

교보증권 리서치 2024년 하반기 주식시장 전망 EP:02

# 감탄고도 甘呑苦吐

KYOBŌ 교보증권

## 2024 하반기전망

2024/05/23

[퀀트]

강민석 책임연구원

3771-9357



[투자전략]

김형렬 센터장

3771-9773



# Contents

2H24 주식시장 전망

I

Summary 및 KOSPI 밴드

... 3pg

II

2024년 하반기 주식시장 전망

... 9pg

III

3S(Sector, Style, Size) 전략

... 25pg

교보증권 리서치 2024년 하반기 주식시장 전망 EP:02

# 감탄고도 甘呑苦吐

KYOBŌ 教保증권



2024/05/23

Part 1.

## Summary 및 KOSPI 밴드



이 페이지는 편집상 공백입니다.

# Summary

## 2024년 하반기 주식시장 전망

- 연초 미국 경제의 경착륙(hard-landing)과 연착륙(soft-landing) 시나리오를 놓고 고민하던 투자자들은 주요 지표들의 호조세가 지속되면서 노랜딩(no landing) 가능성까지도 염두. 그러나 당사는 여전히 미국 경제 연착륙(soft-landing) 전망을 유지. 하반기로 갈수록 미국의 고용시장 정상화, 임금 상승률 둔화에 따른 가계의 추가적인 소비 여력은 제한적일 것으로 판단. 이에 따라 소비를 중심으로 성장해온 미국 경제 성장률은 점차 둔화될 것이며, 주식시장의 밸류에이션은 점차 위험자산 기피심리가 확대되면서 상승 모멘텀을 받기 쉽지 않을 것
- 이러한 당사의 매크로 전망을 기초로 보면, 당분간 밸류에이션(Valuation)보다는 어닝스(Earnings)에 집중해야 할 시기라고 판단. 국내 증시의 이익 모멘텀은 양호한 수출을 기반으로 내수 기업보다는 수출 기업들을 중심으로 개선 중. 1Q24 국내 경제성장률은 외수만이 아닌 내수에서도 큰 폭으로 상승했지만, 내수가 확대가 지속될 가능성은 제한적이기에 여전히 수출 모멘텀에 집중해야 할 것
- 다만, 계절성에 따라 연말이 가까워지면서 주가의 이익 민감도는 점차 낮아질 것으로 예상. 점진적으로 투자자의 관심은 어닝스(Earnings)에서 다시 밸류에이션(Valuation)으로 이동할 것. 연준의 금리인하는 주식의 밸류에이션 상승 모멘텀으로 반영되고, 미 대선 이벤트도 과거 사례를 비춰 봤을 때 증시에 긍정적으로 작용할 전망

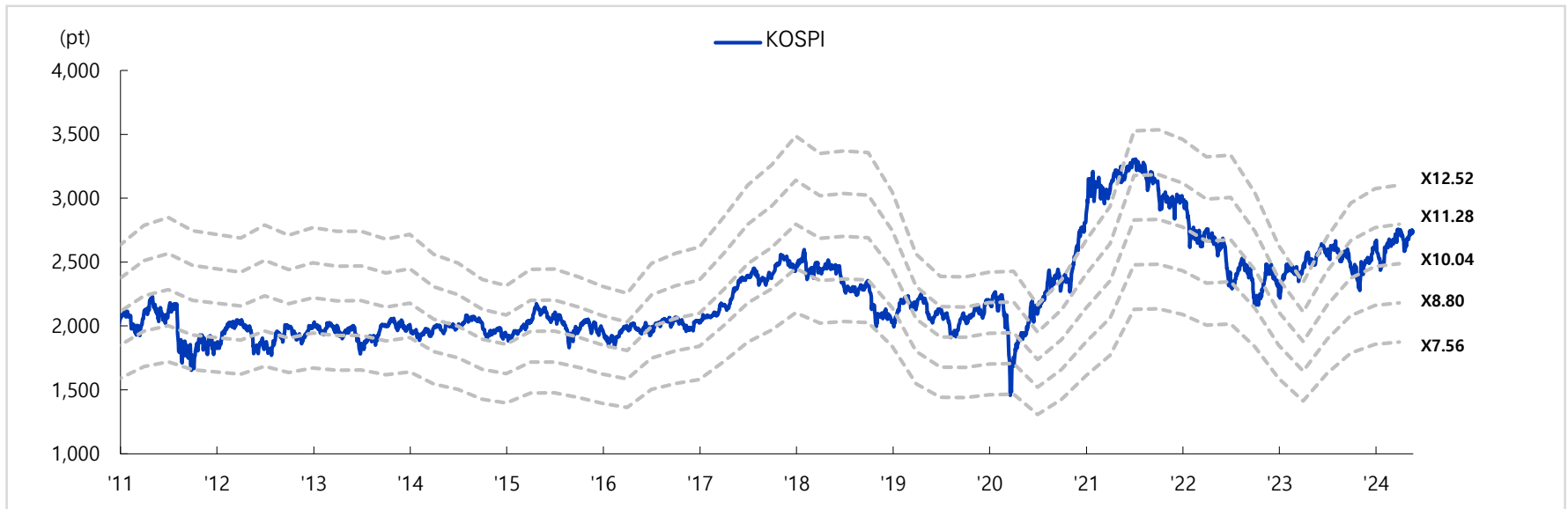
## 3S(Sector, Style, Size) 전략

- 하반기에는 “품목별 수출 모멘텀”과 “업종 주가 모멘텀” 간에 상관성이 존재하는 수출 품목 및 업종에 관심이 필요. 왜냐하면 수출 모멘텀이 업종 주가 모멘텀에 직접적으로 반응하지 않을 수 있기 때문. 연초 이후 수출금액이 큰 상위 30개 중에서 수출 모멘텀이 좋은 품목은 18개(HS Code 4자리 기준). 수출 모멘텀이 존재하며, 수출과 주가 간 상관성이 높은 업종은 반도체(집적회로, 인쇄회로), 자동차(승용차, 자동차/오토바이 엔진), 화장품(기초 화장품) 업종
- 국내 주식시장은 외국인 수급에 따른 수익률 결정력이 높음. 최근 외국인 순매수세는 이익 개선 업종(반도체, 자동차, 기계)와 밸류업 업종(은행, 보험, 상사/자본재)에 집중되고 있음. 외국인 수급의 수익률 영향력이 큰 만큼 해당 업종들의 비중이 높은 가치주의 상대성과 우위가 예상됨. 그러나 연말이 다가옴에 따라 낮아지는 이익 민감도와 금리 하락 기조로 점차 고밸류 업종(소프트웨어, 건강관리)의 아웃퍼폼이 예상되기에 점차 성장 스타일 비중을 높여야 할 것. 중소형주 대비 수출 기업의 비중이 높고, 주주환원 여력이 높아 밸류업 모멘텀을 받을 수 있는 대형주 비중 확대 선호

## 2024년 하반기 KOSPI 전망: 2,520 ~ 2,950pt

- 밴드 상단: 12MF EPS(현재 EPS \* 연말 평균 하락률, 261.5pt) X 12MF EPS(평균 + 1 \* 표준편차, 11.3배)
- 밴드 하단: 12MF BPS(현재, 2,981pt) X 12MF PBR(중앙값 - 1 \* 표준편차, 0.847배)
- 하반기로 갈수록 미국의 고용시장 정상화, 임금 상승률 둔화에 따른 가계의 추가적인 소비 여력은 제한적일 것. 이에 따라 소비를 중심으로 성장해온 미국 경제 성장률은 점차 둔화될 것이며, 주식시장의 밸류에이션은 점차 위험자산 기피심리가 확대되면서 상승 모멘텀을 받기 쉽지 않을 것을 판단. 즉, 밸류에이션(PER)보다는 어닝스(EPS) 중심으로 움직일 것
- 다만, 계절성에 따라 연말이 가까워지면서 주가의 이익 민감도는 점차 낮아질 것으로 예상. 투자자의 관심은 어닝스(Earnings)에서 다시 밸류에이션(Valuation)으로 이동할 것. 연준의 금리인하는 주식의 밸류에이션 상승 모멘텀으로 반영되고, 미 대선 이벤트도 과거 사례를 비춰 봤을 때 증시에 긍정적으로 작용할 전망

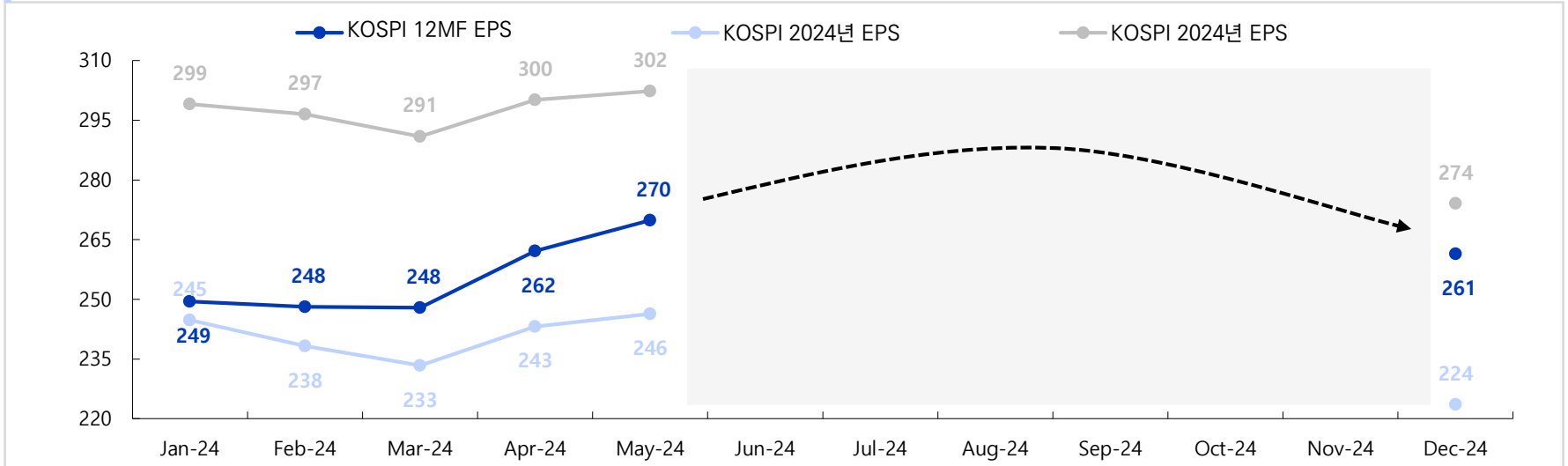
### KOSPI 12개월 선행 PER 밴드



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

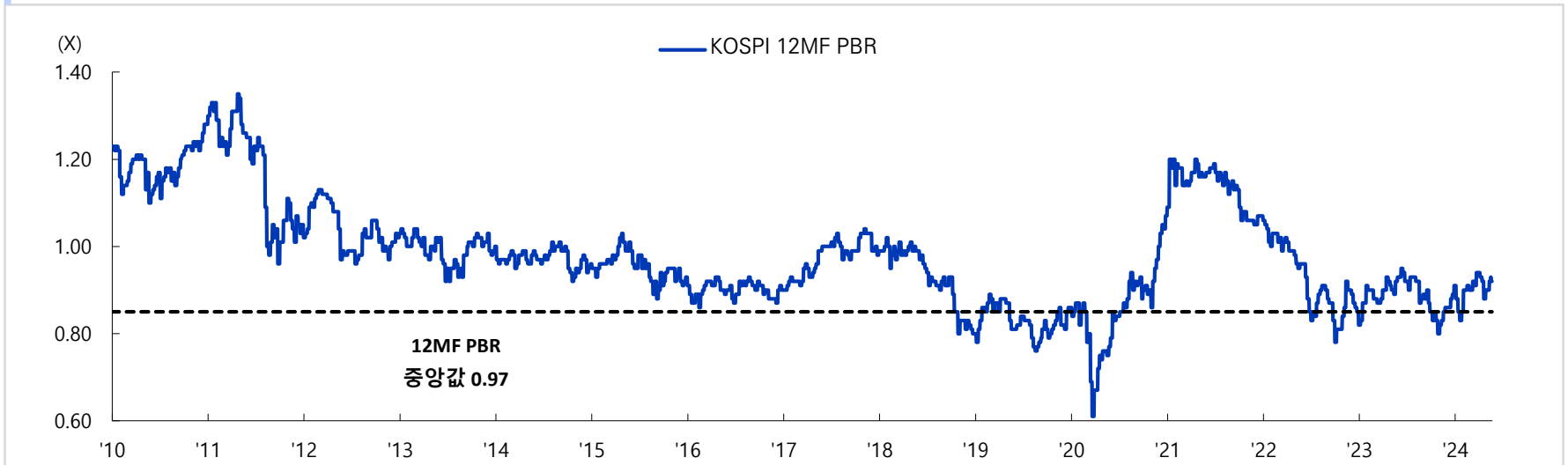
# 2024년 하반기 KOSPI 전망: 2,520 ~ 2,950pt

## KOSPI EPS 추이 및 예상 경로



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

## KOSPI 12개월 선행 PBR 추이



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터



이 페이지는 편집상 공백입니다.

교보증권 리서치 2024년 하반기 주식시장 전망 EP:02

# 감탄고도 甘呑苦吐

KYOBŌ 教保증권



2024/05/23

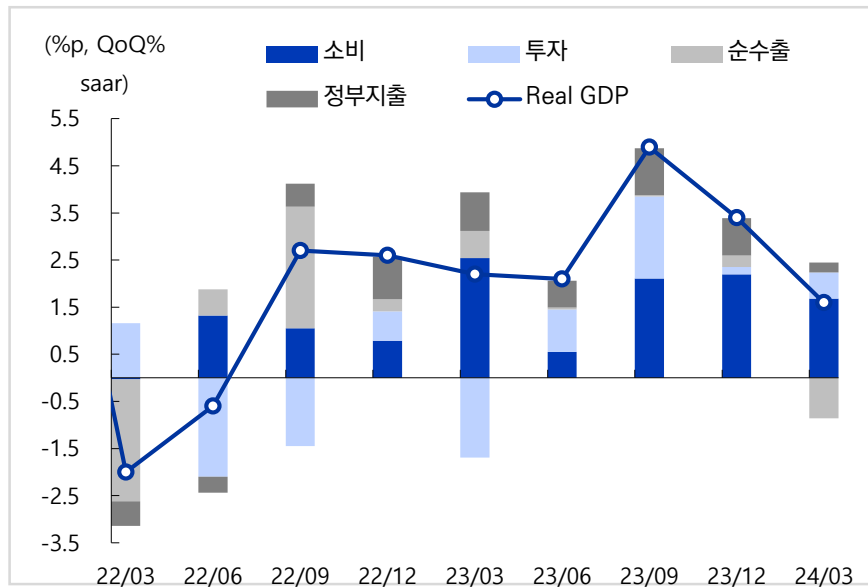
Part 2.

## 2024년 하반기 주식시장 전망

# 美 고용 정상화 및 소비 둔화로 밸류에이션 상승 모멘텀은 제한적

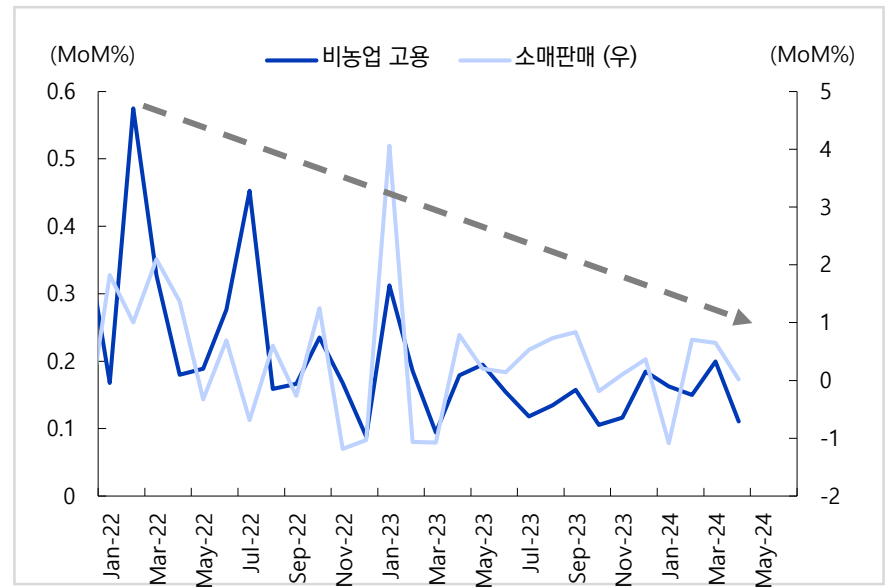
- 경기침체에 대한 투자자들의 우려는 약해지는 중. 미국 경제의 경착륙(hand-landing)과 연착륙(soft-landing) 사이에서 고민하던 투자자들은 점차 무착륙(no-landing) 시나리오를 염두에 두고 있음
- 미국 경제의 성장을 이끌어온 것은 가계 소비. 견조한 소비는 타이트한 고용시장, 고물가 및 고금리 환경에 대한 가계의 높은 적응력, 정부의 보조금 지급, 서비스업 중심의 소비 활동에서 기인한 것으로 판단
- 그러나 하반기로 갈수록 미국의 1)고용시장 정상화, 2)임금상승률 둔화, 3)초과 저축 소진, 4)실질 가처분 소득 감소 등으로 추가적인 소비 여력은 제한적일 것으로 예상. 소비를 중심으로 성장해온 미국 경제 성장률이 점차 둔화될 것. 점차 위험자산 기피심리가 확대되며 주식시장의 밸류에이션 상승은 쉽지 않을 것

