

2024년 8월 5일

# KIWOOM 이슈 분석

키움증권 리서치센터 투자전략팀 | Strategist 한지영 hedge0301@kiwoom.com

## 최근 급락장 대응 방안: 침체 내러티브 과장 가능성

### SUMMARY

- ✓ 미국 경기 침체 불안 확산으로 2일(금)에 주요국 증시가 동반 폭락하는 검은 금요일이 출현
- ✓ 7월 미국 고용 쇼크로 연준의 9월 50bp 인하가 컨센서스로 급변했으며, 시장의 색깔은 “Bad news is bad news”로 바뀌면서 연준의 금리인하를 증시 호재로 받아들이지 않고 있는 모습
- ✓ 하지만 고용시장의 구조적인 변화, 여타 지표들은 침체를 가리키지 않는다는 점을 감안 시, 미국 침체 내러티브는 과장되어 있을 가능성 존재. 적어도 8월말 잭슨홀과 엔비디아 실적까지는 확인하고 대응할 필요
- ✓ 추가 조정 압력 자체에는 노출 되겠지만, 기술적 장기 추세선인 200 일선 및 코스피 선행 PER 8.5~8.6 배 레벨에 해당하는 2,600~2,620pt 를 1차 지지선 레인지로 상정. 이후 낙폭과대 업종 중에서 1) 반도체, 조선 (이익 모멘텀 양호), 2) 바이오(금리상승 부담 완화), 3) 금융(밸류업 모멘텀)을 중심으로 분할 매수 대응하는 전략이 대안이 될 것

검은 금요일이었다. 2일(금) 코스피와 코스닥은 각각 3.7%, 4.2% 급락했으며, LG에너지솔루션(+0.7%), 삼성SDI(+0.8%) 등 일부 이차전지주는 선방하긴 했지만, 삼성전자(-4.2%), SK하이닉스(-10.4%), 현대차(-3.8%), KB금융(-5.8%) 등 대부분 대형주들이 동반 급락세를 연출했다. 일본 닛케이 225 지수도 5.8%대 폭락을 하는 등 이날 아시아 증시 전반에 걸쳐 패닉이 출현했다.

이정도 급락을 단기간에 맞았으니 상황이 진정되면 좋을 법한데, 월요일 국내 증시의 개장 이후 추가 조정에 대한 불안감을 지울 수가 없다. 미국 증시가 같은 날 금요일에 미국 고용쇼크로 인해 침체 불안이 확산되면서 또 한차례 급락했기 때문이다(2일, 다우 -1.5%, S&P500 -1.8%, 나스닥 -2.4%). 많은 이들이 지금 약세장에 진입한 듯한 기분을 느낄 법하다. 8월 2일 종가 기준으로 코스피와 나스닥의 연고점 대비 하락률은 각각 7.4%, 10.0%를 기록한 가운데, SK하이닉스(고점대비 -28.1%), 엔비디아(고점대비 -20.9%) 등 AI, 반도체 주들이 고점 대비 20% 넘게 급락하면서 기술적인 약세장에 들어간 상태여서 그렇다.

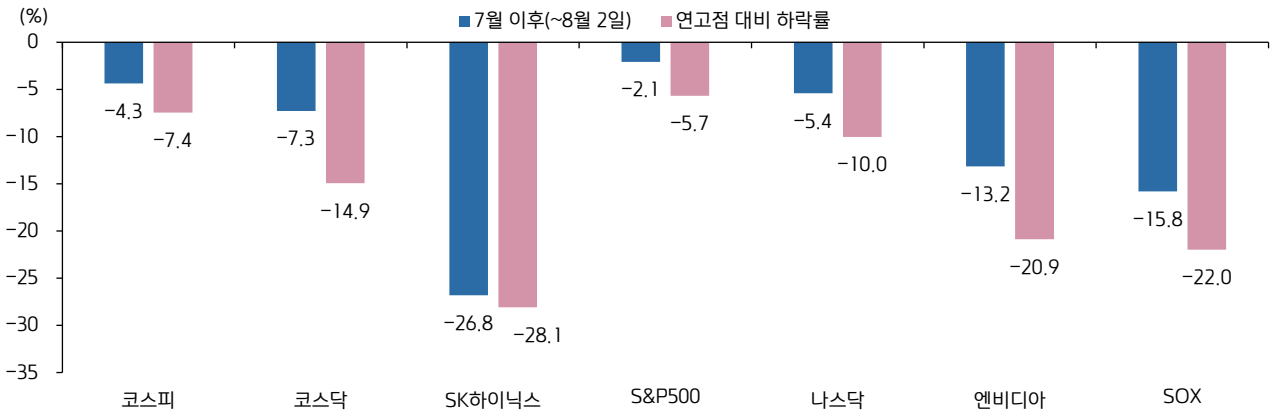
“고점대비 10% 이상 하락 시 조정장, 20% 이상 하락시 약세장”은 코스피와 같은 벤치마크 지수에 적용되는 경향이 있으며, 개별 종목에는 이를 적용하는 것은 무리가 있긴 하다. 하지만 AI, 반도체주는 전세계 대장주 역할을 해왔던 주식들이었던 만큼, 그 상징성을 고려해보면 이들 주식의 추가 폭락은 많은 이들로 하여금 증시 포지션을 아래로 꺾어야 하는 고민을 하게 만들고 있다.

