

2024년 9월

9월 주식시장 전망과 전략

PTSD(Powell/Trump Stress Disorder)

상상인증권 리서치센터

Strategist 김용구 | 주식전략 02-3779-3825, yg.kim@sangsanginib.com

상상인증권

Summary

- **9월 KOSPI 2,550(12개월 선행 P/E -2.0σ 8.8배, 8월 말 현재 9.14배) ~ 2,800pt(P/E -1σ 9.5배) 밴드 내 중립 수준 주가흐름 전개를 예상.** 9월 연준 금리인하 성격은 실물경기 진작과 매크로 자신감 회복을 담보할 Insurance Cut(연속적/공세적 인하, 9월 50bp & '24년 총 75~100bp 인하) 형태가 아닌 경기/고용 환경 다운사이드 리스크 방어를 위한 Adjustment Cut(산발적/수세적 인하, 9월 25bp & '24년 총 50bp 인하) 가능성이 우세. 실질금리 하락과 여전한 수출/실적 모멘텀으로 증시 하방압력 완충은 가능할 것이나, 매크로 자신감 회복이 결여된 탓에 주가/밸류 추가 도약은 무리. 또한 미국 대선가도는 9/10일 TV 토론을 기점으로 끝장승부격 본 게임 과정에 진입. 해리스 컨벤션 효과 약화와 트럼프 진영의 대대적 반격 가능성에 무게. 구시월 글로벌 정치/정책/지정학적 불확실성 재점화에 따른 국내외 자산시장 부침 및 변동성 확대 가능성을 경계하는 이유

- VIX와 MOVE 지수의 표준화 합으로 규정되는 글로벌 증시/금리 합산 변동성은 통상적으로 국내외 증시 인덱스 경로에 3개월 가량 선행. **1) 글로벌 정치/정책/지정학적 불확실성 심화는 VIX 지수의 추가 상승을, 2) Insurance Cut(시장 컨센서스)과 Adjustment Cut(9월 연준의 선택) 사이의 금리인하 관련 극단적 시각 차이는 시장금리 변동성 추가 확대를 자극할 개연성이 높음.** 최근 미국 경기 모멘텀 약화와 미국외 중심국 경기 정체/부진을 이유로 글로벌 경기 모멘텀이 속락 전환한데 이어 글로벌 매출수정비율 또한 반락 전환. 이는 **하반기 한국 수출 모멘텀 약화 및 기업실적 불확실성 재점화 가능성**을 역설하는 선행 시그널에 해당. 상기 기류 변화는 3Q 실적시즌 본격화 전후 과정을 통해, 그간 낙관에 경도됐던 Bottom-up 애널리스트 실적 전망의 하향조정으로 반영될 공산이 큼

- 단, **8월 말 현재 KOSPI 12개월 선행 P/B는 글로벌 매크로 및 금융 환경 내 순환적 위기 발발 당시 펀더멘탈 Rock-bottom에 준하는 0.9배선에 준함**. 8/5일 패닉 당시 장 중 추세적 위기 현실화에 상응하는 P/B 0.8배선까지 하락하기도 했으나, 투심 회복과 함께 이내 곧 0.9배선까지 되돌림. **KOSPI 2,650pt선 이하 구간에선 잠복 불확실성에 대한 사주경계를 이어가더라도 투매보단 보유가, 관망보단 매수 대응이 절대적으로 유리.** 하반기 KOSPI 6~7월 상승(고점 2,900pt선, 수출/실적 순항과 주요국 금리인하 기대 반영), 8~10월 정체/하락(저점 2,550pt선, 미 대선 관련 정치/정책/지정학 리스크의 반영), 11~12월 재상승(고점 2,900pt선, 안도랠리와 밸류업 Play)의 N자 형태 등락 경로를 따를 것이라는 종전 전망을 유지

- **수익률 관리에 비상이 걸린 9월 포트폴리오/주도주 전략 초점은, '24년 하반기 투자전략의 중추이자 금리/정책/실적 불확실성 삼중 헤지대안에 해당하는 시장금리 Bull-Steepening 환경 Winner 압축대응에 집중될 전망.** 1) 과거 Bull-Steepening 금리 환경 당시 KOSPI 대비 초과성과 확보가 가능했던 업종 중, 2) '24년 및 3Q 실적 모멘텀(영업이익 전년 대비 증가율과 추정치 1개월 변화율)과, 3) 가격 전가력(SPS% < EPS% or CPS%)을 겸비한 업종대안은 **금융(은행/증권/보험 등 밸류업 Play), 바이오, 자동차, SW, 조선, 기계.** 9월 Top 10 Picks로 **SK하이닉스, 삼성바이오로직스, 현대차, NAVER, LG전자, 크래프톤, 현대글로비스, 현대로템, LS ELECTRIC, 리가켐바이오**를 제시

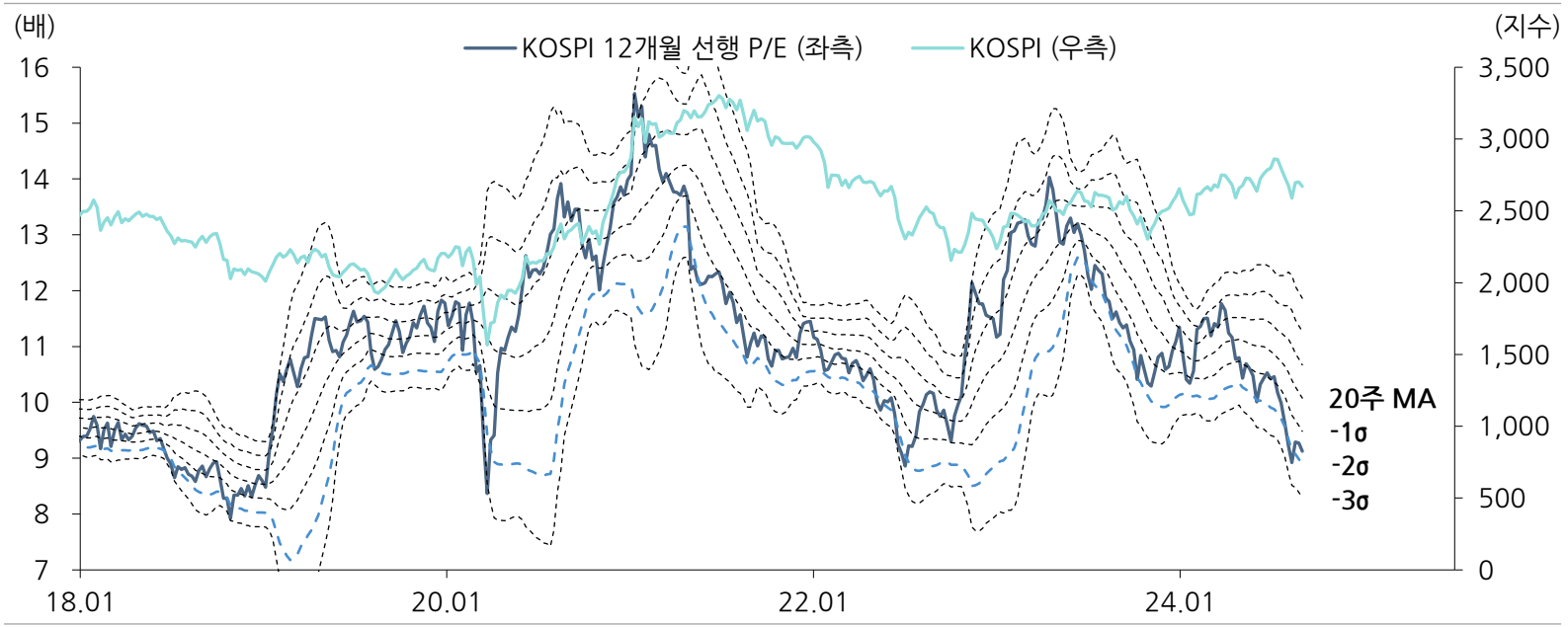
PART 01

주식시장 전망과 전략

1) 9월 KOSPI 전망: 2,550 ~ 2,800pt

- 9월 KOSPI는 2,550(12개월 선행 P/E -2.0σ 8.8배, 8월 말 현재 9.14배) ~ 2,800pt(P/E -1σ 9.5배) 밴드 내 중립 수준의 주가흐름 전개를 예상
- 9월 연준 금리인하 성격은 실물경기 진작과 매크로 자신감 회복을 담보할 Insurance Cut(연속적/공세적 인하, 9월 50bp & '24년 총 75~100bp 인하) 형태가 아닌 경기/고용 환경 다운사이드 리스크 방어를 위한 Adjustment Cut(산발적/수세적 인하, 9월 25bp & '24년 총 50bp 인하) 가능성이 우세
- 실질금리 하락과 여전한 수출/실적 모멘텀으로 증시 하방압력 완충은 가능할 것이나, 매크로 자신감 회복이 결여된 탓에 주가/밸류 추가 도약은 무리
- 미국 대선가도는 9/10일 TV 토론을 기점으로 끝장승부격 본 게임 과정에 진입. 해리스 컨벤션 효과 약화와 트럼프 진영의 대대적 반격 가능성에 무게
- 구시월 글로벌 정치/정책/지정학적 불확실성 재점화에 따른 국내외 자산시장 부침 및 변동성 확대 가능성을 경계하는 이유

KOSPI 12개월 선행 P/E(주간 기준 Market Timing Model)