미국 실질 GDP와 세부항목 기여도



자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

미국 비농업고용 증가율과 소매판매 추이

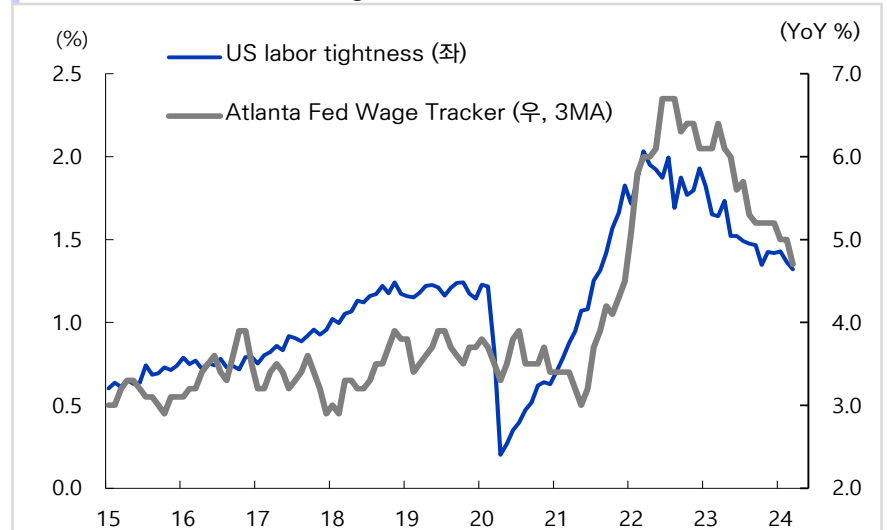


자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

# 미국 고용시장 견조하지만, 타이트함은 완화 중

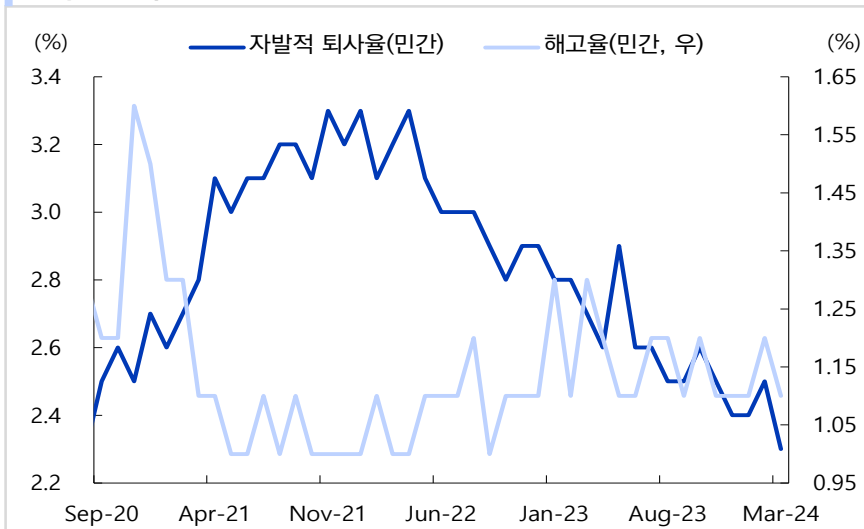
- 현재 노동자의 고용시장 복귀 움직임이 크게 나타나면서 고용시장의 쿨링이 진행 중이며, 임금 상승 압력도 완화되고 있음
- 개인의 고용환경 대비 자신감의 척도로 볼 수 있는 자발적 퇴사율은 2020년 수준을 하회한 상황. 또한, 주요 선진국 대비 미국의 노동력 부족은 빠르게 줄어드는 중
- 수요 측면에서 고용을 뒷받침해줬던 서비스업 업황이 둔화됨. 미국 4월 ISM 서비스업 지수는 2022년 12월 이후 처음으로 50을 하회하는 49.4를 기록하며 둔화 국면에 진입했으며, 비농업 고용 중 레저와 여가 항목 또한 큰 폭으로 감소한 상황

미국 고용시장, 쿨링(cooling)되면서 임금 상승 압력도 완화



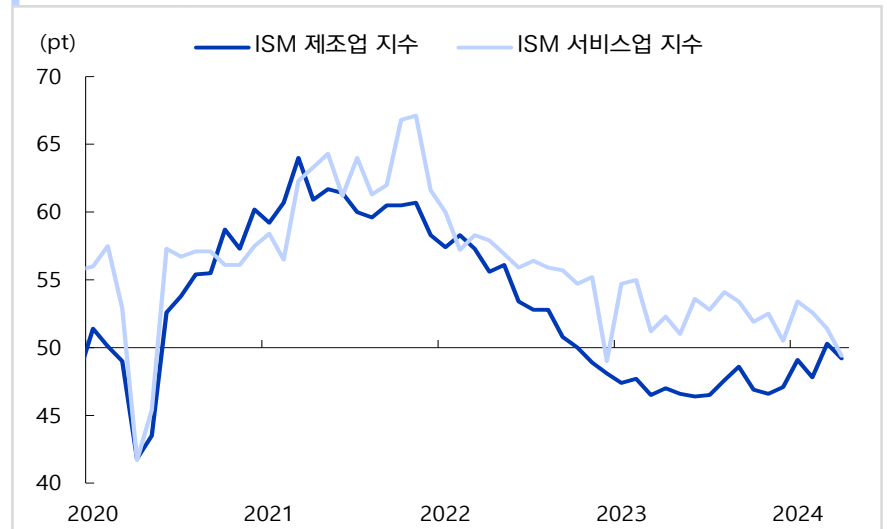
자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

미국 자발적 퇴사율과 해고율



자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

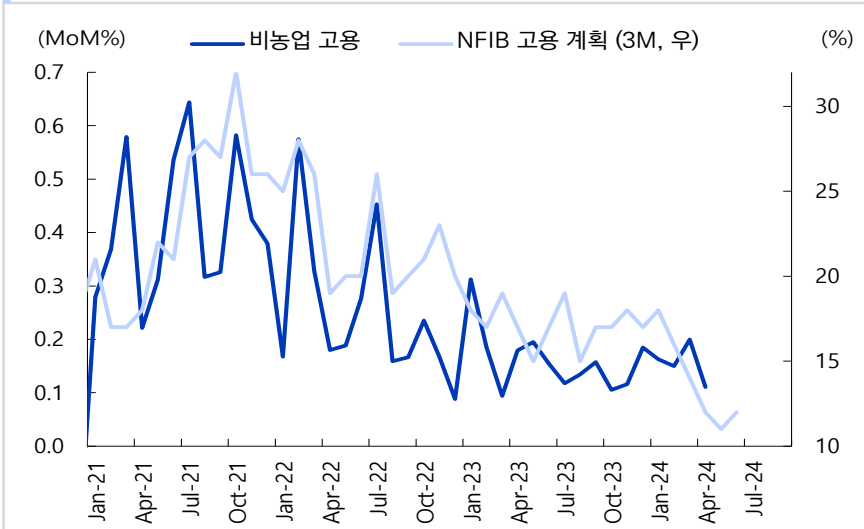
ISM 제조업 및 서비스업 지수



자료: IMF, 교보증권 리서치센터

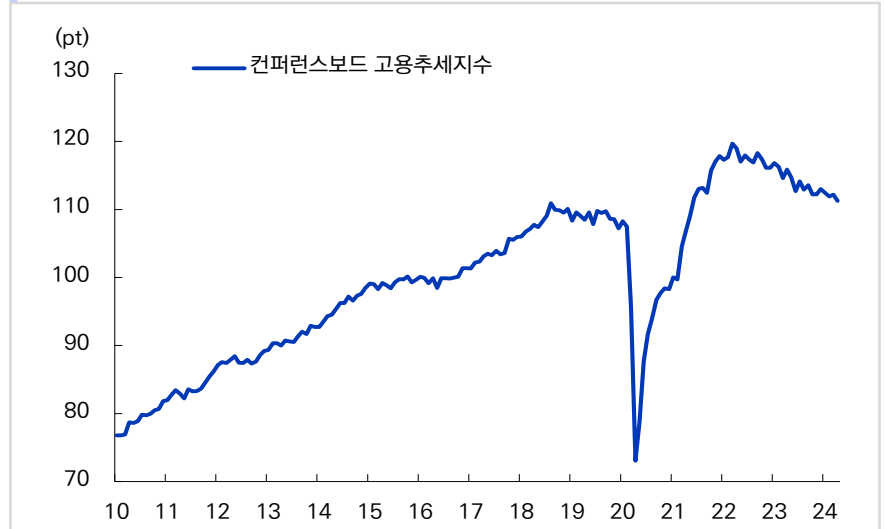
# 미국 고용시장 견조하지만, 타이트함은 완화 중

미국 NFIB 고용 계획과 비농업 고용 추이



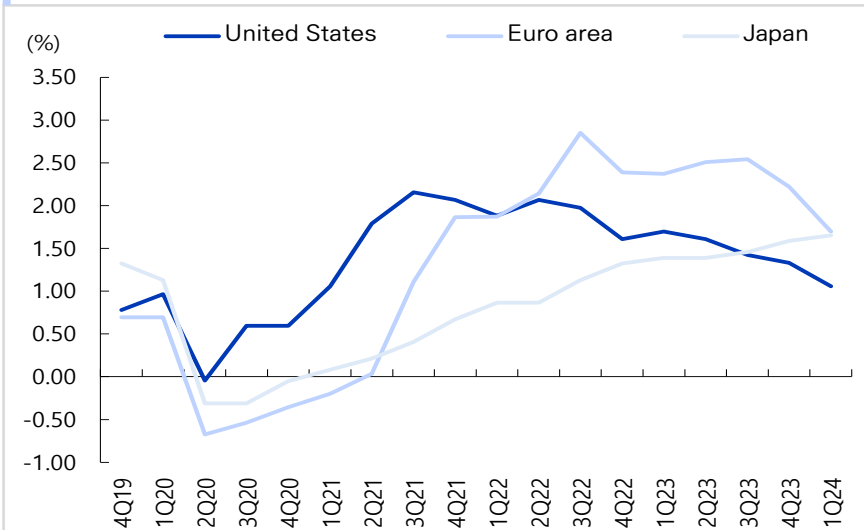
자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

미국 컨퍼런스보드 고용추세지수 추이



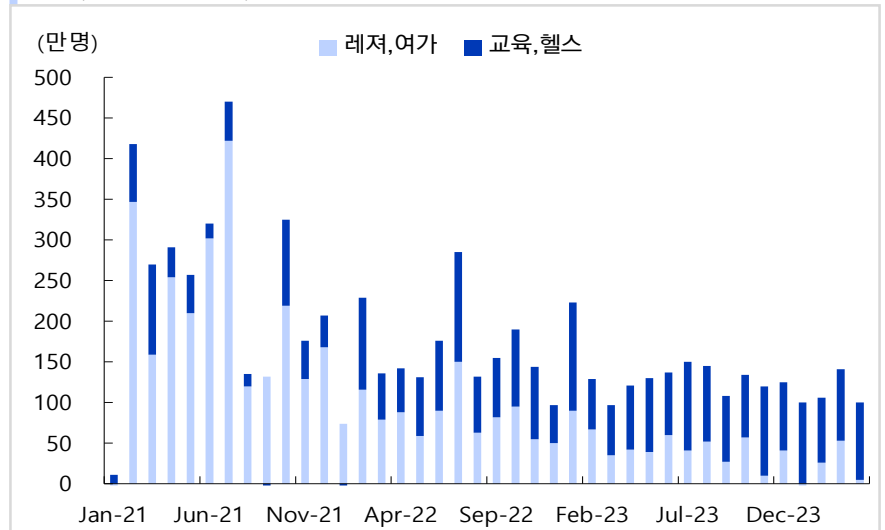
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

글로벌 노동력 부족 정도



자료: IMF, 교보증권 리서치센터

레저, 여가 및 교육, 헬스 서비스 고용 추이

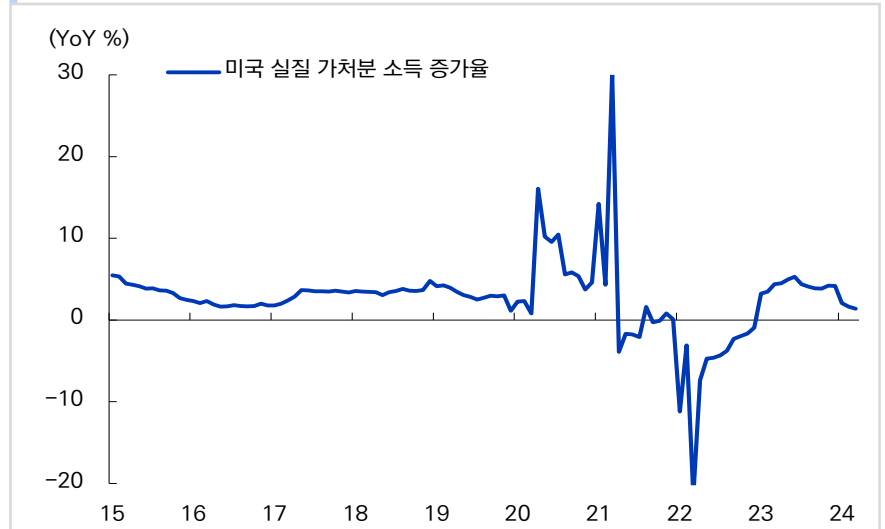


자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

# 가계의 추가 소비 여력은 제한적

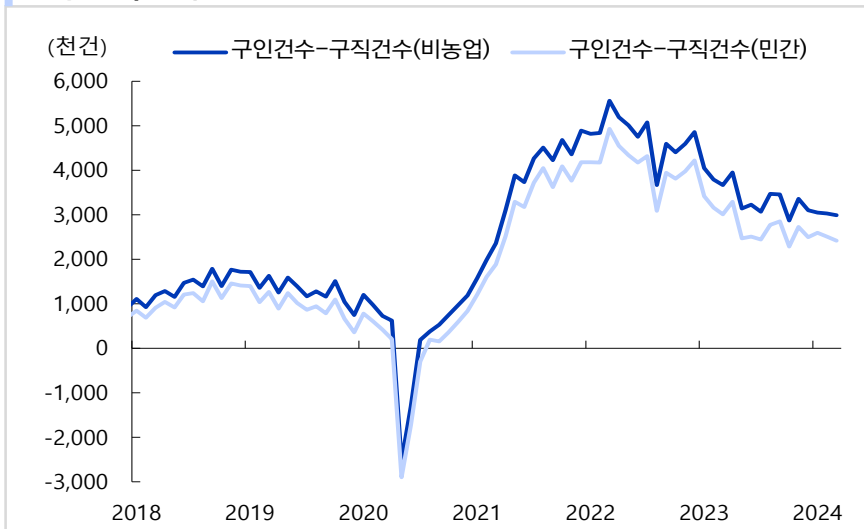
- 가계 소비의 지속성은 고정적인 수입에 대한 확신이 필요. 고용 시장 정상화와 임금 상승률 둔화는 소비 지속을 힘들게 할 것
- 팬데믹 시기에 쌓아둔 미국 가계의 초과 저축은 올해 3월 소진 됐으며, 미국의 실질 가처분 소득은 점차 감소하는 중
- 신용카드 연체율은 금융 위기 이후 최대폭을 기록하고 있으며, 개인 이자비용은 역대 최대 폭을 기록하면서 향후 신용에 대한 우려는 확대되고 있음
- 1)고용시장 정상화, 2)임금상승률 둔화, 3)초과 저축 소진, 4)실질 가처분 소득 감소 등으로 추가적인 소비 여력은 제한적인 것으로 판단

## 미국 실질 가처분 소득 증가율 추이



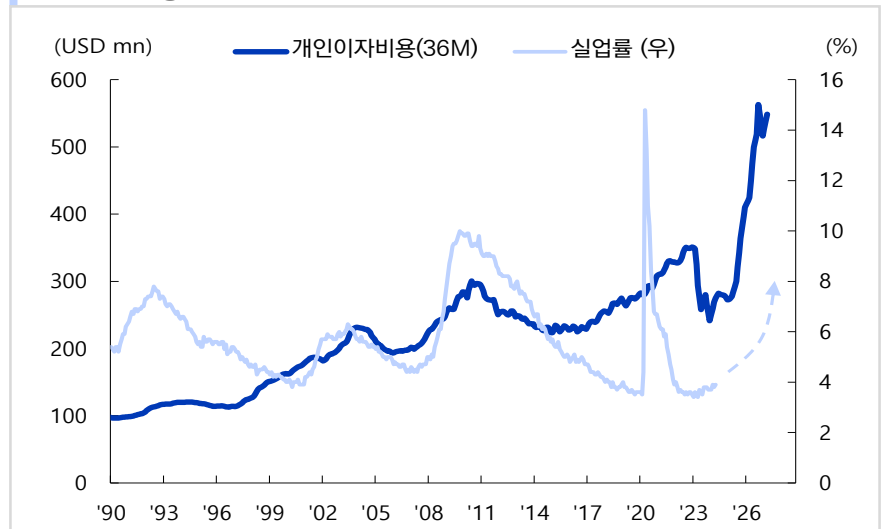
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

## 미국 구인/구직 건수 차이



자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

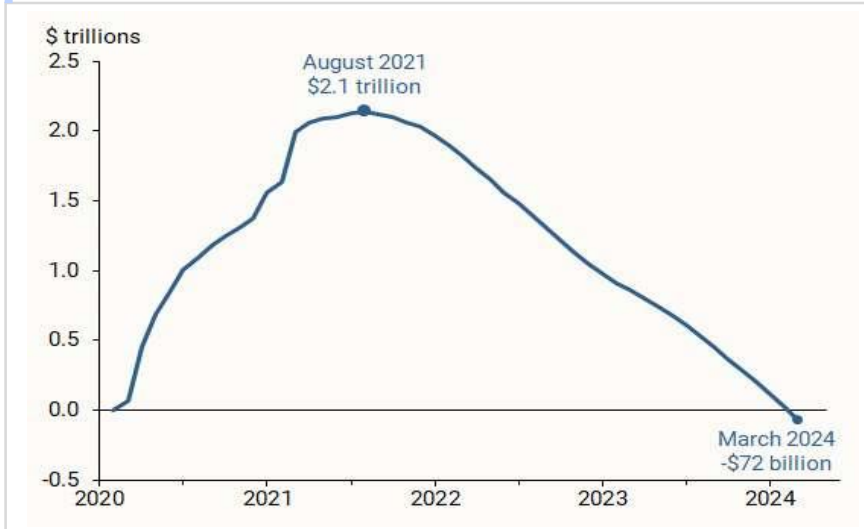
## 개인이자비용과 실업률 추이



자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

# 미국 가계의 소비 여력도 둔화

팬데믹 시기에 쌓아둔 미국 가계 초과 저축은 소진



자료: Federal Reserve Bank of San Francisco, 교보증권 리서치센터

미국 영겔지수 추이



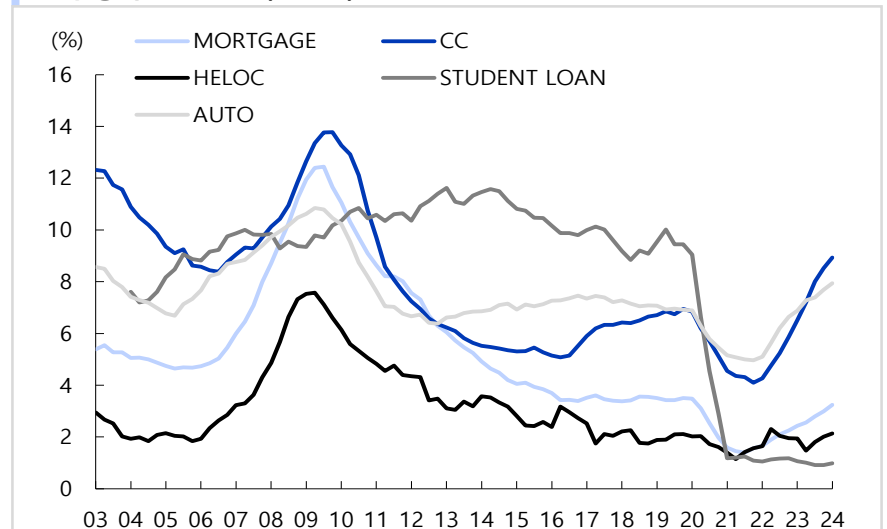
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치 센터