그 고민에 대한 결론부터 내리고 가자면, 추가 조정 압력에는 노출되겠지만 침체 내러티브가 과장됐을 가능성이 높은 만큼 현 시점에서는 투매에 동참하는 것은 실익이 적다고 판단한다.

우선 7월 11일 미국의 6월 CPI 둔화를 기점으로 연준이나 시장 모두 인플레이션에 대한 민감도를 낮게 가져가면서 시장의 색깔은 “Bad news is good news”에서 “Bad news is bad news”로 변했다는 점을 인식해야 한다. 이에 방점을 찍은 것은 파월 의장이 고용시장 냉각에 대한 우려를 높이 표명했던 7월 FOMC였다. 그 과정에서 2일 발표된 미국의 미국의 비농업부문 신규고용(11.4만건 vs 컨센 17.6만건), 실업률(4.3% vs 컨센 4.1%), 시간당 평균임금(3.6%YoY vs 컨센 3.7%) 등 7월의 주요 고용지표들이 동반 쇼크를 기록했다는 점은 “고용시장 냉각 -> 미국 침체 내러티브”를 만들었다.

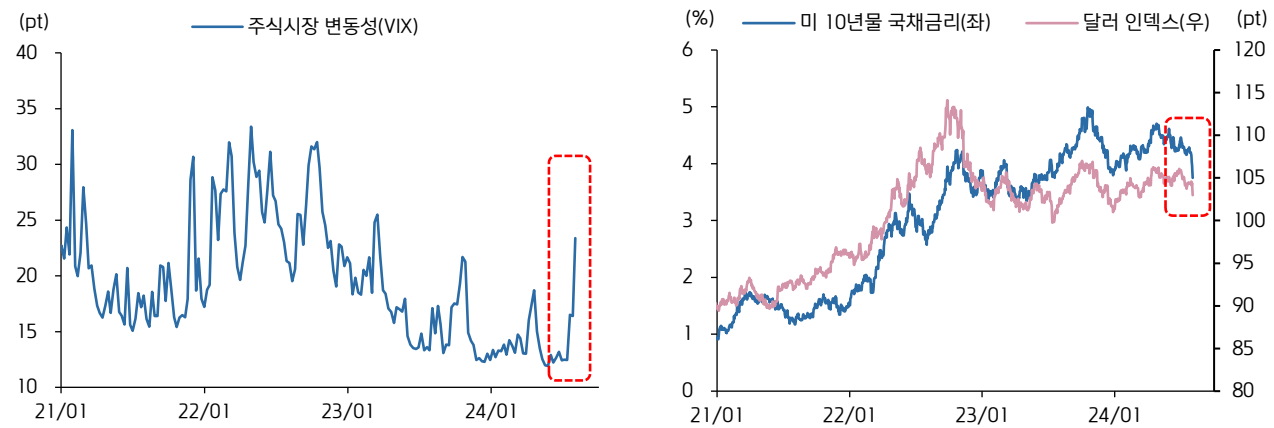
무엇보다 실업률이 4.3%로 상승하면서, 장단기 금리차와 함께 침체 판단 지표로 알려진 삼의 법칙”을 충족시켰다는 점이 시장의 불안을 자극하고 있는 실정이다(“실업률 3개월 이동평균 - 직전 12개월 내 실업률 최저치 > 0.5%p” 기록 시 경기 침체를 의미하며 7월 실업률을 기준으로 해당 값은 0.53%p). 이처럼 지난 1일 ISM 제조업 PMI, 2일 비농업 고용 등 핵심 지표들이 잇따라 쇼크를 기록하다 보니, “7월 FOMC에 금리인하를 해야 한다”는 연준의 정책 실기론까지 거론되고 있다. 이 여파로 9월 FOMC에서 50bp 인하 확률이 74%대로 급등했으며, 연말까지 연준이 총 125bp(확률, 47.8%기준 75bp) 인하할 것이라는 컨센서스로 급변해버린 상황이다.

7월 이후 주요국 증시 및 주도주들의 주가 등락을 및 연고점 대비 하락률: 코스피, 나스닥 등 주요 벤치마크 지수의 하락률 자체는 크지 않으나, SK하이닉스, 엔비디아 등 AI 및 반도체 주도주들의 주가 폭락세가 출현했다는 점이 많은 시장 참여자들로 하여금 상실감 유발



