 경기부양정책 강화. 시차를 두고 중국 경기 회복에 힘이 실릴 것

GDP대비 재정적자 비율 +3.0%에서 +3.8%로 상향 조정



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국 경기 선행 지표들 저점에서 반전. 24년 하반기 중국 경기회복 속도 빨라질 수 있어...

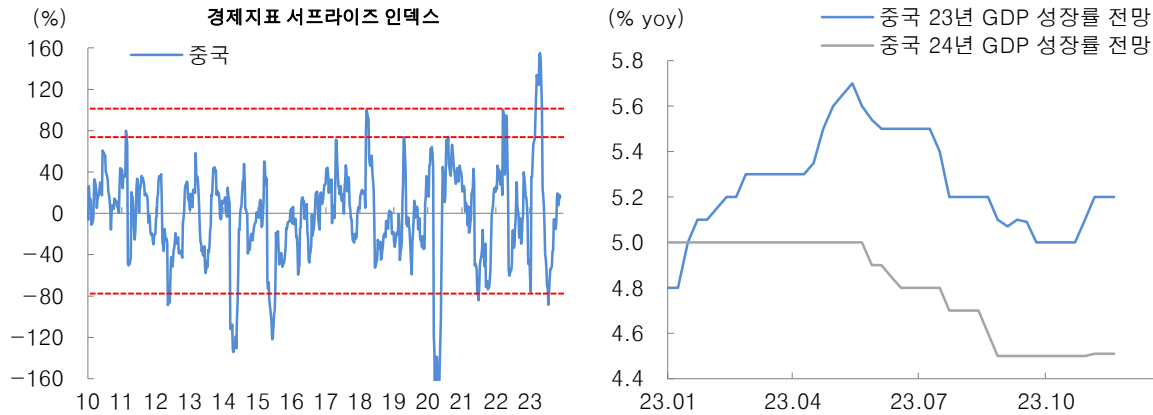


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 중국 정부의 리스크 관리 강화 & 경기 부양 의지 강화. 재정 적자 비율 코로나 19때보다 확대
- 10월 들어 중국 정부가 여느 때보다 강력한 경기부양 의지를 피력하고, 실질적인 정책 강화에 박차를 가하고 있음.
- 10월 25일 전국인민대표대회 상임위원회는 추가 국채 발행을 위해 GDP대비 재정 적자 규모계획을 GDP대비 +3.0%에서 +3.8%로 상향 조정.
- 코로나 19 당시 3.7%보다 높은 수준. 조달 자금은 주로 인프라 투자(재난 후 복구 및 재건)와 지방정부에 이전재원으로 사용될 전망
- 중국 정부의 광폭행보는 정부가 중국의 구조적 성장 모멘텀 둔화에 대해 예의주시하고 있음을 강조하며 경제 주체의 소비 및 투자심리를 지속적으로 개선시키기 위한 것으로 판단.
- 시차를 두고 중국 경기회복에 긍정적인 모멘텀이 될 것으로 전망

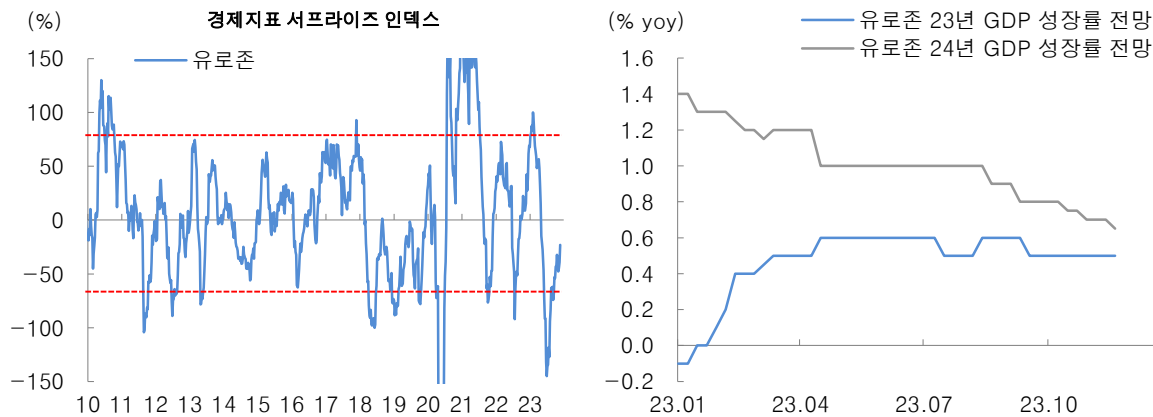
[Macro] 중국, 유럽에 주목해야 할 시점

중국 경제지표 서프라이즈 인덱스 플러스 반전, GDP 성장률 전망 상향조정



자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

유로존 경기불안 여전하지만, 경제지표 서프라이즈 인덱스 마이너스 폭 축소

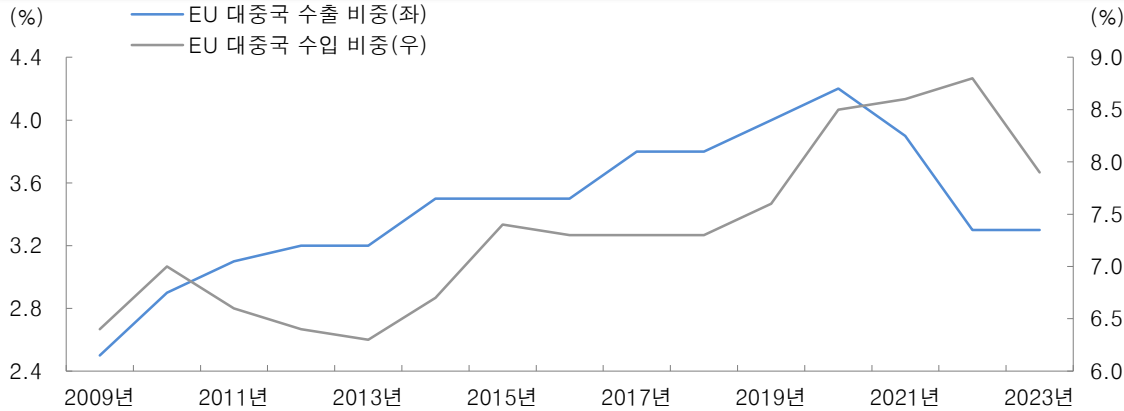


자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 미국 경기둔화 불가피. 그러나 미국 이외의 지역/국가 경기 저점 통과 & 모멘텀 양호
- 24년 상반기에는 미국 경기둔화 폭과 강도, 침체 여부에 집중할 수 밖에 없을 것.
- 그러나 이러한 혼란스러운 상황 속에 시장의 기대가 낮은 중국과 유럽 변화에 주목해야 한다고 생각
- 일단, 중국의 경기 저점통과 가시화. 여전히 중국 경기에 대한 기대는 낮지만, 최근 경제지표가 저점권에서 회복세를 보이고 예상보다 양호한 경제지표들이 발표되고 있음.
- 경제지표 서프라이즈 인덱스 플러스 반전. GDP 성장률 전망도 23년 5월 이후 처음으로 소폭 상향조정
- 유럽은 여전히 부진한 경기상황이지만, 최악의 상황에서 벗어나는 중.
- 경제지표 서프라이즈 인덱스, 마이너스 폭 축소. 중국 경기회복이 더욱 뚜렷해질 경우 유럽 경기에도 긍정적인 변화 기대

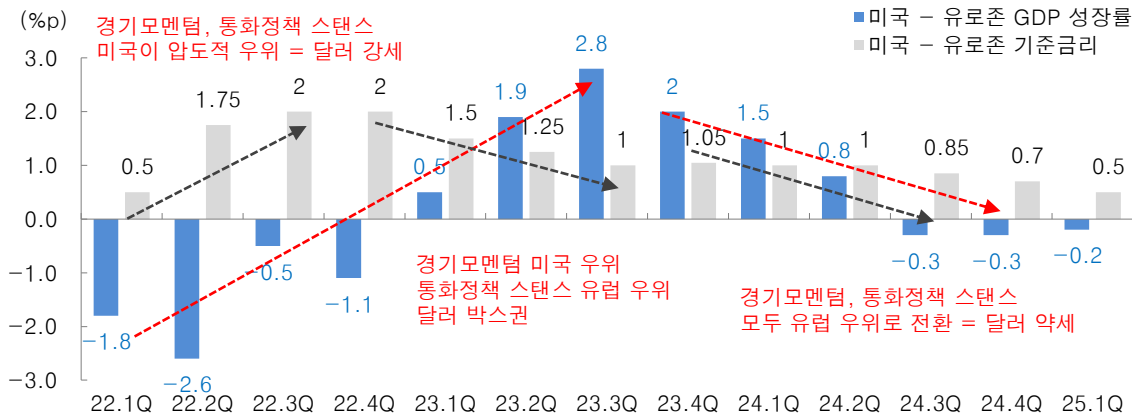
[달러화] 중국 경기회복의 나비효과... 달러 약세 압력 확대

금융위기 이후 중국 의존도가 높아진 EU. 중국 경기회복시 긍정적인 변화 기대



자료: Euro Stat, Bloomberg, 대신증권 Research Center

순환적인 유럽 경기/통화정책 모멘텀 우위 = 예정된 달러 약세. 유럽 모멘텀이 더 강해진다면?



자료: Euro Stat, FED, ECB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 중국 의존도가 높아진 EU, 중국발 훈풍 기대. EU 경기모멘텀 강화시 달러 약세 압력은 커질 것
- 중국 경기회복은 중화권, 신흥아시아 권역에 긍정적인 영향을 미치는 것은 물론, EU 경기에도 훈풍을 불러올 수 있다고 생각.
- 실제로 금융위기 이후 EU는 교역 측면에서 중국 의존도가 높아졌음.
- 대중국 수출은 5 ~ 7위권으로 올라왔고, 대중국 수입은 독일에 이어 2위권으로 레벨업.
- 23년 EU 경기부진 심화에 중국 경기악화가 있었던 만큼 중국 경기회복시 EU 경기회복에도 플러스 동력이 될 전망
- 이 경우 달러 약세 압력 확대 예상. 현재 순환적인 구도만으로도 23년 3분기 정점으로 미국, 유로존 경기격차는 축소, 24년 하반기에는 유럽 GDP 성장률이 미국보다 우위를 보일 전망.
- 여기에 추가적인 경기모멘텀 회복세가 가세할 경우 유럽과 미국 GDP 성장률 격차는 커지고, 달러 약세 압력도 확대 될 것

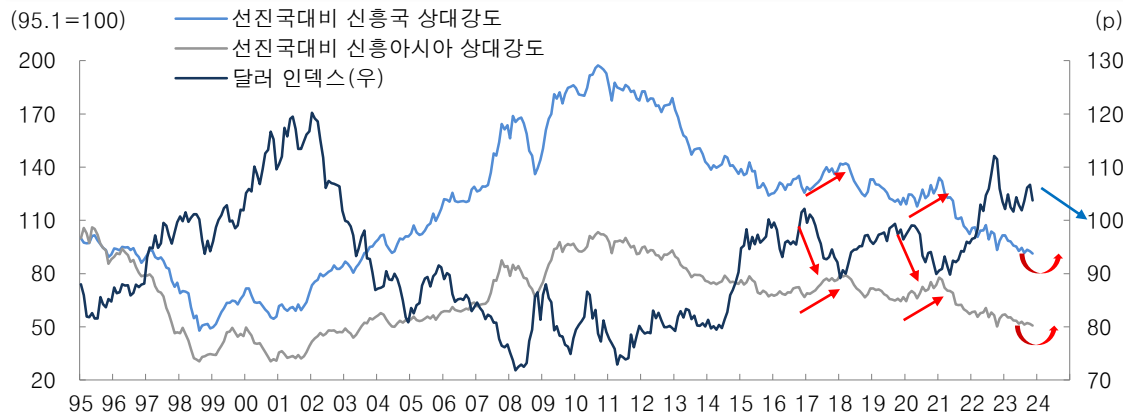
[달러화] 달러 약세압력 확대시 신흥국 증시 상대적 강세 가능

달러 인덱스, 하락세 지속될 전망. 24년 98p 지지력 테스트 가능성



자료: 대신증권 Research Center

달러 약세는 신흥국, 신흥 아시아 증시 상대적 강세로 이어져



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 23년 4분기부터 달러 약세압력 확대. 신흥국 통화 / 증시 상대적 강세 전망
- 달러화는 기술적 분석 측면에서도 22년 9월말 고점으로 중기 하락추세 진행 중.
- 주간 차트 상 40주, 50주 이동평균선 하락세
- 9월, 10월 106p를 상회하는 수준은 단기 오버슈팅.
- 이후 미국 경제지표 부진, 물가 안정에 힘입어 달러화 레벨다운. 최근 유럽 경제지표 회복세가 유로 반등, 달러 하락 압력을 높이고 있음.
- 2024년에는 100p를 하회 가능성 열려 있음
- 향후 달러 약세 압력확대는 최근까지 상대적으로 부진했던 신흥국, 신흥 아시아 증시에 우호적인 변화.
- 달러 약세 압력이 커질수록 미국 이외의 지역으로 글로벌 유동성이 이동할 것

KOSPI 실적 전망 하향조정되어도 상승여력 20 ~ 30%

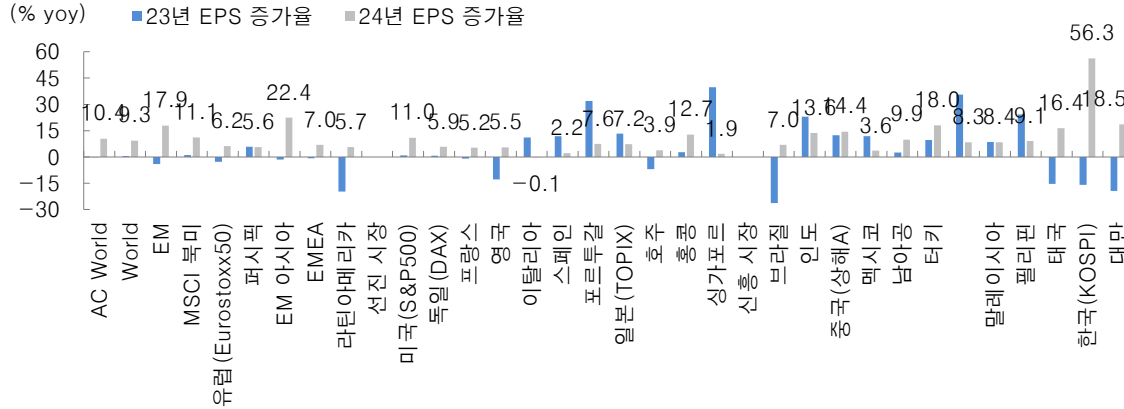
Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