미국 미시건대 소비자신뢰지수 및 NAHB 주택시장지수 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

미국 항목별 연체율 (30일+) 추이

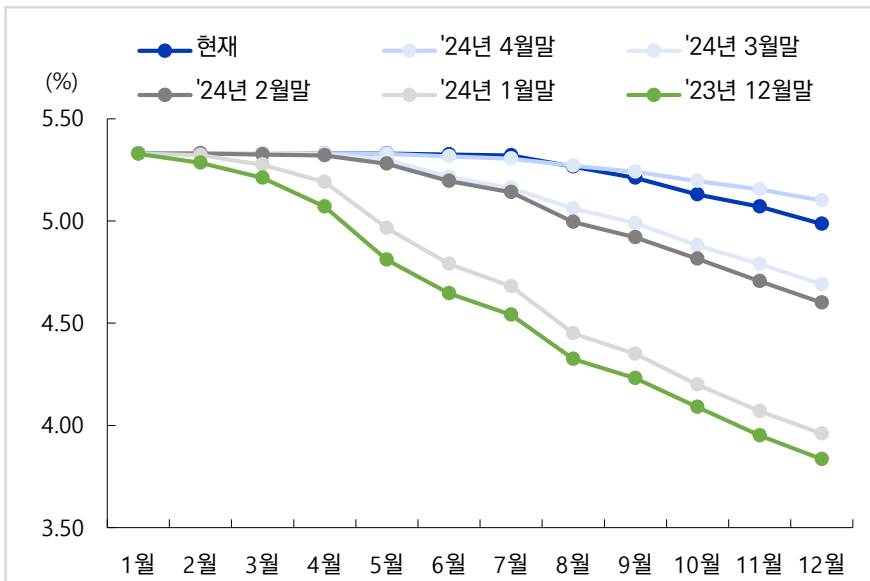


자료: Federal Reserve Bank of New York, 교보증권 리서치센터

# 지연되는 연준의 통화정책 전환

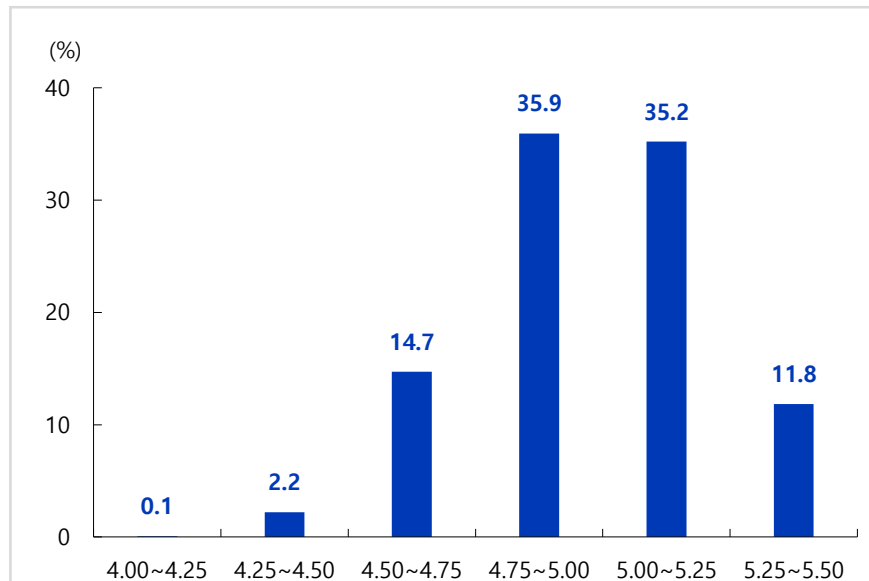
- 연준 통화정책 경로의 불확실성이 확대되면서 글로벌 주요국 중앙은행들의 금리인하 선행도 복잡해지는 구간. 연초만 하더라도 시장은 연준이 올해 6~7차례 정도 기준금리 인하에 나설 것으로 예상. 2023년 12월 FOMC에서 올해 3차례의 기준금리 인하를 전망했던 연준과 상당한 괴리를 보여줬음. 그러나 미국 경제지표가 양호한 흐름을 이어가면서 시장에 내재되어 있던 연내 기준금리 인하 기대도 후퇴
- 미국 경제지표의 호조세가 이어지면서 연준의 통화정책 전환 시기 지연이 불가피. 그 동안 경제지표 서프라이즈에도 기존의 통화정책 스탠스를 견지했던 파월의장도 연내 금리인상 가능성은 배제했지만, 연준의 통화정책 전환 시기 지연이 불가피하다는 점을 인정. 여기에 쿨스비 총재 등 비둘기파로 분류되던 연준위원들도 정책에 대한 톤을 일부 조정

시장이 기대하는 연준의 금리인하 속도



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터  
 주: 현재는 5월 21일 기준

2024년 말 기준 Fed Watch 연준 통화정책 확률 분포

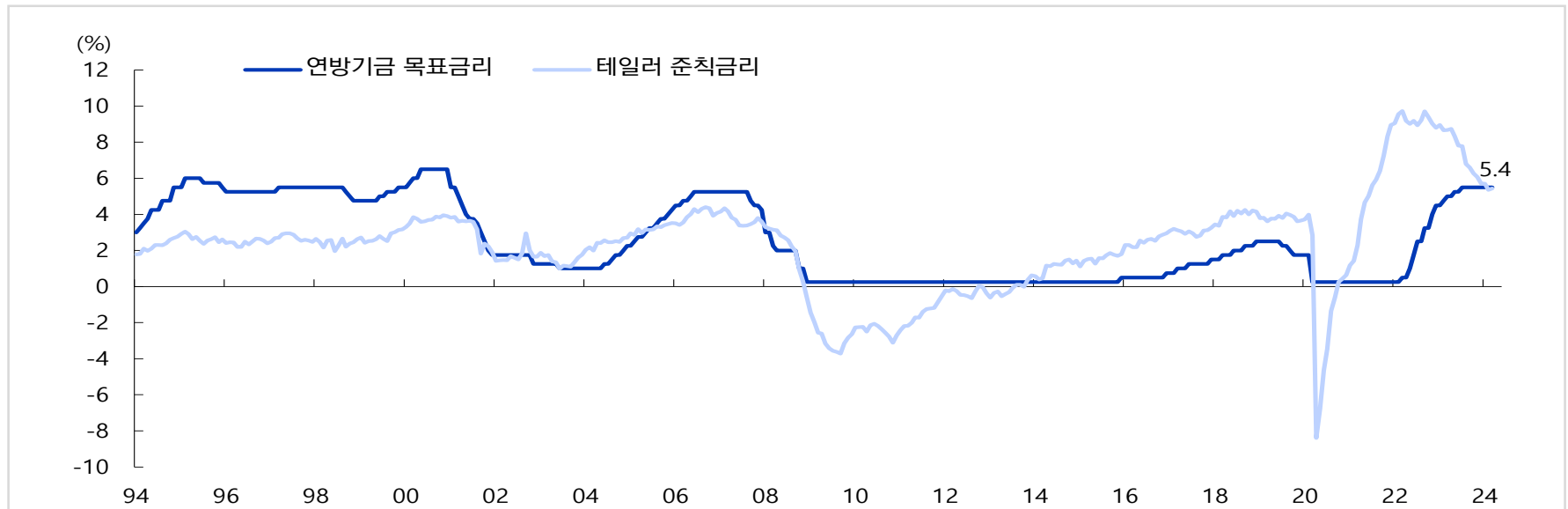


자료: Fed Watch, 교보증권 리서치센터  
 주: 5/21일 기준

## 연준의 추가적인 금리인상 필요성은 높지 않음

- 올해 연준이 통화정책 전환에 나서지 못하거나 혹은 추가적인 기준금리 인상에 나설 수 있는 가능성을 간과하고 있지는 않음. 특히 예상보다 양호한 미국 펀더멘탈, 특히 견조한 소비가 지속되는 상황을 우려하고 있는데, 고물가, 고금리 환경에서도 양호한 소비 흐름이 지속된다면, 이는 수요측(demand pull)에서의 물가상승 압력을 재차 자극할 수 밖에 없기 때문. 연준 입장에서도 인플레이션이 상승 반전한다면, 통화정책 경로를 재설정하는 것이 불가피
- 다만, 당사는 여전히 인플레이션 경로에 대한 불확실성이 높지만, 1)고용시장 정상화, 2)임금 상승 압력 완화, 3)제한적인 소비 여력으로 인플레이션은 점진적으로 둔화세를 보일 것으로 예상. 아직은 울퉁불퉁(bumpy)한 디스인플레이션 경로로 인해 연준의 통화정책 전환이 지연되는 것에 무게. 연준의 첫 기준금리 인하 시점을 3Q24로 유지

### 연방기금 목표금리와 미국 테일러 준칙금리 추이



자료: Federal Reserve, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

# 금리를 올리고 싶은 사람은 없다

## ■ 연준위원별 통화정책 관련 발언 비교

	2024년 1~2월	2024년 4월~현재	성향	투표권
제롬 파월	<ul style="list-style-type: none"> <li>3월 금리인하 고려하고 있지 않음. 올해 어느 시점에 인하</li> <li>목표 수준으로 물가가 낮아지고 있다는 데이터 확인 필요</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>올해 말 기준금리 인하에 동의하지만, 더 큰 확신 필요</li> <li>인플레이션에 대한 자신감 연초 보다 약화. 다음 움직임이 인상은 아닐 것</li> </ul>	N	O
필립 제퍼슨	<ul style="list-style-type: none"> <li>인플레 진전 조심스럽게 낙관</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>현재 수준의 정책 금리로 인플레이션이 더 둔화될 것으로 전망</li> </ul>	N	O
마리클 바	<ul style="list-style-type: none"> <li>연착륙 경로 불확실. 쉽지 않지만, 목표 수준으로의 물가 회귀는 확신</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>상업용 부동산 리스크에 노출된 일부 은행은 스트레스 상황에 놓여있음</li> </ul>	N	O
미셸 보우먼	<ul style="list-style-type: none"> <li>조기 금리인하는 부정적</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>인플레이션이 정체되거나 상승하면 금리를 인상해야 할 수도 있음</li> <li>연내 기준금리 인하 예상하지 않음</li> </ul>	MH	O
크리스토퍼 월러	<ul style="list-style-type: none"> <li>과거와 같은 빠른 금리인하 필요 없음. 정책 결정에 신중함 필요</li> </ul>	-	H	O
리사 쿡	<ul style="list-style-type: none"> <li>금리인하 전 물가가 목표로 향하고 있다는 더 큰 확신을 갖고 싶음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>CRE 위험 상당하지만 관리 가능한 수준. 가계 연체율 증가에 주목</li> </ul>	MD	O
아드리애나 쿠글러	<ul style="list-style-type: none"> <li>슈퍼코어 인플레이션 여전히 높지만 점차 개선 기대</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>올해 인플레이션이 계속 둔화될 것. 연초 데이터에 대한 판단은 유보</li> </ul>	MD	O
존 윌리엄스	<ul style="list-style-type: none"> <li>인플레 압력 많이 하락. 올해 후반 금리인하 확률 높. 3차례 인하 합리적</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>인플레이션 데이터 실망스럽지만, 연내 금리인하는 유효</li> <li>결국 금리인하를 하겠지만, 현재 금리인하가 시급한 상황은 아님</li> </ul>	N	O
로레타 매스터	<ul style="list-style-type: none"> <li>금리를 인하할 상황 아님. 3월 인하는 너무 이름</li> <li>고물가 장기화 가능성. 조기 금리인하는 실수</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>인플레이션에 대한 자신감 생기면 통화정책 정상화 시작. 아직은 물가가 높</li> <li>금리인상 가능성 배제하지 않지만, 현 수준에서 금리 인상을 바라지 않음</li> </ul>	H	O
토마스 바킨	<ul style="list-style-type: none"> <li>인내심 필요. 물가 개선에도 일부 항목은 여전히 가격 압력이 높음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>제약적인 금리 수준 유지 필요. 현 수준의 제약적 금리가 수요를 억제할 것</li> </ul>	H	O
라파엘 보스틱	<ul style="list-style-type: none"> <li>올해 50bp 인하 전망</li> <li>금리인하 서두를 필요 없음. 인플레이션 목표(2%)로의 빠른 진행 아닐 것</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>올해 말 한차례 정도 금리인하 예상</li> <li>상황에 따라 시각을 조정할 수 있지만, 올해 인하를 할 수 있다는 믿음 유지</li> </ul>	N	O
메리 데일리	<ul style="list-style-type: none"> <li>조기 금리인하는 시기상조. 안정적 물가 보장 위해 할 일 많음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>연내 3회 인하는 합리적이지만, 금리인하가 시급한 상황은 아님</li> <li>인플레이션 불확실성 있지만, 디스인플레이션은 진행 중</li> </ul>	D	O
오스틴 굴스비	<ul style="list-style-type: none"> <li>3월 금리인하 가능성 배제하고 있지 않음</li> <li>물가 불확실성 있지만, 경로는 유지 예상. 선제적 조치 지지</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>주거비의 지속적 상승 경계. 올해 첫 3개월은 확실히 상황이 좋지 않음</li> <li>인플레이션에 대한 추가 확인 필요. 금리인상, 인하 모두 논의</li> </ul>	MD	X
수잔 콜린스	<ul style="list-style-type: none"> <li>연말 이전 금리인하 인하 적절. 인플레이션을 2%까지 되돌릴 필요 없음</li> <li>지준 감소 빠를 것. 어느 시점에 QT 재검토하는 것이 적절</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>더 큰 확신을 갖기 전까지 현 정책 유지가 필요</li> <li>목표 수준으로 복귀하겠지만, 예상보다 오랜 시간이 필요할 수 있음</li> </ul>	N	X
제프리 슈미드	<ul style="list-style-type: none"> <li>인플레이션은 목표 상회, 고용시장은 타이트. 선제적 정책 조정 필요 없음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>선제적 정책 조정보다는 물가 목표 복귀에 대한 증거 확인까지 인내심 필요</li> </ul>	H	X
알베르토 무살렘	-	-	-	X
패트릭 하커	<ul style="list-style-type: none"> <li>경제 연착륙 가능. 올해 금리인하 적절. 다만, 너무 이른 인하는 위험</li> </ul>	-	MD	X
로리 로건	<ul style="list-style-type: none"> <li>좀 더 데이터 확인이 필요</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>금리인하는 너무 이름. 올해 금리인하 예상하지 않음</li> </ul>	H	X
닐 카시카리	<ul style="list-style-type: none"> <li>올해 2~3회 정도 금리인하 적절. 타이트한 고용시장은 인하 속도 낮출 것</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>장기간 현 수준의 금리 유지 필요. 인플레이션에 대한 의구심 점점</li> <li>금리인상 카드를 배제하고 있지는 않음</li> </ul>	MH	X

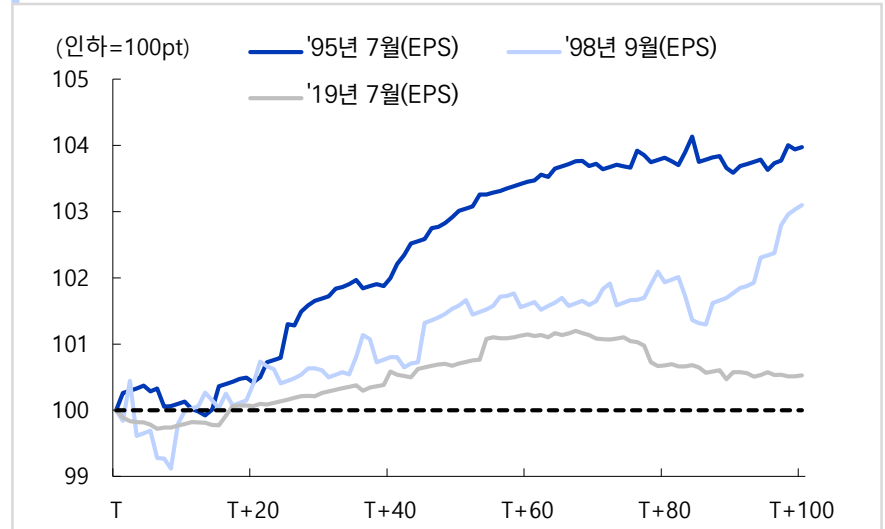
자료: 언론사, 교보증권 리서치센터

주: MH - 강경 매파, H - 매파, N - 중립, D - 비둘기파, MD - 강경 비둘기파

# 금리인하 이후 밸류에이션 회복 기대

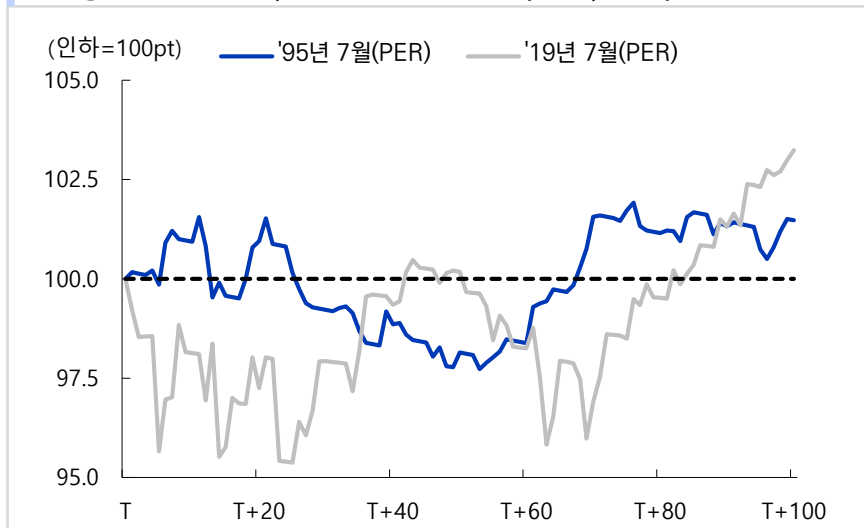
- 1990년 이후 연준의 보험성 금리인하(insurance cut)는 3차례.  
(1)1995년 7월, (2)1998년 9월, (3)2019년 7월
- 과거 보험성 금리인하 이후, S&P500은 12MF EPS는 소폭 상승하는 모습
- 밸류에이션도 금리인하 초기 조정을 받는 모습을 보이지만, 점진적으로 회복하며 양호한 흐름을 보임
- 9월 FOMC 금리인하를 가정하면 연말까지 남은 시간은 100여일 정도. 금리인하 기준 100일 후 12MF PER 증가율은 '95년 +1.5%, '98년 +17.4%, '19년 +3.2%(평균 7.4%)