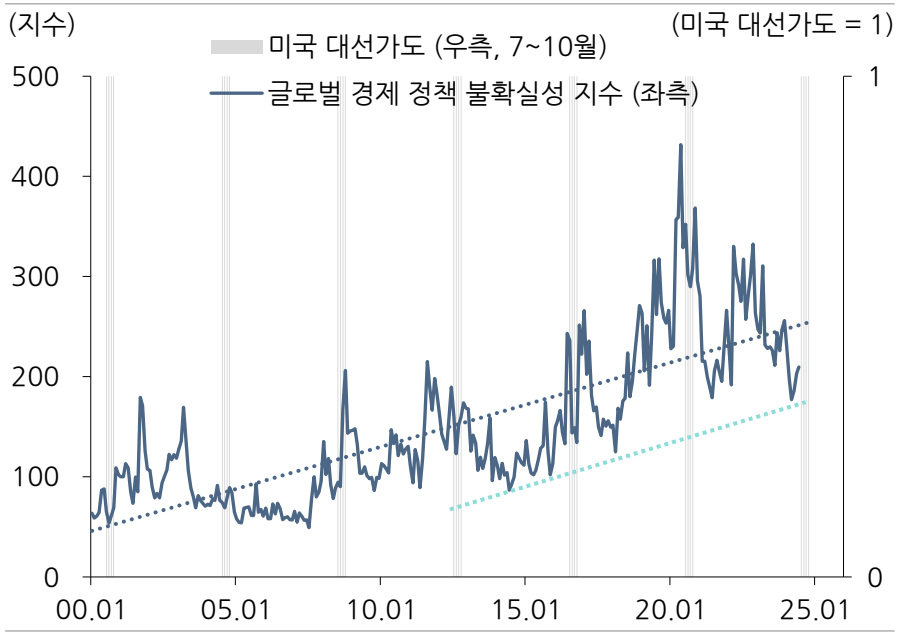


자료: Dataguide, 상상인증권 리서치센터

구시월 국내외 증시/금리 변동성 재확대 가능성을 경계

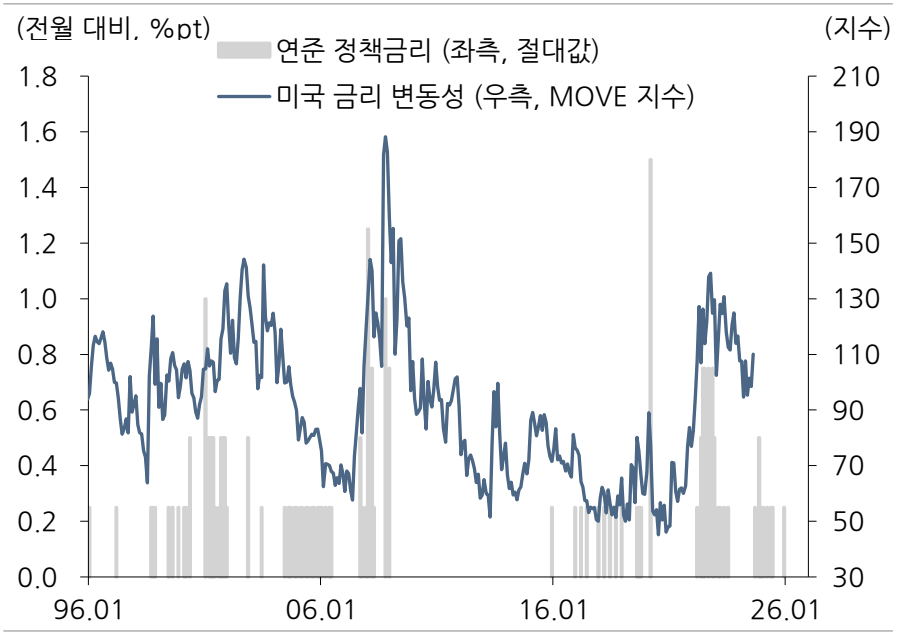
- 미국 대선가도는 9월 본 게임 돌입과 트럼프 진영의 대대적 반격과 함께 한치 앞을 내다 볼 수 없는 깜깜이 국면에 진입할 전망. 이는 글로벌 경제 정책 불확실성 지수(국가별 GDP 비중 가중평균) 추가 상승과 함께 국내외 증시 변동성 확대를 다시금 자극할 개연성이 높음
- 8/5일 패닉 당시 장 중 65.7pt까지 속등했던 VIX 지수는 8월 말 현재 17.1pt로 하락. 1992년 이후 총 8번의 미국 대선 경쟁 기간(대선 해 7~10월 말) 중 VIX 지수는 평균 7.5pt(Hit ratio는 100%) 상승. 구시월 VIX 지수 통계적 저항선에 준하는 +1SD(27.1pt) 레벨까지의 추가 상승 가능성을 염두
- 연준 정책금리 변화는 인상/인하 그 방향성과는 무관하게 시장금리 변동성 확대를 자극. 7말8초 패닉 이후 시장은 Insurance Cut 성격의 연준 결자해지를 바라나, 9월 연준은 Adjustment Cut 수준의 수세적 대응 기조를 고수할 개연성이 높음
- 9월 FOMC 최초 금리인하에도 불구 시장금리 레벨의 되돌림격 상승 가능성과 금리 변동성 추가 확대 여지를 배제할 수 없는 이유

미국 대선 경쟁 본격화는 글로벌 경제 정책 불확실성 확대를 자극



자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

연준 정책금리 변화는 시장금리 변동성 확대를 자극

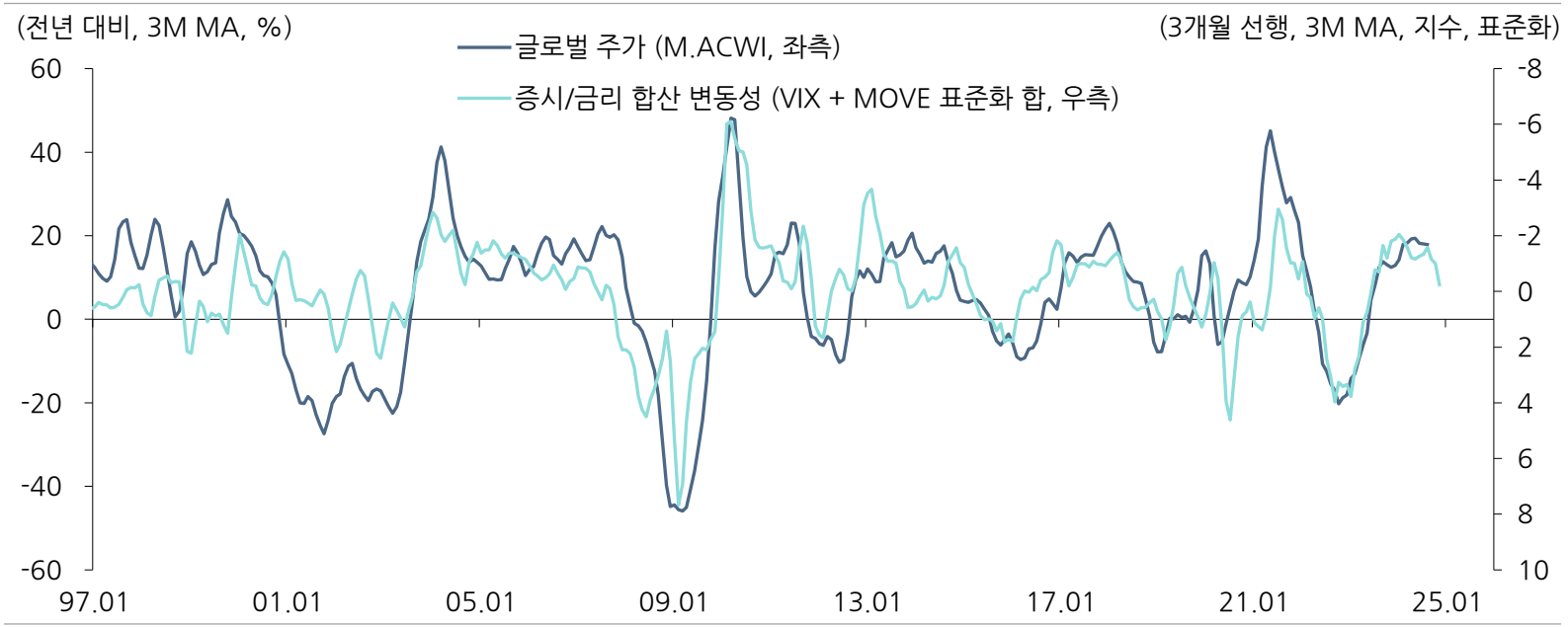


참고: 9월 이후 연준 정책금리 경로는 CME FedWatch 컨센서스를 적용
자료: LSEG Workspace, CME FedWatch, 상상인증권 리서치센터

당분간 국내외 증시는 PTSD(Powell/Trump Stress Disorder)가 불가피

- VIX와 MOVE 지수의 표준화 합으로 규정되는 글로벌 증시/금리 합산 변동성은 통상적으로 국내외 증시 인덱스 경로에 3개월 가량 선행
- 1) 미국(또는 글로벌) 정치/정책/지정학적 불확실성 심화는 VIX 지수의 추가 상승을, 2) Insurance Cut(시장 컨센서스)과 Adjustment Cut(9월 연준의 선택) 사이의 금리인하 관련 극단적 시각 차이는 시장금리 변동성(MOVE 지수) 추가 확대를 자극할 개연성이 높음
- 구시월 국내외 증시 PTSD(Powell/Trump Stress Disorder)가 일정 수준 불가피하다 보는 이유