출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

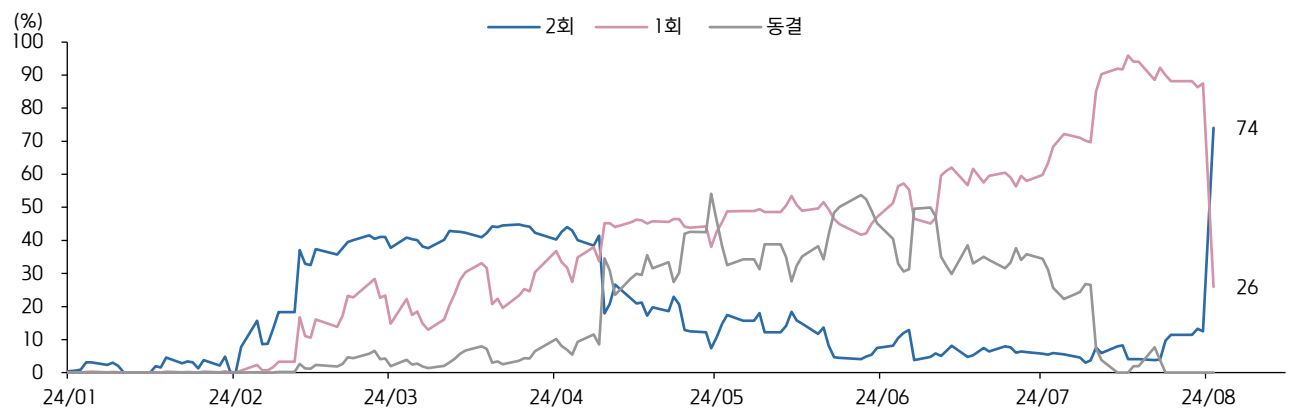
7월 미국의 비농업업 고용 쇼크는 미국의 침체 내러티브 및 연준의 7월 FOMC 실기론을 확산. 그 과정에 증시 급락과 더불어 변동성 지수는 하루만에 25% 폭등하고(왼쪽), 미 10년물 금리는 3.7%대로, 달러는 102pt대로 하락(오른쪽)하는 등 금융시장 전반에 걸쳐 위험자산 회피심리가 확산되고 있는 양상



출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

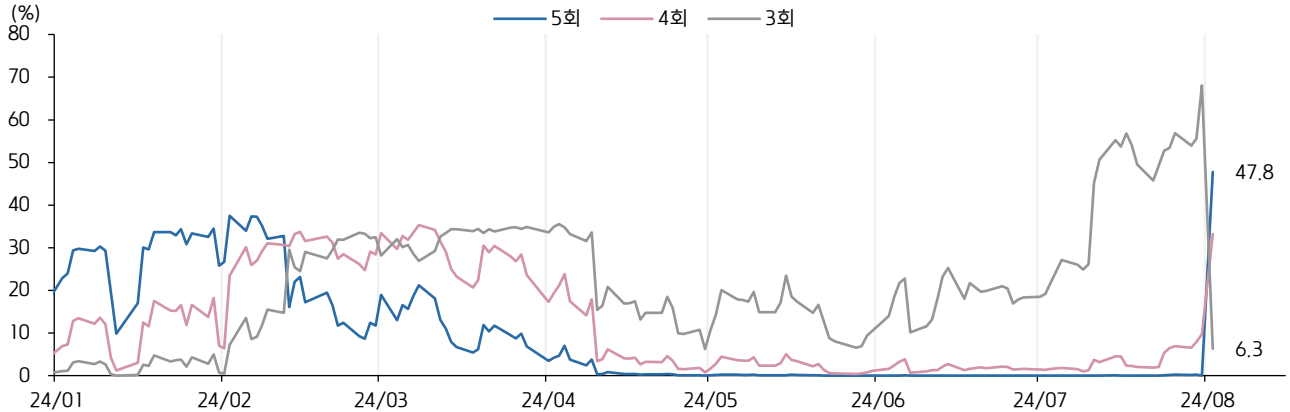
출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

9월 금리인하 확률 변화: 7월 고용쇼크로 9월 50bp 인하 확률이 74%대로 급증



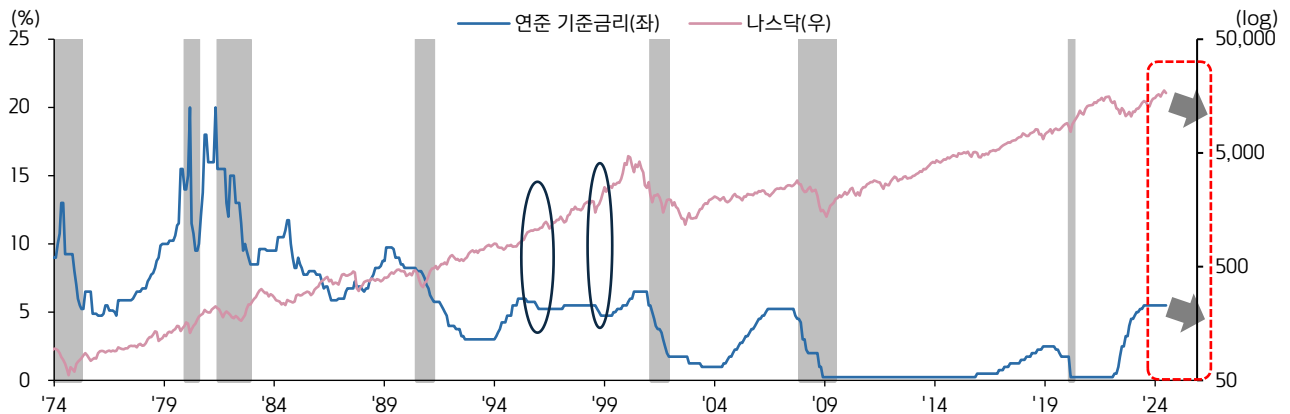
출처: CME Fed Watch, 키움증권 리서치센터

12월 FOMC(연말)까지의 금리인하 확률 변화 : 연말까지 시장은 총 125bp 인하(9월 50bp, 11월 50bp, 12월 25bp)로 컨센서스를 급격히 바꾸고 있는 실정. 다만, 당사는 25bp 씩 총 3회 인하(75bp)를 전망하고 있으며, 이는 현재의 침체 내러티브가 과장됐기 때문