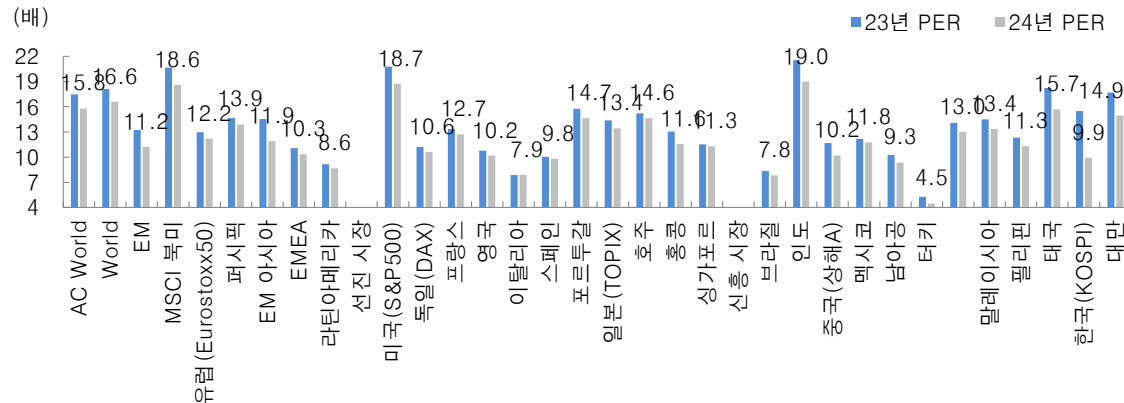
[이익모멘텀] 글로벌 주요국 EPS 증가율 23년 대비 24년 개선. 한국 1위

글로벌 주요국 EPS 증가율 확대. 한국은 23년 -15.9%에서 24년 +56.3%로 반전. 주요국 중 1위



자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

23년 밸류에이션 부담이 컸던 한국 증시, 24년 PER은 10배 이하

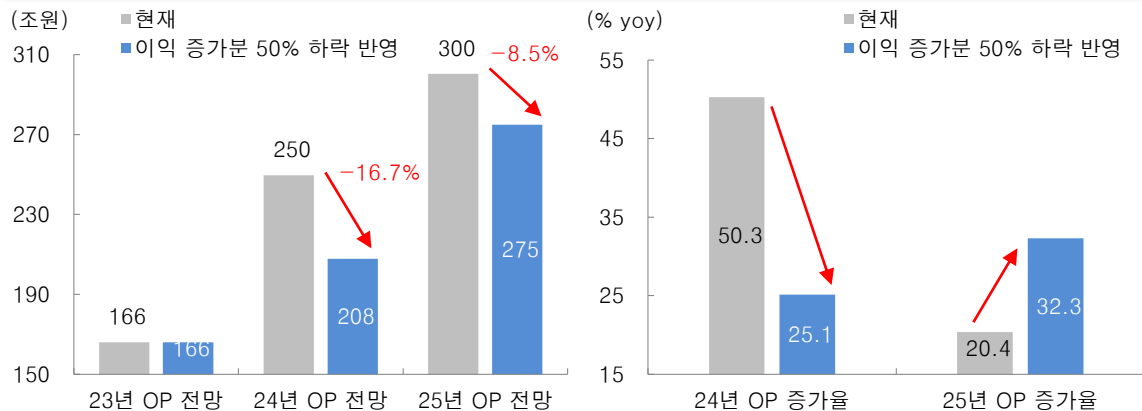


자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

- 24년 이익모멘텀 회복/강화 예상. 단연 돋보이는 한국(56.3%) 이익모멘텀
- 24년 글로벌 주요국들의 이익모멘텀은 23년보다 강해질 전망이다.
- 글로벌 기준 24년 EPS 증가율은 10.4%로 23년 -0.1%에서 반전 예상.
- 신흥국도 -4.1%에서 17.9%로 모멘텀 강화 기대
- 그 중에서도 한국이 가장 강한 이익모멘텀을 보여줄 전망이다.
- 한국의 24년 이익모멘텀은 56.3%, 24년 PER은 9.9배로 레벨다운
- 눈높이 조정을 감안하더라도 24년 경기, 이익, 밸류에이션의 반전,
- 25년까지 모멘텀 유지 등을 감안할 때 한국 증시 매력도는 지금보다 배가될 가능성이 높음

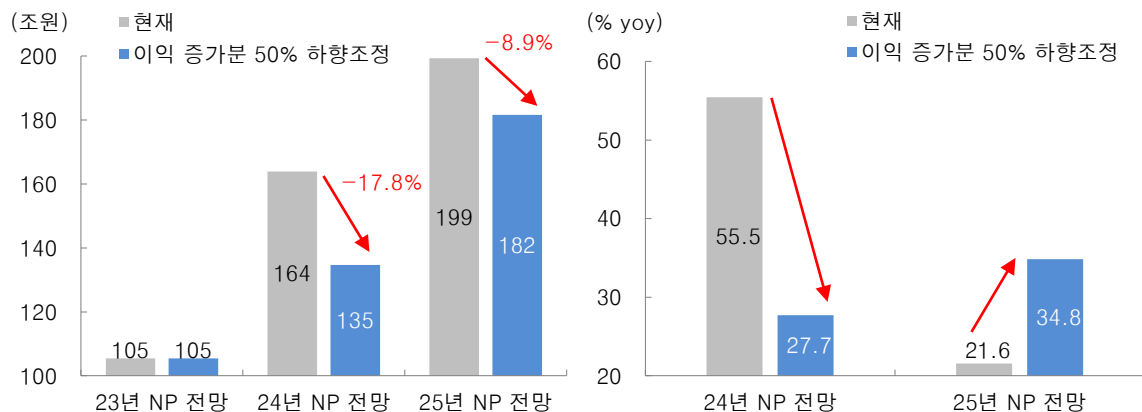
[이익모멘텀] 실적 하향조정을 감안하더라도 상승여력 충분

24년, 25년 영업이익 증가분 반감될 경우 오히려 25년 이익모멘텀 32%로 레벨업



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

24년, 25년 순이익 증가분 반감될 경우 25년 이익모멘텀 35%로 레벨업

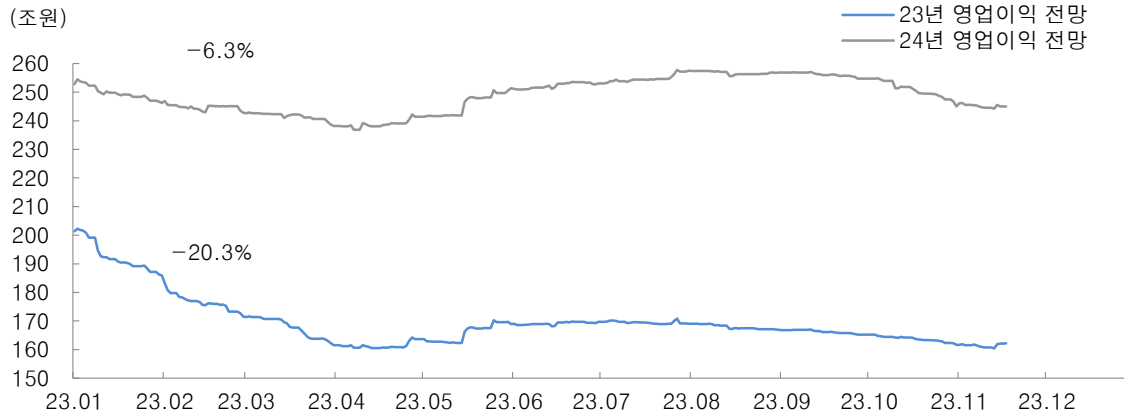


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 24년, 25년 실적 증익이 반감되더라도 이익모멘텀 유효. 25년 모멘텀은 더 강해져
- 한국, KOSPI의 24년 이익모멘텀이 50%를 상회한다는 점에 신뢰도가 낮은 상황
- 실적에 대한 눈높이가 너무 높다는 의견이 많은 것이 사실.
- 이로 인해 24년 KOSPI 상승은 제한적이라는 예상도 존재.
- 하지만, 25년 이익모멘텀까지 감안할 때 24년 KOSPI는 20 ~ 30% 상승여력 존재한다고 판단
- 24년, 25년 모두 연간 실적 증가분이 현재 예상보다 절반으로 감소한다고 가정했을 때 24년 이익모멘텀은 50%대에서 20% 중후반으로 레벨다운.
- 하지만, 25년 이익모멘텀은 24년 기저 효과로 20%초반에서 30%초중반으로 레벨업.
- 오히려 24년 KOSPI 흐름에 우호적인 변화로 볼 수 있음

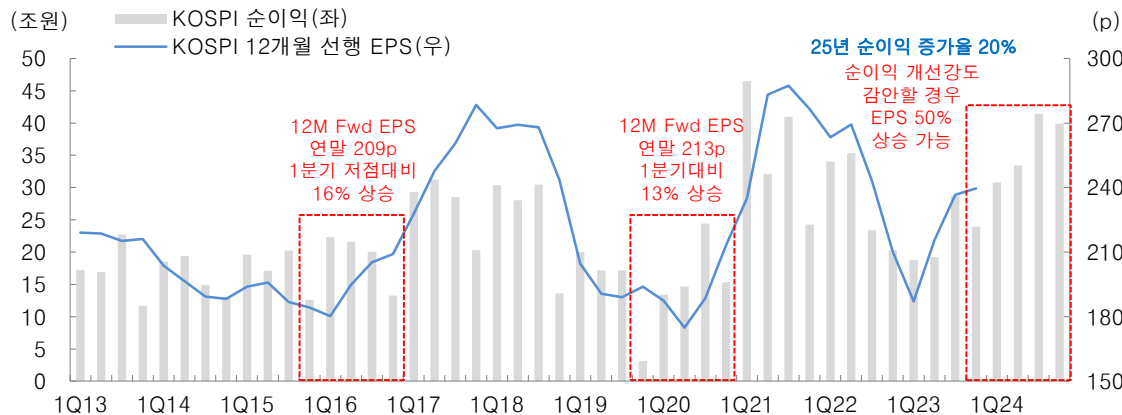
[이익전망] 12개월 선행 EPS, 순이익 상승추세 지속

23년, 24년 영업이익 전망, 상반기 하향조정 이후 견조한 흐름 지속



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

23년 1Q 순이익 저점, 25년까지 이익 레벨업 감안할 경우 12M Fwd EPS, 순이익 상승추세 유효



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 실적 눈높이 조정에 의한 등락 감안. 24년, 25년 실적 레벨업 = 선행 EPS, 순이익 상승추세 지지
- 3분기 실적시즌 동안 12개월 선행 EPS, 순이익 하향조정.
- 3분기 실적 불안, 23년 하반기, 24년 실적전망 하향조정의 여파.
- 단기적으로 하반기 실적 시즌에 실적 기대와 현실 간의 눈높이 조정 영향
- 24년, 25년 실적 레벨업을 감안할 때 12개월 선행 순이익, EPS 상승추세는 지속될 전망.
- 23년 4분기를 지나면서 12개월 선행 EPS와 순이익 전망은 상향조정을 재개해 나갈 것
- 오히려 24년에는 25년 영업이익, 순이익 레벨이 추가적으로 상향조정되면서 12개월 선행 EPS와 순이익 전망의 상승세가 가팔라질 수 있음

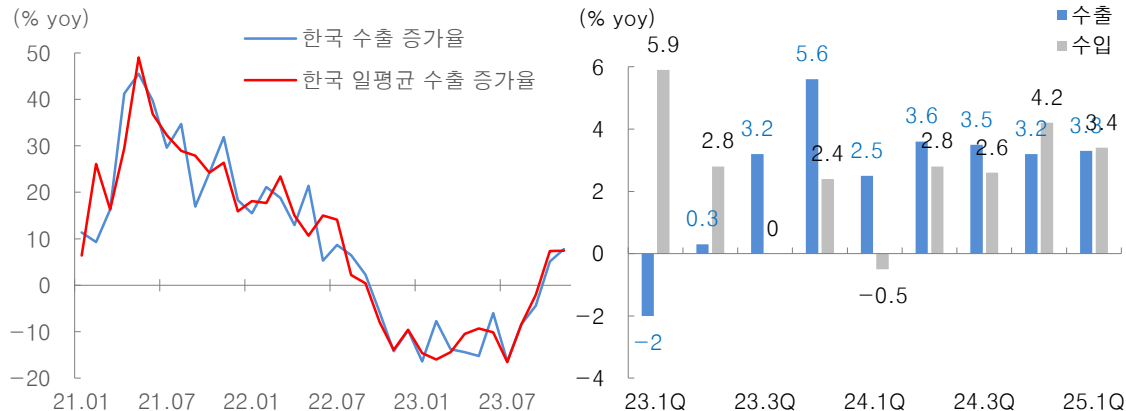
[이익전망] 글로벌 제조업 경기, 반도체 사이클. 그리고 한국 수출

DRAM가격은 ISM제조업지수 고점 이후에도 지속 상승



자료: ISM, DRAMeXchange, 대신증권 Research Center

한국 수출 모멘텀 13개월만에 플러스 반전 & 개선세 지속 전망

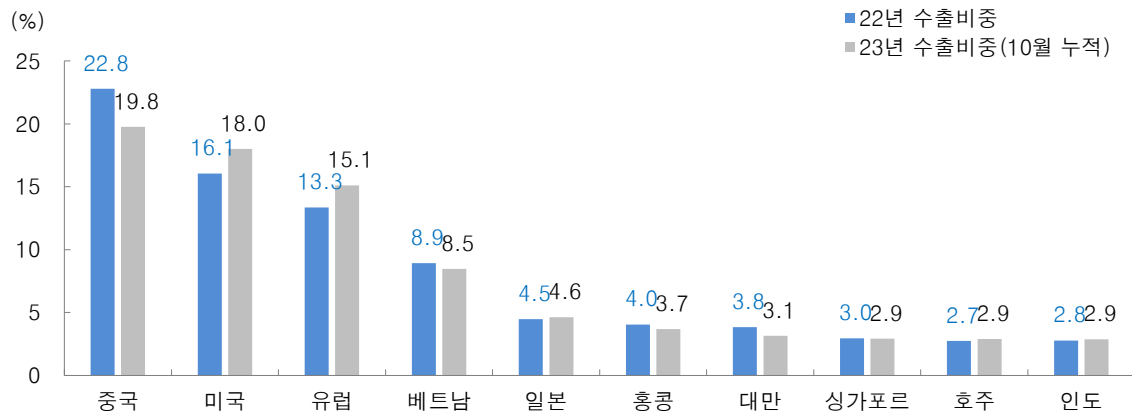


자료: 관세청, 산업통상자원부, CEIC, 대신증권 Research Center

- KOSPI 실적에 영향력이 큰 ISM 제조업지수 반등, 반도체 상승 사이클, 수출 개선
- KOSPI 이익전망 개선을 지지하는 변수들도 우호적으로 변하고 있음
- 일단, ISM 제조업지수는 최근 저점권에서 벗어나 반등 중.
- 회귀분석에 의한 사이클은 24년 상반기까지 반등세를 이어갈 전망.
- 이와 함께 반도체 사이클 또한 현재시점부터 약 2년간의 상승사이클 전개 예상.
- 24년 하반기 ISM 제조업지수와 반도체 사이클이 디커플링되더라도 2024년 실적 개선세 유효
- 반도체 업황/실적 개선은 한국 수출모멘텀 회복/강화로 이어질 전망.
- 10월 한국 수출 모멘텀은 13개월 만에 플러스 반전.
- 기저효과가 소멸되는 24년에도 수출 모멘텀 꾸준히 개선될 것으로 전망

