

Equity Strategy

산타 랠리의 한계

Equity Strategy Overview

글로벌 주식시장은 단순 반등이나, 랠리 연장이나의 기로에 놓여 있다. 주가가 바닥 이후 15% 이상 반등해 탄력은 둔화될 것으로 예상되나, 상대적으로 부진했던 일부 성장주를 중심으로 연말까지는 흐름은 나쁘지 않을 것으로 예상된다.

Strategist 허재환_02)368-6176_jaehwan.huh@eugenefn.com

반등 탄력 둔화 시점, 상대적으로 덜 올랐던 성장주 관심 필요

글로벌 주식시장은 단순 기술적 반등이나, 아니면 랠리 연장이나의 분기점에 놓여 있다. 지난 10~11월 이후 글로벌 증시는 올해 들어 가장 강한 반등을 나타냈다. S&P500은 10/12일 이후 14% 올랐다. KOSPI는 9월말 이후 15% 상승했다. 하지만 지난 주말 국내 증시는 일격을 당했다. 결국 지난 8월 고점(2,533pt) 회복에 못 미친 후 반락했다.

10월 이후 주식시장 반등의 배경은 중앙은행들의 긴축 속도 조절, 유럽의 온화한 날씨에 따른 가스 가격 하락과 중국 제로코로나 19 정책 완화 기대다. 지난주 연준의 긴축 속도 진정과 중국 제로코로나 완화 기대는 점차 현실화될 가능성이 높다는 것을 확인했다. 이번 랠리는 7~8월보다는 견고할 가능성이 높다.

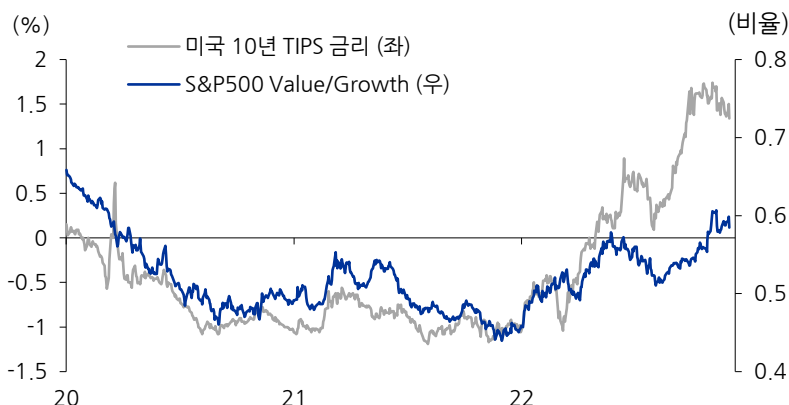
그렇다고 당장 주가가 더 달리기는 벅겁다. 지난 2개월간의 반등으로 평균적인 기술적 반등(10~15%) 요건을 달성했다. Valuation 상으로 국내증시나 미국 증시가 저평가 국면을 벗어났다. 이제 주가가 더 한 단계 높아지기 위해서는 실적 및 경기 바닥 기대가 높아지든지, 아니면 아예 금리인하 기대가 필요하다. 지난 주말 주가 하락은 그 한계를 드러냈다.

하지만 이전과 같은 급락 가능성은 낮다. 2023년 경기 침체/둔화 가능성을 감안할 때 주식시장 회복에 걸림돌이었던 실질금리는 떨어질 가능성이 높다. 주가 상승 탄력은 주춤해지는 가운데, 상대적으로 반등 폭이 미미했던 성장주가 하락 폭을 완화하는 형태가 될 것으로 예상된다. 8월 고점 대비 상대적으로 덜 오른 섹터로는 인터넷/게임 등 소프트웨어와 미디어, 조선 등이다. 주식시장의 반등 탄력이 둔화되는 가운데 상승 업종이 압축될 것으로 예상된다.