글로벌 주가와 미국 증시/금리 합산 변동성

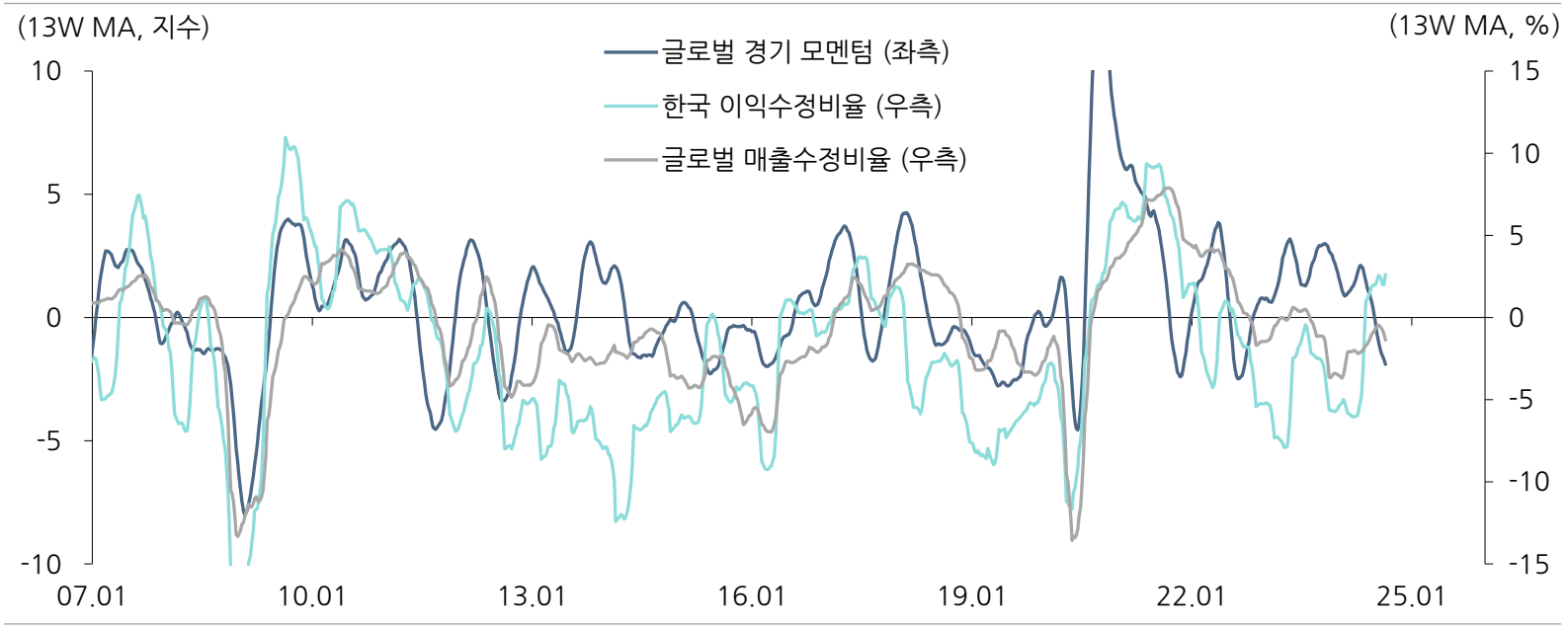


자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

하반기 한국 수출 모멘텀 약화 및 실적 불확실성 재점화 가능성을 염두

- 통상, 1) 글로벌 경기 모멘텀(국가/지역별 Citi 경제 서프라이즈 지수를 시가총액 비중으로 가중평균해 투자전략 관점에서의 경기 모멘텀 변화를 진단)과 글로벌 매출수정비율(글로벌 수요 및 한국 수출 선행 Proxy) 사이엔 대략 3개월, 2) 글로벌 매출수정비율과 한국 이익수정비율(실적 모멘텀) 사이엔 약 2개월, 3) 한국 이익수정비율과 KOSPI 인덱스 경로 및 영업이익 추정치 변화 사이엔 1개월의 선후 관계가 존재
- 최근 미국 경기 모멘텀 약화와 미국외 중심국 경기 정체/부진을 이유로 글로벌 경기 모멘텀이 속락 전환한데 이어 글로벌 매출수정비율 또한 반락 전환
- 이는 하반기 한국 수출 모멘텀 약화 및 기업실적 불확실성 재점화 가능성을 역설하는 선행 시그널에 해당. 상기 기류 변화는 3Q 실적시즌 본격화 전후 과정을 통해, 그간 낙관에 경도됐던 Bottom-up 애널리스트 실적 전망의 하향조정으로 반영될 공산이 큼

글로벌 경기 모멘텀 ⇩ → 글로벌 증시 매출수정비율 ⇩ → 한국 증시 이익수정비율(실적 모멘텀) ?

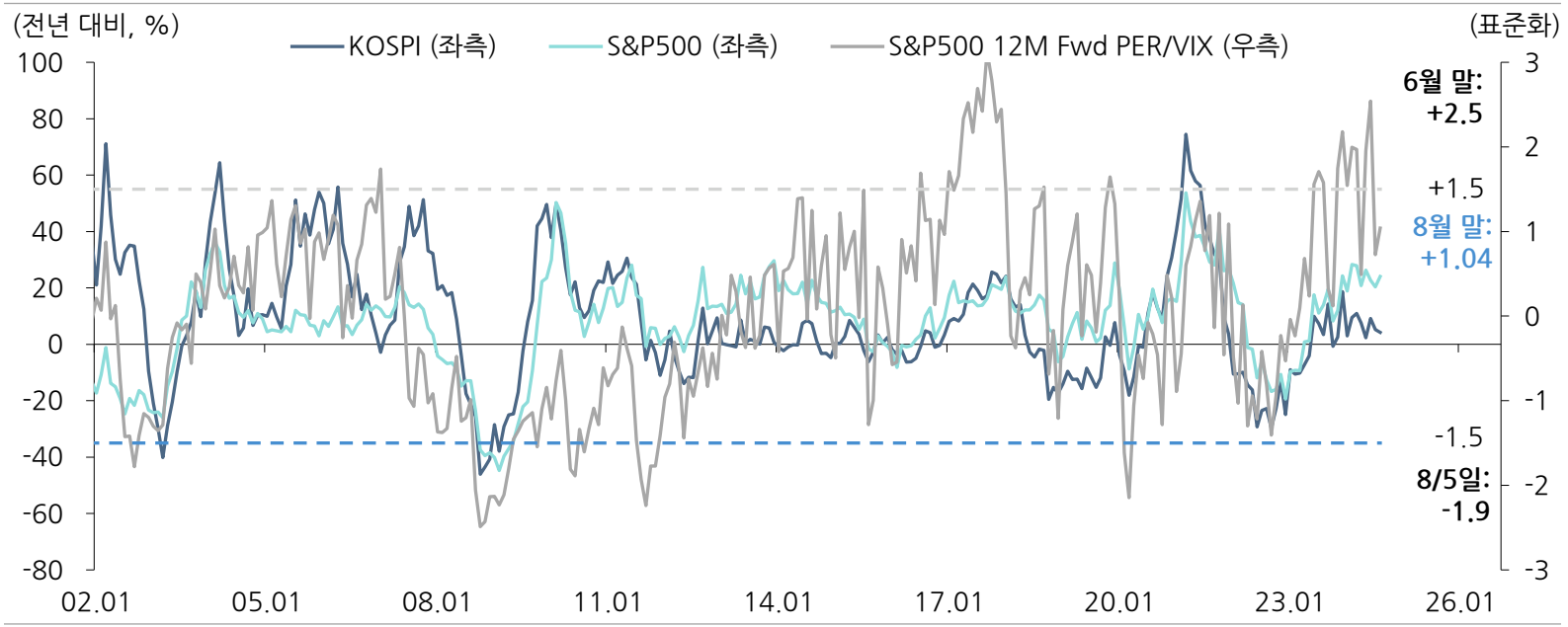


자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

S&P500 PER/VIX 상대지수: 6월 말 +2.5 → 8/5일 -1.9 → 8월 말 현재 +1.0

- 국내외 증시 변곡점 판단을 위한 핵심 잣대로 S&P500 12개월 선행 PER/VIX 상대지수(표준화, 통상 +1.5 ~ -1.5선을 순환)를 제시 및 활용
- 6월 말 高 P/E(21.2배)와 低 VIX(12.4pt) 결합 영향으로 과매수 극단(Buying Climax)인 +1.5선을 훌쩍 넘어 +2.5 레벨까지 상승했던 동 지수는, 8/5일 패닉 당시 VIX 지수 속등(65.7pt)을 이유로 과매도 극단(Selling Climax) -1.5선을 크게 밑도는 -1.9 레벨까지 속락
- 8월 말 현재 동 지수는 여전히 부담스런 P/E(21.3배)와 역사적 평균을 밑도는 VIX(17.1pt)에 근거해 +1.04로 상승하며 재차 과매수 임계선에 다가섬
- 9월 연준의 선택이 Insurance Cut이 아닌 Adjustment Cut으로 한정되는 경우라면, S&P500 P/E는 현 수준 어귀에서 제한적 등락만을 반복할 개연성이 높음. 반면, 글로벌 정치/정책/지정학적 불확실성 심화는 VIX 지수의 추가 상승을 경유해 PER/VIX 상대지수 추가 하락을 자극할 소지가 다분