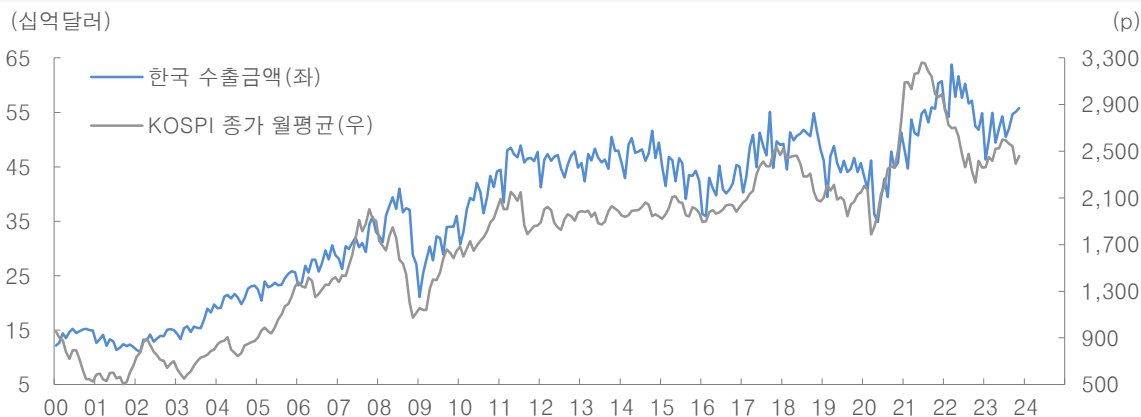
[수출] 미국 경기 둔화에도 수출 개선 가능. KOSPI 저평가 영역에 위치

미국 수출비중 18%까지 레벨업. 중국, 유럽 비중 35%에 달해. 아세안 비중은 49%



자료: 관세청, 산업통상자원부, CEIC, 대신증권 Research Center

KOSPI는 수출대비 저평가 영역에 위치



자료: 관세청, 산업통상자원부, CEIC, FnGuide, 대신증권 Research Center

- 중국, 유럽 수출 의존도 35%에 근접. 미국 경기침체만 아니면 한국 수출 개선 가능
- 미국 경기둔화 국면에서 한국 수출 개선에 대해 회의적인 의견이 많은 상황.
- 물론, 수출 개선 강도가 제한적일 수 있지만, 미국이 급격한 경기침체만 아니라면 한국 수출 개선 가능성 높다고 판단
- 최근 한국 수출은 중국 의존도가 낮아지는 한편, 미국, 유럽 등 선진국 의존도 높아짐.
- 이로써 한국은 자연스럽게 수출 다변화 진행 중.
- 그 결과 미국 수출비중이 18%까지 높아졌지만, 중국, 유럽 비중은 35%에 달하고, 아세안 비중은 49%에 달하는 상황
- 다시 돌아와서 중국 경기회복의 중요성이 커진 2024년.
- 중국 경기회복이 아세안, 유럽에 훈풍을 불러일으킬 경우 한국 수출에도 호재가 될 전망

외국인은 한국 증시를 매집하는 중

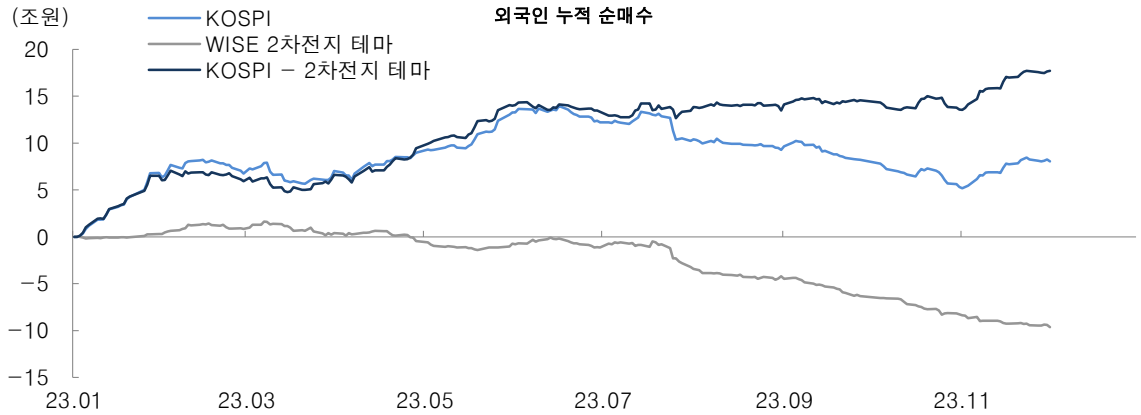
Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

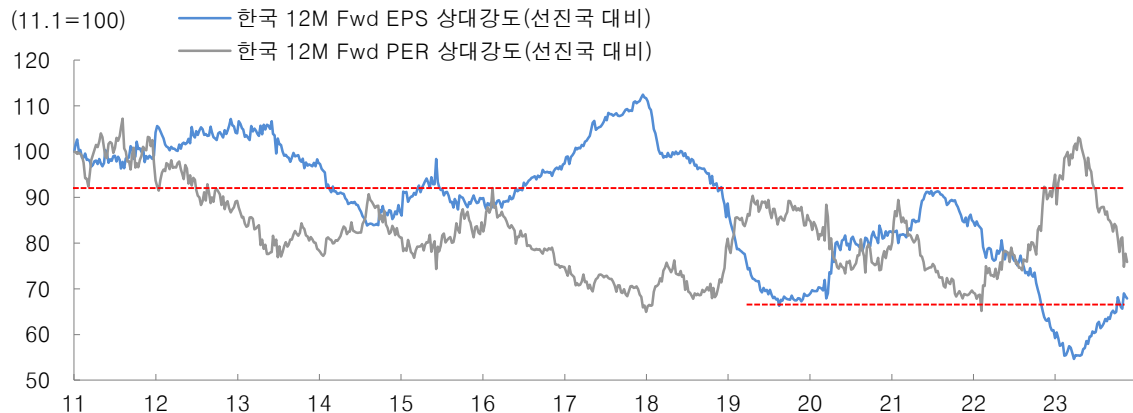
[외국인 수급] 한국 증시 매력도 회복세 지속. 외국인 순매수 유효

23년 3월말 이후 외국인 순매수 기조 유지 중(2차전지 제외시)



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

3월말 이후 선진국대비 한국증시 매력도 개선. 외국인이 3월 이후 KOSPI를 매도하지 않은 이유



자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

- 2차전지 소재를 제외하면 외국인 순매수 기조 유효. 11월 글로벌 금융시장 안정에 대규모 순매수
- 7월 이후 10월까지 외국인 매도에 우려의 목소리가 컸음.
- 그러나 2차전지 업종의 외국인 매매를 제외할 경우 실제로는 3개월 연속 순매수를 기록한 이후 10월 매도 전환.
- 9월에는 순매수 규모 1조원대로 확대. 11월 들어서는 3.4조 이상 순매수
- 외국인 투자자가 매도를 지속하고 있는 것처럼 보이지만, 현실적으로는 외국인 투자자들의 KOSPI 방향성 투자, 비중 확대 전략 유지.
- 실적전망 안정/개선, 밸류에이션 부담 정점 통과/완화 때문. 1분기 실적 시즌, 3월말 이후 선진국대비 밸류에이션 & 이익전망 상대강도 방향성 전환.
- 외국인 투자자입장에서 KOSPI 매력도 회복 중.
- EPS, PER 상대강도 방향성이 바뀌지 않는 한 외국인 순매수 기조 유효

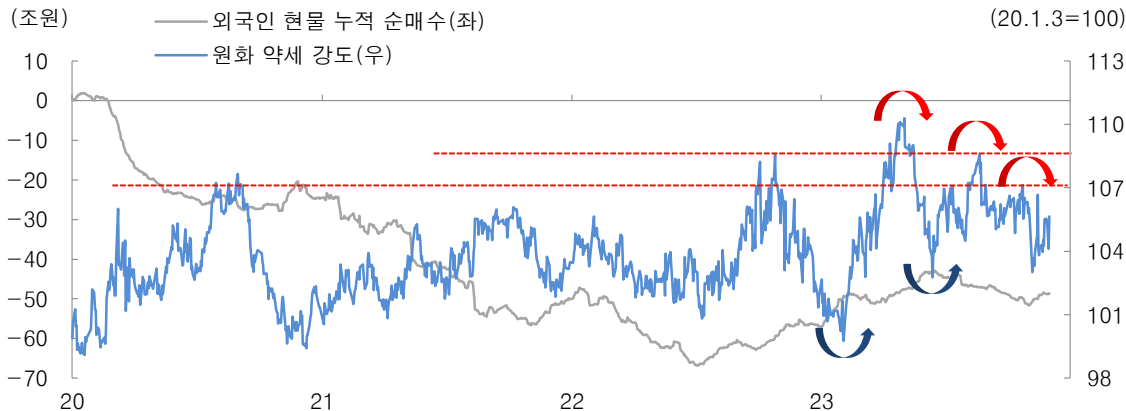
[외국인 수급] 환율 안정까지 가세할 경우 매수 강도 강해질 수 있어...

원/달러 환율 계단식 하락세 이어갈 전망



자료: 대신증권 Research Center

달러대비 원화 약세 정점통과. 과도한 흐름이 정상화되면서 외국인 매수 강화

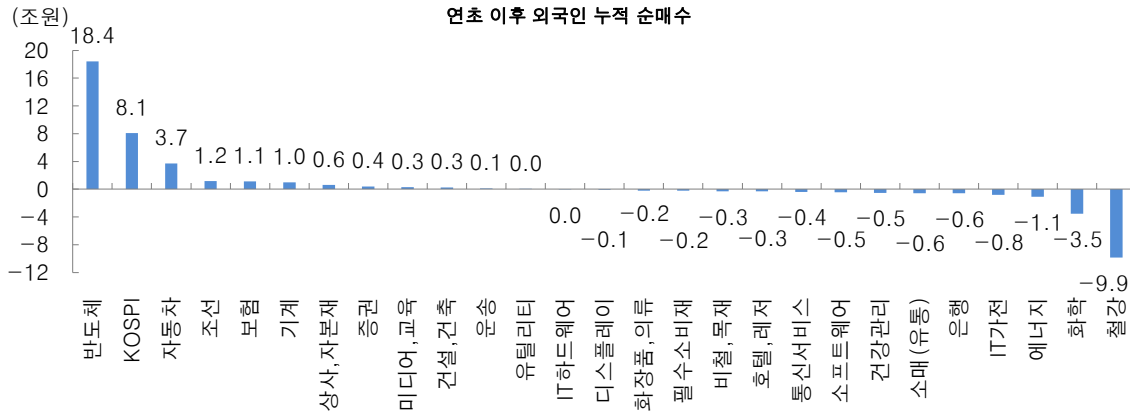


자료: Bloomberg, FnGuide, 대신증권 Research Center

- 점차 원화 강세 압력 확대 예상. 24년에는 1,200원대 초반으로... 외국인 순매수 강화 변수
- 원/달러 환율 하락추세 진행 중. 이동평균선 역배열, 하락세 가시화.
- 연말까지 1,250원, 24년 상반기 중 1,215원선 지지력 테스트 가능성 존재.
- 미국과 한국 간의 GDP 성장률, 기준금리 격차를 보면 23년 연말까지는 박스권, 24년부터는 원화 강세 압력 확대 전망
- 원/달러 환율 측면에서 추가적인 원화 강세 압력 확대시 외국인 투자자 입장에서 환차익을 노릴 수 있을 것.
- 특히, 달러대비 원화 약세압력이 정점권에서 하락반전하고 있어 향후 원화 강세 전환을 기대한 외국인 투자자들의 수급 변화 가능성 확대

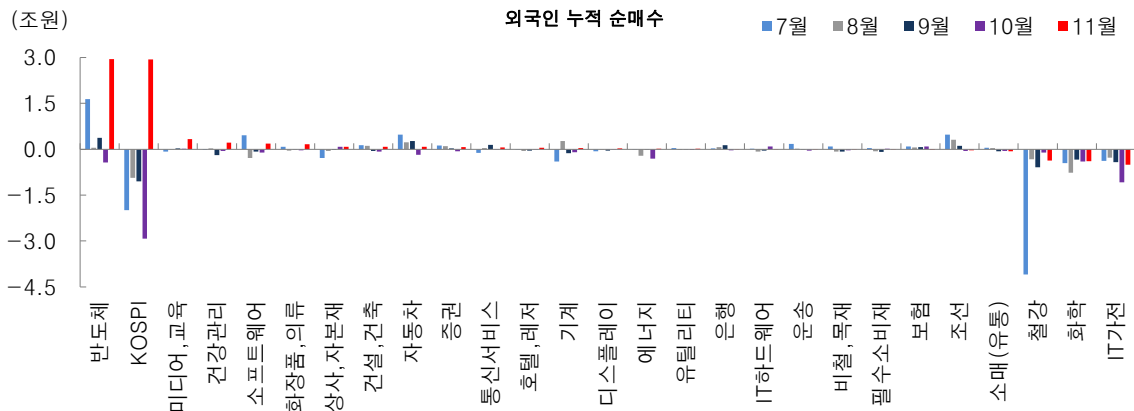
[외국인 수급] 반도체 매수 집중. 자동차, 조선, 보험, 기계 등 1조원 이상 순매수

연초 이후 외국인 KOSPI 8.1조원 순매수. 반도체 18.4조원에 이어 자동차, 조선, 보험 등 순매수



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

공매도 금지에도 2차전지 매도 지속. 미디어/교육, 건강관리, 소프트웨어, 화장품/의류는 숏커버링



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 연초 이후 외국인 매수 업종 = 주도 업종. 2차전지 매도세 여전
- 연초 이후 외국인은 2차전지 매도, 기존 주도주 매수 구도 뚜렷. 반도체를 18.1조원 순매수하면서 KOSPI 시장 8.2조원 보다 10조원 가까이 초과 순매수.
- 뒤를 이어 자동차, 조선, 보험, 기계, 상사/자본재, 증권 등 순매수.
- 7월 2차전지 쏠림현상 심화, 완화와 상관없이 반도체, 자동차 매수 지속
- 11월 들어 증시 분위기 반전과 함께 연초 이후 외국인 순매수 유입된 업종들 중심으로 순매수 재개.
- 2차전지 매도는 여전한 상황.
- 한편, 11월 외국인 순매수에는 6일 공매도 금지으로 인해 단기적으로 미디어/교육, 건강관리, 소프트웨어, 화장품/의류 등에 대한 숏커버링 매수 반영