Equity Strategy Check Point

- 최근 글로벌 증시는 올해 하락 추세를 극복할 지 여부가 결정되는 기로에 섰음. 이미 높아진 Valuation과 평균적인 기술적 반등에서의 수익률을 감안할 때 반등 탄력은 주춤해질 시점임.
- 하지만 지난 8~9월에 비해 연준의 긴축 속도 조절 가능성과 중국 제로 코로나 완화 기대는 현실화될 가능성이 높음. 연말까지 새로운 강세장을 기대하기는 어렵지만 급락 가능성도 낮음.
- 주가 반등 탄력은 둔화되는 가운데 덜 올랐거나, 회복이 미미했던 일부 성장주에 대한 관심이 필요해 보임. 국내에서는 소프트웨어 업종과 미디어 등이 그러한.

Key Chart: 미국 실질금리 하락 국면에서도 상대적으로 부진했던 미국 성장주



자료: Refinitiv, 유진투자증권

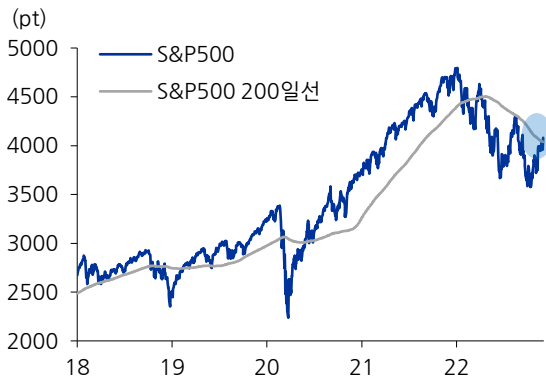
하락 추세 돌파를 앞둔 글로벌 증시

10월 이후 글로벌 주식시장은 회복 중이다. 다행히 주식시장 분위기는 8~9월에 비해 개선되었다. 8월 주가 반등이 반락되었던 이유는 인플레이와 긴축 부담이었다. 그러나 지난주 파월 연준의장 연설에서 드러났듯이, 연준은 12월부터 긴축 속도 조절에 나설 가능성이 높다. 연준 역시 인플레이와 함께 경기 위축 가능성을 경계하기 시작했다.

주식시장은 7~8월보다 개선된 상황을 반영 중이다. 주식시장에서 200일 이동평균선은 장기 추세를 나타낸다. 미국 S&P500은 200일 이동평균 수준을 상회했다(도표 1), 독일 DAX 지수는 200일 선을 상향 돌파했다(도표 2). 하락 추세를 극복하려는 반전 시도가 나타나고 있다.

중국 상해종합지수와 KOSPI도 200일선에 거의 접근했다. 그러나 지난 주말 중국과 국내 증시는 장기 하락선을 돌파하는 데는 실패했다. 4분기 이후 모처럼 나타난 산타 랠리 기대는 여기에서 접어야 하나?

도표 1. 200 일선을 돌파 중인 미국 S&P500



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 2. 독일 증시는 200 일선 상향 돌파



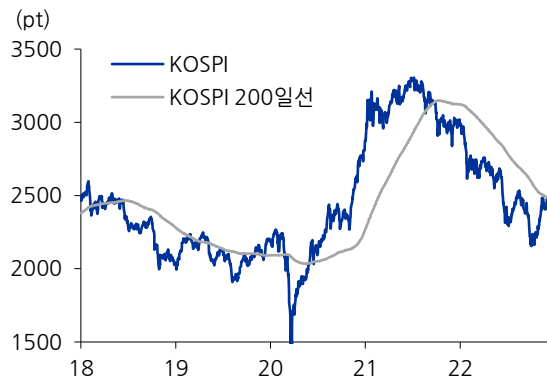
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 3. 중국 상해종합지수도 200 일선 접근



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 4. 한국 KOSPI, 200 일선 저항에 직면



자료: Refinitiv, 유진투자증권

평균적인 기술적 반등 수준에 도달

연말까지 주식시장 추가 상승 폭이 크지는 않을 전망이다. 12 월은 주식시장에 우호적인 시기다. 하지만 미국 등 주요국 지수는 9~10 월 바닥 이후 2 개월여 기간 동안 14~15% 올랐다. 올해 들어 미국이나 국내 증시는 반등 국면에서 각각 평균 10%, 6~7% 반등했다.