국내외 증시 변곡점 판단 Tool: KOSPI, S&P500 지수와 S&P500 12개월 선행 PER/VIX 상대지수

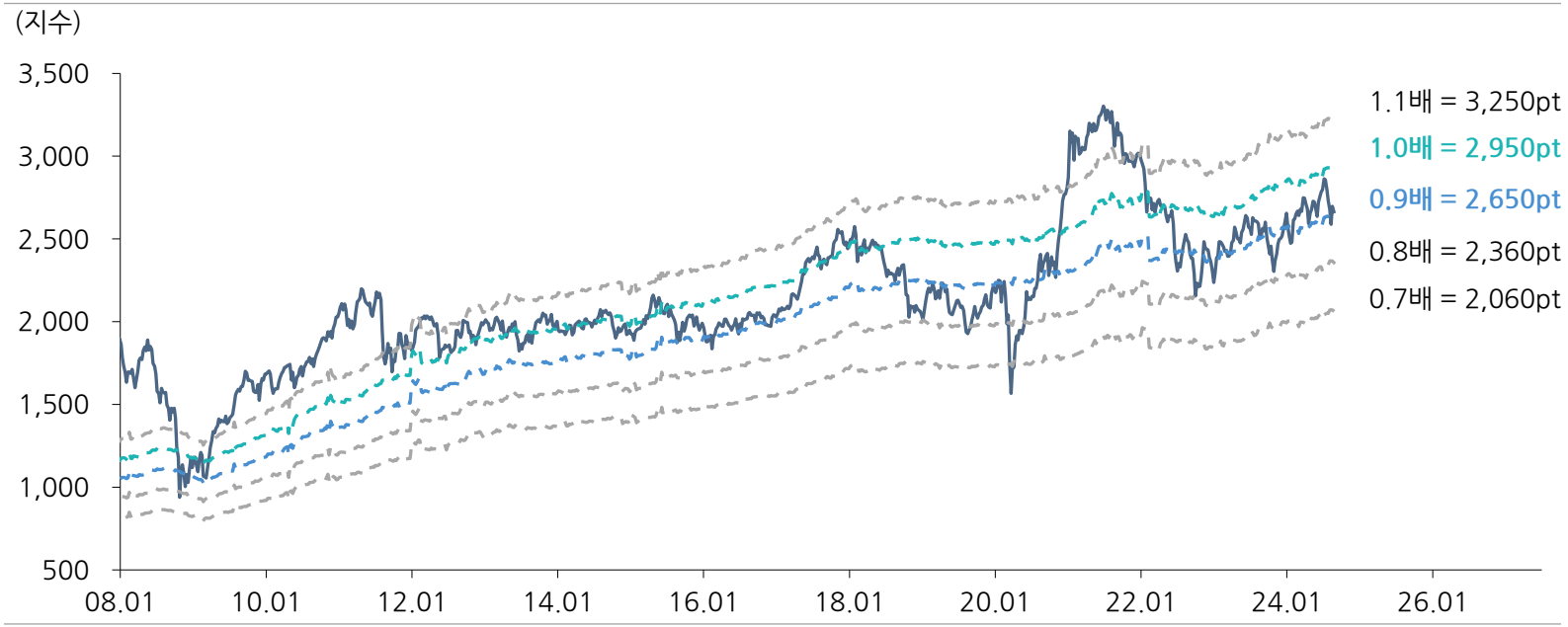


자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

KOSPI 2,650pt선 이하 구간에서 Bull-Steepening Winner 대안 압축대응에 주력

- 하반기 KOSPI 6~7월 상승(고점 2,900pt선, 수출/실적 순항과 주요국 금리인하 기대 반영), 8~10월 정체/하락(저점 2,550pt선, 미 대선 관련 정치/정책/지정학 리스크의 반영), 11~12월 재상승(고점 2,900pt선, 안도랠리와 밸류업 Play)의 N자 형태 등락 경로를 따를 것이라는 종전 전망을 유지
- 8월 말 현재 KOSPI 12개월 선행 P/B는 글로벌 매크로 및 금융 환경 내 순환적 위기 발발 당시 펀더멘탈 Rock-bottom에 준하는 0.9배선에 준함. 8/5일 패닉 당시 장 중 추세적 위기(경기침체) 현실화에 상응하는 P/B 0.8배선까지 하락하기도 했으나, 투심 회복과 함께 이내 곧 0.9배선까지 되돌림
- 연준 25bp 금리인하에도 시장금리 되돌림과 변동성 확대는 불가피. 글로벌 정치/정책/지정학적 불확실성 재점화 또한 자산시장의 부침을 자극할 소지
- 단, KOSPI 2,650pt선 이하 구간에선 잠복 불확실성에 대한 사주경계를 이어가더라도 투매보단 보유가, 관망보단 매수 대응이 절대적으로 유리. 구시월 박스권 등락 과정을 일드커브 Bull-Steepening Winner인 금융(밸류업 Play), 바이오, 자동차, SW(게임), 조선, 기계 대표주 압축대응 호기로 활용

KOSPI 12개월 선행 P/B 레벨별 환산 지수대

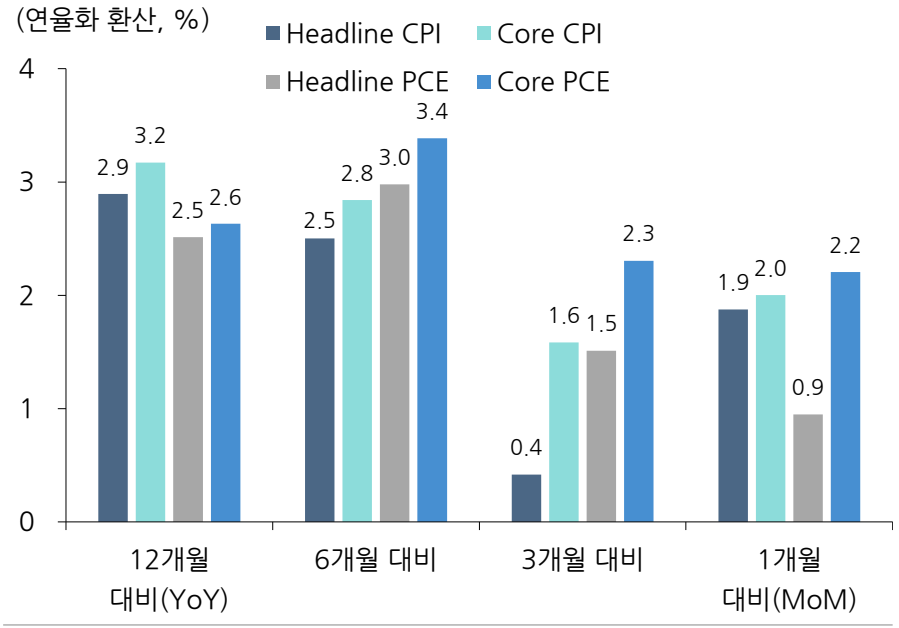


자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

2) The time has come for policy to adjust: 9월 연준 최초 금리인하의 전략 함의

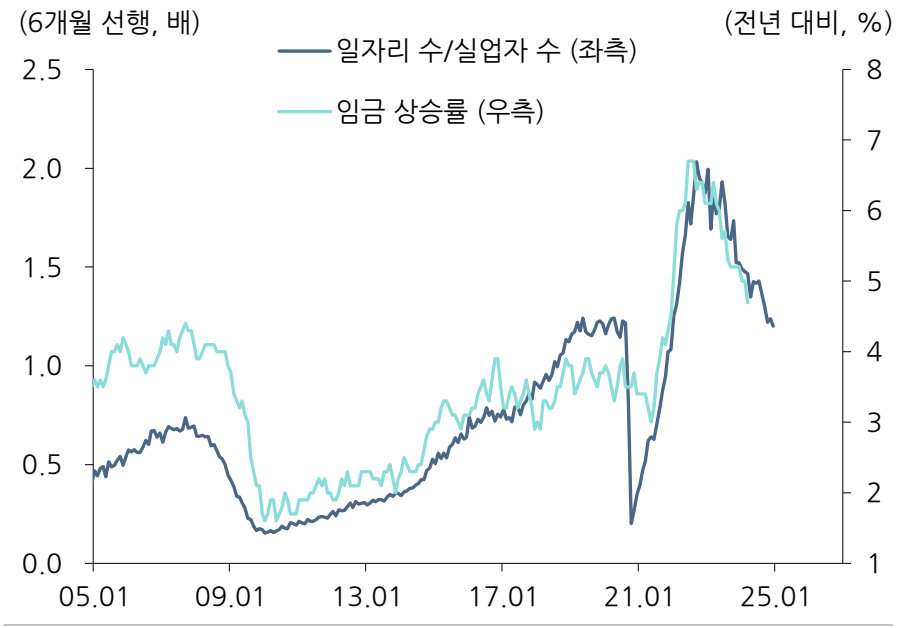
- 파월은 8월 잭슨홀 미팅 기조연설을 통해 “정책을 조정할 시간이 왔다”고 강조하며 9월 FOMC 최초('20년 3월 이후) 금리인하 가능성을 시사
- 1) 미국 경제는 견조한 속도로 성장하고 있고, 잠복 불확실성에 맞설 수 있는 충분한 수준의 통화정책 여력을 확보하고 있음을 강조
- 2) 팬데믹/전쟁 관련 공급 충격 완화, 고긴축/고금리 장기화에 따른 총수요 둔화, 기대인플레이션 안정을 근거로 중장기 2% 물가 목표 달성을 자신
- 3) 고용시장은 최근 6개월 사이 냉각 전환. 단, 이는 해고 증가가 아닌 노동공급 증가와 과도했던 신규채용 증가 속도 완화에 기인하며, 연준은 고용시장이 물가 압력을 다시 자극할 것으로 보지 않기에 노동시장 다운사이드 리스크에 적극적으로 대응할 것임을 천명

미국 Trailing(연율화 환산) 인플레이션



참고: Headline/Core CPI는 7월, PCE는 6월 기준
자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