24년 주요 이슈/이벤트를 바라보는 시각

Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

[이슈 체크] 정치 / 지정학적 리스크 우려 확대? 오히려 완화시 민감도 높을 것

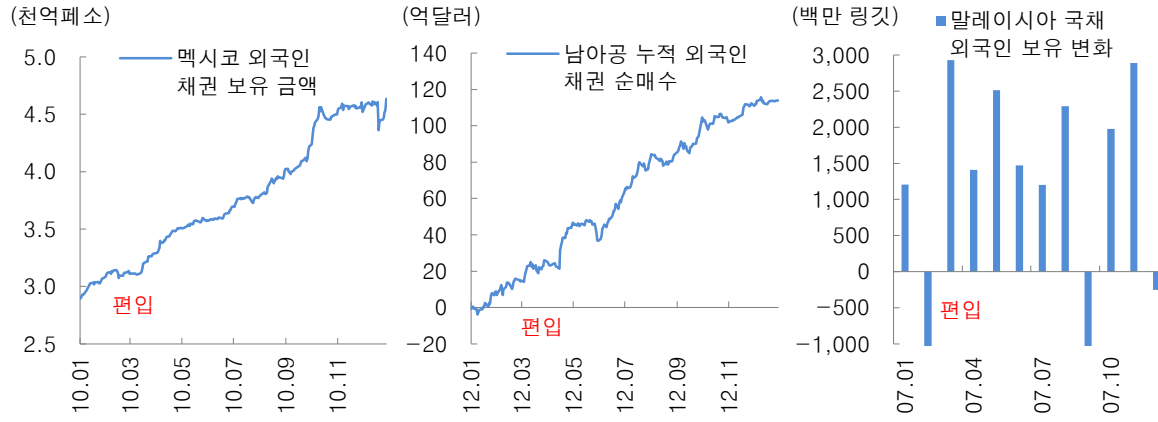
미리 보는 2024년 주요 이벤트



- 시장에서 예상치 못한 리스크 변수가 아니라면 금융시장에 선반영된 변수들... 반대로 생각하면?
- 24년에는 여전히 산적한 지정학적 리스크에 글로벌 주요국들의 선거/정치 이벤트들이 다수 예정
- 1분기부터 지정학적 이슈가 재부각 될 수 있는 대만 총통 선거, 우크라이나/러시아 대통령 선거, 이란/파키스탄 의회 선거와 냉전 이후 최대 규모로 진행될 NATO 연합/합동 군사 훈련 예정.
- 미국 대선의 경우 1분기 후보 경선을 시작으로 하반기 초부터 본격적인 후보 레이스 예정
- 이처럼 다양한 이벤트, 이슈들과 지정학적 리스크는 시장에 상당부분 예상된 것들.
- 시장에 일정부분 선반영 되었다고 판단. 금융시장에 미치는 영향력은 제한적일 전망.
- 오히려 리스크 완화시 시장에는 긍정적인 변화로 이어질 수 있음

[이슈 체크] WGBI 편입, 미국 대선은 변수가 될 수 있어...

WGBI 편입 발표 이후 외국인 채권 보유, 순매수 금액 확대



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

24년 미국 대선, 바이든 Vs. 트럼프 예상 정책 구도, 공통점과 차이점 명확

바이든	정책	트럼프
미국의 정신을 위한 투쟁 (The Battle for the Soul of the Nation)	정책 구호	미국을 계속 위대하게 (Keep America Great)
동맹 및 파트너 국가들과 함께 중국(불공정 관행) 압박. 중국의 부상 심각한 과제로 인식	대중국 정책 (공통)	관세 카드 활용한 중국 불공정 관행 시정 압박. 글로벌 기업들에게 미국 투자 압박
인프라 투자 추진	인프라투자 (공통)	고속도로, 철도, 교량, 광대역 통신망 고도화 등 인프라 투자 추진
파리 기후변화협약 유지. 2050년까지 100% 청정 에너지화, 탄소배출량 0% 달성	환경 에너지	화석에너지 산업 지지, 각종 보조금 지급. 온실가스 배출 억제 관련 규제 철회
기후변화 대응에 대규모 자금 투입	기후 변화	기후변화는 날조, 친환경 정책 전환 거부

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- WGBI 편입시 글로벌 유동성 한국으로 이동 가능. 바이든 Vs. 트럼프 대결구도에서 이해득실
- 이 중 주목해 볼만한 이벤트는 한국 WGBI 편입과 미국 대선
- WGBI 편입(9월 유력)시 채권시장으로 글로벌 유동성 유입 예상.
- 신흥국 중 말레이시아, 멕시코, 남아공은 각각 07년, 10년, 12년에 WGBI 지수에 편입.
- 외국인 채권 보유, 순매수 추이를 보면 편입 이후 자금 유입 뚜렷하게 나타남.
- 채권금리(10년물 기준)도 하향세 전개
- 한편, 24년 미국 대선은 바이든 Vs. 트럼프 대결구도로 20년과 동일한 상황.
- 대선이 미국을 비롯한 글로벌 경제, 증시 흐름에 미치는 영향은 제한적.
- 다만, 정책에 있어 공통된 인프라투자와 상반된 신재생에너지 육성은 산업/업종에 영향력이 있을 것

투자전략 : Numbers에 집중.

반도체, 인터넷, 조선 + 2차전지, 자동차, 제약/바이오

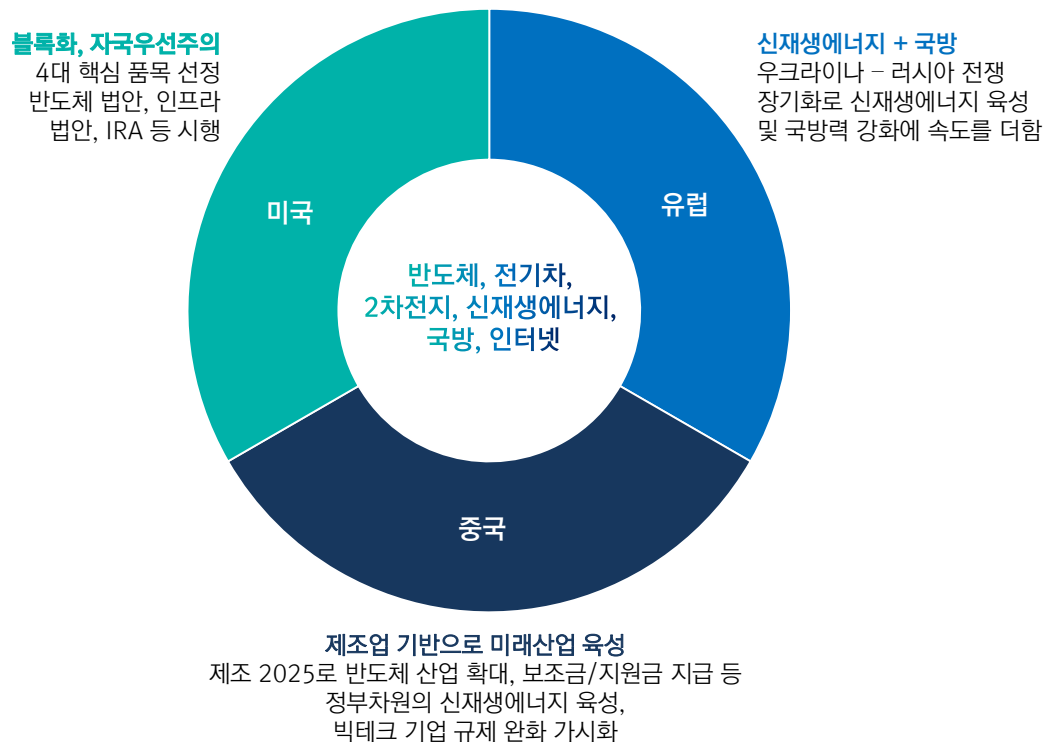
Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

[투자전략] 글로벌 기술 패권 전쟁은 현재 진행형

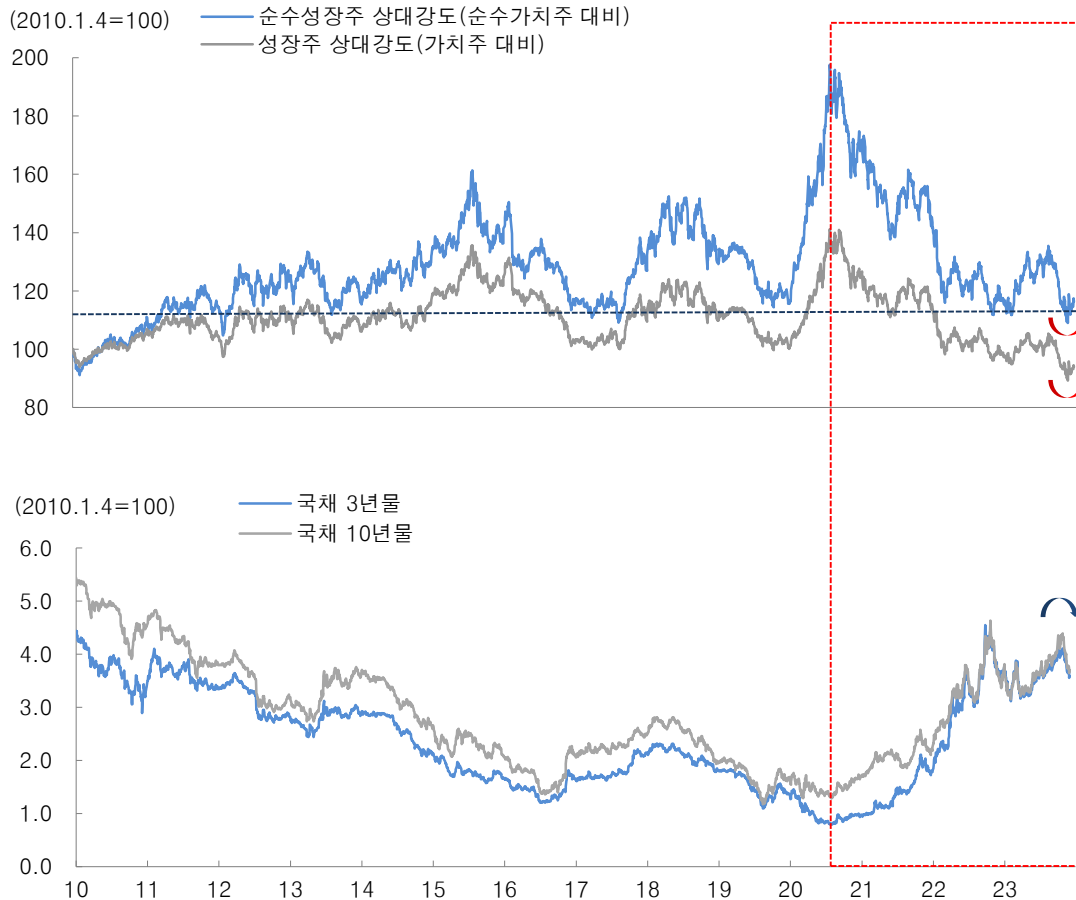
G3의 핵심 전략은 반도체 기술/생산능력 확보 + 신재생에너지로 에너지 독립



- 반도체, 신재생에너지(전기차, 2차전지), 국방에 미국, 중국, 유럽 등 글로벌 주요 국 정책 집중
- 탈세계화가 가속화되는 상황에서 글로벌 투자환경은 저성장, 중금리, 중물가 시대 진입.
- 글로벌 공급망 재편 가속화. 자국 안보를 지키기 위해 탈세계화 인식이 단순 경제를 넘어서 국가안보 범위까지 확대
- 첨단기술 확보를 위한 치열한 움직임과 국가안보와 직결되는 국방 지출 확대.
- 안정적인 에너지 공급을 위해 원자재 수입 의존도를 낮추고 자국 거점화가 용이한 신재생에너지 투자 확대 본격화
- 환경/자동화 관련 산업과 초격차 기술력을 보유한 산업(반도체, 바이오) 주목.
- 탈세계화를 위한 글로벌 기술 패권 전쟁 (Tech cold war) 불가피.
- 미래 성장 동력을 위한 집중 투자의 최대 수혜 산업으로 판단

[투자전략] 금리 안정시 실적이 뒷받침되는 성장주 상대적 강세 예상

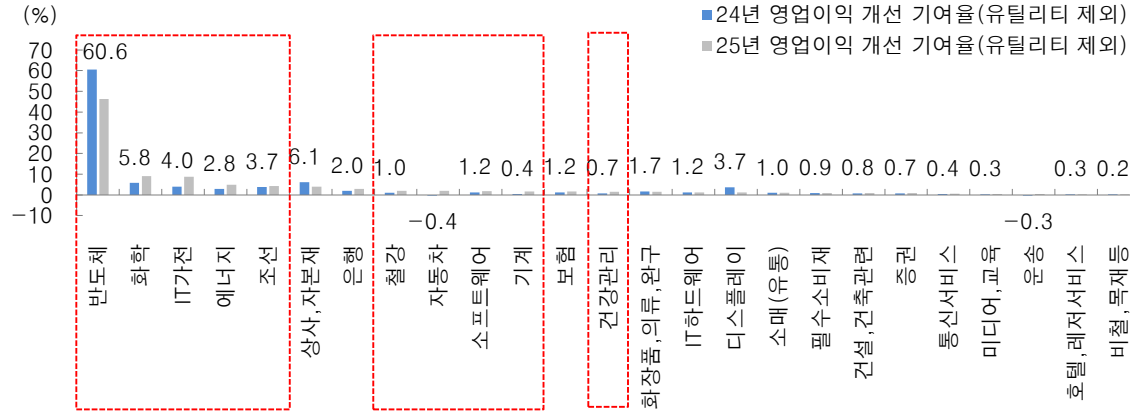
채권금리 하락반전과 함께 성장주 상대강도 반등. 금리인하 국면에서 성장주 가격메리트 부각



- 2023년 네러티브 장세. 24년에는 Numbers가 중요해질 것
- 24년 금리인하가 예정된 상황에서 성장주 강세는 당연한 흐름.
- 최근 채권금리 하락반전과 함께 성장주 상대강도 반등.
- 현재 가치주대비 현저히 저평가 받고 있는 성장주의 24년 반전을 기대할 수 있을 것
- 24년에는 실적이 뒷받침되는 성장주를 선별할 필요가 있음.
- 23년은 네러티브 장세. 작은 변화와 동력을 근거로 스토레텔링이 가능한 업종/종목과 테마주가 급등.
- 이후에는 필연적으로 Numbers를 확인하는 국면으로 전환.
- 24년이 숫자, 실적의 중요성이 확대될 전망