S&P500 은 올해 1 월, 3 월, 5 월, 6~7 월, 10~11 월 총 5 번 반등을 나타냈다(도표 5). 평균적으로는 20~30 일 동안 평균 10~11% 올랐다. 지난 10/12 일 이후 S&P500 은 49 일에 걸쳐, 14% 올랐다. 지난 6~8 월보다는 못하지만, 어느 정도 반등이 완성된 것이다. 반등세가 주춤할 시점이 된 것이다.

KOSPI 는 9 월말 이후 지난 11/11 일까지 42 일 동안 15% 올랐다. 이후 추가 상승에 한계를 드러냈다. KOSPI 는 지난 8 월 고점을 극복하지 못했다. 올해 들어 나타난 KOSPI 반등 국면은 모두 10% 을 넘지 못했다. 9 월말 이후 반등이 올해 들어 가장 강하다(도표 6). 이번 반등은 이전과는 다른 것이다. 반면 이번 주가 반등이 15%에 이미 도달한 만큼, 투자자들의 차익실현 압박이 커질 수 있다. 추가 상승 시도는 약해질 가능성이 높다.

도표 5. 2022 년 S&P500 반등 국면 비교, 금번 반등은 6~8 월보다는 약해

저점	고점	반등 일수 (일)	반등률 (%)
2022-01-27	2022-02-09	13	6.0
2022-03-14	2022-03-29	15	11.0
2022-05-20	2022-06-07	18	6.6
2022-06-16	2022-08-16	61	17.4
2022-10-12	2022-11-30	49	14.1
평균		31.2	10.3
중간값		18.0	11.0

자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 6. 2022 년 KOSPI 반등 국면 비교, 10~11 월 올해 가장 강력한 반등 시현

저점	고점	반등 수(일)	반등률 (%)
2022-01-27	2022-02-10	14	6.0
2022-03-15	2022-04-05	21	5.3
2022-05-12	2022-06-01	20	5.3
2022-07-06	2022-08-16	41	10.5
2022-09-30	2022-11-11	42	15.2
평균		27.6	6.8
중간값		21.0	6.0

자료: Refinitiv, 유진투자증권

절대 저평가 국면을 벗어나

주가가 그다지 싸지 않다는 한계도 드러날 가능성이 높다. 지난 10~11월 동안 주가가 이미 반등했다. 주식시장도 저평가된 것으로 보기는 어렵다.

S&P500의 12개월 예상 실적 기준 PER은 17~18배다. 올해 1월 22~23배에 비해 낮다. 그러나 2000년 이후 평균 16.4배보다 높다(도표 7). S&P500 기업들의 PBR 역시 3.8배로 2004년 평균 2.85배에 비하면 매우 높다(도표 8). 미국 경기나 기업이익이 뒷받침되지 않으면 주식시장의 절대적인 매력이 높다고 보기는 어렵다.

KOSPI도 마찬가지다. KOSPI의 12개월 예상 실적 기준 PER은 11배를 넘어섰다(도표 9). 주가 반등 과정에서 EPS 하향 조정이 컸기 때문이다. 2006년 이후 KOSPI는 10~11배 이상에서 더 상승하는 경우는 많지 않았다. KOSPI의 PBR도 1배를 회복했다(도표 10). KOSPI도 절대 저평가 영역에서는 벗어났다는 반증이다. 주가가 한 단계 더 높아지기 위해서는 실적 하향이 멈추든지, 경기 둔화 압력이 진정될 필요가 있다.