출처: CME Fed Watch, 키움증권 리서치센터

연준의 금리인하 사이클과 주식시장의 관계 : 연준이 금리인하 사이클에 들어가는 기간 동안 주식시장이 하락 장을 경험했다는 것이 과거의 경향. 문제가 발생하고 나서야 연준이 후행적으로 금리인하에 나선 측면이 강하기 때문. 현재 주식시장은 연준의 금리인하가 선제적, 예방적 차원이 아닌 사후적, 침체 대응성 금리인하로 상정하고 있는 모습이지만, 90년대 사례처럼 예방적 금리인하로 다시 받아들일 가능성을 열어둘 필요



출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주: 음영처리 부분은 미국의 공식 침체기간

돌이켜보면, 연초에도 시장에서는 연내 5~6회 금리인하를 컨센서스가 형성된 적이 있었으며, 그 당시에는 “금리인하=증시호재”로 받아들였다. 7월 초까지만 하더라도 연준의 금리인하가 호재가 될 것이라는 가정은 유지되었는데, 시장의 색깔은 “Bad news is good news”, 연준의 금리인하 성격은 “선제적 or 예방적”이었기 때문이다. 하지만 지금은 상황이 바뀌었다. 지금 시장 색깔은 “Bad news is good news”, 연준의 금리인하 성격은 “사후적 or 침체 대응성”으로 변해버렸다. 이 같은 색깔 변화로 9월 FOMC에서 단행하게 될 연준의 금리인하는 증시에 호재가 되지 않을 것으로 해석되고 있는 중이다.

당사는 미국의 침체 내러티브가 과장됐을 가능성이 높다고 판단한다. 그 이유는 다음과 같다. 삼의 법칙이 미국 침체 내러티브를 촉발시킨 것은 사실이다. 과거 데이터를 보면, 1950년부터 발생한 11번의 침체 중 1959년을 제외한 10번의 침체에서 삼의 법칙이 충족됐기 때문이다. 여기서 주목해야 하는 것은 삼의 법칙은 침체를 예측해주는 지표가 아닌 침체에 동행하는 성격이 크다는 점이다. 1950년 이후 침체가 발생한 이후 평균적으로 3개월 후에 삼의 법칙이 발동했다는 점만 봐도 그렇다.

이민자수 급증 추세, 경제활동참여율 상승(ex: 7월 62.7% vs 컨센 62.6%) 등으로 인해 고용시장의 실업률 높아지기 위한 손익분기점이 기존 14만명에서 23만명까지 상승하는 등 고용시장의 구조적인 변화, 낮은 수준의 신규실업수당 청구건수도 고려해봐야 한다. 또 7월 ISM 제조업 PMI가 둔화되기는 했으나 40pt 이하로 내려갔을 때가 침체 불안이 증폭됐던 시기였으며 현재는 46.8pt(신규주문은 47.4pt)로 그 레벨에 도달하기에는 제조업 경기가 크게 훼손되지 않았다는 점도 마찬가지다.

2일 고용지표 발표 후 “한 개의 지표에 과잉반응하지 않을 것”이라고 언급한 시카고 연은 총재, “7월 수치는 합리적이며, 자신의 전망은 바뀌지 않았다”는 리치몬드 연은 총재의 말처럼, 이번 고용 지표 쇼크를 가지고 침체를 판단하기에는 이르다고 판단한다. 아무래도 금요일에 미국 증시가 급락을 한 만큼, 월요일 장 개시 직후 포함 국내 증시도 추가적인 가격 하방 압력에는 노출될 것이지만, 침체 내러티브가 과장됐을 가능성을 고려 시 그 조정 압력은 제한적일 것으로 판단한다.

더 나아가, 12개월 선행 영업이익은 1주일전 314조원에서 322조원으로 상향된 반면, 12개월 선행 PER은 8.8배로 2022년 10월 이후 처음으로 9배를 하회했다는 점에도 주목할 필요가 있다. 코스피의 선행 PER이 9배를 하회했던 시기는 금융위기(08년), 유럽 재정위기(12~14년), 미중 무역분쟁(18년), 팬데믹(20년), 연준 고강도 기축(22년) 등 위기가 발생했던 소수의 사례에 불과했다. 당시에는 코스피 선행 영업이익이 피크아웃 한 뒤 하락추세로 급격히 접어드는 때였지만, 현재는 상향추세가 훼손되지 않은 상태다.