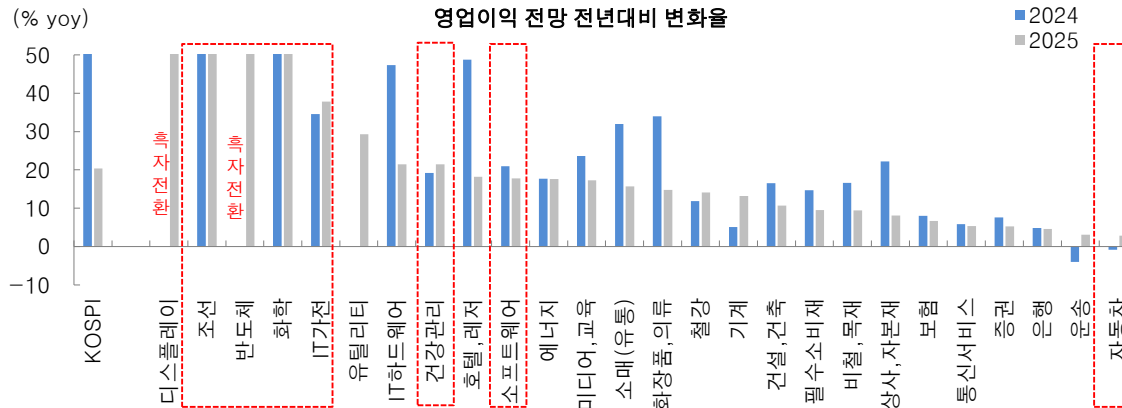
[Sector View] 반도체, 2차전지, 자동차, 조선, 인터넷 주목

24년 KOSPI 이익개선의 60% 이상 반도체, 2차전지, 조선, 자동차, 인터넷 가세



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

24년, 25년 이익모멘텀이 강한 업종군 : 조선, 반도체, 2차전지, 인터넷 등

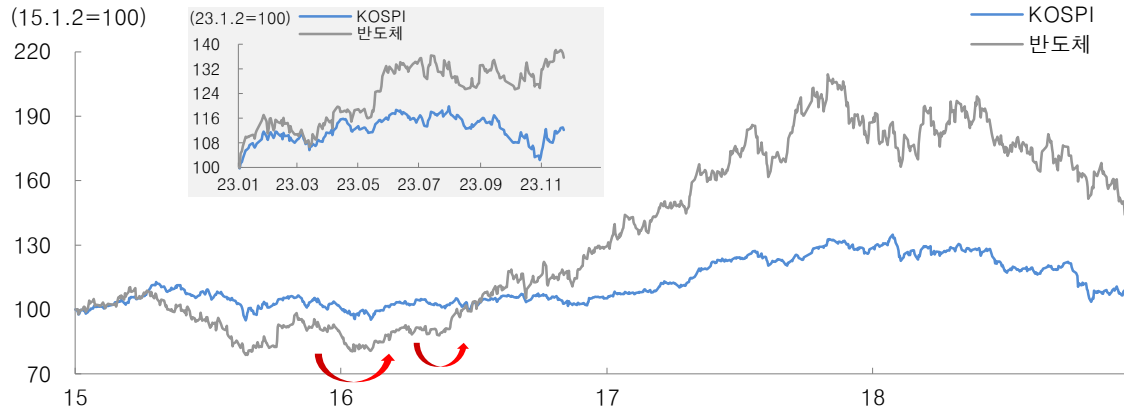


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 이익기여도와 이익모멘텀이 동시에 강한 반도체, 2차전지, 조선, 인터넷, 자동차는 저평가
- 2023년 이후 증시 흐름은 반도체를 중심으로 한 IT(인터넷, IT하드웨어 등)와 2차전지, 자동차 업종이 KOSPI 상승을 주도.
- 23년 하반기 실적 턴어라운드 이후 24년 영업이익 개선 기여도를 보면 반도체 업종이 KOSPI 전체 이익개선의 60% 이상을 이끌어갈 전망이다.
- 뒤를 이어 2차전지, 조선, 상사/자본재, 은행, 자동차, 소프트웨어, 기계 등이 자리.
- 25년까지 반도체 업종의 압도적인 이익 개선 주도력이 이어지는 가운데 화학, IT가전, 조선, 철강, 소프트웨어, 자동차 업종의 25년 이익개선 기여도 확대
- 이들 업종 중 24년, 25년 이익모멘텀이 강한 업종에는 반도체, 조선, 2차전지, 소프트웨어가 있음.
- 자동차는 이익모멘텀이 약하지만, 밸류에이션 재평가 가능하다고 판단

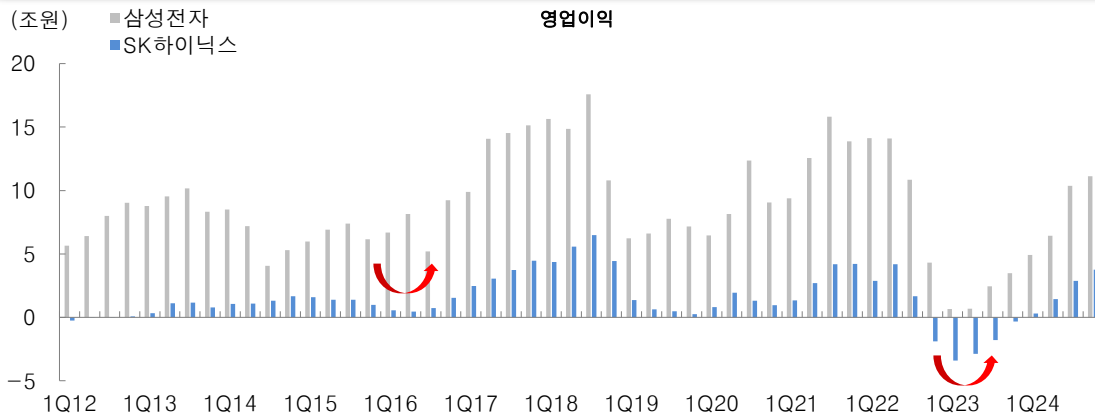
[Sector View] Remember 2016 ~ 2017

2016년 ~ 2017년까지 반도체가 KOSPI 상승을 이끌어



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

반도체 실적, 업황 턴어라운드와 반도체 주가 턴어라운드 시점이 맞물려

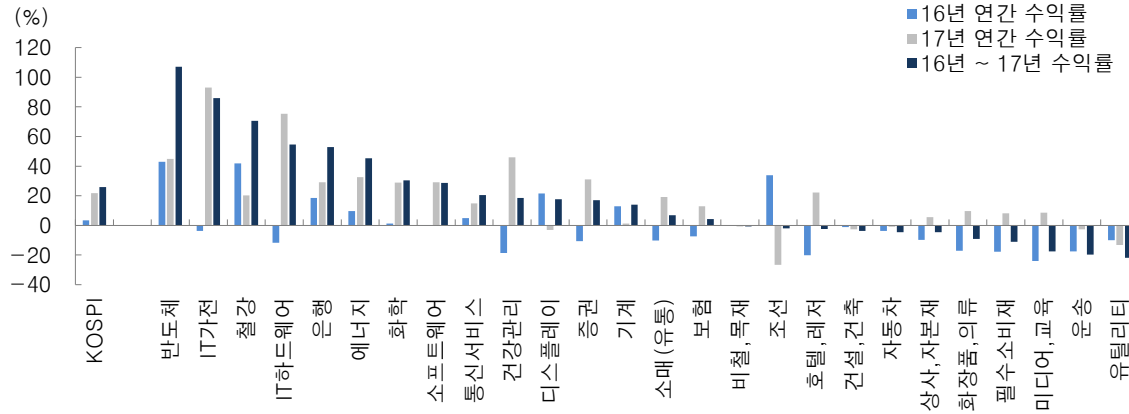


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 반도체 업황 개선과 함께 KOSPI 상승 기대
- 2023년 하반기 이후 증시 흐름은 반도체, IT 업종이 추세를 주도할 전망.
- 이미 23년초부터 반도체와 IT의 시장 주도력 회복, KOSPI를 Outperform.
- 이번 반도체 업황, 실적은 23년 상반기를 저점으로 하반기 개선세를 보이며 24년 회복국면 진입 전망
- 2016 ~ 2017년과 유사하다고 판단. 2016년 상반기에도 반도체 감산, 이후 업황/실적개선 사이클 전개.
- 2016년 ~ 2017년 반도체 실적 저점과 주가 저점이 일치.
- 이후 턴어라운드 모멘텀이 강화되고, 예상보다 강한 반도체 사이클이 현실화되면서 반도체 업종이 KOSPI를 압도하는 상승추세 전개

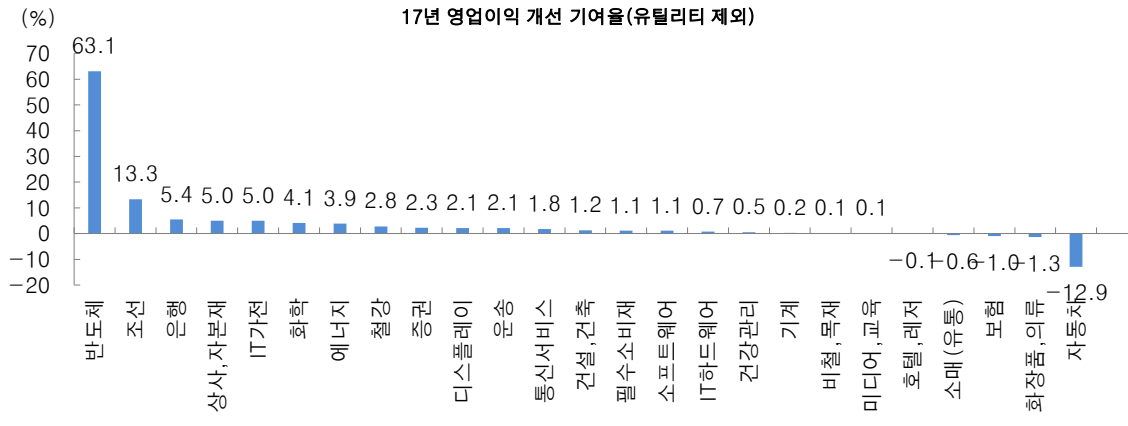
[Sector View] Remember 2016 ~ 2017

2016년 2017년 증시 상승을 주도했던 IT 전반과 철강, 은행, 에너지, 화학 등 시클리컬



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

2017년 KOSPI 이익개선 63.1%를 차지했던 반도체



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 실적에 따라 업종별 차별화 전개 예상
- 2017년에도 반도체 업종이 KOSPI 이익 개선의 63.1%를 차지하며 상승추세를 이끌어 감.
- 뒤를 이어 조선, 은행, 상사/자본재, IT가 전, 화학, 에너지, 철강, 증권 등이 실적 개선의 중심에 자리.
- 2016년 ~ 2017년 업종별 수익률을 보면 반도체 업종이 KOSPI 상승을 주도하면서 IT 업종 전반에 상승분위기 형성
- 여기에 실적 기여도가 높은 철강, 은행, 2차전지가 KOSPI를 Outperform,
- 반면, 실적 기여도가 (-)업종 대부분은 KOSPI가 2년 동안 26% 상승했음에도 불구하고 마이너스 수익률 기록
- 실적에 근거한 극심한 업종별 차별화 전개

Sector View

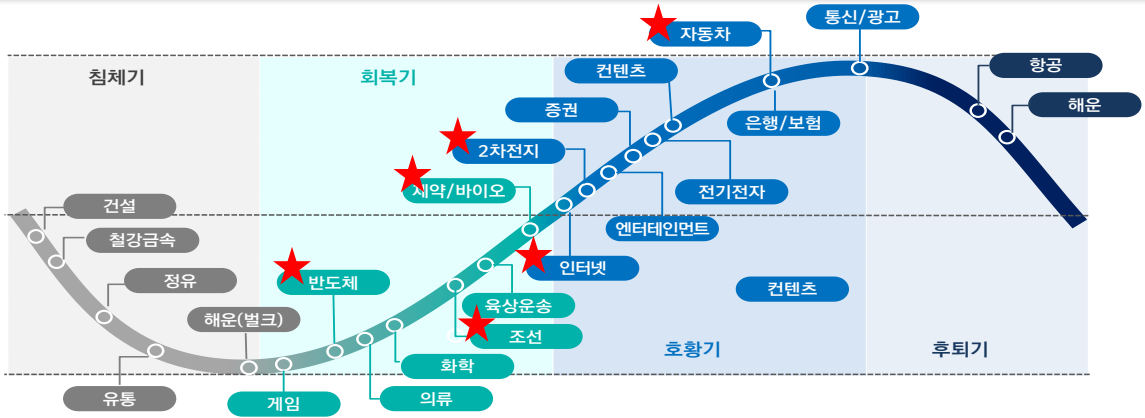
Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