보험성 금리인하 이후, S&P500 EPS 추이(95년, 98년, 19년)



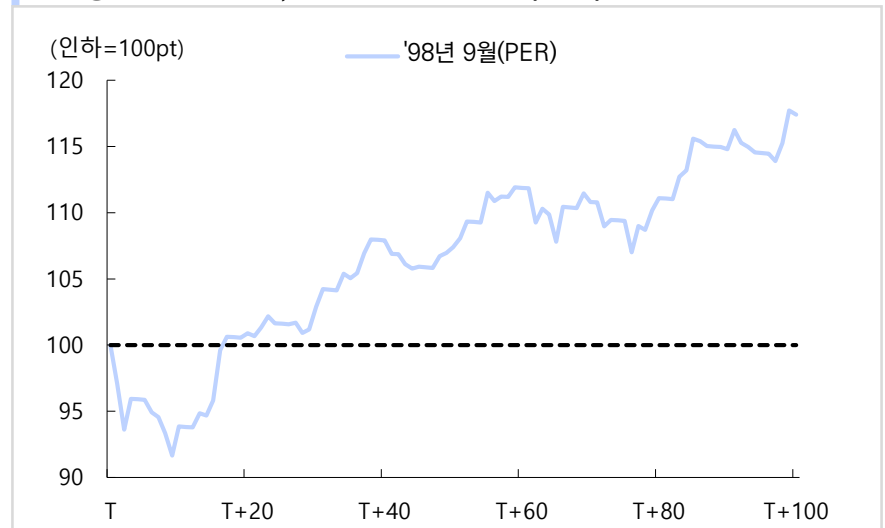
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

보험성 금리인하 이후, S&P500 PER 추이(95년, 19년)



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

보험성 금리인하 이후, S&P500 PER 추이(98년)

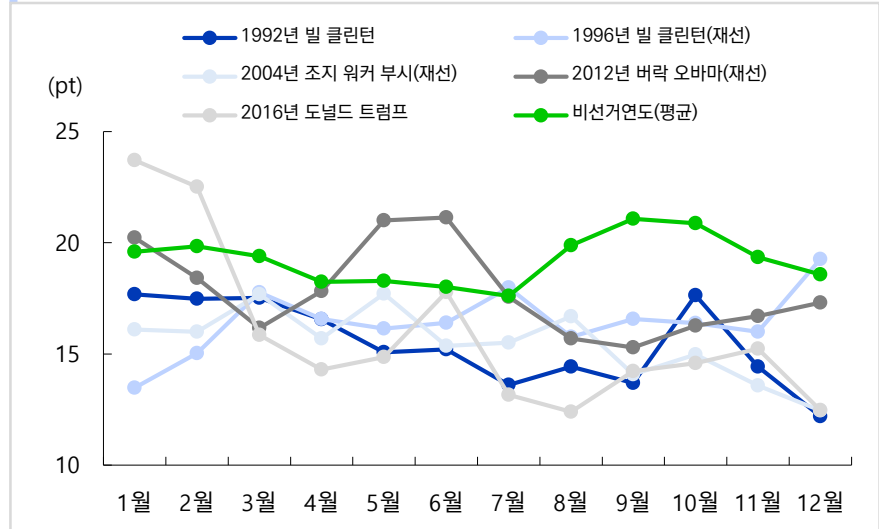


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

# 美 대선, 우려보단 적은 리스크 & 기대되는 주가 모멘텀

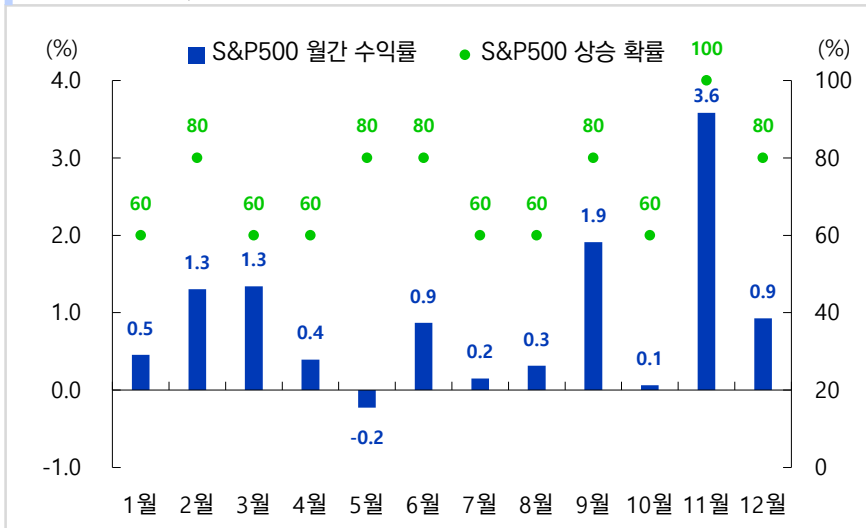
- 2024년 11월 5일에 미국의 대통령 선거가 시행될 예정. 대선 전 증시 변동성에 대해 우려가 높지만, 과거 사례를 보면 미국 대선에 따른 증시 변동성은 크지 않았음. 1990년 이후, 미국 대선이 시행된 해의 8 ~ 10월 월평균 VIX 지수는 비선거연도 대비 해서 높지 않은 수준
- 오히려 대선 이후 연말까지 정책모멘텀으로 인해 S&P500 수익률은 양호한 흐름을 보임
- 선거연도 S&P500 월평균 수익률은 11월 +3.6%, 12월 +0.9%이며, 상승 확률(Hit Ratio)은 11월 100%, 12월 80% 기록(외부 변수로 인한 쇼크인 닷컴 버블, 글로벌 금융위기, 코로나 제외)

미국 대선, 증시 변동성은 생각보다 크지 않아(월평균 VIX 지수)



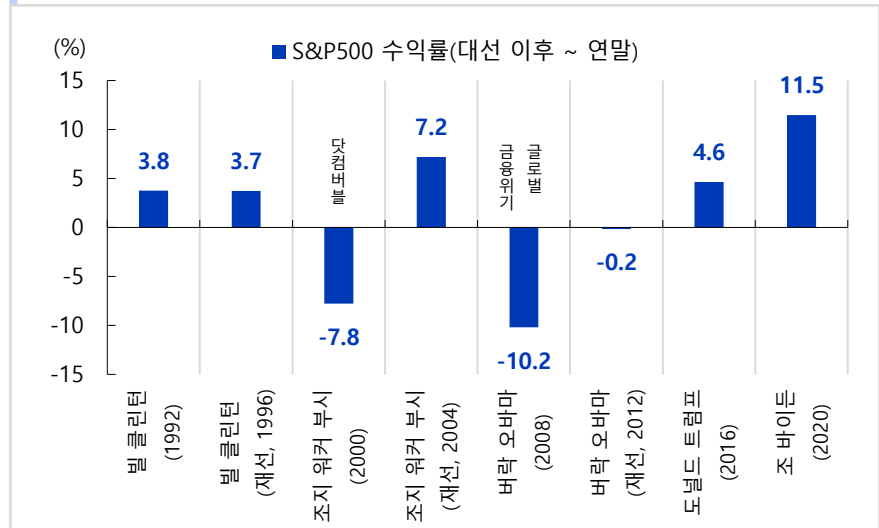
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터 / 주: 1990년 이후(닷컴버블, 글로벌 금융위기, 코로나 제외)

미국 선거연도, S&P500 월간 수익률(평균) 및 상승 확률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터 / 주: 1990년 이후(닷컴버블, 글로벌 금융위기, 코로나 제외)

미국 대선 이후 주가 흐름은 긍정적

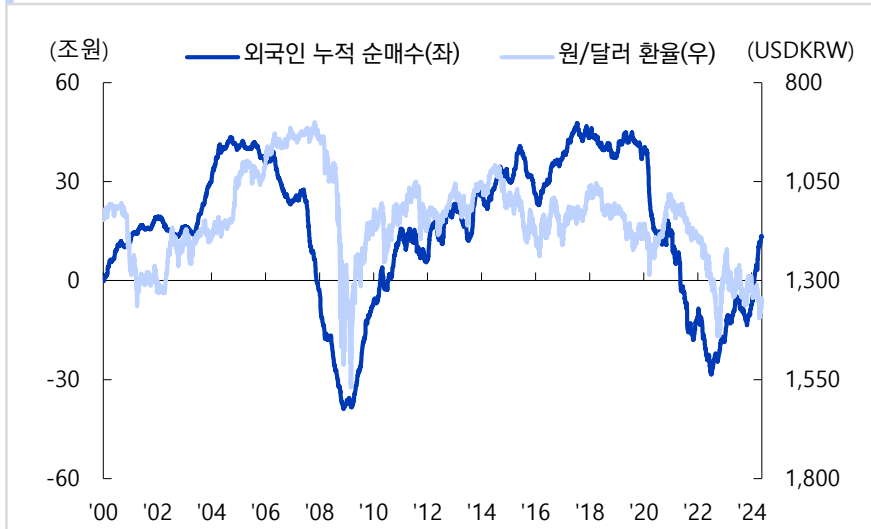


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

# 약해지는 달러, 외국인 수급은 증시에 우호적으로 작용할 것

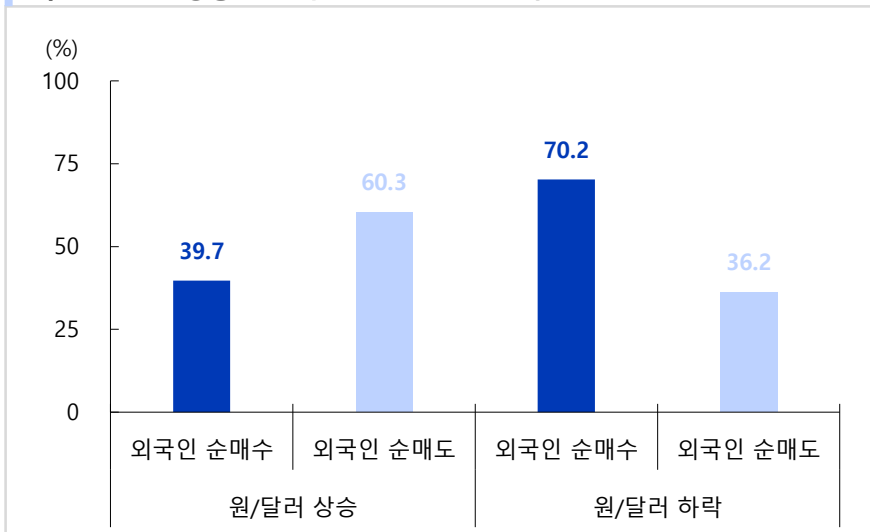
- 현재 국내 증시의 주요 매수 수급은 외국인. 연초 이후 국내 상장기업들의 외국인 누적 순매수대금은 20.8조원
- 연준의 금리인하 이후, 달러는 점진적으로 약해질 것으로 예상
- 보통 원화 약세(원/달러 상승기)에는 외국인이 매도하는게 일반적. 연초 이후 원화 약세에도 불구하고 외국인의 매수 자금 유입이 지속되는 중
- 달러 약세로 인한 원화의 상대적 절상 압력(=원/달러 하락)은 외국인 순매수 수급에 우호적으로 작용할 것

외국인 순매수와 원/달러 환율 추이



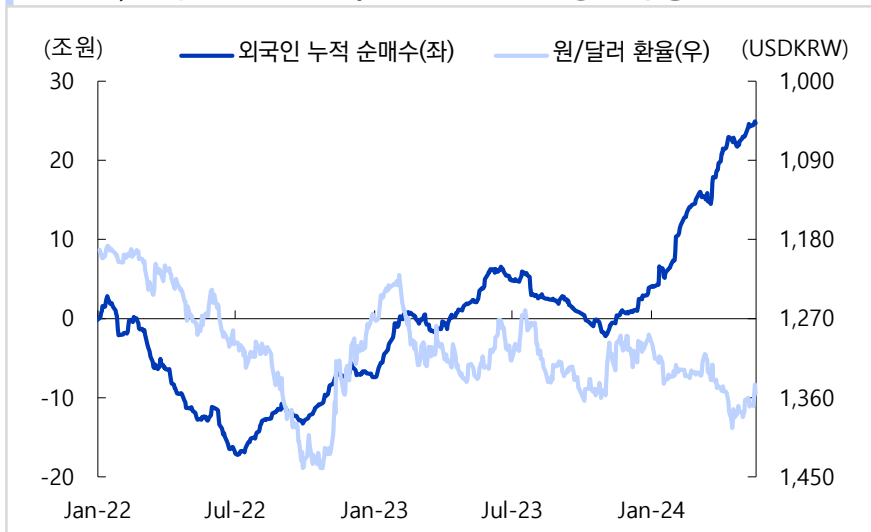
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

원/달러 환율 상승기 외국인 순매도가 일반적



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

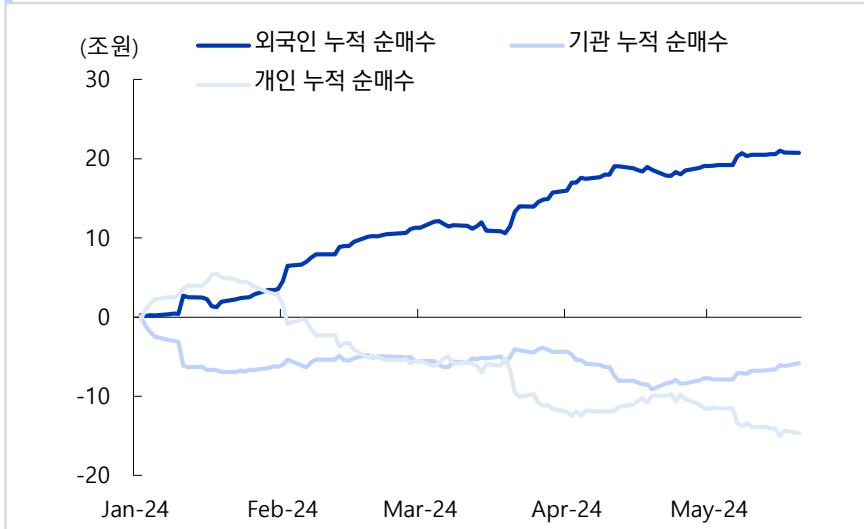
2024년, 외국인 순매수와 원/달러 환율 디커플링 지속 중



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

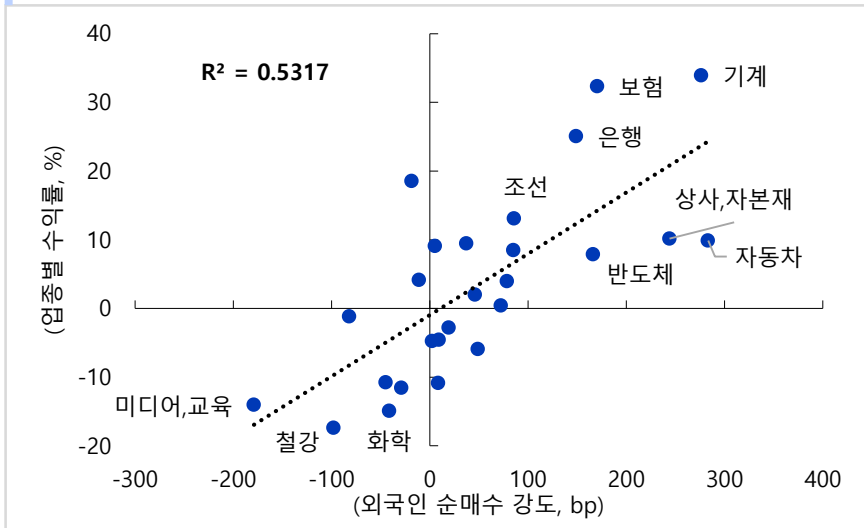
# 외국인 영향력이 큰 국내 증시

## 외국인 자금 유입 지속



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

## 수익률 결정력은 외국인에게



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

## 외국인 수급에 따라 발생하는 업종 수익률 차별화

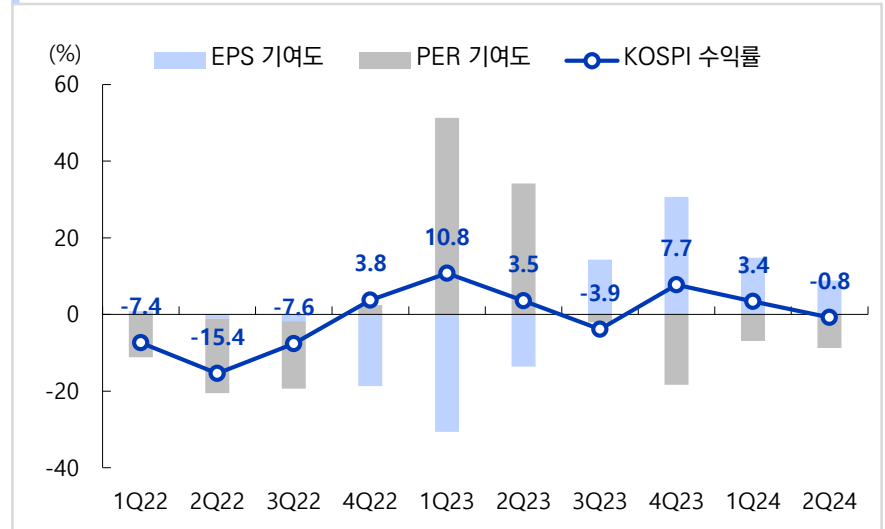
순위	업종	외국인 순매수 강도 (bp, 연초이후)	수익률 (%, 연초 이후)
1	자동차	283.3	9.9
2	기계	276.3	33.9
3	상사, 자본재	243.9	10.2
4	보험	170.4	32.3
5	반도체	166.4	7.9
6	은행	149.1	25.0
7	조선	85.9	13.1
8	유틸리티	85.2	8.5
9	통신서비스	78.5	4.0
10	호텔, 레저서비스	72.4	0.4
11	운송	49.1	-6.0
12	IT하드웨어	46.1	2.0
13	화장품, 의류, 완구	37.3	9.5
14	건강관리	19.5	-2.8
15	건설, 건축관련	9.3	-4.6
16	에너지	8.6	-10.9
17	비철, 목재등	5.4	9.1
18	디스플레이	2.4	-4.8
19	필수소비재	-11.1	4.1
20	증권	-18.4	18.6
21	IT가전	-28.8	-11.6
22	화학	-41.1	-14.9
23	소프트웨어	-44.9	-10.8
24	소매(유통)	-81.9	-1.2
25	철강	-98.0	-17.4
26	미디어, 교육	-178.9	-14.0