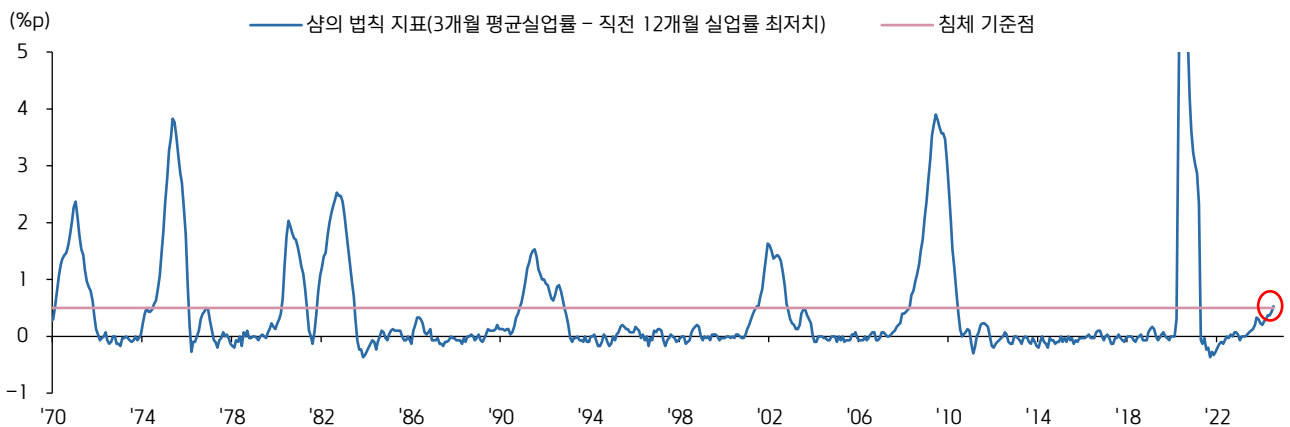
지금 시점은 애널리스트들의 이익 추정치에 가변성이 높아지는 구간일 수 있다. 만약 대내외 변수들로 12월 선행 영업이익(322조원)이 급격히 하향된다면 문제가 될 것이다. 오늘날 8.8배로 인식됐던 코스피 PER은 알고 보니 실제로 10배 혹은 그 이상의 PER이었던 것이 되어버릴 수 있기 때문이다(밸류에이션 착시). 이것이 현실화 된다면, 코스피는 현재 레벨에서 한 차례 더 레벨 다운이 되어야 할 것이다. 하지만 미국 침체 가능성은 낮은 밸류에이션 착시가 실제로 발생할 확률은 낮게 가져갈 필요가 있다

결론을 내자면 다음과 같다. 7월 중순 이후 부각된 AI 산업의 수익성 우려, 엔-캐리 트레이드 청산 우려 더불어, 7월 말부터는 미국의 경기 침체 불안감이 확산되고 있으므로, 위험선호심리가 쉽게 회복되지 구간에 돌입한 것은 사실이다. 하지만 고용시장 냉각으로 인한 미국 침체 진입 불안은 과도한 감이 있으며, 최근의 주가 급락도 합리적인 매도보다는 투매에 가깝다고 판단한다. 따라서, 연내 총 3회 인하(25bp)씩으로 베이스 경로를 설정한 뒤, 9월 FOMC에서 연준이 금리인하에 돌입하기 전까지 고용, 인플레이, 소비, 제조업 지표 등 주요 지표들은 1~2차례 더 확인해보는 것이 타당하다.

여기서, 대응을 빨리 해야 하는, 모든 것을 빨리 반영하려는 시장의 특성을 고려해봤을 때, 9월 FOMC 결과를 기다리는 것도 한계가 있는 만큼, 이를 선제적으로 가능해볼 수 있는 8월말 잭슨홀 미팅(22~24일)의 결과가 중요할 것이다. 증시 급락을 초래한 또 다른 요인인 AI 버블 붕괴 우려를 불식시킬 수 있는 엔비디아 실적(28일)의 중요성도 높게 가져가야 한다. 결국 8월 4주차 후반(22일 이후)에 임박할 수록 관련 경계심리가 증시 변동성을 확대시킬 소지가 있다. 다만, 상기 언급했듯이 최근의 주가 급락으로 국내 증시의 밸류에이션은 진입 매력이 높아졌으며, M7 주가 역시 밸류에이션 부담을 상당부분 덜어냈다는 점을 감안 시, 지금부터는 매도에 따른 실익이 낮다는 전제로 접근해야 한다.

현 시점에서는 기술적 장기 추세선인 200일선 및 코스피 선행 PER 8.5~8.6배 레벨에 해당하는 2,600~2,620pt를 1차 지지선 레인지로 상정한 후, 낙폭과대 업종 중에서 1) 반도체, 조선 (이익 모멘텀 양호), 2) 바이오(금리상승 부담 완화), 3) 금융(밸류업 모멘텀)을 중심으로 분할 매수 대응하는 전략이 대안이 될 것이다.

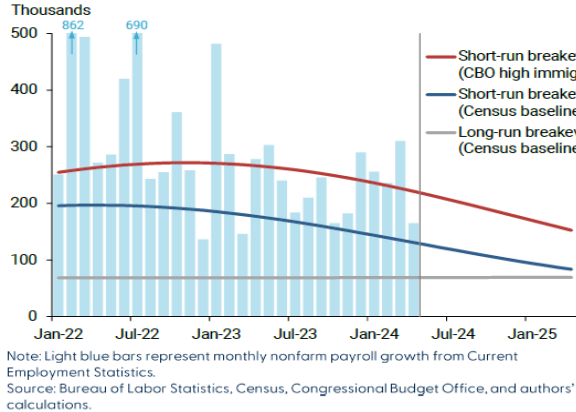
미국 7월 실업률 4.3%로 급등하면서 삼의 법칙의 기준점을 넘어섰다는 점은 최근 경기 침체 불안을 확산시킨 주범. 하지만 삼의 법칙은 침체를 예측해주는 지표가 아닌 침체에 동행하는 성격이 큼. 1950년 이후 침체가 발생한 이후 평균적으로 3개월 후에 삼의 법칙이 발동된 사례를 참고. 또 삼 본인이 강조했듯이, 이 법칙은 경기의 위치를 확인하는 지표일 뿐, 예고하는 지표가 아니라는 점에 주목할 필요.