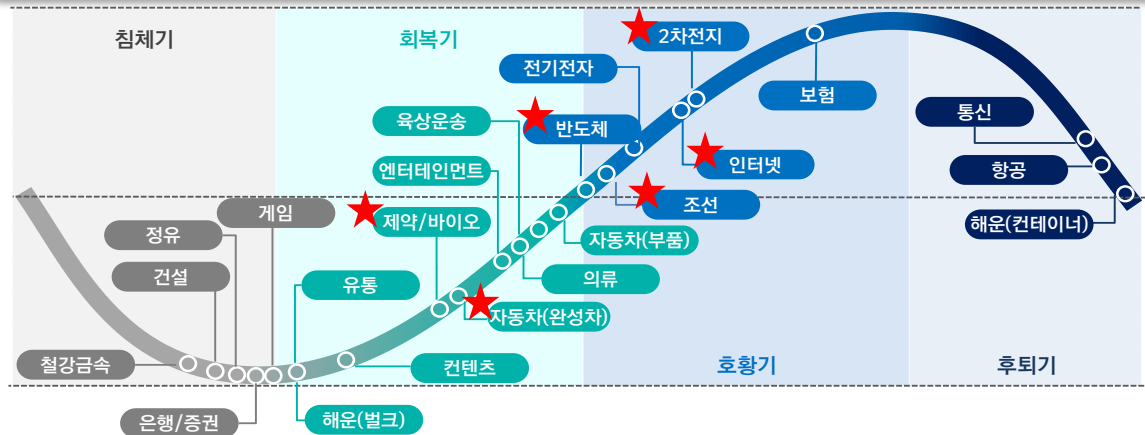
2024년 산업별 실적 및 주가 사이클 전망

실적 기준 사이클



자료: 대신증권 Research Center

주가 기준 사이클

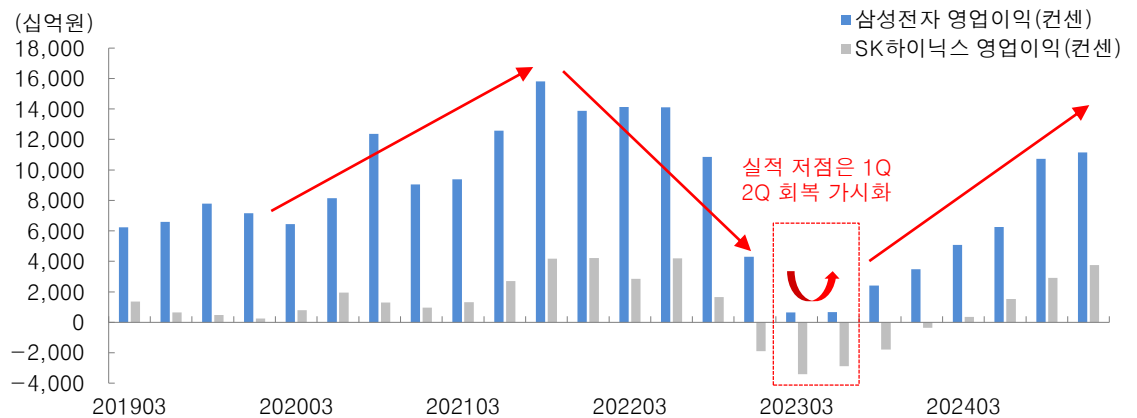


자료: 대신증권 Research Center

- 실적 및 주가사이클로 회복기 초입~호황기 초입에 위치한 산업이 투자 유망
- 실적 사이클로 볼 때, 투자 유망 산업은 반도체, 조선, 화학, 육상운송, 제약/바이오, 인터넷 업종임
- 주가 사이클로 판단한 투자 유망 산업은 반도체, 조선, 전기전자, 인터넷, 2차전지로 판단함
- 당사는 이 중 반도체, 조선, 전기전자(IT-하드웨어), 인터넷, 보험을 상반기 투자 유망업종으로 하반기에는 2차전지와 제약/바이오 업종을 투자 유망 업종에 추가할 것을 추천함

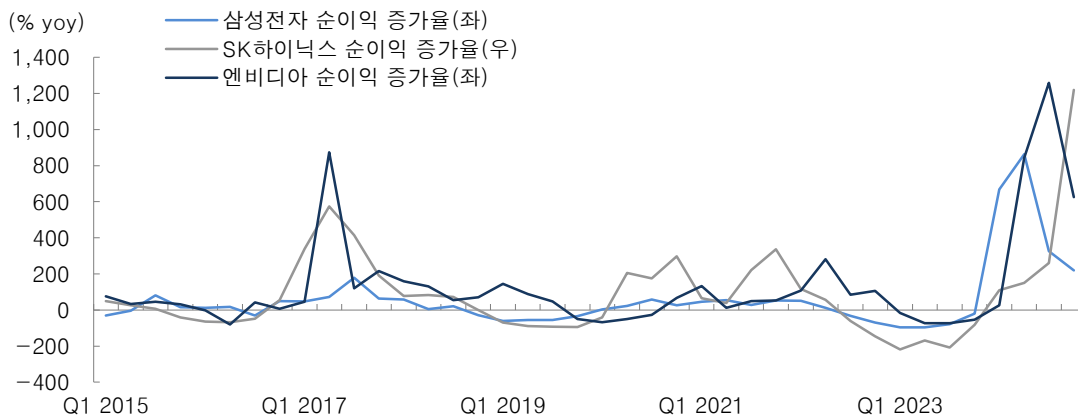
[반도체] 이익 개선 방향성 명확. 관건은 개선 속도

23년 업황/실적 저점통과 & 턴어라운드 과정. 24년 본격적인 업황/실적 개선 예상



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

삼성전자, SK하이닉스 이익 저점을 선행해 온 엔비디아. 강력한 모멘텀을 예고하고 있어

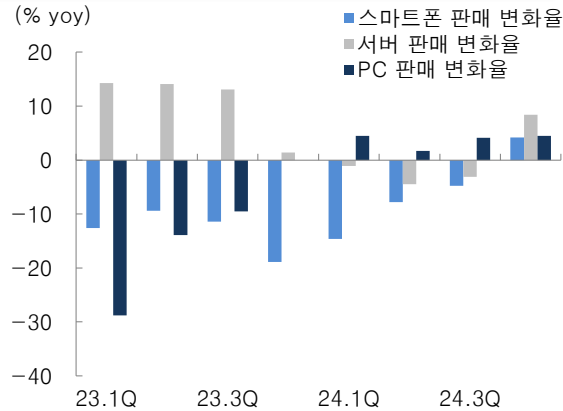
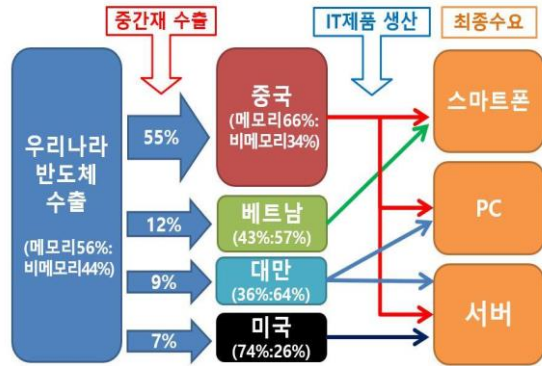


자료: Bloomberg, FnGuide, 대신증권 Research Center

- 24년 실적은 현재 컨센서스 보다 양호할 가능성 높아
- 23년 2차전지와 조선 업종이 압도적인 강세를 기록했다면, 24년에는 반도체의 강한 상승을 기대.
- 23년은 적자에도 불구하고 감산 기대, 업황 저점통과 & 턴어라운드 기대에 상승세를 보였음
- 그럼에도 불구하고 수요에 대한 불안감으로 23년 하반기 상승세는 제한적.
- 이러한 상황에서 엔비디아가 한국 반도체 업종의 앞길을 보여주고 있음.
- AI를 중심으로 한 반도체 수요 확대와 함께 이미 강한 실적 모멘텀을 기록 중
- 한국 반도체는 24년부터 본격적인 업황/실적 개선을 예상.
- 다만, 현재 실적 전망에 수요 확대가 반영된다면 2017년과 비슷한 주가 흐름을 기대할 수 있을 것

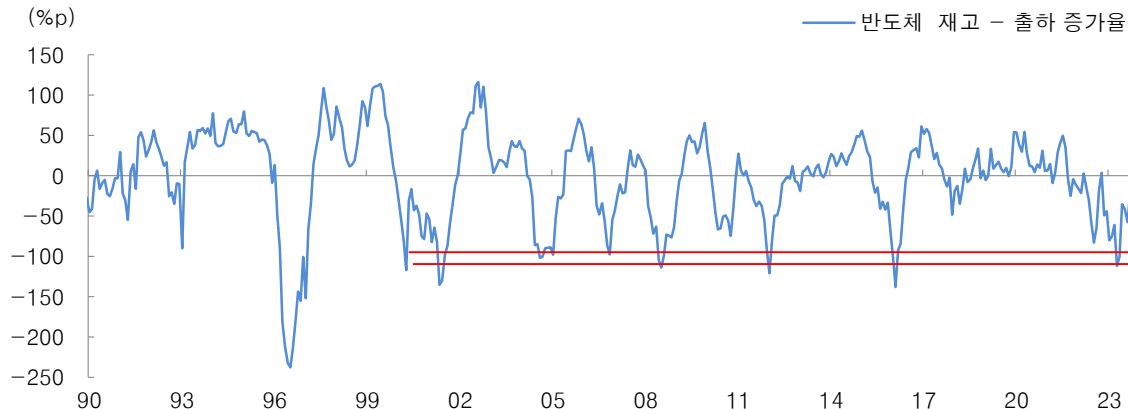
[반도체] 전방수요 개선 가능성. 24년 하반기 모멘텀 강화 기대

국내 반도체 산업의 수출구조, 반도체 전방 산업 모멘텀 개선 예상



자료: 관세청, 한국은행 재인용, IDC, 대신증권 Research Center

반도체 업황 개선세 뚜렷. 재고-출하 증가율 IT 버블 이후 저점권에서 반등 중

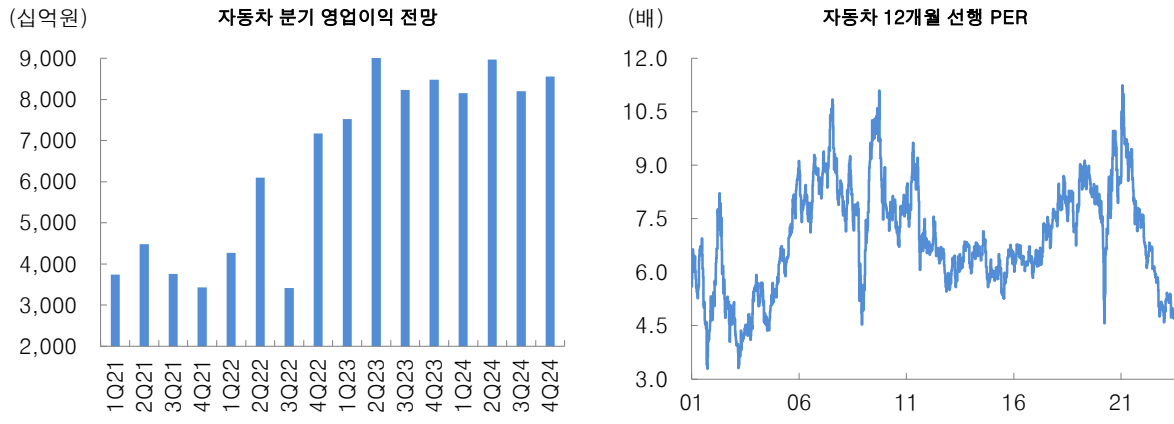


자료: 통계청, 대신증권 Research Center

- 이미 시작된 반도체 상승 사이클. 상승 속도와 기울기 변화 중요
- 현재 반도체 업황/실적은 이미 저점을 통과해 회복국면 진입.
- 상승 사이클이 시작되었다고 볼 수 있음.
- 하지만, 시장에서는 여전히 수요에 대한 의구심으로 반도체 사이클의 상승 속도 둔화, 기울기 약화를 걱정하는 상황
- 한국의 반도체 수출 구조상 미국보다는 중국, 동남아시아 의존도가 높음.
- 이들 국가의 경기회복세가 가시화될 경우 반도체 사이클은 예상보다 강할 수 있다고 판단.
- 반도체 전방산업들의 모멘텀도 24년 하반기에는 플러스 반전 예상.
- 특히, 기기당 투입되는 반도체 용량이 확대됨에 따라 레버리지 효과도 유입될 수 있을 것으로 판단

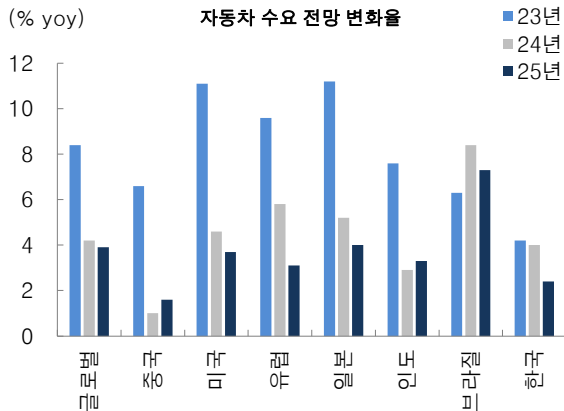
[자동차] 견고한 실적을 바탕으로 밸류에이션 정상화 예상

자동차 이익은 고공행진. 모멘텀은 낮지만..., 12개월 선행 PER은 역사적 저점권



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

글로벌 자동차 수요 둔화. 악화가 아님, 미국 대선 상반된 정책. 자동차 밸류 정상화 기대



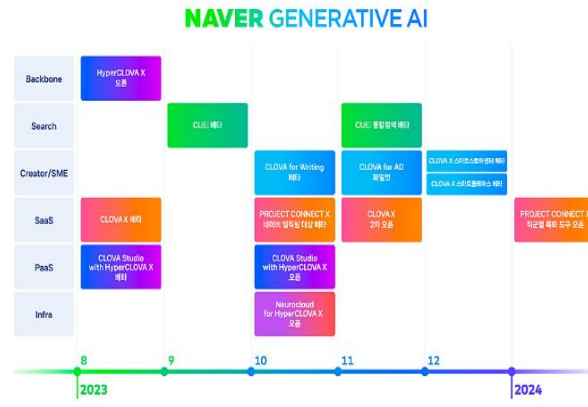
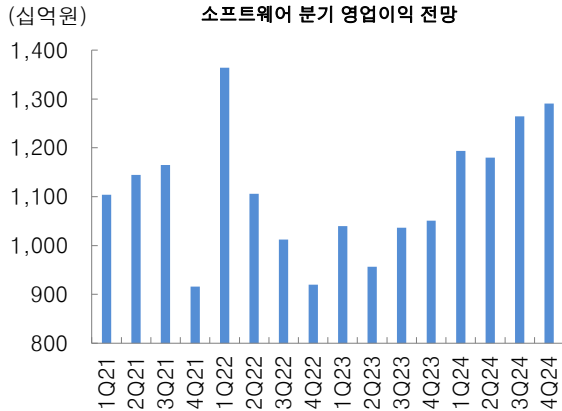
바이든	정책	트럼프
파리 기후변화협약 유지. 2050년까지 100% 청정 에너지화, 탄소배출량 0% 달성	환경 에너지	화석에너지 산업 지지, 각종 보조금 지급, 온실가스 배출 억제 관련 규제 철회
기후변화 대응에 대규모 자금 투입	기후 변화	기후변화는 날조, 친환경 정책 전환 거부

- 12개월 선행 PER 4배 수준. 미국 대선 결과와 상관없이 밸류에이션 정상화 예상
- 자동차는 22년 4분기를 시작으로 급증한 이익개선에도 불구하고 주가 상승은 제한적.
- 매번 실적 Peak - Out 논란 때문. 분기별 실적이 고공행진하고 있고, 이러한 흐름이 지속될 것으로 예상되지만, 시장에서는 실적 감소를 걱정.
- 그 결과 자동차의 12개월 선행 PER은 4배까지 하락
- 여기서 주목할 부분은 글로벌 자동차 수요를 보면 23년대비 둔화되는 것이지 감소하거나 악화되는 것은 아님.
- 여전히 플러스 모멘텀 유지. 실적 악화 가능성은 낮다고 판단
- 한편, 24년 미국 대선이 자동차 업종의 밸류에이션 정상화의 트리거가 될 수 있다고 생각.
- 바이든 유력시 전기차 판매 확대, IRA 수혜 기대 반영. 트럼프 유력시 내연기관차 디스카운트 완화 가능

자료: 주요 언론, Global Data, 대신증권 Research Center

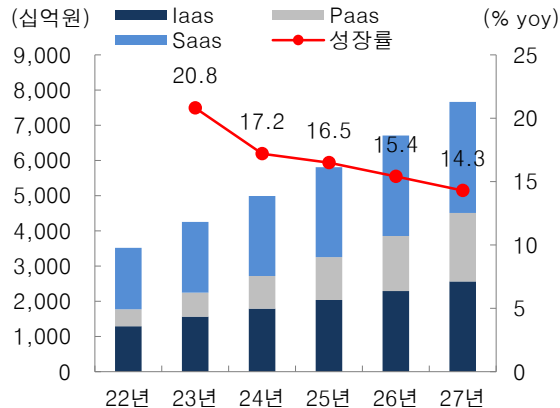
[인터넷] 성장동력을 재평가 받을 수 있을까?