자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

# 국내 증시, 아직은 밸류에이션(Valuation)보다는 어닝스(Earnings)

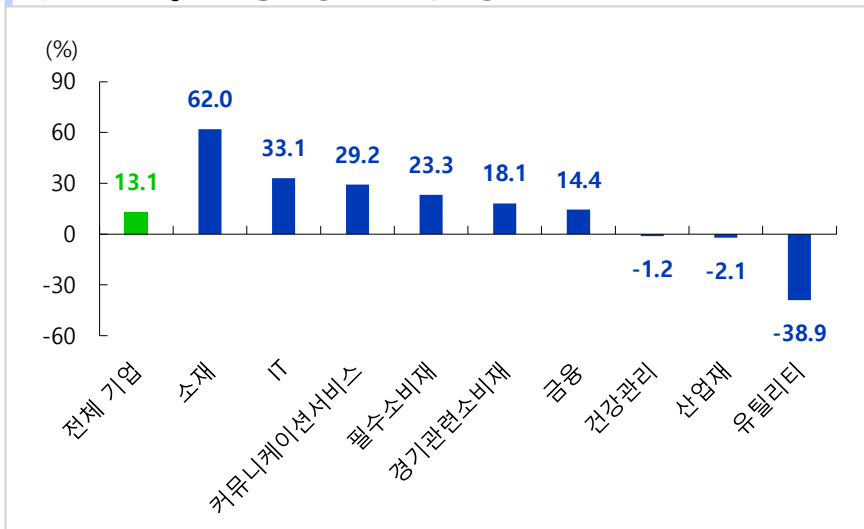
- 4Q23 이후, KOSPI는 밸류에이션(PER)보단 어닝스(EPS) 중심으로 상승 모멘텀이 발생. 4Q23 이후, KOSPI는 밸류에이션(PER) 보단 어닝스(EPS) 중심으로 상승 모멘텀이 발생
- 2024년 1분기 국내 기업들의 실적은 양호한 수준. 국내 상장기업 1Q24 당기순이익은 컨센서스를 +13.1% 상회한 41.9조원 기록. 반도체, 금융(은행, 보험, 증권), 자동차 업종을 중심으로 이익 개선
- 업종별 컨센서스 달성을 상위 업종은 소재(+62.0%), IT(+33.1%), 커뮤니케이션서비스(+29.2%), 필수소비재(+23.3%), 경기관련소비재(+18.1%), 금융(+14.4%), 건강관리(-1.2%), 산업재(-2.1%), 유틸리티(-38.9%)

KOSPI 분기별 수익률 및 EPS, PER 기여도



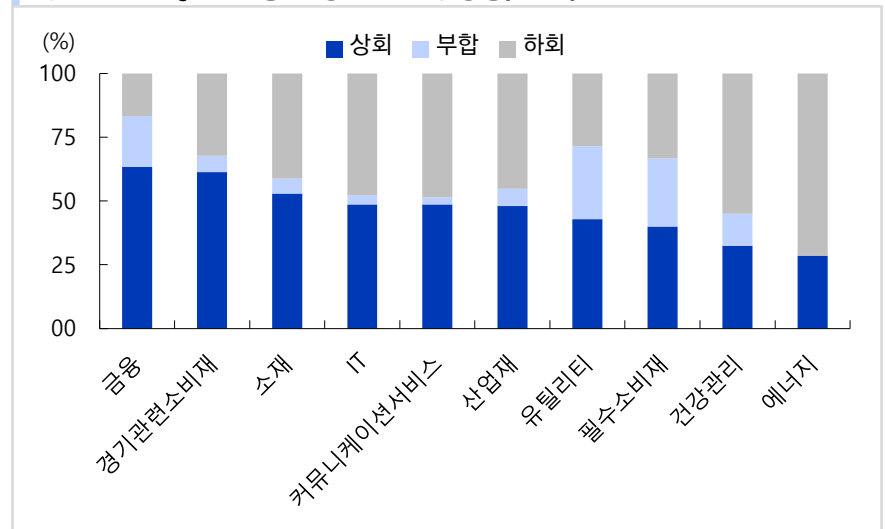
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

국내 기업 1Q24 업종별 당기순이익 달성률



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

국내 기업 1Q24 업종별 당기순이익 상승/부합/하회 비율

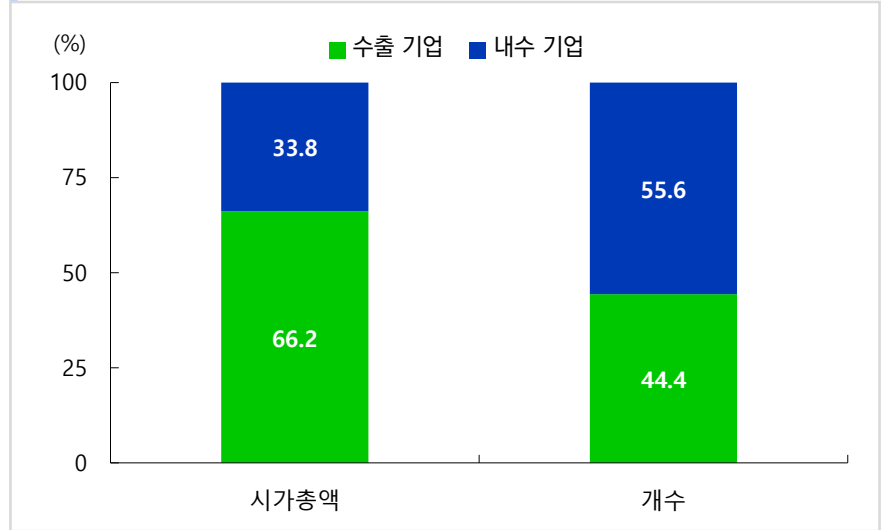


자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터 / 주: 상회 및 하회 기준은 컨센서스 대비 ±5% KYOBO research center 22

# 수출기업이 주도한 어닝 서프라이즈

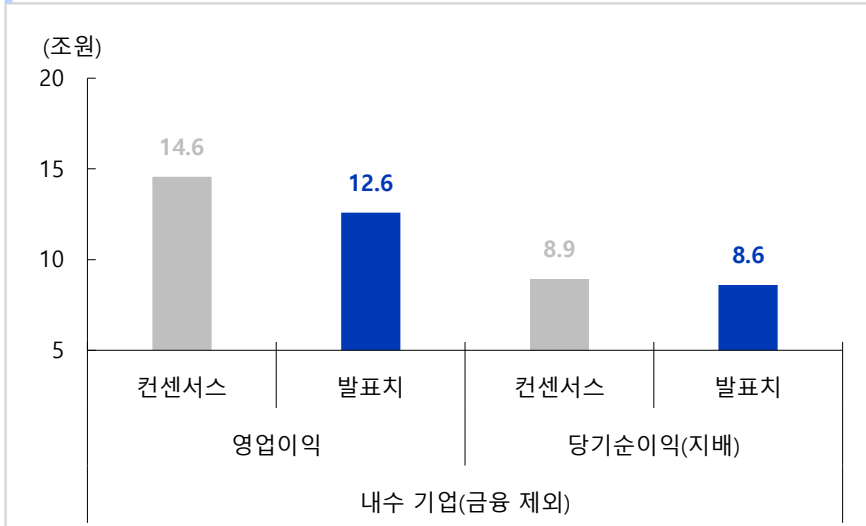
- 수출기업들을 중심으로 어닝 서프라이즈 발생 (매출액 중 수출 비중이 50% 이상일 경우 수출 기업, 50% 이하일 경우 내수 기업으로 분류)
- 수출기업 영업이익, 당기순이익은 컨센서스 대비 +13.4%, +19.9% 상회하는 29.8조원, 21.8조원 기록
- 반면, 내수기업들은 영업이익, 당기순이익 모두 컨센서스를 하회한 실적을 발표

국내 수출/내수 기업 비중



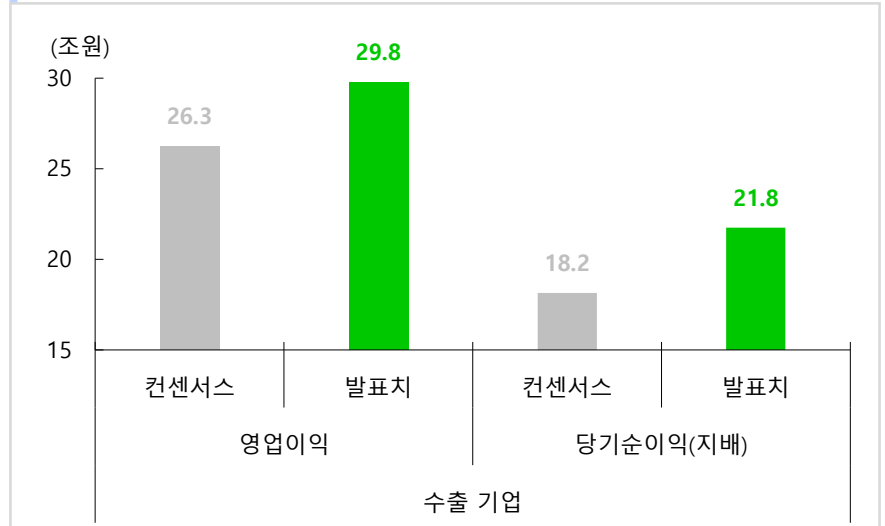
자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터 / 주: WMI500 기업 기준

내수 기업(금융 제외) 1Q24 이익 컨센서스 및 발표치



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터 / 주: WMI500 기업 기준

수출 기업 1Q24 이익 컨센서스 및 발표치

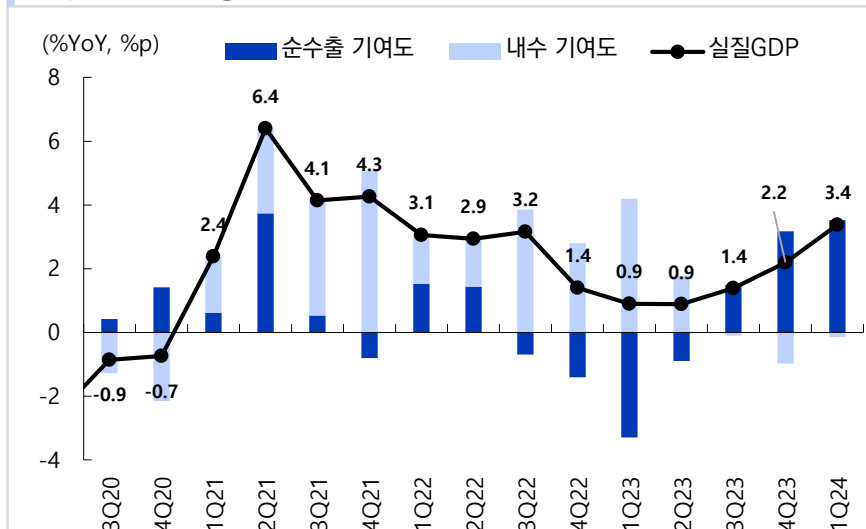


자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터 / 주: WMI500 기업 기준

# 수출을 보면 기회가 보인다

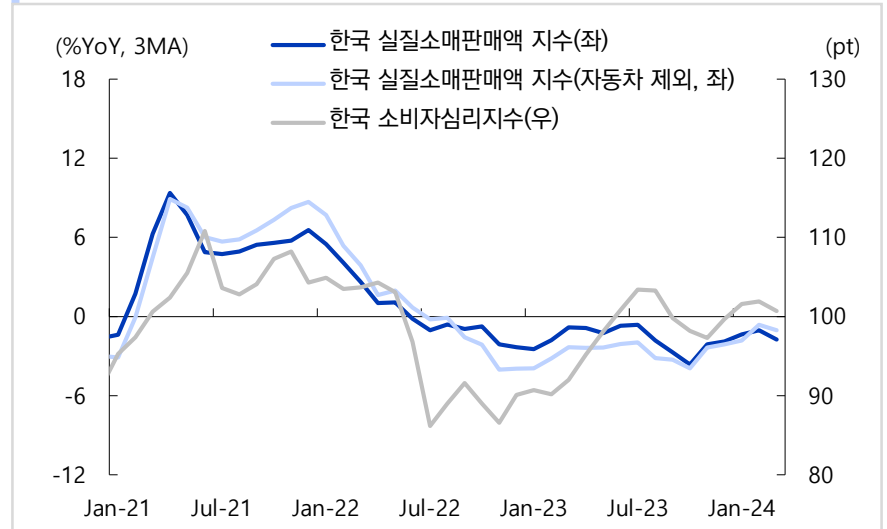
- 국내 경제 성장의 대부분은 수출 개선으로 발생. 한국 1Q24 실질 GDP 전년동기대비 +3.38% 상승(순수출 기여도 +3.52%p, 내수 기여도 -0.15%p)
- 1Q24 GDP에서 외수만이 아닌 내수 역시 큰 폭으로 상승. 다만, 이번 내수 확대는 해외여행 증가, 기저 효과 등으로 인해 일시적인 현상으로 판단. 한국 실질소매판매, 소비자심리지수는 여전히 낮은 수준을 유지 중. 부동산 PF, 고용 둔화 등을 고려하면 내수가 확대를 지속할 가능성은 제한적이기에 수출 모멘텀에 집중해야 할 것
- 이익 모멘텀 또한 수출 기업들을 중심으로 개선되고 있으며, 내수 기업들은 여전히 부진한 상황

## 한국 실질 GDP 증가의 대부분은 수출 개선



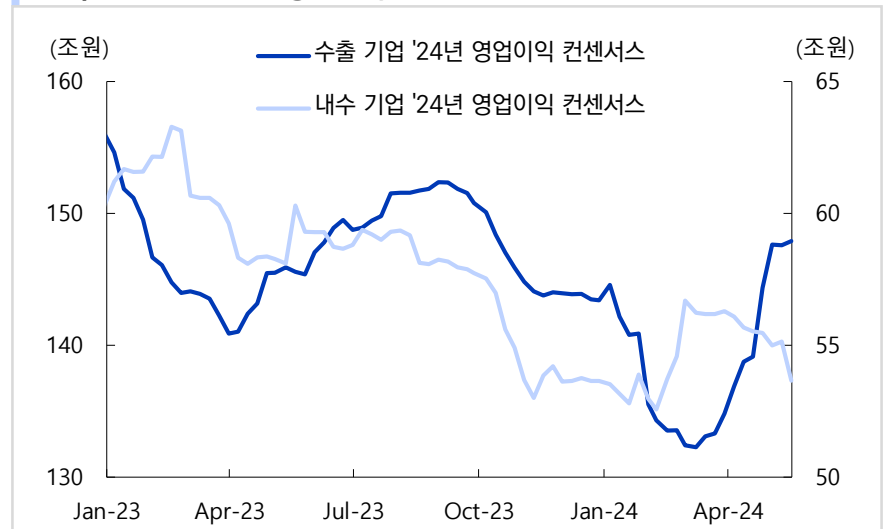
자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

## 한국 실질 소매판매액 지수 및 소비자심리지수 추이



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

## 수출/내수기업 '24년 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터 / 주: WMI500 기업 기준

# 감탄고도 甘呑苦吐



2024/05/23

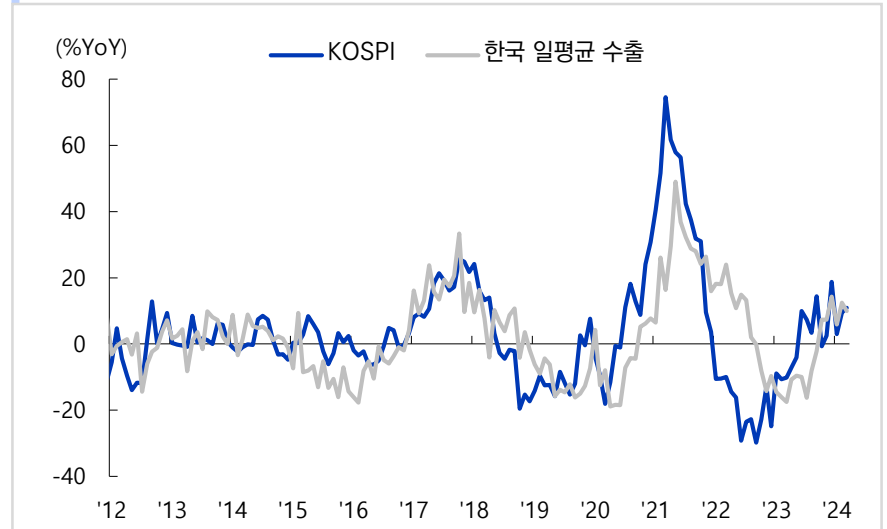
Part 3.