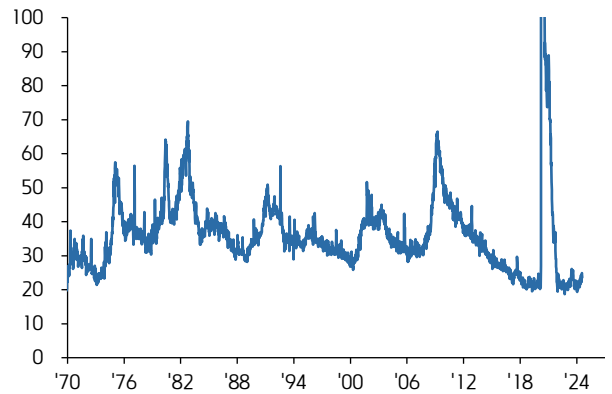
출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

고용시장 냉각으로 인한 침체 내러티브가 과장됐을 가능성이 있다는 것은 이민자수 급증, 경제활동참여율 증가 등이 구조적으로 실업을 상승에 대한 임계치를 높였기 때문(왼쪽), 또 실업을 등 고용지표는 한번 방향을 위로 잡으면 그 추세를 상당기간 이어간다는 점이 특징 이기는 하나, 주간실업수당청구건수를 보면 최근 급등했어도 이전 침체기에 비해 낮은 레벨에 있다는 점을 참고할 필요

Short-run monthly breakeven employment growth



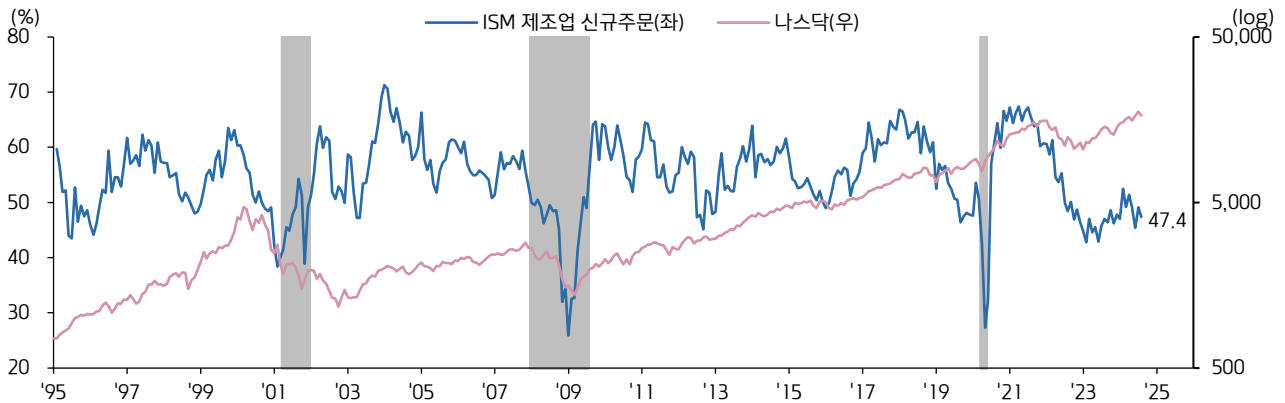
(만건)



출처: 샌프란시스코 연은, 키움증권 리서치센터

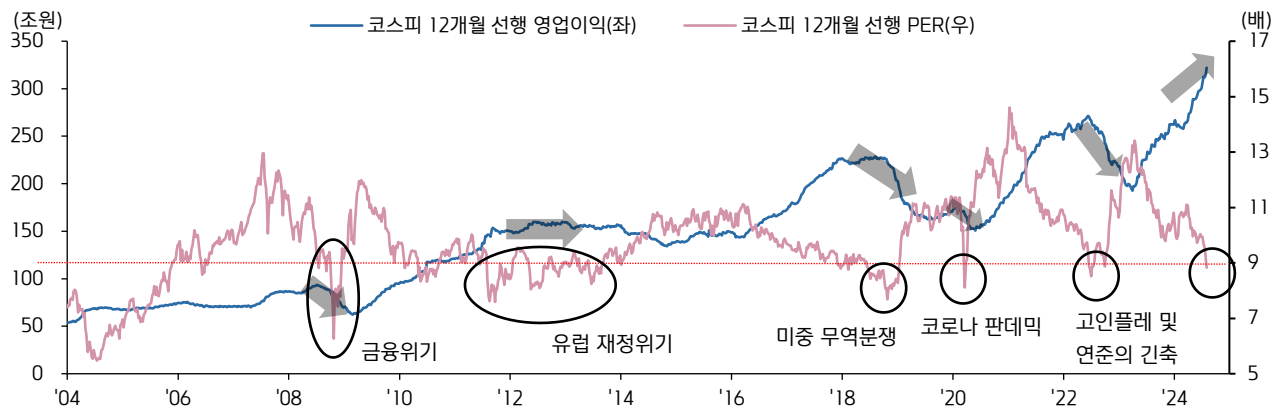
출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 경기 및 한국 수출에 선행하는 ISM 제조업 신규주문도 이점 침체 진입 시점과 달리 높은 수준을 유지하고 있다는 점도 침체 내러티브의 과장성을 대변