미국 일자리/실업자 수 비중과 임금 상승률

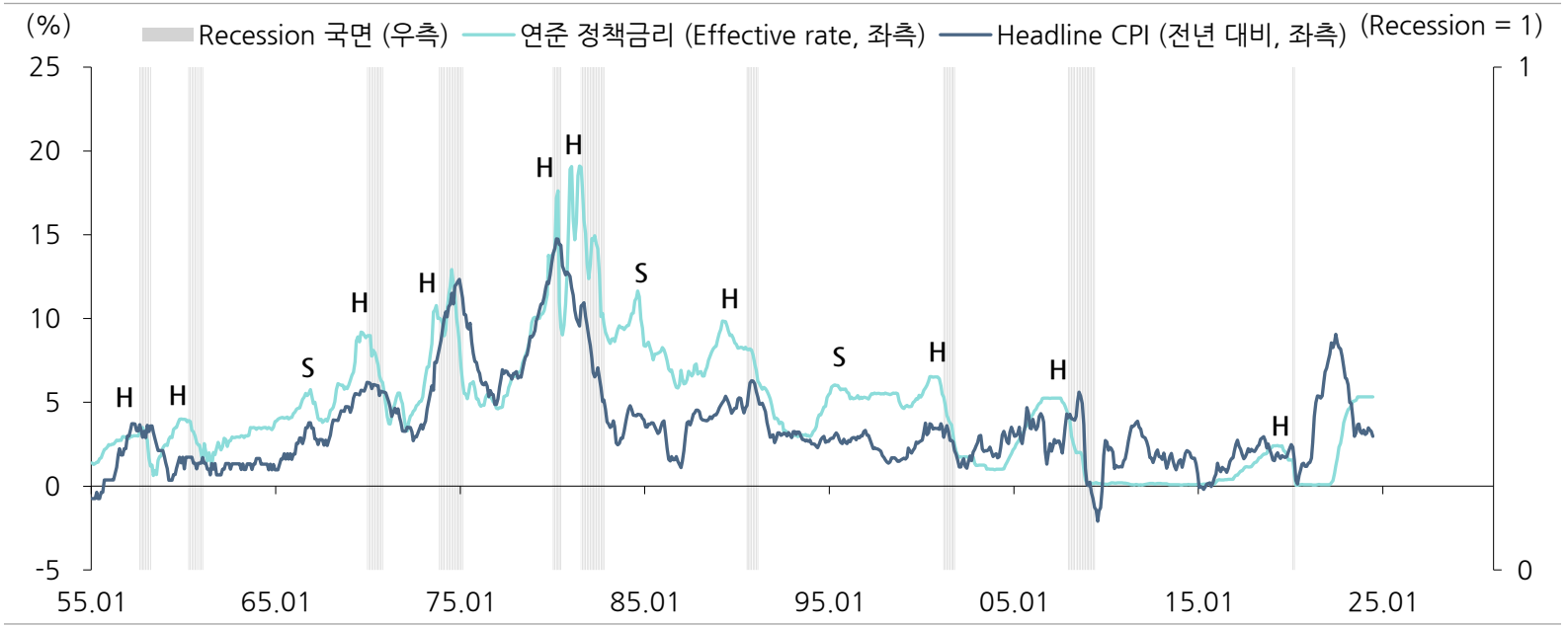


자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

물가 의존적 금리인상에서 고용/경기 의존적 금리인하로 방향선회

- 2차 세계대전 이후 총 13번의 금리인상 사이클 가운데 연준이 인플레 파이팅과 경기 연착륙 모두에 성공했던 것은 단 세 차례(확률 23%)에 불과. 최악의 Stagflation(경기↓ & 물가↑) 현실화나 과잉긴축의 결과로 뒤늦게 나마 물가는 잡아도 Recession은 못 막았던 경우가 대부분에 해당
- 연준은 이번 금리인상 사이클을 통해 물가 통제력 확보라는 한가지 미션을 성공리에 완수한 것으로 평가
- 이제 연준의 남은 과제는 적극적/선제적 통화완화로 실제 경기 연착륙을 유도할 수 있는가 여부. 이에 파월은 잭슨홀 미팅 연설을 통해 고용시장 추가 냉각과 경기침체를 막기 위해 보다 유연하게 대응해갈 것임을 시사("ample room to respond to any risks we may face")
- 9월 FOMC를 시작점으로 한 고용/경기 지표 의존적 금리인하 사이클 본격화 가능성에 무게를 두는 이유

2차 세계대전 이후 총 13번의 연준 금리인상 사이클이 전개. 경기 연착륙(S)에 성공한 것은 3번, 경착륙(H)으로 귀결됐던 것은 10번

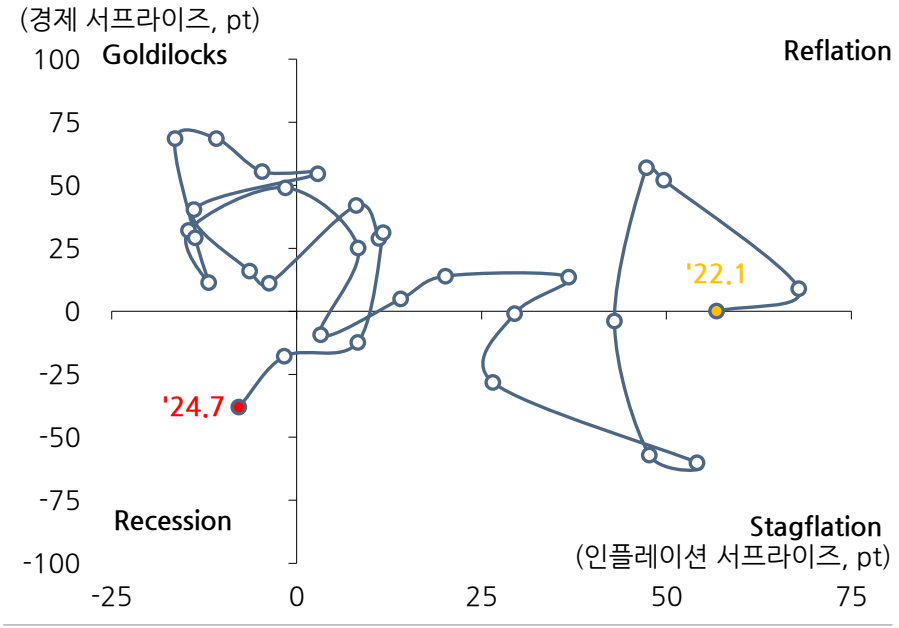


참고: 경기 경착륙(Hard-landing) 케이스는 H, 경기 연착륙(Soft-landing)은 S로 표기
자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

연준과 시장의 금리인하 동상이몽(同床異夢)

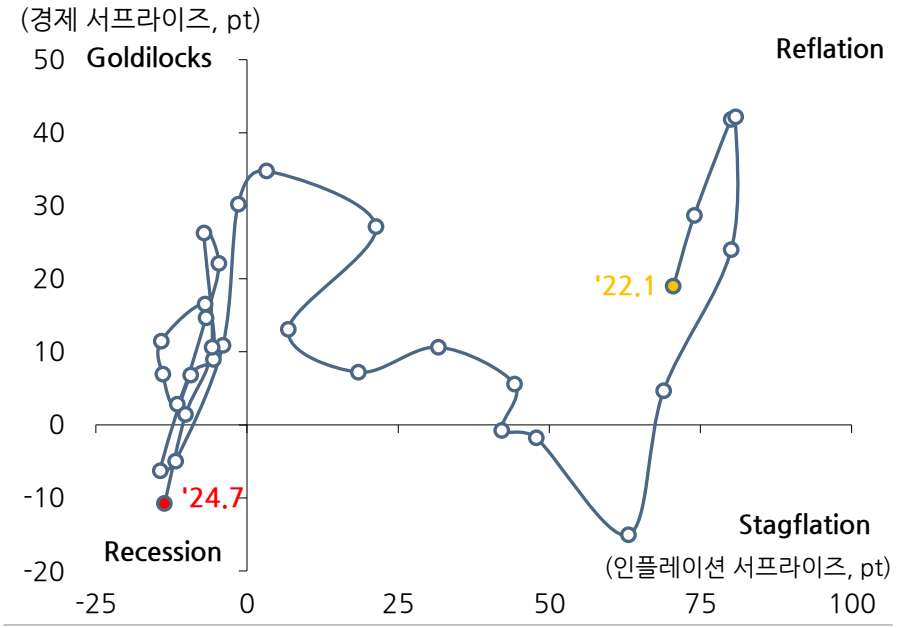
- Citi 경제 서프라이즈 지수(Y축)와 물가 서프라이즈 지수(X축)를 활용해 투자전략 및 시장 투자가의 체감적 관점 하 글로벌 매크로 국면 변화를 추적
- 7월 말 현재 미국 매크로 환경은 중립 이하의 경기 모멘텀과 물가 압력을 복합 반영하며 Recession 국면에 자리('23년 7월 Goldilocks 정점 통과 → '24년 6월부 Recession 국면 진입)
- 글로벌 매크로 환경 역시 최근 미국 경기 모멘텀 약화를 이유로 '24년 7월부터 Recession 구간으로 추락(G10과 중국은 '24년 6월 Recession 진입)
- 시장 투자가 및 주요 경제 주체들의 체감적 관점 하에선 다소 늦은 감은 있으나, 9월을 기점으로 연준 금리인하 사이클이 본격화될 수 있다는 사실은 국내외 실물경기와 금융환경 전반에 걸쳐 가뭄의 단비로 기능할 개연성이 높음

미국 매크로 4분면: '24년 6월부 Recession 국면 진입



자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

글로벌 매크로 4분면: '24년 7월부 Recession 국면 진입

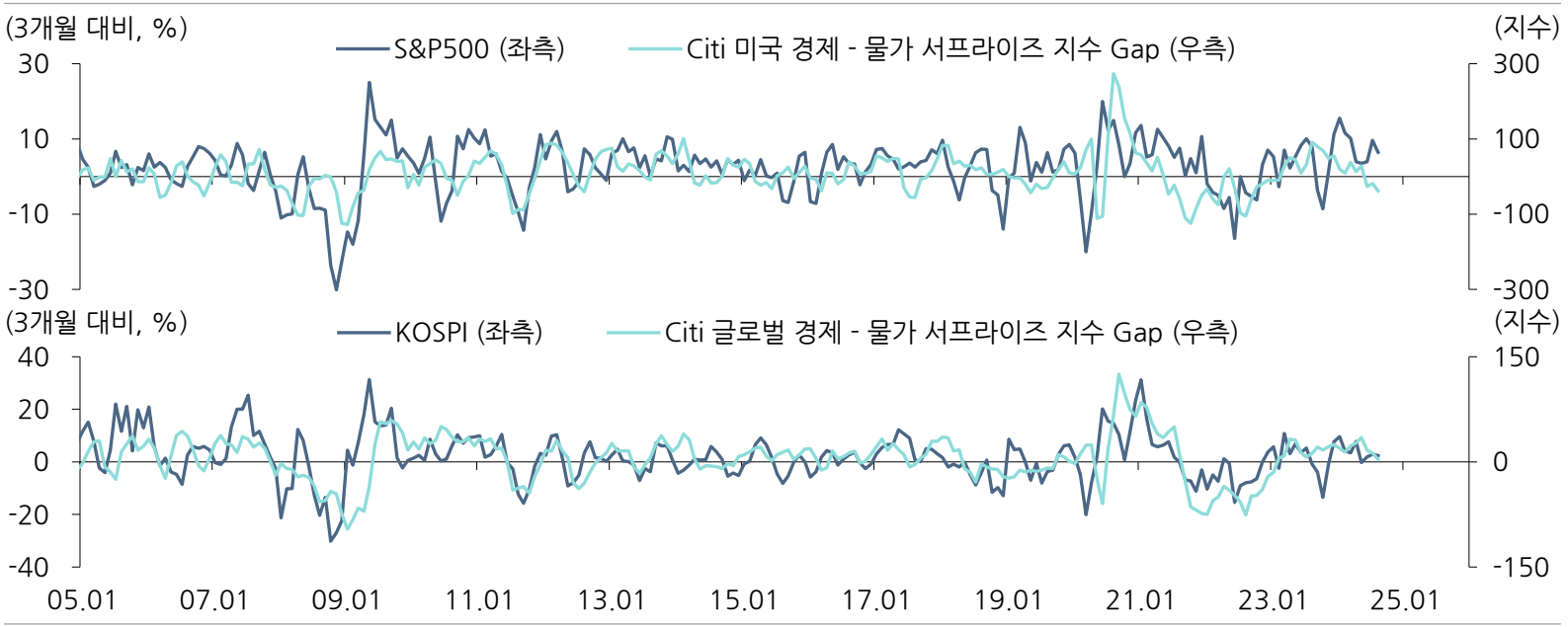


자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

시장은 9월 50bp, '24년 100bp 금리인하를 요구(Adjustment Cut < Insurance Cut)