## 3S(Sector, Style, Size) 전략

# KOSPI는 수출이 중요할 수 밖에 없다

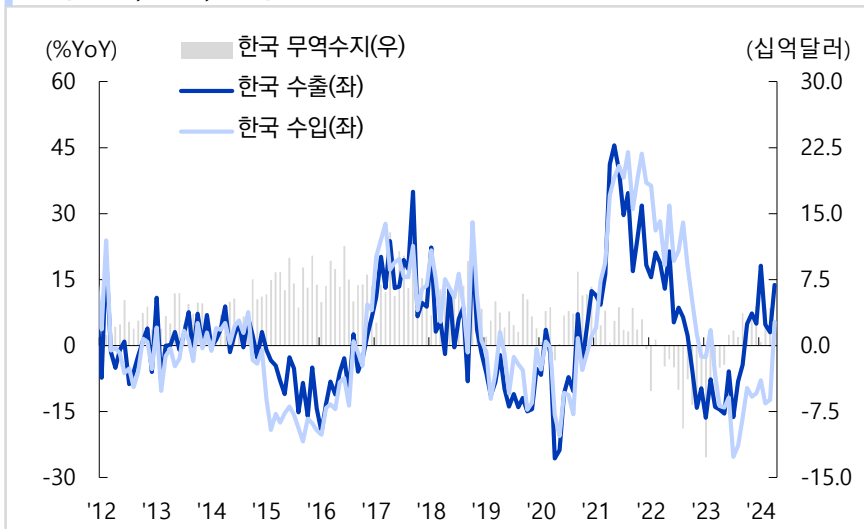
- 한국 수출은 2023년 10월 이후 전년대비 증가를 기록하며 회복세를 지속 중
- 반도체와 자동차를 중심으로 수출 호조를 보이고 있으며, 2024년 4월 한국 15대 주요 품목 중 철강과 이차전지를 제외한 모든 품목은 전년대비 증가하며 전반적으로 양호한 상황
- 견조한 미국 경기를 기반으로 대미 수출 비중은 대중 수출 비중을 추월. 미국 뿐만 아니라 그동안 부진했던 중국과 베트남향 수출도 개선되며 수출 회복에 힘을 더하고 있음
- 수출 비중이 높은 경제구조상 KOSPI는 수출 동향이 중요할 수 밖에 없음

## KOSPI, 수출이 중요할 수 밖에



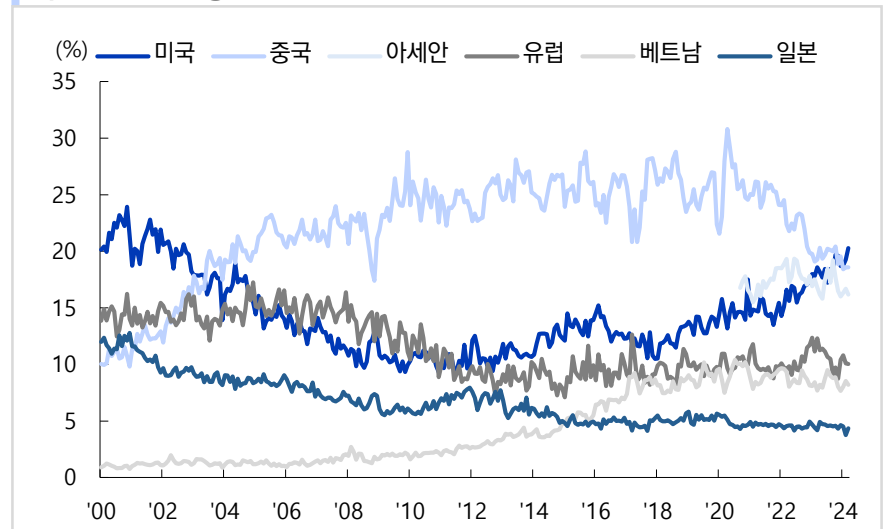
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

## 한국 수출, 수입, 무역수지 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

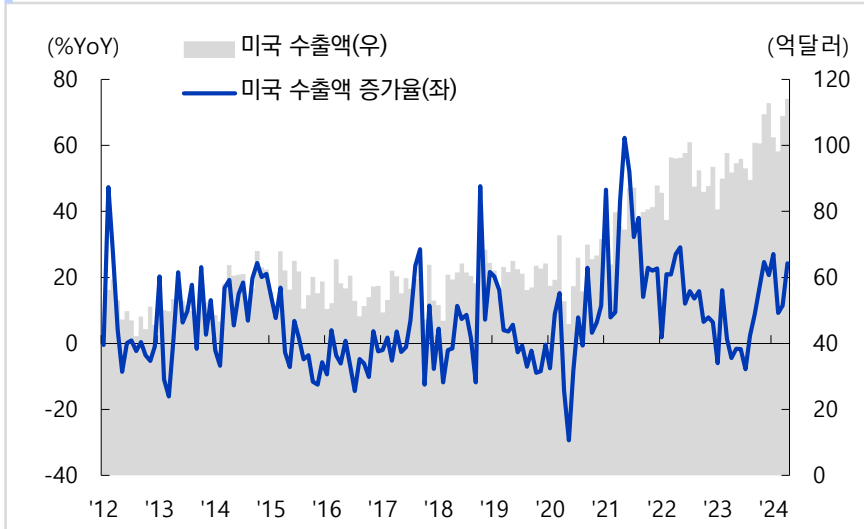
## 국가별 수출 비중



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

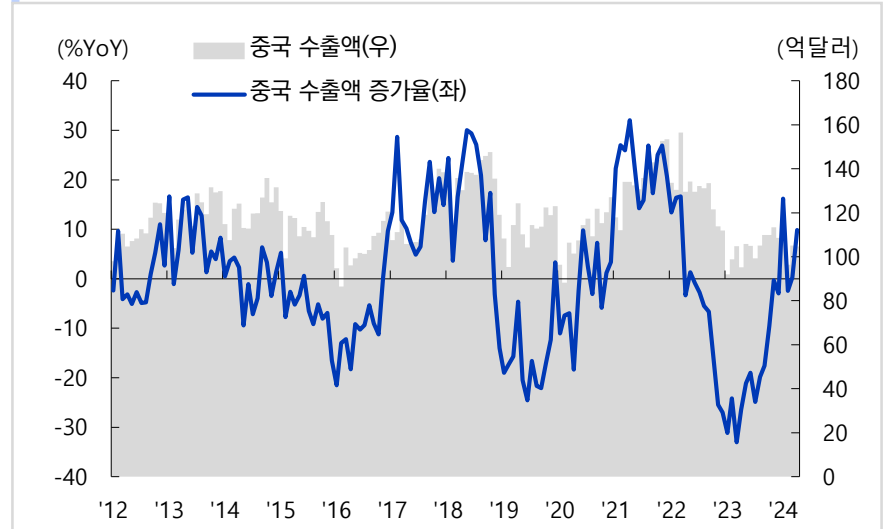
# 주요 국가/경제권 수출액 추이

미국향 수출액 추이



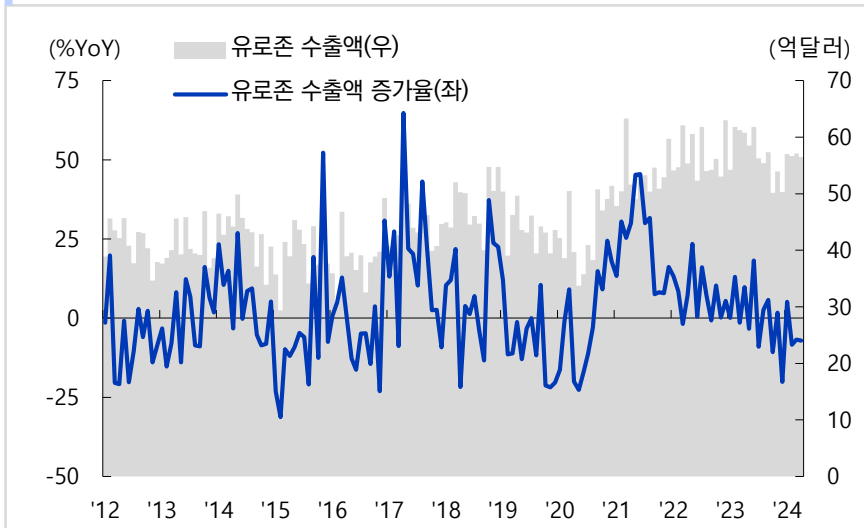
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

중국향 수출액 추이



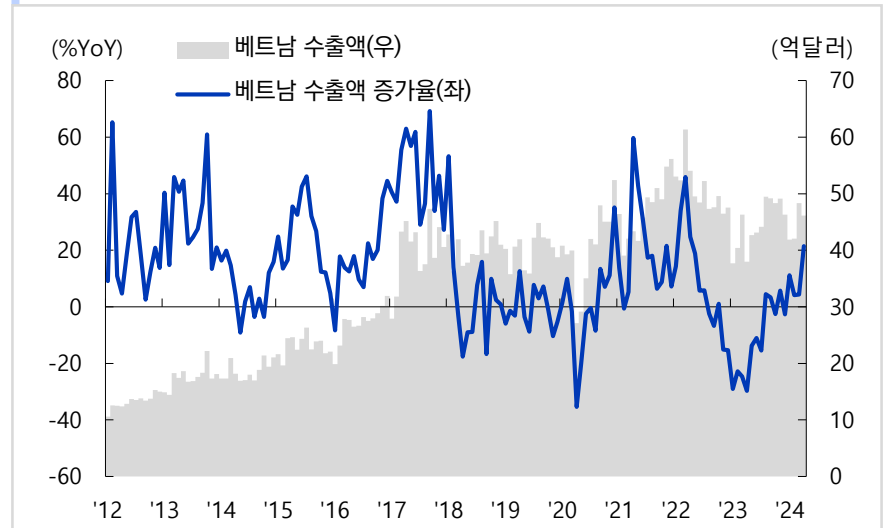
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

EU향 수출액 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

베트남향 수출액 추이

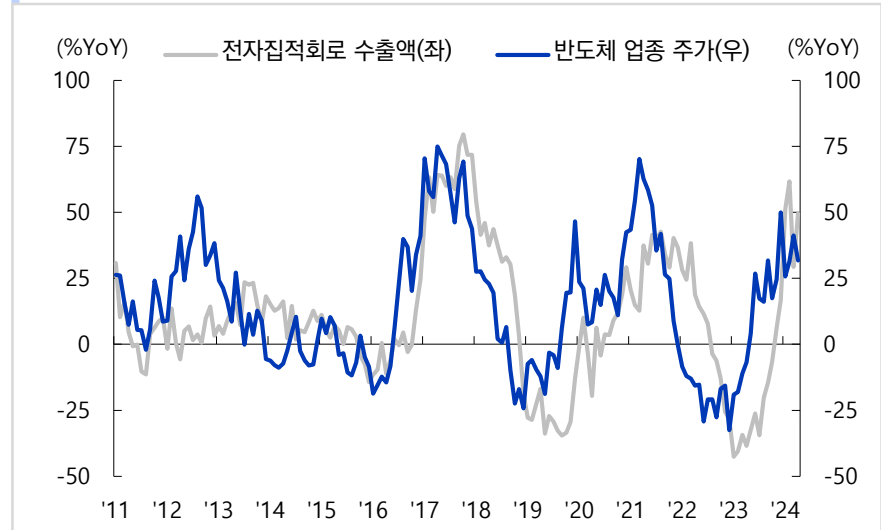


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

# (Sector, Style, Size) 수출 & 주가 모멘텀이 일치하는 업종은?

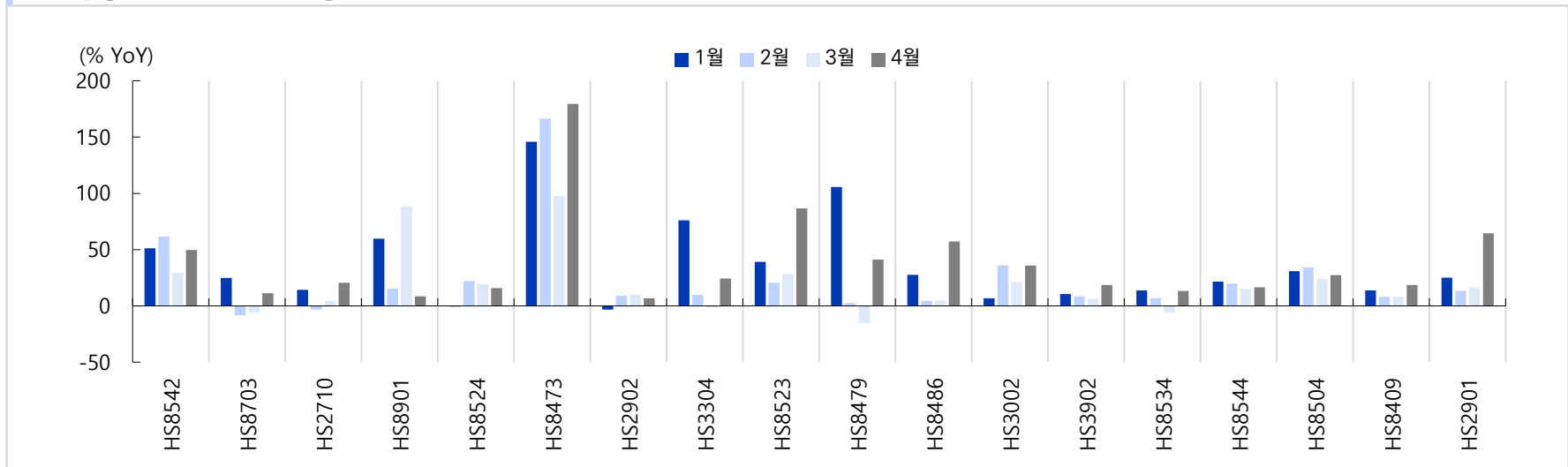
- HS Code 4자리 기준, 연초 이후 수출금액이 큰 상위 30종목 중에서 수출 모멘텀이 좋은 품목은 18개 정도 존재
- 집적회로 (HS8542), 승용차(HS8703), 석유(HS2710), 여객선, 유람선, 탱커선(HS8901), 디스플레이(HS8524) 등
- 다만, 수출 모멘텀이 업종 주가 모멘텀에 직결하여 반응하지 않을 수 있기에 품목별 수출 모멘텀과 업종 주가 모멘텀 간에 상관성이 존재하는 수출 품목 및 업종에 관심을 뒤야할 것으로 판단
- 관련 업종은 반도체(집적회로, 인쇄회로), 자동차(승용차, 자동차/오토바이 엔진), 화장품(기초 화장품)

전자집적회로(8542) 수출액 및 반도체 업종 주가 추이



자료: 관세청, Quantwise, 교보증권 리서치센터

수출액 상위 30개 中 모멘텀 좋은 HS Code



자료: 관세청, 교보증권 리서치센터

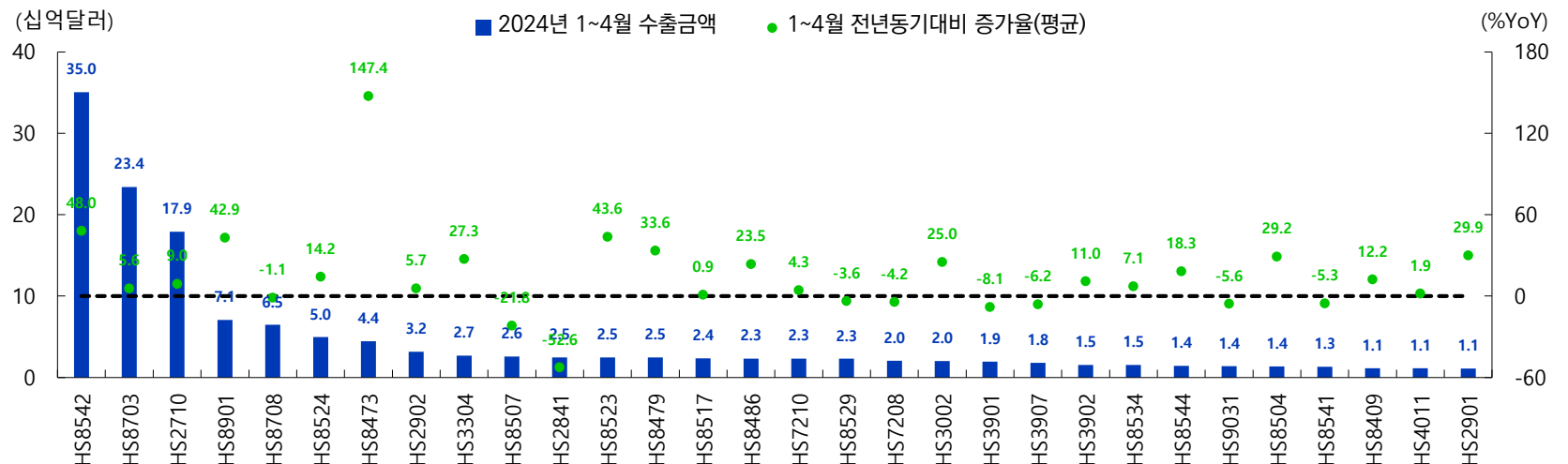
# (Sector, Style, Size) HS Code로 살펴본 수출

## HS Code별 관련 품목

HS Code	관련 품목	HS Code	관련 품목
HS8542	메모리(D램), CPU 등 전자부품	HS8479	건축 및 토목용 건설장비
HS8703	승용차	HS8486	반도체 웨이퍼 절단 및 세척 장비
HS2710	석유, 운송용 휘발유	HS3002	예방접속 백신, 진단기기
HS8901	여객선, 유람선, 탱커(화물용)	HS3902	식품, 가정, 의료, 자동차용 플라스틱
HS8524	스마트폰 및 무선기기용 디스플레이	HS8534	스마트폰, 테블릿PC 등 전자기기용 인쇄회로기판(PCB)
HS8473	컴퓨터 및 관련 제품(키보드 등)	HS8544	전력 공급, 데이터 전송, 오디오 신호 전송용 케이블
HS2902	의약품, 농약 등 석유화학 제품의 원료인 벤젠	HS8504	전자기기 충전기, 어댑터 등 변압기
HS3304	메이크업 및 기초 화장품	HS8409	자동차 및 오토바이 엔진
HS8523	SSD, CD, USB 등 저장장치	HS2901	플라스틱, 고무 등 화학 제품의 원료인 에틸렌

자료: 교보증권 리서치센터

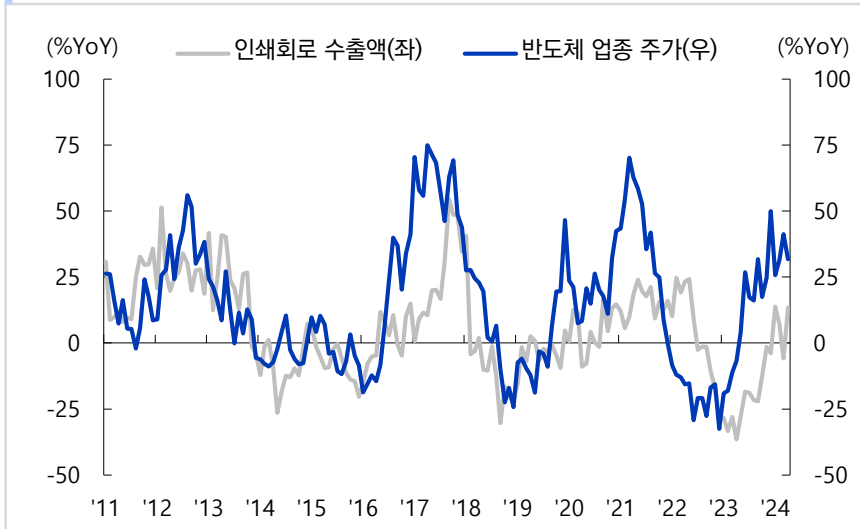
## 수출 상위 품목 금액 및 증가율(HS Code 4자리 기준)