도표 7. S&P500 PER 하락, 그러나 평균 상회



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 8. S&P500의 PBR 3.8배 수준



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 9. KOSPI PER, 실적 하향으로 상당히 높은 편



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 10. KOSPI PBR, 절대 저평가 영역 벗어나



자료: Refinitiv, 유진투자증권

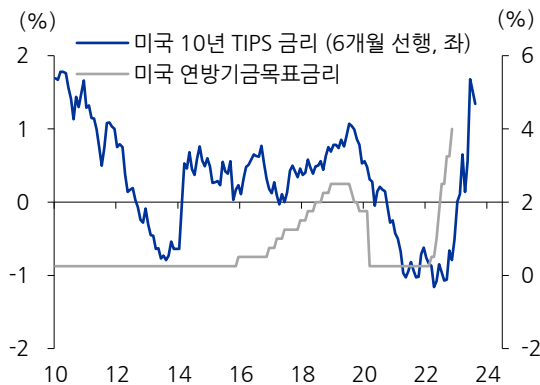
실질금리 하락 반전과 제로코로나 완화 기대는 유효

그렇다고 8~9 월과 같은 급반락 가능성은 낮다. 미국 실질금리 상승세가 확연히 주춤해졌다. 중국 경기는 부진하나, 중국 제로코로나 정책 완화 가능성도 살아 있다. 주식시장 자체의 가격적인 매력은 떨어져도, 지난 8~9 월과는 다르다.

Valuation 과 Rotation 에 영향을 미치는 실질금리는 미국 기준금리 전망을 반영한다(도표 11). 2023 년 1Q 금리인상 정점 기대가 어긋나지 않는다면, 경기 둔화 압력이 높아지는 상황에서 실질금리도 낮아질 가능성이 높다. 이는 실질금리가 하락할 때 강한 미국 성장주의 회복 가능성을 시사한다.

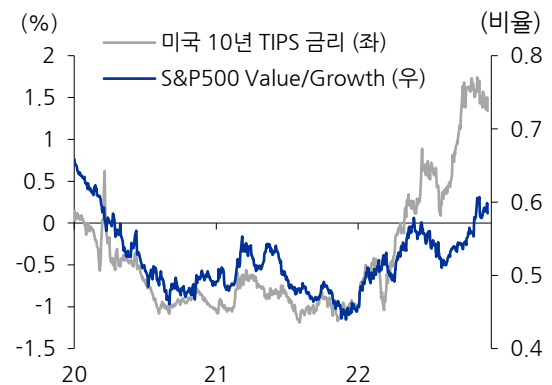
중국 제로코로나 완화 기대도 서서히 현실화될 것으로 예상된다. 12/1 일 Bloomberg 에 따르면 중국 쑨춘란 부총리는 오미크론이 치명적이지 않다고 언급했다. 제로 코로나 완화 방침을 중국 정부가 공식적으로 인정한 것이다(도표 13). 당장 중국 코로나 19 상황은 부정적이지만, 2023 년 중국 경기 회복 가능성은 유효하다. 경기 하강 우려에 대한 우려가 심각해지지는 않을 것으로 예상된다.

도표 11. 인플레이 기대와 함께 실질금리 상승세도 꺾여



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 12. 연준 금리 인상 사이클 정점 기대가 Key



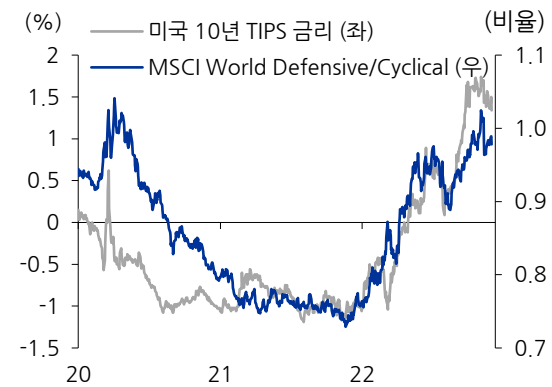
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 13. 중국 쑨춘란, 오미크론 치명적이지 않다고 언급