24년부터 소프트웨어 실적 레벨업, 생성형 AI 서비스, 23년 8월 시작, 24년 본격화



자료: FnGuide, NAVER, 대신증권 Research Center

국내 클라우드 서비스 고성장 지속, 12개월 선행 PER 20배 수준에 머물러

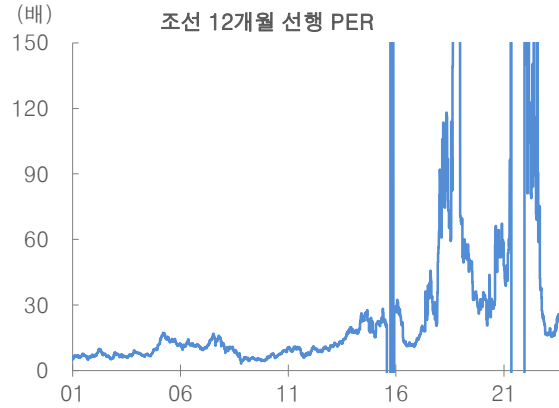
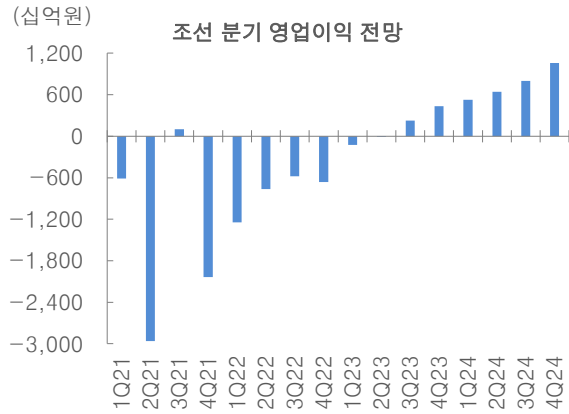


자료: IDC, FnGuide, 대신증권 Research Center

- 금리인하로 인한 밸류에이션 재평가 예상. 생성형 AI 서비스의 가시적인 성과가 주가 레벨 결정
- 장기 소외주였던 인터넷 업종, 23년 저점 테스트 거쳐 10월부터 강한 반등 전개. 트리거는 금리하락.
- 24년 금리인하 사이클이 예고된 상황임을 감안할 때 대표적인 성장주인 인터넷 업종의 상승추세 가능.
- 분기별 실적전망 레벨업이 예상되는 상황에서 12개월 선행 PER도 20배 수준에서 등락 중
- 24년 인터넷 업종의 주가 상승탄력과 레벨을 결정지을 변수는 생성형 AI 서비스.
- 23년 8월을 시작으로 24년 본격적인 서비스 확대, 확장 예고. 투자 확대에 인한 실적 불안과 AI서비스의 가시적인 성과 사이에서 주가 흐름이 엇갈릴 전망

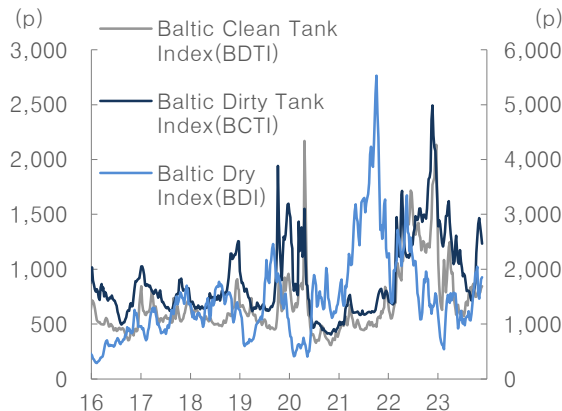
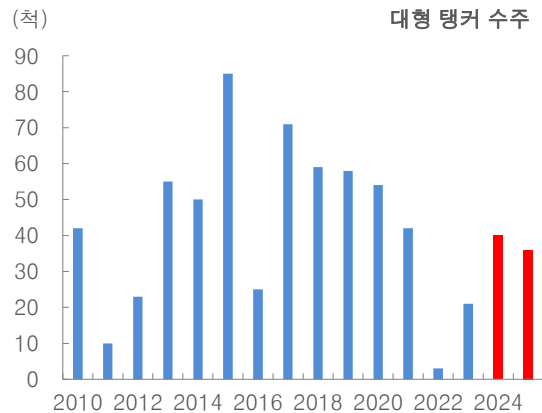
[조선] 10년만에 의미있는 성장. 판매자의 시간, 그리고 선순환

23년 흑자전환. 24년 실적 레벨업, PER은 16배로 2015년 이후 저점권



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

24년 한국 중대형 탱커 수주 크게 증가 전망, 선가 상승세 지속. 고가 수주 가능

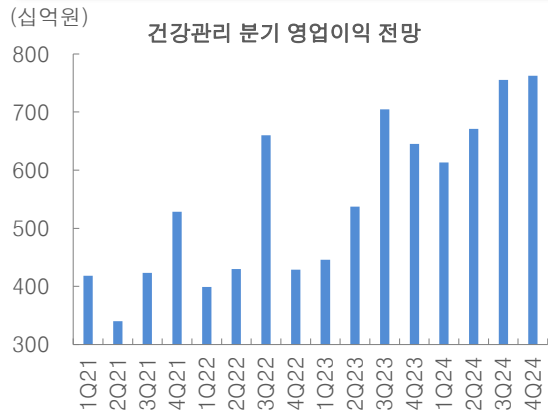


자료: 주요 기업 전망치 합산, Clarksons, 대신증권 Research Center

- 흑자 전환 이후 실적 레벨업 전망. 선가 상승으로 24년, 25년 수주 확대는 추가 성장 동력
- 21년부터 23년까지 국내 조선사들은 꾸준히 목표 수주를 상회하는 결과를 보여 왔음.
- 23년 상반기 이후부터는 핵심지표인 신조선가 상승세 뚜렷. 게임 양상이 바뀐 것. 판매자의 시간으로 전환
- 24년 국내 조선업체들의 실적개선 본격적으로 전개될 전망.
- 충분한 수주잔고를 바탕으로 가격협상력이 높아질 것. 이로 인해 원가 상승분을 선가에 반영하는 선순환 사이클 진입 가능.
- 12개월 선행 PER도 16배수준으로 2015년 이후 저점권에 도달. 실적 개선에 근거한 주가 상승 예상
- 현재 컨테이너, LNG선 수주는 정점 통과 가능성 높아.
- 이제 중요한 것은 탱커 수주. LPG선, 암모니아 운반선 시장이 열림. 한국 조선업에는 추가 성장동력이 될 것

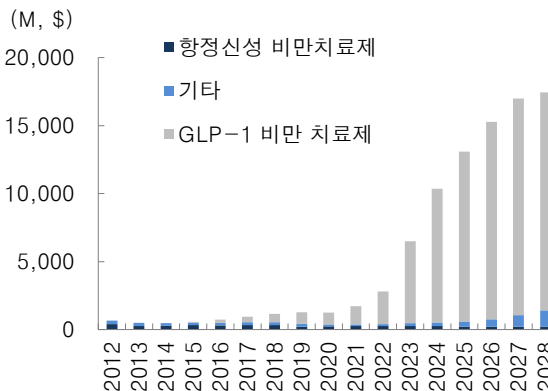
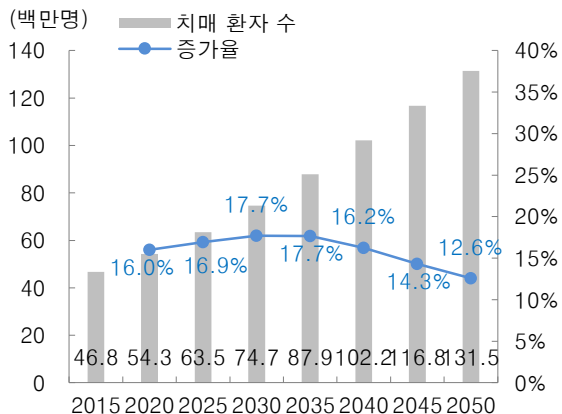
[계약/바이오] 새로운 성장동력에 주목. 알츠하이머, 비만/당뇨 치료제

24년 1분기 실적 저점으로 턴어라운드, 선행 PER 40배 수준. 낮아졌지만 높은 수준



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

전세계 치매 환자 수 현황. 치료제 수요 강해, 비만 치료제 시장 규모 전망

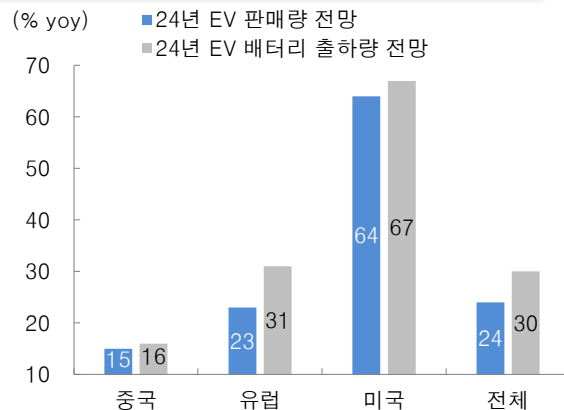
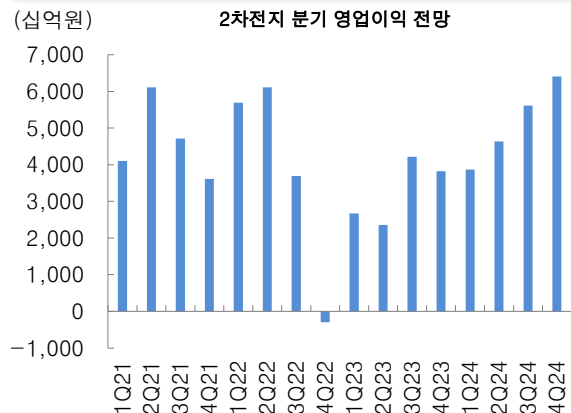


자료: World Alzheimer report 2015, Evaluate Pharma, 대신증권 Research Center

- 금리인하 사이클 진입 & 특정 치료제 수요와 실적에 집중해야 할 시점
- 2023년은 엔데믹과 고금리시대에 기업을 재정비하고 새로운 성장동력 모색하는 해.
- 2024년부터는 알츠하이머 시장 개화와 비만/당뇨 치료제 성장 지속을 바탕으로 다시 연평균 9%대 성장 가능
- 알츠하이머 치료제는 기존에 치료제가 없었던 만큼 미충족 수요가 높음.
- 비만/당뇨 치료제 성장 지속: 비만치료제가 합병증(심혈관질환, 간질환, 신장질환 등)에서도 효능이 입증되며, 추가 임상상을 통한 적응증 확대 기대.
- 적응증 확대 성공 시 보험 등재 가능성 높다고 판단.
- 24년에도 비만치료제에 대한 강한 수요와 공급부족은 지속될 것으로 전망
- 미국, 한국 금리인하 사이클 진입과 함께 성장성 재평가 예상

[2차전지] 장기 성장성 유효 & 밸류에이션 부담 완화. 문제는 실적 신뢰도

사상 최대 분기 이익을 기록할 수 있을까?, 24년에도 높은 성장 기대



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

12개월 선행 PER은 22년 저점 수준, 연속된 실적 쇼크로 실적 불확실성 확대



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 23년 급등의 효과로 24년 상승 탄력은 제한적. 실적 신뢰도만 회복하면 상승추세 가능
- 23년 7월까지 2차전지가 시장의 중심에 자리.
- 하지만, 급등에 따른 과열, 밸류에이션 부담 속에 연이은 실적 쇼크가 주가 하락으로 이어짐.
- 그 결과 12개월 선행 PER은 20배 초반으로 22년 저점 수준까지 내려옴
- 충분한 주가 조정, 밸류에이션 부담 완화와 숏커버링 매수 유입 등으로 변동성을 수반한 완만한 상승세 예상.
- 추세적인 상승을 위해서는 실적 신뢰도 회복이 필요.
- 3분기 실적시즌에도 주요 기업들의 연이은 실적쇼크, 실적 저점통과 시점 지연 등으로 12개월 선행 EPS 하락세 뚜렷
- 2차전지 관련 원자재 가격 반등과 실적 신뢰도 회복 여부와 그 시점이 2차전지 상승추세를 결정할 것

[Top Picks 9] Numbers와 성장에 초점을 맞춰야 하는 24년 전략

Top-9의 2023~2024년 매출액 전망

순위	기업명	매출액(십억원)			증가율(%)		
		2022AS	2023AS	2024AS	2023AS	2024AS	
1	삼성전자	302,231	260,822	300,703	-13.7	15.3	
2	SK하이닉스	44,622	31,747	49,924	-28.9	57.3	
3	삼성전기	9,425	8,778	9,518	-6.9	8.4	
4	NAVER	8,220	9,724	10,882	18.3	11.9	
5	HD현대중공업	9,045	11,789	13,878	30.3	17.7	
6	메리츠금융지주	2,201	3,069	3,029	39.4	-1.3	
7	삼성바이오로직스	3,001	3,659	4,288	21.9	17.2	
8	유한양행	1,776	1,913	2,121	7.7	10.9	
9	엘앤에프	3,887	5,059	6,163	30.1	21.8	

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

Top-9의 2023~2024년 영업이익 전망

순위	기업명	영업이익(십억원)			증가율(%)		
		2022AS	2023AS	2024AS	2023AS	2024AS	
1	삼성전자	43,377	7,225	33,982	-83.3	370.3	
2	SK하이닉스	6,809	-8,385	8,386	-223.1	-200.0	
3	삼성전기	1,183	670	957	-43.3	42.8	
4	NAVER	1,305	1,480	1,707	13.4	15.3	
5	HD현대중공업	-289	143	721	-149.6	403.0	
6	메리츠금융지주	1,061	2,212	2,275	108.5	2.9	
7	삼성바이오로직스	984	1,073	1,266	9.0	18.0	
8	유한양행	36	78	126	117.4	60.6	
9	엘앤에프	266	75	276	-71.7	266.2	