자료: 관세청, 교보증권 리서치센터

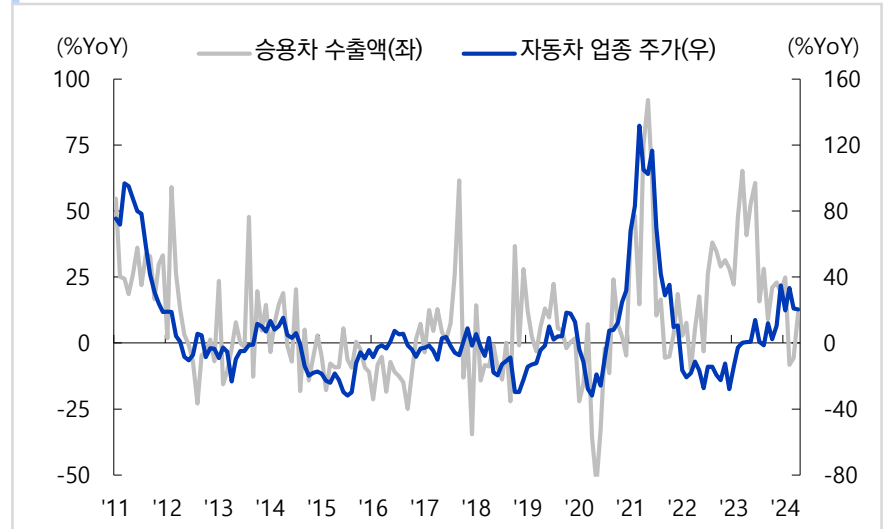
# (Sector, Style, Size) 주요 수출 품목 및 업종 주가 추이

인쇄회로(8534) 수출액 및 반도체 업종 주가 추이



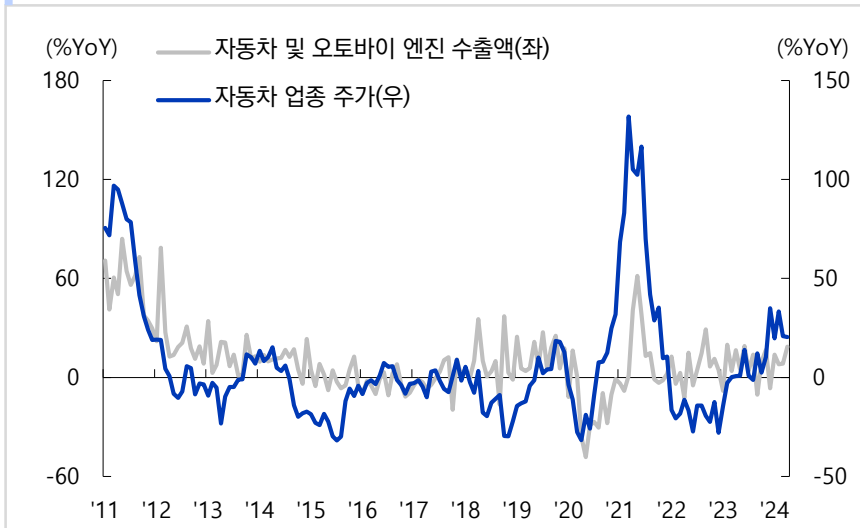
자료: 관세청, Quantiwise, 교보증권 리서치센터

승용차(8703) 수출액 및 자동차 업종 주가 추이



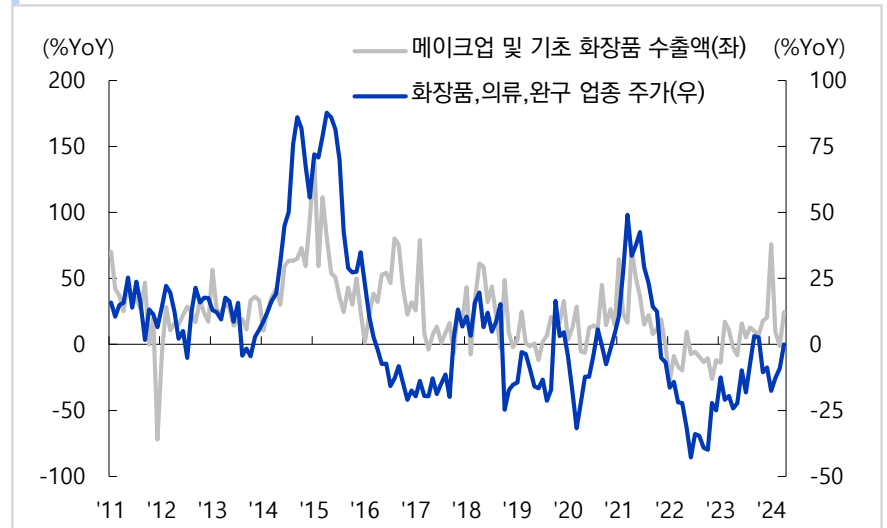
자료: 관세청, Quantiwise, 교보증권 리서치센터

자동차/오토바이 엔진(8409) 수출액 및 자동차 업종 주가 추이



자료: 관세청, Quantiwise, 교보증권 리서치센터

기초 화장품(3304) 수출액 및 화장품 업종 주가 추이

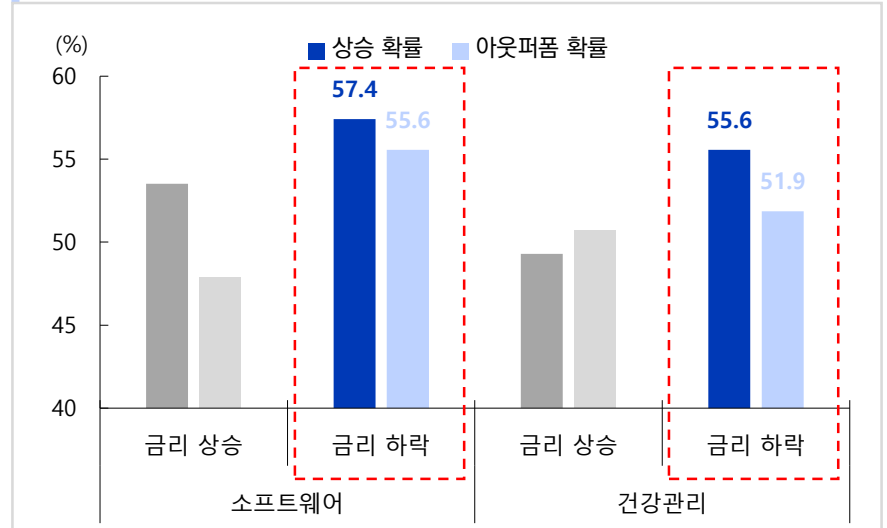


자료: 관세청, Quantiwise, 교보증권 리서치센터

# (Sector, Style, Size) 낮아지는 이익 민감도 & 금리 하락 → 고밸류 업종 선호

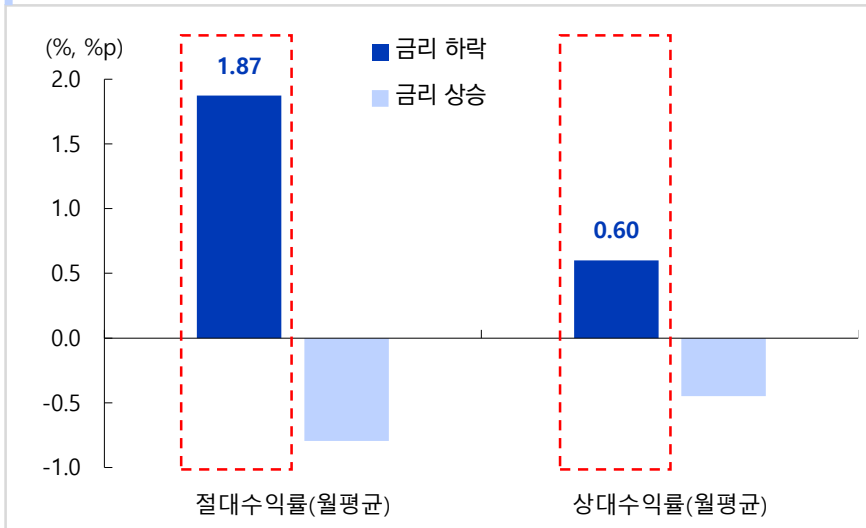
- 연말이 다가오면서 주가의 이익 민감도는 점차 낮아질 것. 투자자의 관심은 어닝스(Earnings)에서 다시 밸류에이션(Valuation)으로 넘어갈 것으로 예상
- 낮아지는 이익 민감도와 금리 하락 기조로 고밸류인 (1)소프트웨어와 (2)건강관리 업종의 아웃퍼폼 예상**
- 금리 하락 시기, 고밸류 업종의 절대성과는 물론 상대성과도 우수
- 고금리 상황인 2023년 이후, **‘미국채 10년물 금리’와 ‘소프트웨어 & 건강관리 업종 주가’는 높은 상관성을 보임**
- 특히, 건강관리 업종 내 베타가 크고 상관성이 높은 KOSDAQ 제약 비중 확대 권고

금리 하락 시 고밸류 업종 상승/아웃퍼폼 확률(소프트웨어, 건강관리)



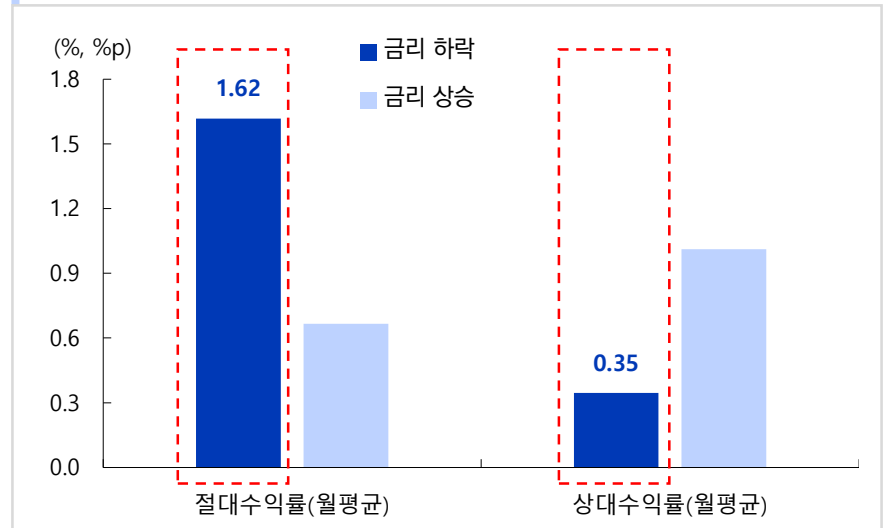
주: Quantwise, 교보증권 리서치센터 / 주1: 상대수익률 벤치마크는 KOSPI 지수 / 주2: 금리는 미국채 10년물 기준

금리 하락 시 고밸류 업종 월평균 수익률(소프트웨어)



주: Quantwise, 교보증권 리서치센터 / 주1: 상대수익률 벤치마크는 KOSPI 지수 / 주2: 금리는 미국채 10년물 기준

금리 하락 시 고밸류 업종 월평균 수익률(건강관리)



주: Quantwise, 교보증권 리서치센터 / 주1: 상대수익률 벤치마크는 KOSPI 지수 / 주2: 금리는 미국채 10년물 기준

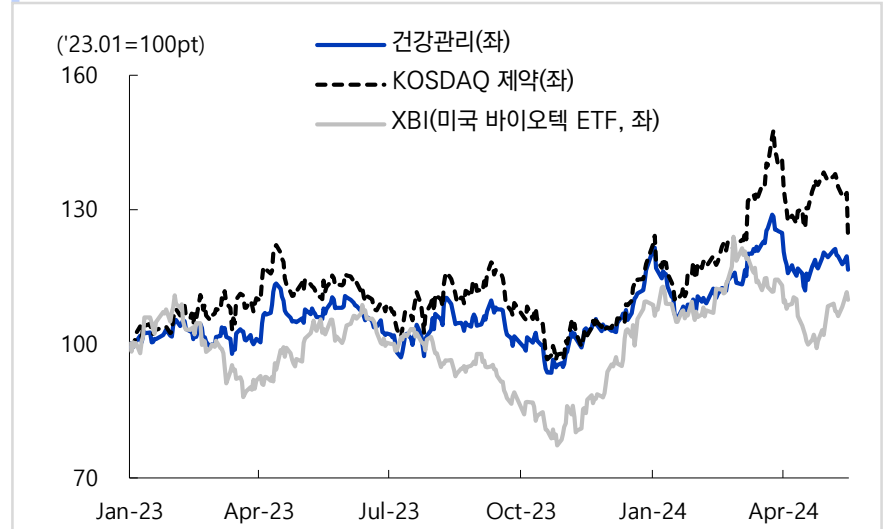
# (Sector, Style, Size) 금리가 하락하면? 고밸류(소프트웨어, 건강관리) 상승!

미국 바이오텍, 미국채 금리에 연동



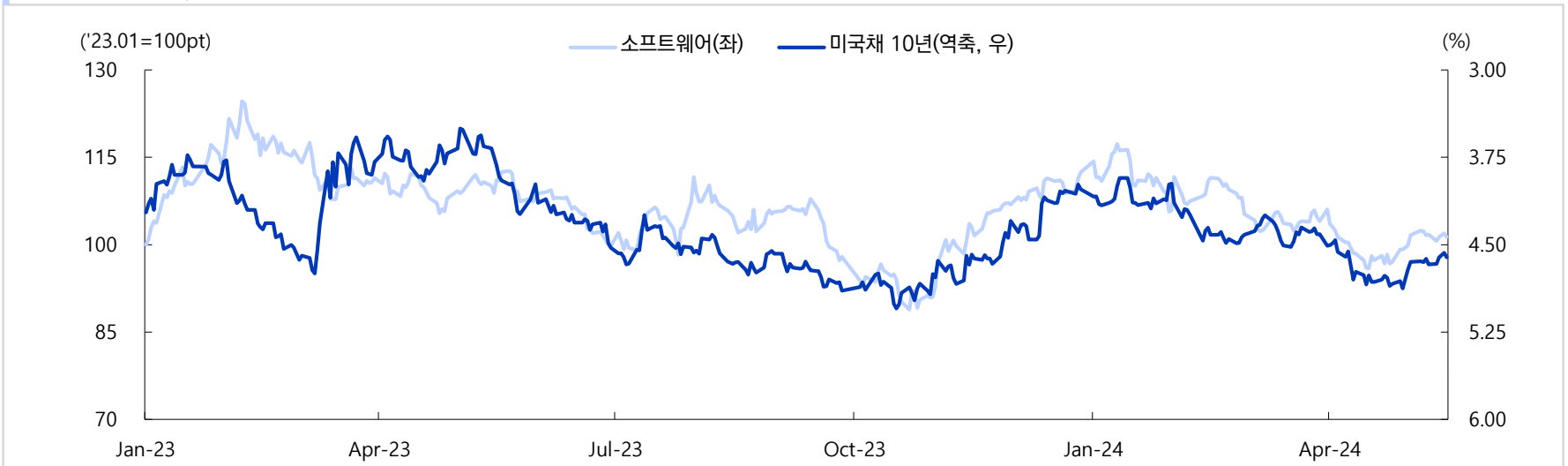
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

국내 건강관리보단 KOSDAQ 제약 (높은 상관계수&베타)



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

국내 소프트웨어, 미국채 금리에 연동

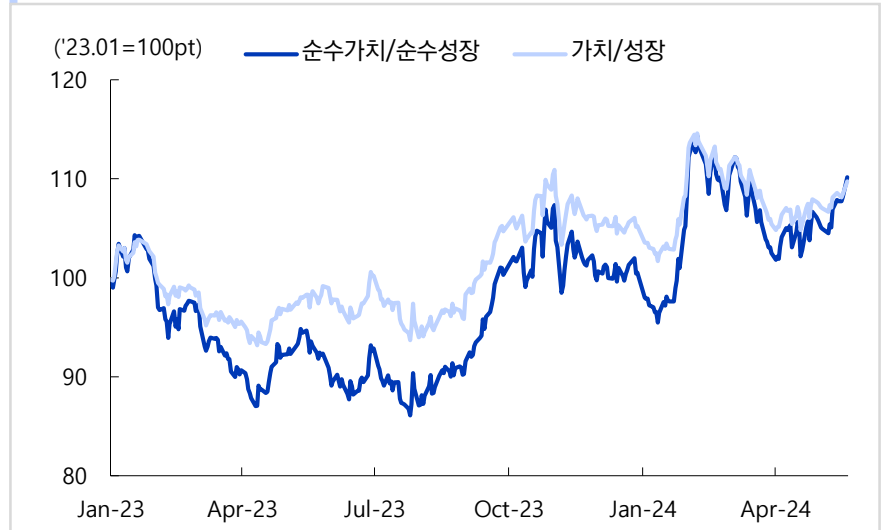


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

# (Sector, Style, Size) 수급은 가치주에 우호적

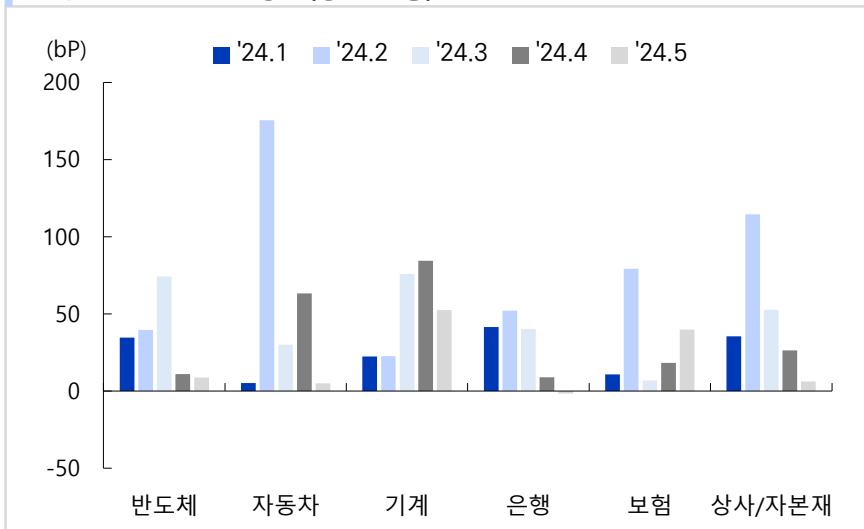
- 현재 국내 매수 수급 주체는 외국인이며, 수익률 결정력도 높음
- 보통 외국인 수급은 이익 개선 업종/종목에 집중되는 경향 존재. 여기에 최근 밸류업 모멘텀이 있는 업종들을 꾸준히 매수하는 모습을 보이고 있음(이익 개선 업종: 반도체, 자동차, 기계 / 밸류업 업종: 은행, 보험, 상사/자본재)
- 외국인 수급의 수익률 영향력이 큰 만큼 해당 업종들의 비중이 높은 가치주의 상대성과 우위 예상
- 다만, 반도체 업종 비중이 미미한 '순수가치' 지수보단 '가치' 지수를 선호