- 문제는 9월 FOMC를 기점으로 한 연준 금리인하의 속도와 강도(또는 금리인하의 성격)
- 현재 시장 투자가 눈높이는 Adjustment Cut(9월 25bp, '24년 총 50bp 인하)이 아닌 Insurance Cut(9월 50bp, '24년 총 75~100bp 인하)에 집중
- 시장은 경기/고용 지표 다운사이드 리스크 방어를 위한 산발적/수세적 금리인하 대응이 아닌 장래 실물경기 개선과 매크로 자신감 회복을 담보할 수준의 연속적/공세적 금리인하를 요구하고 있다는 의미
- 실제, 국내외 증시 인덱스 경로는 Citi 경제 – 물가 서프라이즈 지수 Gap 변화에 부응. 경기 하방 리스크 대응 성격의 Adjustment Cut으론 증시 하방 경직성 확보 정도는 가능할 수 있겠으나, 증시 상승 추세 전환을 위해선 경기 진작 포석의 Insurance Cut이 필요

국내외 증시 인덱스 방향성은 Citi 미국/글로벌 경기 - 인플레 모멘텀 변화에 편승

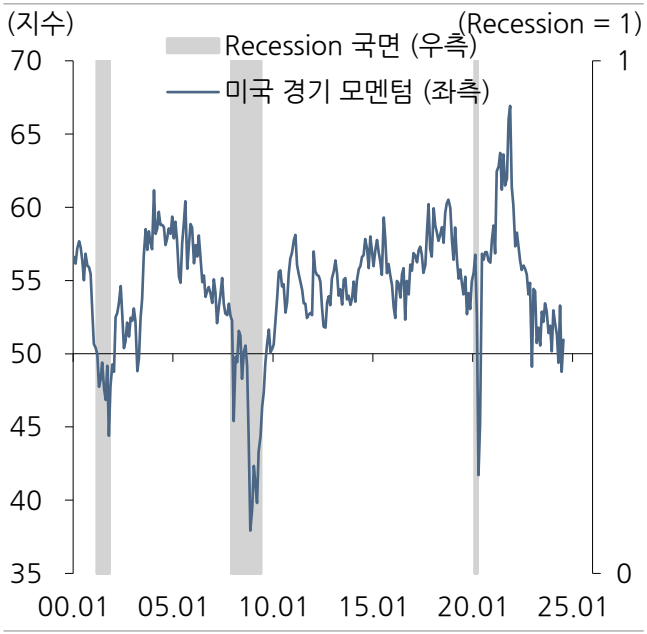


자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

당장 급할 것 없는 9월 연준의 선택은 Insurance Cut이 아닌 Adjustment Cut에 방점

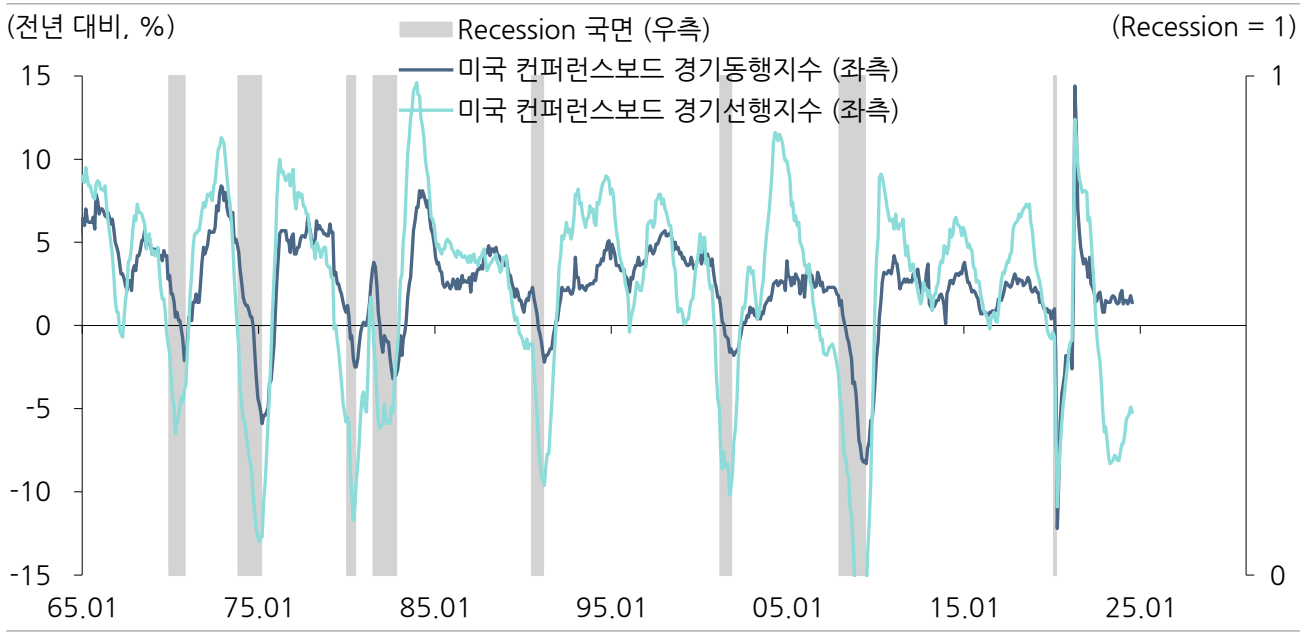
- 현재 경기침체 징후가 대체로 미약하고 금융/신용 불안 역시 통제가능 이하 수준으로 관리되고 있는 바, 당장 크게 급할 것 없는 9월 연준의 실제 선택은 시장이 기대하는 Insurance Cut(50bp)이 아닌 Adjustment Cut(25bp) 성격으로 제한될 소지가 다분
- 1) ISM 제조업/비제조업 지수를 미국 GDP 내 산업별 비중으로 가중평균한 경기 모멘텀 지수는 7월 50.9pt로 기준선 50pt를 웃도는 순항이 지속
- 2) 실제 미국 경기침체 과정은 컨퍼런스보드 경기 동선행지수 전년 대비 증감률의 동반 음(-) 전환 당시 구체화됐으나, 현재 동행지수는 양(+)의 저공비행이, 선행지수는 '23년 하반기 바닥통과 이후 개선 행렬이 한창
- 3) 8월 말 현재 Atlanta 연준 GDPNow 추정 3Q 실질 GDP 성장률은 +2.0%. 잠재 GDP(1.8 ~ 2.0%) 이상의 절대적으로 높은 성장률 레벨에서의 경기 둔화/침체라면 실제 그 성격은 재정/통화 정책 대응을 통해 다분히 통제가능한(또는 질서 있는) 기술적/단기 침체로 한정될 개연성이 높음

미국 경기 모멘텀: 7월 현재 50.9pt로 기준선 상회



참고: ISM 제조업 지수 10%, ISM 비제조업지수 90%로 가중평균
자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