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 2024년은 투자자들의 눈으로 확인하고, 체감할 수 있는 숫자에 집중해야 할 시점. 따라서 24년 Top Picks 선정에는 매출액, 영업이익, 순이익 등 실적 모멘텀이 가장 핵심 기준
- 반도체(삼성전자, SK하이닉스), 조선(HD현대중공업)은 24년 매출성장과 이익 성장을 동시에 보여줄 전망. 인터넷(NAVER)과 2차전지(엘앤에프), 제약/바이오(삼성바이오로직스, 유한양행) 또한 매출, 실적 성장은 물론, 금리인하 국면에서 성장주로서의 가격/밸류에이션 매력을 재평가 받을 수 있을 전망
- 금융 업종(메리츠금융지주)은 1분기 중반 이후 KOSPI 변동성 확대 국면에서 대안이 될 수 있을 것. 금리인하 시점에 대한 실망이 유입될 경우 채권금리 반등이 예상되기 때문

투자전략 : 소외주와 KOSDAQ

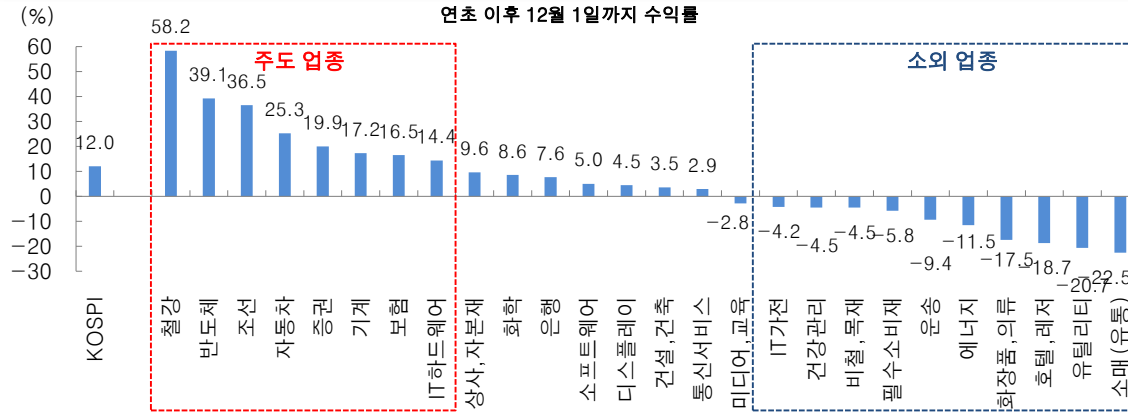
Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

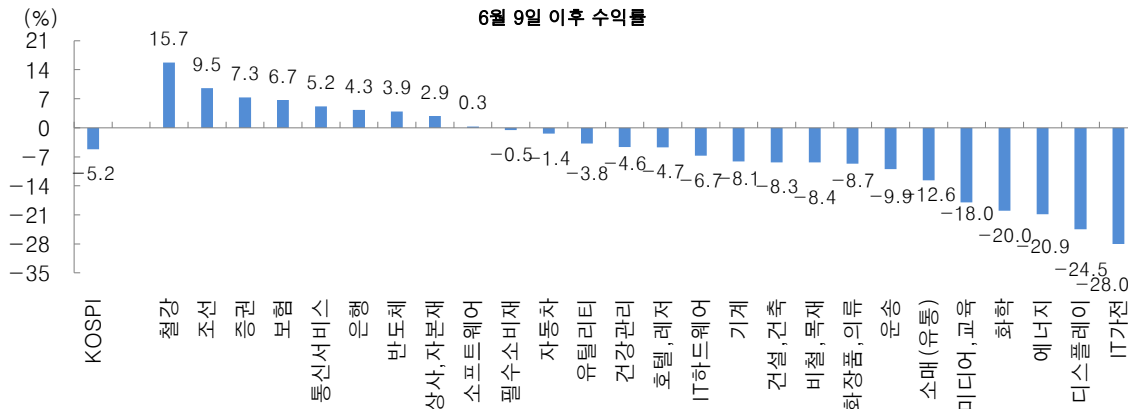
[소외주] 가격 메리트에 근거한 순환매 대응전략은 유효

호텔/레저, 유틸리티, 소매(유통), 화장품/의류 등이 KOSPI를 Underperform



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

소외주 대부분이 박스권에서도 부진

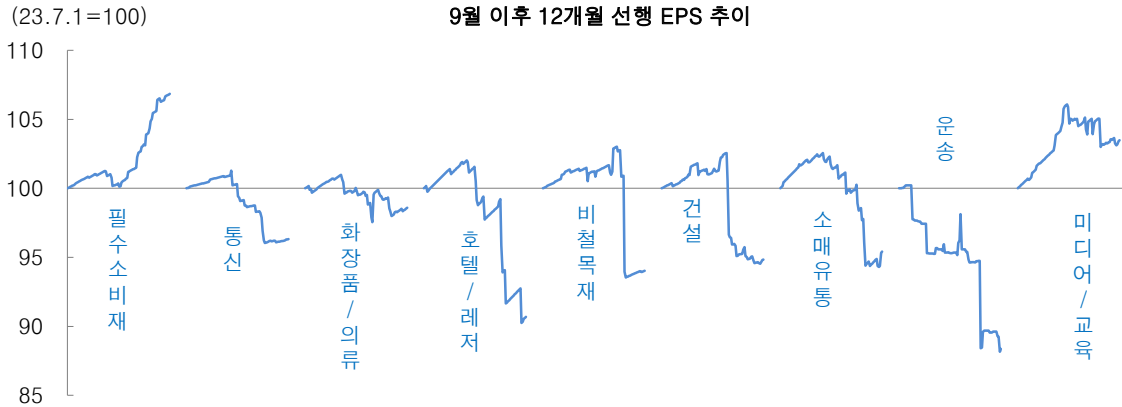


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 소외주 중에서는 퀄리티 선별
- 순환매 대응에 있어서는 수익률 평준화 현상을 감안.
- 이 경우 소외주들의 반등시도를 기대할 수 있음
- 연초 이후 수익률이 마이너스인 업종에는 소매(유통), 유틸리티, 호텔/레저, 화장품/의류, 에너지, 운송 등이 있음.
- 이들 업종 대부분은 6월 고점 이후 지속되는 박스권 등락에서도 약세를 보였던 상황
- 중단기 가격메리트는 충분하다고 판단.
- 하지만, 소외주인데에는 이유가 있음. 실적, 수급 등 퀄리티 체크가 관건

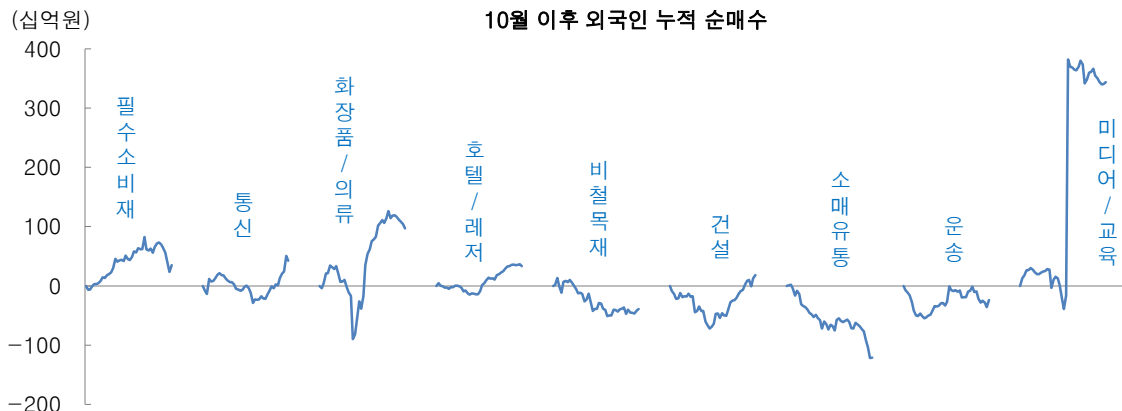
[소외주] 실적과 수급모멘텀 점검은 필수

12개월 선행 EPS 상승 : 필수소비재, 반등 : 화장품/의류, 소매(유통), 미디어/교육



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 순매수 업종 : 통신, 호텔/레저, 건설. 매도전환 : 필수소비재, 화장품/의류



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 필수소비재, 건강관리, 화장품/의류 트레이딩 기회 포착
- 23년 KOSPI 상승에도 불구하고 마이너스 상승을 기록 중인 소외주에는 중국 소비주, 내수주 대거 포진.
- 이들 업종 내에서는 옥석가리기가 필요.
- 현재 실적 전망이 상향조정 중인 업종에는 필수소비재, 건강관리 뿐.
- 이들 업종으로 외국인 순매수도 유입.
- 실적/수급 모멘텀을 겸비한 업종으로 트레이딩 대상으로 관심 필요
- 한편, 최근 외국인 순매수가 유입되는 가운데 실적 전망이 저점에서 반등하는 업종에는 호텔/레저, 화장품/의류, 미디어/교육이 있음.
- 숏커버링 매수 영향이 크지만, 실적 전망 추이와 외국인 수급 변화를 체크하면서 트레이딩 타이밍을 가늠해 볼 수 있을 것

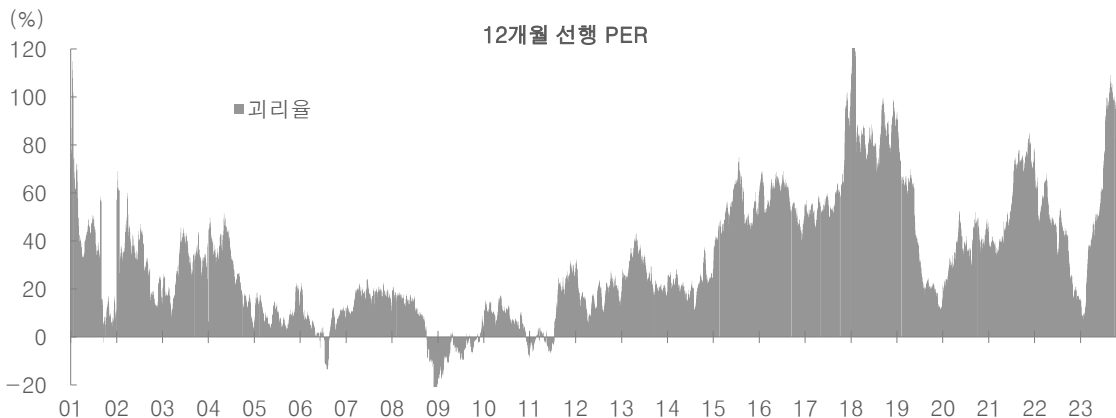
[KOSDAQ] 상대적 강세국면은 일단락. 밸류에이션 부담 여전

장기 박스권 상단에서 하락반전한 코스피대비 코스닥 상대강도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI와 KOSDAQ 간의 밸류에이션 괴리율 다시 100% 상회



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 상대적 약세국면 전개 예상. KOSPI대비 가격/밸류에이션 GAP 축소 국면 진행 중
- 23년은 KOSDAQ의 강한 상승세 전개. 9월말까지 KOSPI 수익률은 10.22%. KOSDAQ 연초 이후 수익률은 23.81%.
- 장 중 KOSDAQ 수익률은 40%를 상회. 하지만, KOSDAQ의 상대적 강세는 일단락되었다고 판단.
- KOSPI대비 KOSDAQ 상대강도는 2009년 이후 형성된 박스권 상단에 도달했고, KOSDAQ 12개월 선행 PER은 역사적 고점을 넘어섬
- 최근 연초 이후 KOSPI와 KOSDAQ 수익률 격차 8%p로 축소.
- 2차전지 쏠림현상의 후폭풍과 함께 레버리지 투자 위축 영향으로 KOSDAQ 급락세 전개 영향.
- 반면, PER 괴리율은 다시 100%를 상회. 가격조정에도 불구하고 이익 전망 하향 조정이 지속되고 있기 때문

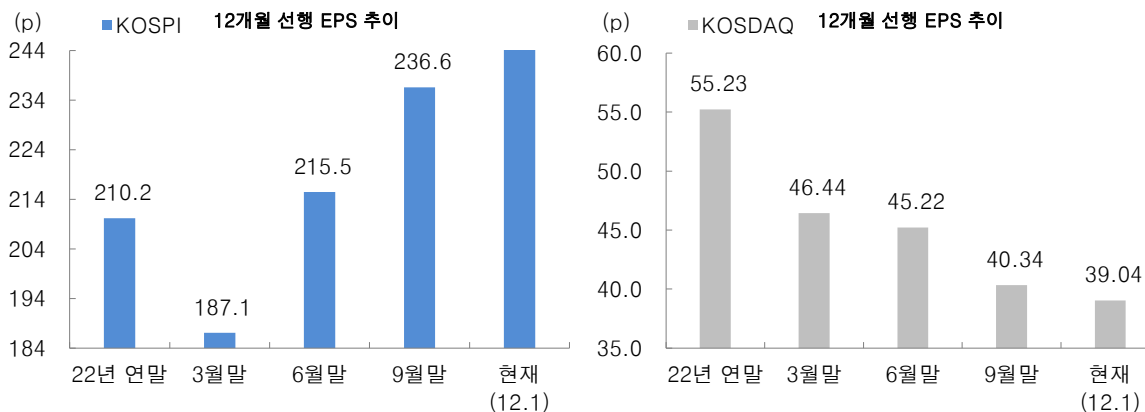
[KOSDAQ] 실적 하향조정 지속. 단기 트레이딩에 국한한 전략 필요

KOSDAQ PER 3분기 실적 쇼크로 17배에서 21배로 급반등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

12개월 선행 EPS는 KOSPI 상승, KOSDAQ은 하락



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSDAQ, 중소형주는 실적 가시성에 따른 종목별 반등시도는 가능할 것
- 10월말 11월초 17배까지 하락했던 KOSDAQ 12개월 선행 PER이 다시 20배 상회.
- 주가 반등의 영향도 있지만, 12개월 선행 EPS 하락세가 지속되고 있기 때문.
- 실적이 뒷받침될 경우 밸류에이션 부담을 극복하고 상승세를 이어갈 수 있다고 볼 수 있지만, 현재로서는 밸류에이션 부담이 남아있다고 판단
- 따라서 24년 KOSDAQ과 중소형주는 KOSPI대비 상대적으로 부진한 흐름을 이어갈 전망.
- 향후 EPS 반등이 가시화될 경우 실적 가시성에 따른 종목별 대응전략은 고민해 볼 수 있을 것.
- 공매도 금지 영향으로 실적 모멘텀이나 업황 개선이 가능한 업종/종목에는 숏커버링 매수 유입도 가능할 것

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: 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 하시기를 바랍니다.