순수가치/순수성장, 가치/성장 상대지수 (오를수록 순수가치/가치주 강세)



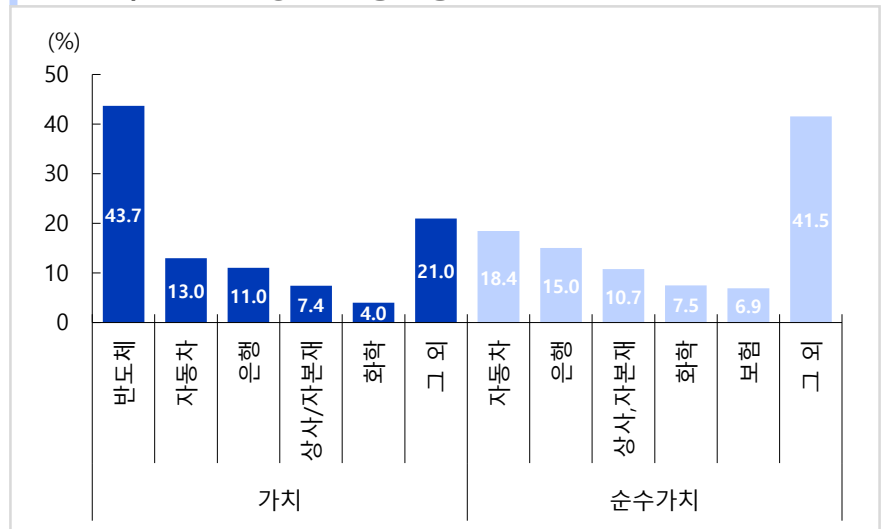
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

외국인 월별 순매수 강도(상위 업종)



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

순수가치/가치 지수 상위 5업종 비중

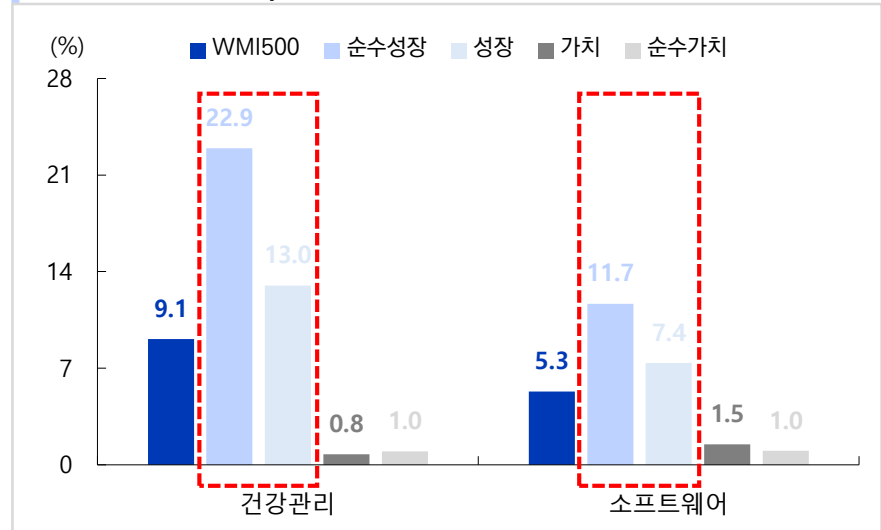


자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

# (Sector, Style, Size) 고밸류 선호 = 성장(Growth) 스타일 선호

- 연말에 다가갈수록 주가의 이익 민감도는 점차 낮아지게 될 것이며, 투자자의 관심은 어닝스(Earnings)에서 다시 밸류에이션(Valuation)으로 넘어갈 것
- 전술한 것처럼 낮아지는 이익 민감도와 금리 하락 기조로 고밸류업종(소프트웨어, 건강관리)의 아웃퍼폼 예상
- 해당 업종 비중이 높은 순수성장/성장 스타일 비중 확대가 유효할 것으로 판단

WMI500 스타일(Style) 지수별 건강관리, 소프트웨어 비중



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

WMI500 스타일(Style) 지수 - 업종별 비중

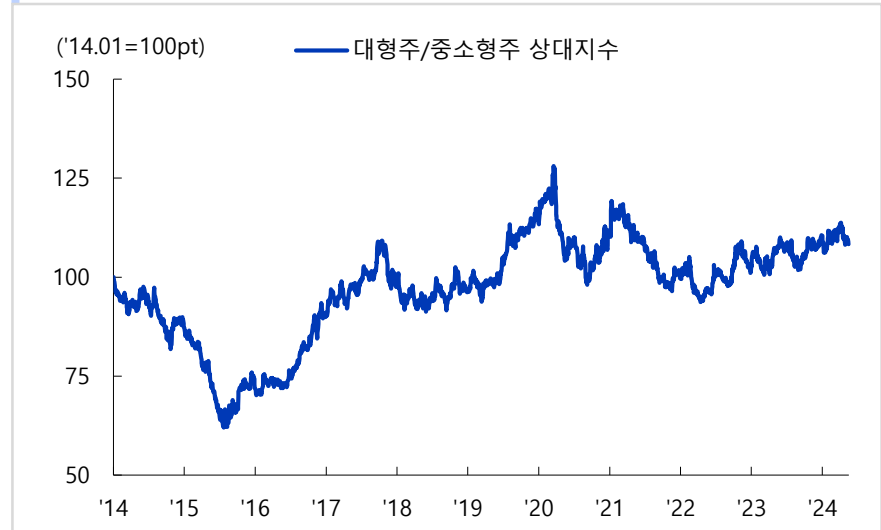
비중 순위	WMI500	순수성장	성장	가치	순수가치
1위	반도체(29.7%)	<b>건강관리(22.9%)</b>	반도체(43.7%)	반도체(43.1%)	자동차(18.4%)
2위	<b>건강관리(9.1%)</b>	IT가전(19.9%)	<b>건강관리(13.0%)</b>	자동차(9.8%)	은행(15.0%)
3위	IT가전(8.2%)	<b>소프트웨어(11.7%)</b>	IT가전(11.0%)	은행(7.8%)	상사,자본재(10.7%)
4위	자동차(6.4%)	반도체(7.5%)	<b>소프트웨어(7.4%)</b>	상사,자본재(5.8%)	화학(7.5%)
5위	은행(5.4%)	화학(6.6%)	기계(4.0%)	화학(3.9%)	보험(6.9%)
6위	<b>소프트웨어(5.3%)</b>	조선(6.2%)	화학(3.7%)	보험(3.6%)	철강(5.5%)
7위	화학(4.9%)	기계(5.3%)	조선(3.5%)	철강(2.8%)	운송(4.7%)
8위	상사,자본재(4.6%)	화장품,의류,완구(2.6%)	IT하드웨어(2.2%)	운송(2.4%)	필수소비재(3.5%)
9위	기계(2.9%)	상사,자본재(2.5%)	화장품,의류,완구(1.6%)	필수소비재(2.1%)	통신서비스(3.4%)
10위	조선(2.4%)	IT하드웨어(2.3%)	상사,자본재(1.6%)	통신서비스(1.8%)	화장품,의류,완구(2.7%)

자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

# (Sector, Style, Size) 대형주 강세는 지속된다

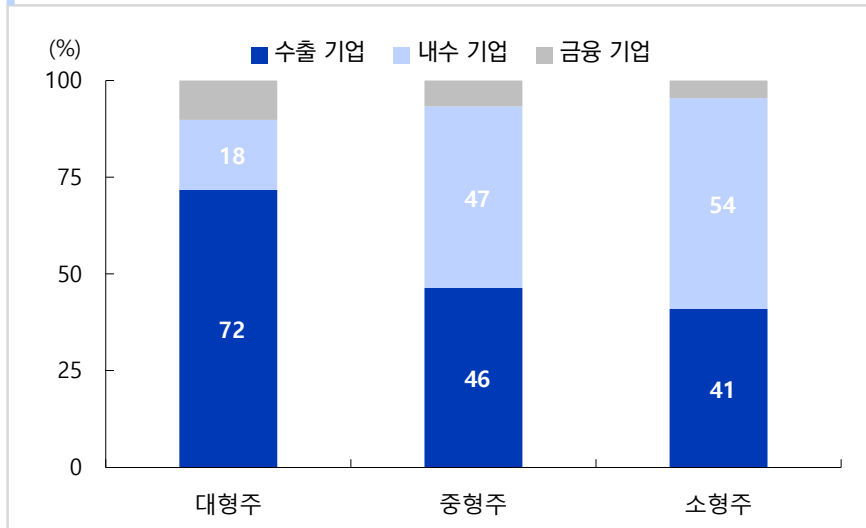
- 수출 기업들은 내수 기업들보다 보통 기업 규모가 큼
- 소형주 → 중형주 → 대형주로 갈수록, 수출 기업의 비중이 내수 기업의 비중보다 높은 것을 확인할 수 있음(WMI500 기준)
- 이익 모멘텀이 있는 수출 기업들을 중심으로 대응해야 할 시기로 판단하기에, 중소형주보다는 대형주를 중심으로 포트폴리오를 구성하는 것이 유효할 것이라고 판단

## 대형주 강세는 지속된다(오를수록 대형주 강세)



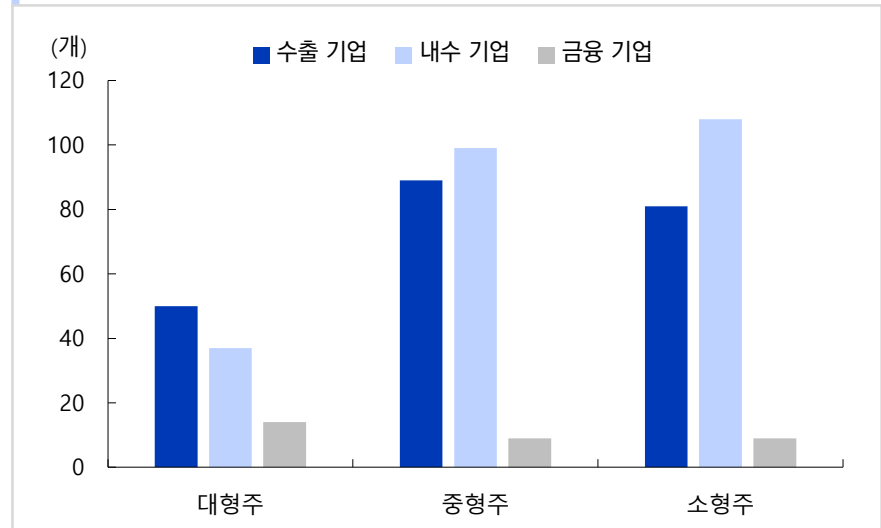
주: Quantiwise, 교보증권 리서치센터 / 주: WMI500 기준

## 국내 사이즈(Size)별 수출/내수/금융 기업 비중



주: Quantiwise, 교보증권 리서치센터 / 주: WMI500 기준

## 국내 사이즈(Size) 별 수출/내수/금융 기업 수



주: Quantiwise, 교보증권 리서치센터 / 주: WMI500 기준

# (Sector, Style, Size) 밸류업 모멘텀, 실망하기엔 아직 일러

- 5월 2일, 기업가치 제고 계획 가이드라인을 발표. 기대하던 세제지원 방안은 발표되지 않았지만, 아직 밸류업 모멘텀이 종료됐다고 단정하기엔 이른 시점
- 자발적인 공시를 요구한 지 1년이 지난 일본에서는 시가총액이 높고, PBR이 낮을수록 공시를 완료한 기업이 많음. 국내 기업도 대기업을 중심으로 자발적인 공시가 이루어질 것이며, 밸류업 모멘텀을 받을 것으로 기대
- 기업가치 제고 계획의 5대 핵심 중 '미래지향성'은 중요한 특징. 현재 기업 공시는 주로 '과거'의 내용이지만, 기업의 '미래' 정보 제공은 코리아 디스카운트 해소에 도움이 될 수 있을 것으로 예상

## 기업가치 제고 계획의 5대 핵심 특징

<b>자율성</b>	참여여부, 작성내용 등에 있어 기업의 자율성 보장
<b>미래지향성</b>	[기존공시] 이미 발생·결정한 내용 중심 (예: 재무상태, 계약체결등) → [기업가치제고계획] 중장기적 목표 및 계획 중심
<b>종합성</b>	각종 공시에 산재되어 있는 기업정보를 "기업가치 제고"에 초점을 맞춰 재구성하는 종합적·입체적 보고서 성격
<b>선택과 집중</b>	가이드라인에 담긴 모든 사항을 열거식으로 기술하는 것이 아니라, 기업의 개별특성과 주주 및 시장참여자의 관심 등을 고려하여 기업가치 제고에 중요한 내용을 선정하여 수립
<b>이사회 책임</b>	기업 경영관리에 책임있는 결정기관인 이사회에 적극적 참여 필요, 의무사항은 아니지만 이사회에 보고·심의·의결 등 권장

자료: 금융위원회, 교보증권 리서치센터

## 밸류업 추진 향후 계획

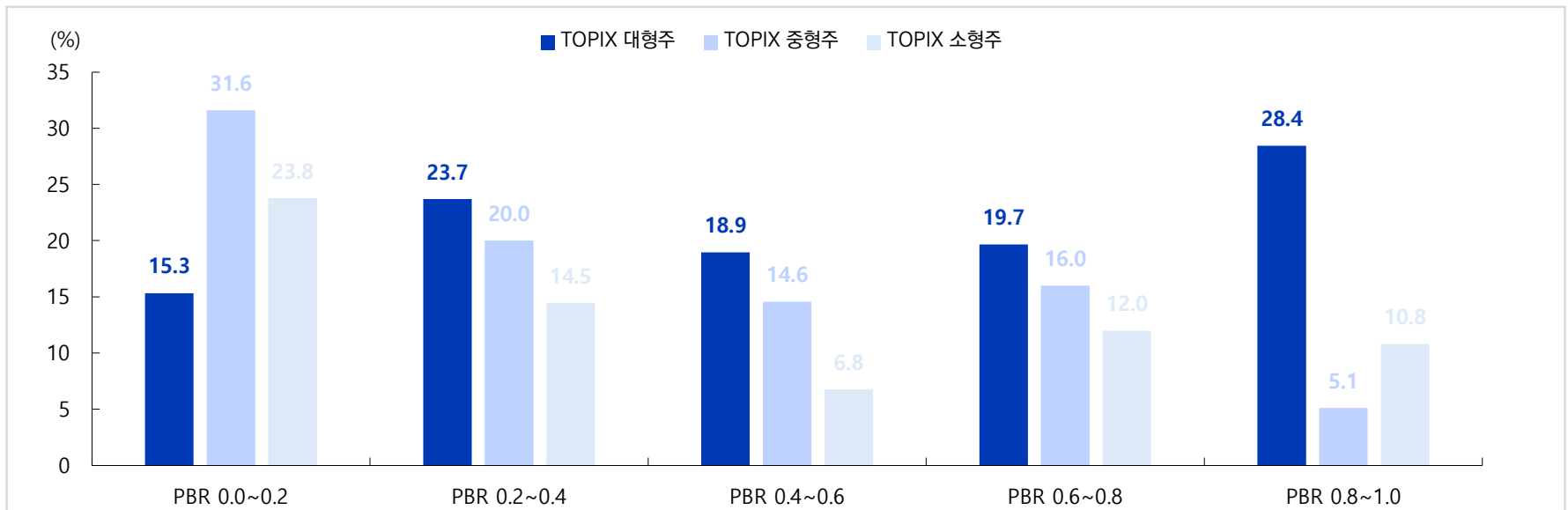
		(5월 ~ ) 기업 밸류업 프로그램 지원 확대											
		2024년											
STEP2		5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월				
	기업가치 제고 계획 공시(5월 이후)	공시 시작											
	통합페이지 신설 및 투자지표 제공(5월 이후)	공개 시작											
	찾아가는 지역 밸류업 설명회(5월 이후)	집중 실시											
	이사회안내(5월말이후)·공시교육·컨설팅·영문번역 지원(6월이후)	안내 시작	교육 등 시작										
	밸류업 지수 개발(~9월)						지수 발표						
	지수 연계 ETF 등 금융상품 출시(~12월)												ETF 등 출시

자료: 한국거래소, 교보증권 리서치센터

## (Sector, Style, Size) 밸류업 모멘텀은 대형주를 중심으로

- 도쿄 증권거래소는 2023년 3월 PBR 1배 이하 상장기업들을 대상으로 자본수익성과 성장성을 높이기 위한 개선 방침과 구체적인 이행 목표를 공개하도록 요구. 이후 일본 증시는 리레이팅되며 좋은 성과를 시현함. 일본 PBR 1배 미만 종목들은 큰 폭으로 상승했으며, PBR 1배를 상회하게 된 종목들도 다수 존재
- 특히, 중/소형주보다 대형주들의 성과들이 좋은 모습. TOPIX 대형주(1~100위), 중형주(101~500위), 소형주(501~1000위)들의 평균 수익률을 살펴보면, 대형주에서 보다 좋은 수익률이 나타나는 것을 확인할 수 있음
- 국내에서도 주주 환원 여력이 높은 대형주들이 앞으로의 밸류업 모멘텀에서 더욱 매력적일 것이라고 판단

### 일본 밸류업, 대형주 성과 우수 (TOPIX 사이즈별 평균 수익률)



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터  
 주: 사이즈는 대형주(TOPIX100종목), 중형주(TOPIX400 종목), 소형주(TOPIX1000 종목 - TOPIX500 종목)로 구분



이 페이지는 편집상 공백입니다.



# 감사합니다.

## ■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 투자조건 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2024.03.29

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.6	2.9	1.5	0.0

### [업종 투자조건]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대  
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

### [기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상  
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하