미국 컨퍼런스보드 경기 동선행지수와 Recession 국면

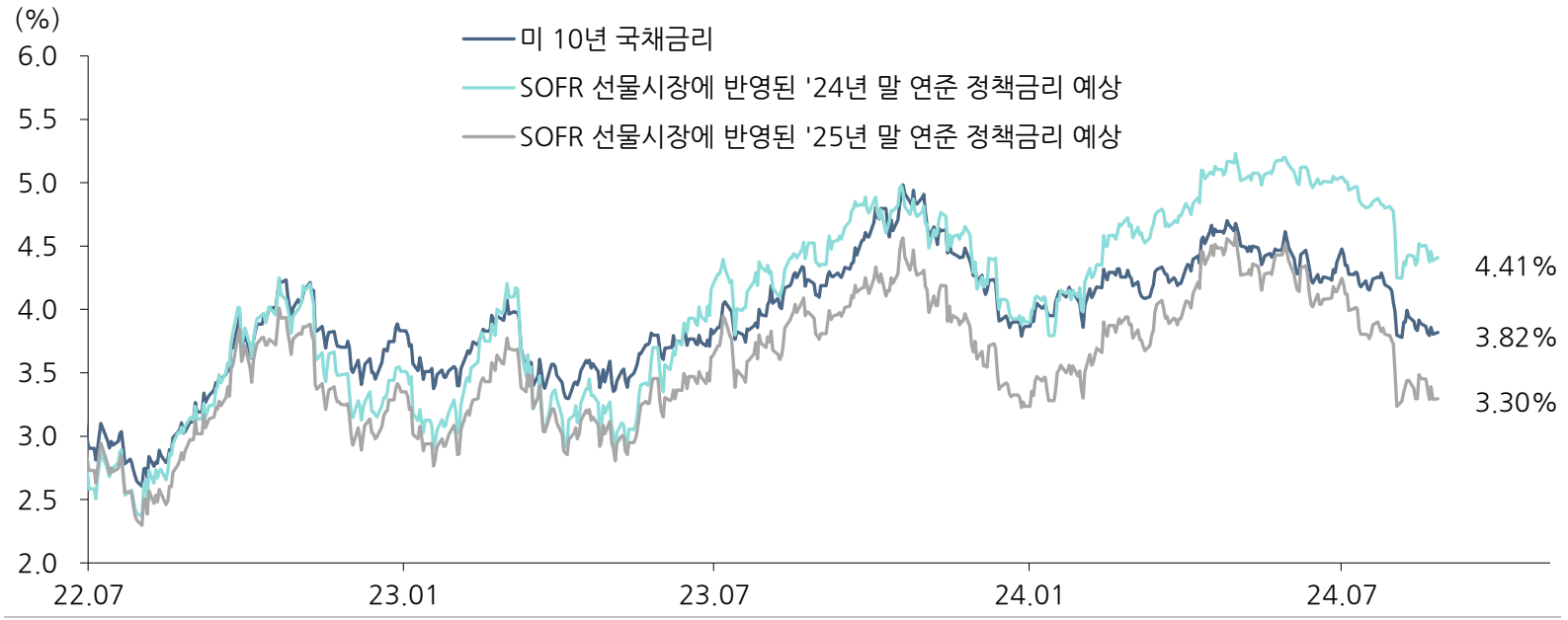


자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

고민은 떡 줄 연준 입장 보다 김칫국을 너무 많이 마신 현 시장금리 환경

- 통상 미 10년 국채금리(8월 말 현재 3.82%)는 SOFR 선도금리에 반영된 '24년(상단)과 '25년(하단) 말 연준 정책금리 컨센서스 변화를 동시에 반영
- SOFR 선도금리에 반영된 연준 정책금리 전망은 '24년 말 4.41%(CME FedWatch 컨센서스 기준 9월 25bp, 11월 50bp, 12월 25bp 등 총 100bp 인하 기대를 반영), '25년 말 3.30%('25년 추가 100~125bp 인하 기대를 반영)
- 시장은 7말8초 글로벌 금융시장 동반 패닉 이후 연준의 Insurance Cut 성격의 결자해지를 기대하고 있으나, 실제 9월 연준은 경기/고용 환경 추가 냉각과 잠복 금융/크레딧 리스크 돌출이 아닌 이상 Adjustment Cut 수준의 수세적 대응 기조를 고수할 개연성이 높음
- 9월 FOMC 25bp 금리인하에도 불구 시장금리 레벨의 되돌림격 상승 가능성과 금리 변동성 추가 확대 여지를 배제할 수 없는 이유

미 10년 국채금리와 SOFR 선도금리에 반영된 '24년 말(시장금리 밴드 상단 성격)과 '25년 말(밴드 하단 성격) 연준 정책금리 컨센서스



자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

9월 금리인하에도 Bad is Good과 Bad is Bad 내러티브 사이의 어색한 공존은 불가피

- 시장 투자가 이목은 금리인하 레벨과 함께 연준의 장래 경기 인식 및 정책 판단의 가늠자 성격을 지닌 9월 FOMC 경제전망 및 점도표 변화에 집중될 전망
- 1) Best Case(확률 20%): 9월 50bp 금리인하 & 6월 전망과 크게 다름 없는 낙관적 경기 판단 & 현 시장 컨센서스 수준의 대폭적 점도표 하향조정(중간값 '24년 말 4.375%, '25년 말 3.125%) → 종전 Bad is Good(연착륙/골디락스) 내러티브 완전 부활, KOSPI 12개월 선행 P/B 1.0배선(환산 지수대 2,950pt) 안착 테스트 전개, AI 밸류체인과 M7을 위시한 빅테크 등 기존 주도주 리더십의 부활 등을 예상
- 2) Base Case(확률 80%): 9월 25bp 금리인하 & 추세(Longer run 전망) 수준의 경제전망 하향조정 & 현 컨센서스 대비 제한적 점도표 하향조정(또는 장기 중립금리 전망의 상향조정 등) → Bad is Good과 Bad is Bad 내러티브의 중첩(또는 조건반사적 Bad is Good), KOSPI P/B 0.9배(2,650pt선) ~ 1.0배 사이 박스권 등락 과정 전개, 실적 모멘텀 보유 Bull-Steepening(또는 금리인하) 수혜주 옥석 가리기로의 포트폴리오 전략 초점 변화 등을 예상

6월 FOMC 경제 및 정책금리 전망

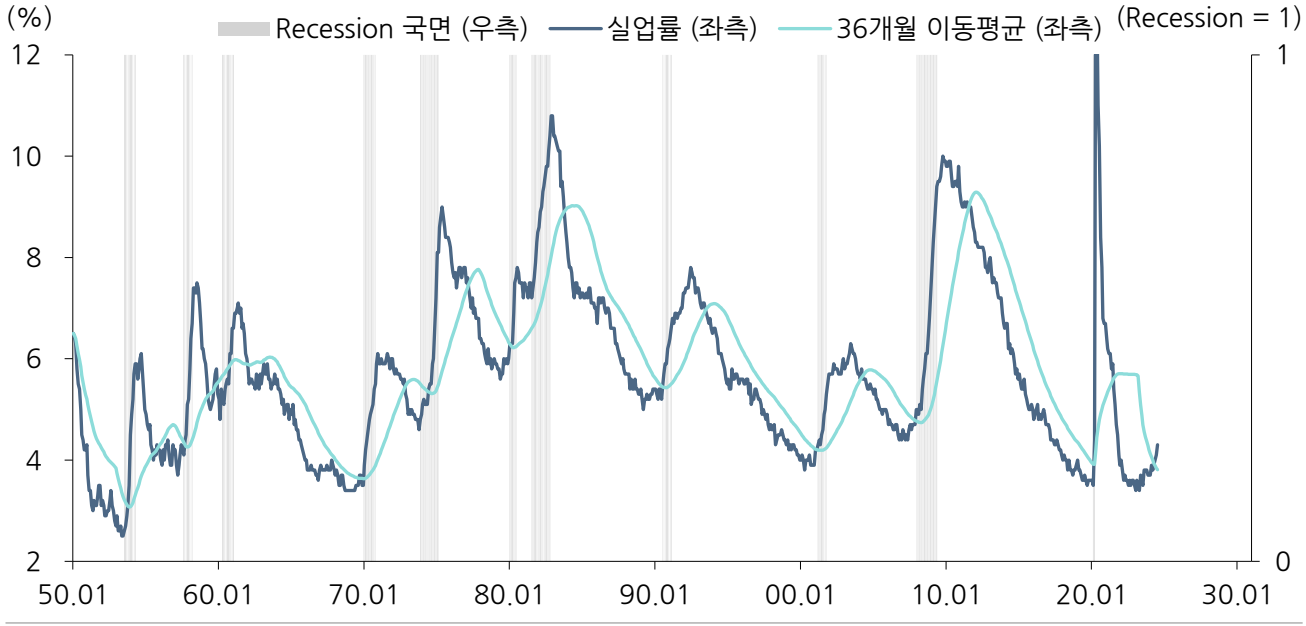
구분 (전년 대비, %)	2024년	2025년	2026년	Longer run
Real GDP	2.1	2.0	2.0	1.8
'24년 3월 전망	2.1	2.0	2.0	1.8
Unemployment rate	4.0	4.2	4.1	4.2
'24년 3월 전망	4.0	4.1	4.0	4.1
PCE / Core PCE Inflation	2.6 / 2.8	2.3 / 2.3	2.0 / 2.0	2.0 /
'24년 3월 전망	2.4 / 2.6	2.2 / 2.2	2.0 / 2.0	2.0 /
Federal fund rate(Median dot)	5.1	4.1	3.1	2.8
'24년 3월 전망	4.6	3.9	3.1	2.6

자료: FRB, 상상인증권 리서치센터

Adjustment Cut으론 경기/고용 환경 개선은 역부족

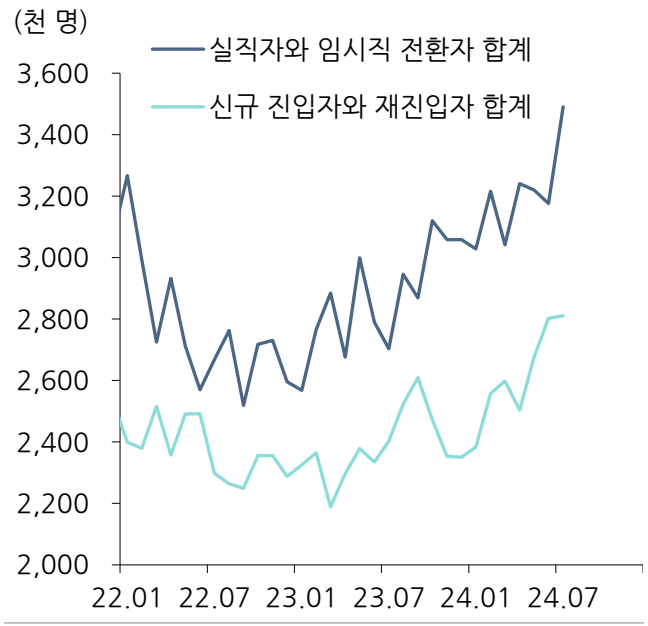
- 7월 현재 미국 실업률은 4.3%로 지속 상승하며 경기침체 임계선인 36개월 이동평균선(7월 현재 3.8%)을 웃돌기 시작
- 실업률(또는 고용지표)은 평균회귀(Mean reverting) 경향성이 대단히 강한 경기 지표. 한번 결정된 추세 방향이 쉽사리 달라지지 않는다는 의미
- '23년 4월 실업률 바닥통과(3.4%) 이후 노동 공급(신규 진입자와 재진입 실업자 합계)은 51.3만 명 증가했으나, 노동 수요(실직자와 임시직 전환자 합계)는 81.4만 명이 감소. 인구/이민자 증가와 노동참여율 상승 등의 노동공급 증가 추세가 최근 실업률 상승의 논거로 활용되고 있으나, 실제론 그 이상의 속도로 노동수요가 감소(새로운 일자리를 찾는 것이 점점 더 어려워지고 있음)하고 있다는 뜻
- 결국, 산발적/수세적 금리인하(Adjustment Cut)로는 경기/고용 환경 개선은 고사하고 추가 다운사이드 리스크 완충 역시 녹록치 않을 수 있다는 것