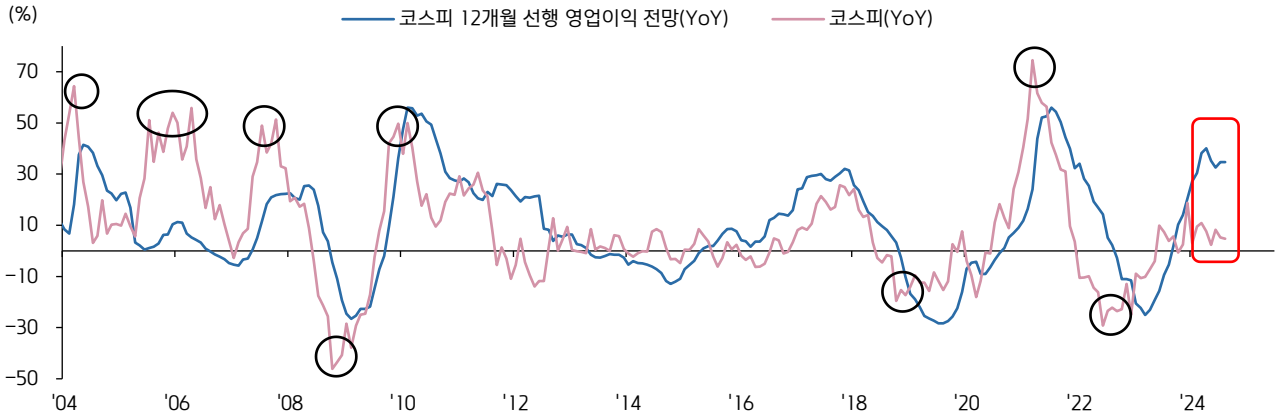
출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주: 음영처리 부분은 미국의 공식 침체기간

추가적인 가격 조정 압력에 노출되어 있긴 하지만, 이익과 밸류에이션을 보면 매도 실익이 줄어든 구간에 진입. 2일 증가 기준으로 코스피 12개월 선행 PER은 8.82배, 코스피 역사상 9배를 하회한 사례는 금융위기(08년), 유럽재정위기(12~14년), 미중 무역분쟁(18년), 팬데믹(20년), 연준 고강도 기축(22년) 등 전례 없는 위기를 제외하고 없었으며, 현 시점은 이 같은 위기 사태로 보기에 어려움



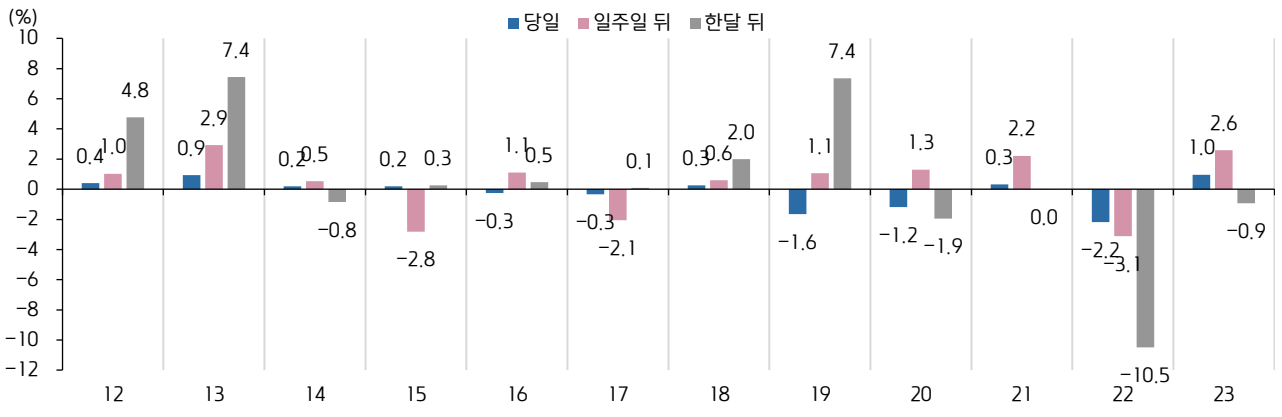
출처: Quantwise, 키움증권 리서치센터

“주가는 먼저 답을 알고 있다”는 명제는 참. 선행 영업이익이라고 해도 주가가 이보다 더 선행하는 것이 국내 증시의 역사였기 때문. 하지만 코스피 주가는 아직 방향성을 아래로 완전히 틀었다고 보기 어려운 국면. 물론 향후 12월 선행 영업이익(322조원의 하향 시 8.8배로 인식됐던 PER은 10배 혹은 그 이상의 레벨에 위치했던 것이 되어버릴 수 있음(밸류에이션 착시). 이는 코스피의 추가 급락을 유발할 것이지만, 미국 침체 진입 가능성은 낮을 것인 만큼 이 같은 밸류에이션 착시의 현실화 확률은 낮게 가져가는 것이 타당