자료: 뉴스1

도표 14. 여전히 경기 민감 업종 우위 예상



자료: Refinitiv, 유진투자증권

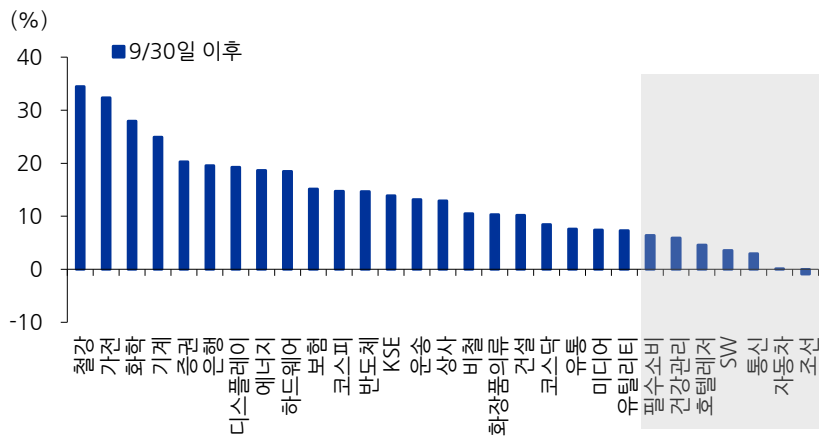
그동안 상대적으로 덜 올랐던 섹터

주식시장에 접근할 때는 늘 주도주를 놓쳐서는 안 된다. 그러나 주식시장 전반적인 상단이 높지 않은 상황에서 상대적으로 덜 오른 섹터에 대한 관심이 단기적으로 필요하다. 국내 주식시장에서 상대적으로 덜 오른 산업들은 조선/소프트웨어/미디어/건강관리 등 산업들이다.

지난 9 월말 저점 이후 국내 주식시장이 반등하는 과정에서 주도주는 단연 철강, 가전, 화학, 기계 업종이었다. 포스코홀딩스 주가는 동기간 동안 41% 올랐다. 포스코케미칼 주가는 +45% 상승했다. LG 에너지솔루션과 삼성SDI도 각각 37%, 33% 올랐다. 주도주는 2 차전지와 관련 소재 산업들이다. 하지만 이들 주가는 단기간에 꽤 올라 버렸다.

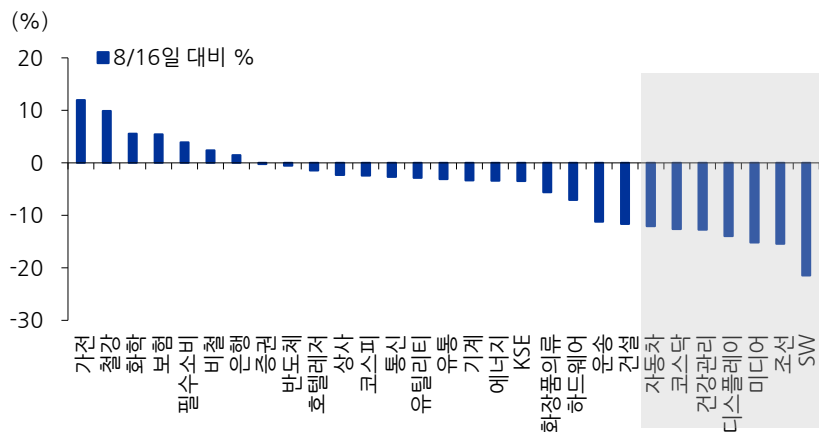
주가 회복 속도가 더딘 산업들도 있다. KOSPI 가 8 월의 2,400 선 근처다. 반면 인터넷/게임 등 소프트웨어 업종 주가는 8 월 대비 21%나 더 하락했다(도표 12). 뒤를 이어 조선/미디어/디스플레이/건강관리 업체들 주가가 부진했다. 주가가 부진할 때는 충분한 이유가 있다. 그러나 12 월만 짧게 보면 상대적으로 부진했던 업종들에서 좀더 기회가 나타날 것으로 예상된다.

도표 15. 10~11 월 반등 확산, 철강/가전/화학/기계 업종 주도



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 16. 지난 8 월 고점 대비 소프트웨어/조선/미디어/디스플레이/코스닥 업종 부진



자료: Quantwise, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	6%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2022.9.30 기준)