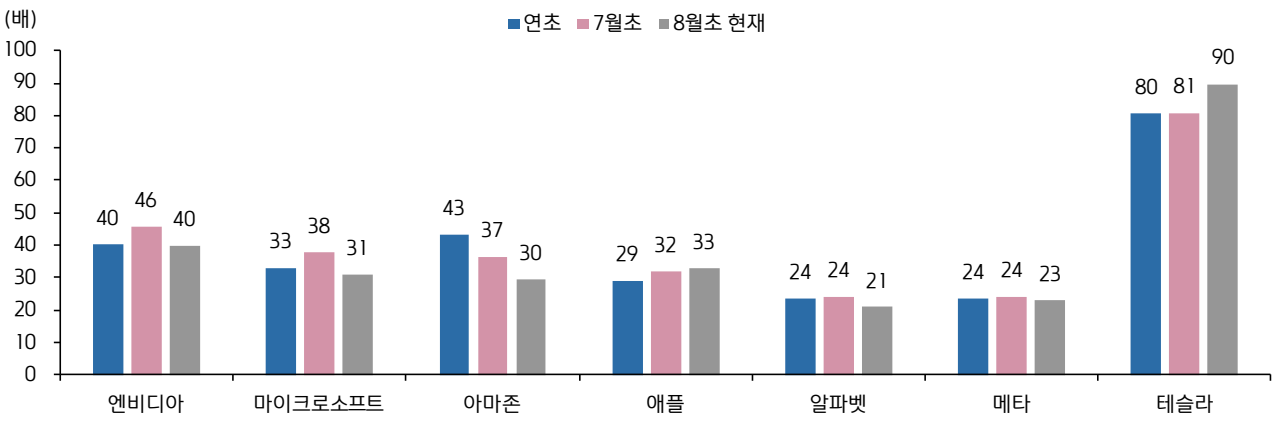
출처: Quantwise, 키움증권 리서치센터

‘12년 이후 잭슨홀 미팅 당일 및 이후의 코스피 주가 등락률: 최근 ISM 제조업 PMI, 비농업부문 고용 등 7월 FOMC 이후 입수한 연준이 9월 FOMC에서 어떤 액션을 취할지가 관건, 이를 선제적으로 확인할 수 있는 것은 8월말 잭슨홀 미팅이 될 것. 통상적으로 잭슨홀 미팅은 증시 방향성에 제한적인 영향만 가했으나, ‘22년(추가 금리인상 강하게 어필)처럼 시장이 기대를 뒤엎고 쇼크를 안겼던 사례를 감안 시 8월말 잭슨홀 미팅이 임박할수록 증시 변동성 확대에 대비



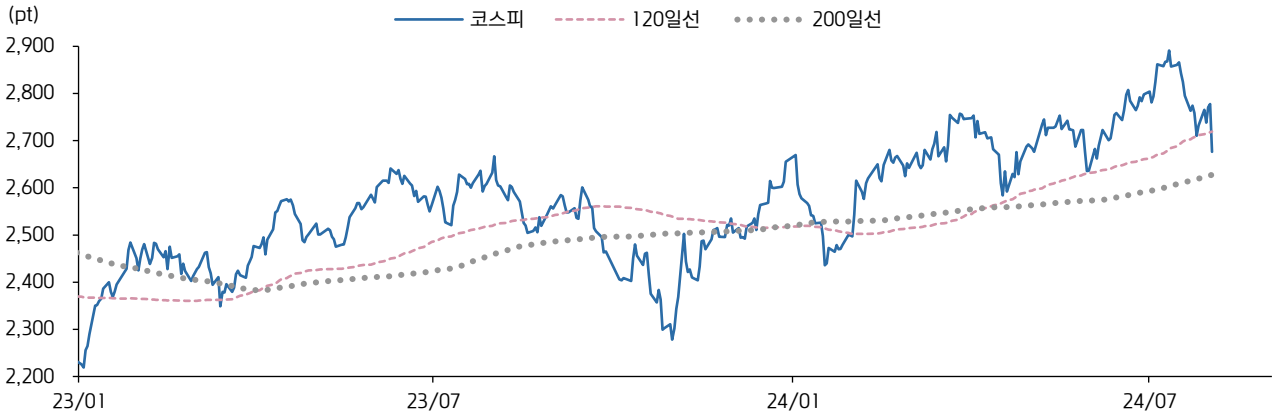
출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 M7주들의 연초, 7월초, 현재의 12개월 선행 PER 밸류에이션 변화, 대체로 7월 이후 주가 급락을 통해 고평가 부담 완화



출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

코스피와 120일선, 200일선: 중기 추세선이자 연중 지지선 역할을 해왔던 120일선은 하회한 상태, 현 시점에서 1차 지지선은 200일 선  
이자 12개월 선행 PER 8.5~8.6배에 해당하는 2,600~2,620선으로 상정해놓고 분할 매수 대응



출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 8월 2일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다

고지사항

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