미국 실업률과 Recession 국면



자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

미국 실직 및 임시직 전환자와 신규 및 재진입자 합계

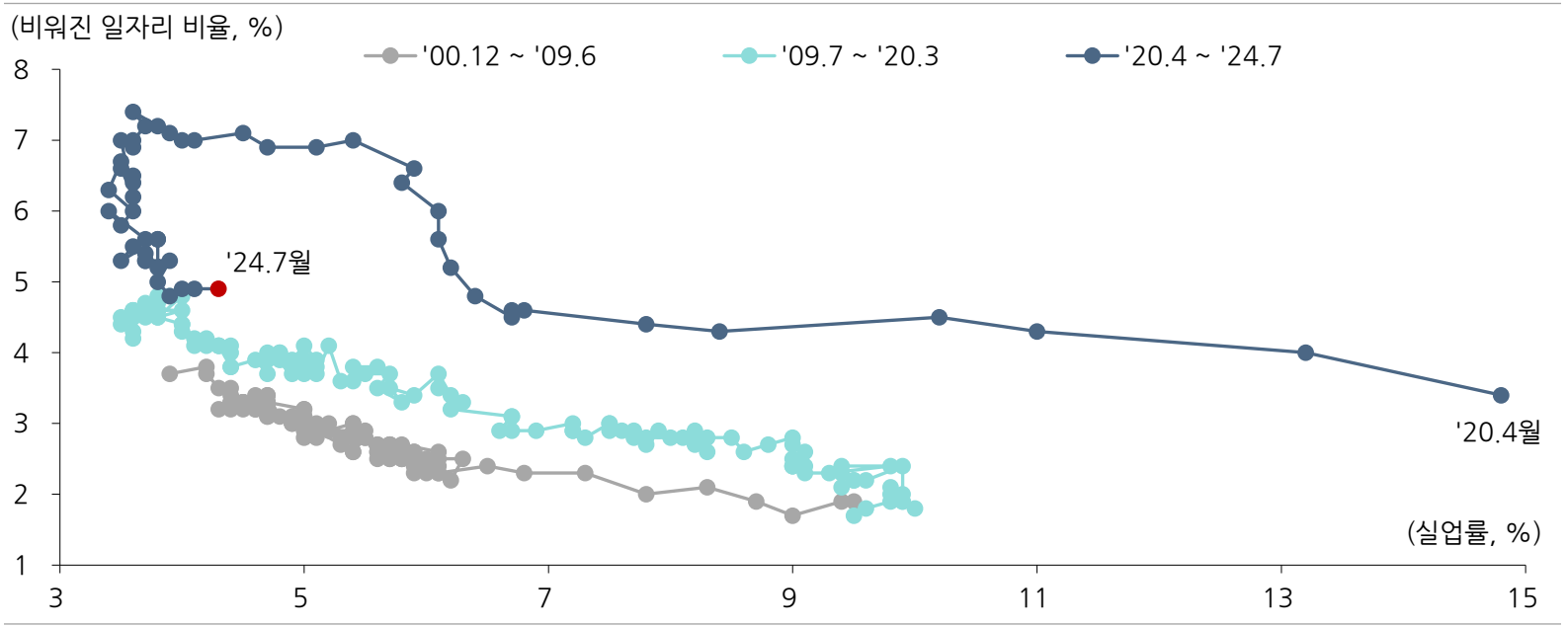


자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

Insurance Cut이 아니라면, 시장은 Bad is Bad 우려를 쉽사리 떨쳐내긴 어려울 것

- '22년 8월 연준 월러 이사는, 1) 과열된 노동시장이 정상화되는 데는 상당한 시간이 필요하니(베버리지 곡선의 좌상방 이동), 2) Fed는 동 기간 중 적극적 통화긴축으로 인플레 파이팅에 매진하면, 3) 경기 연착륙(고용시장 과열 해소)으로 실업률 상승 없이 구인율 하락을 이끌어낼 수 있다고 주장
- 적어도 6월까지는 월러의 주장대로 실업률 상승보다 구인율 하락이 더 크게 나타나며, 코로나 이전 추세('09.7월 ~ '20.3월) 정점 수준에 도달
- 단, 7월부터는 일자리 공석률 하락보다 실업률 상승 속도가 빨라지기 시작했고, 노동공급 증가를 크게 웃도는 속도로 노동수요 역시 급감
- 산발적/수세적 금리인하(Adjustment Cut)로는 구인율 추가 하락과 실업률 상승의 악순환에 제동을 거는 것은 쉽지가 않을 것으로 판단
- 연속적/공세적 금리인하(Insurance Cut)가 아니라면, 시장 투자가들은 9월 최초 금리인하에도 Bad is Bad 우려를 쉽사리 떨쳐내기 어려울 전망

베버리지 곡선(Beveridge Curve): 일자리 공석률(구인율)과 실업률 사이의 반비례 관계를 규명

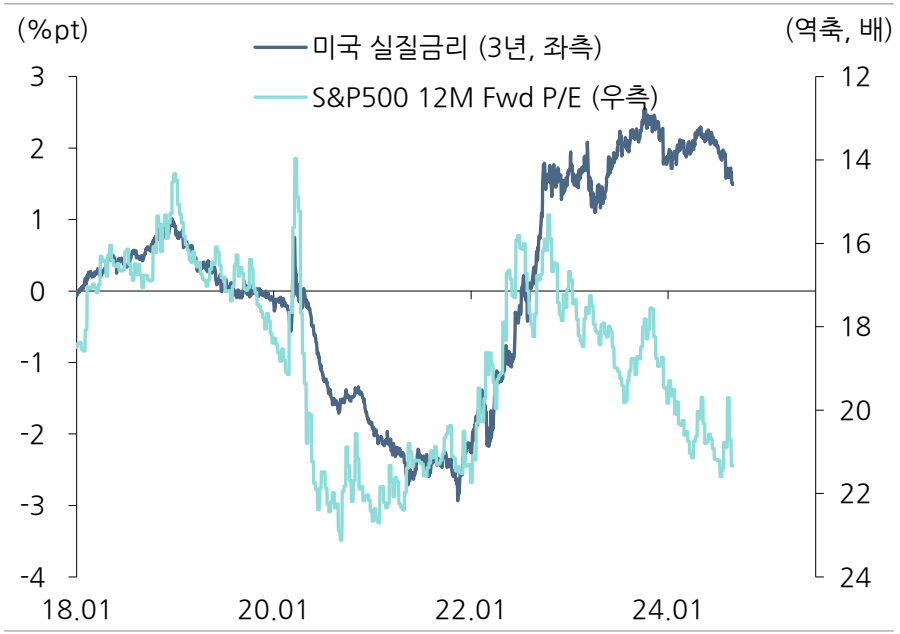


자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

9월 25bp 금리인하만으론 국내외 증시 및 대표주 주가/밸류 추가 도약 가능성은 미미

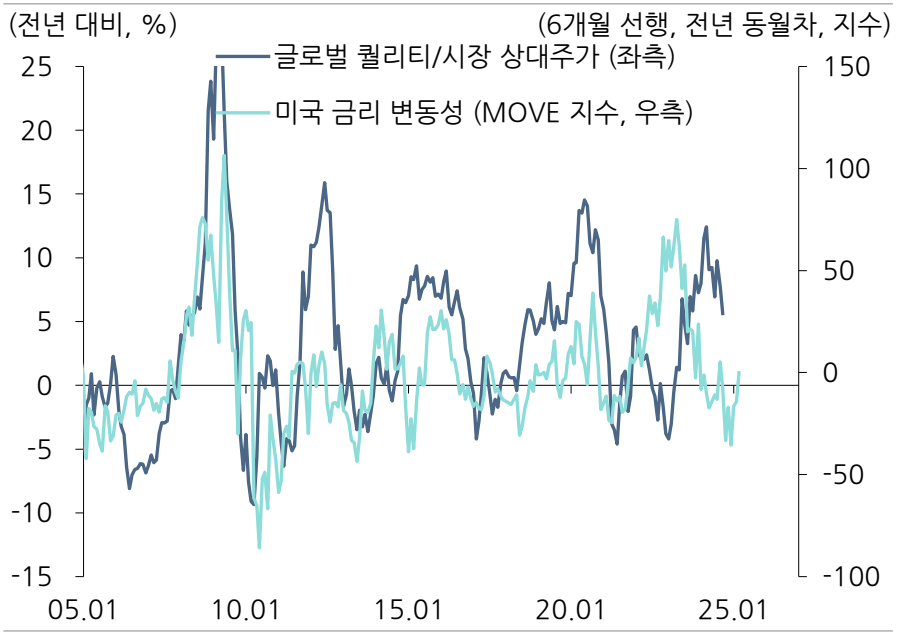
- Bad is Good과 Bad is Bad 내러티브 사이의 어색한 공존(또는 조건반사적 Bad is Good으로의 내러티브 변화)으로 말미암아, 실제 9월 25bp 금리인하에도 불구하고 국내외 증시 및 대표주 주가/밸류에이션의 추가 리레이팅 가능성은 제한적
- 연준 금리인하 관련 사전/사후적 기대가 실질금리의 점진적 하락을 통해 증시 하방압력 완충엔 일조할 순 있겠지만, 매크로 자신감 회복이 결여된 탓에 추세적 증시 상승동력으로 기능하긴 역부족일 수 있기 때문
- 또한, 9월 25bp 금리인하에도 불구 시장금리 레벨의 되돌림격 상승과 변동성 추가 확대가 불가피. 실적 모멘텀, 고 퀄리티 재무/경영 안정성, 주주 친화적 재무정책 변화(밸류업 Play), 장래 정부/정책 수혜 가능성 등 펀더멘탈 관련 물증에 대한 시장 투자가들의 요구가 보다 더 극심해질 수 있음을 염두

미국 실질금리와 S&P500 12개월 선행 P/E



참고: 3년물 실질금리는 국채금리에서 물가 연계 스왑금리를 차감해 산출
자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

미국 금리 변동성(MOVE 지수)과 글로벌 퀄리티/시장 상대주가

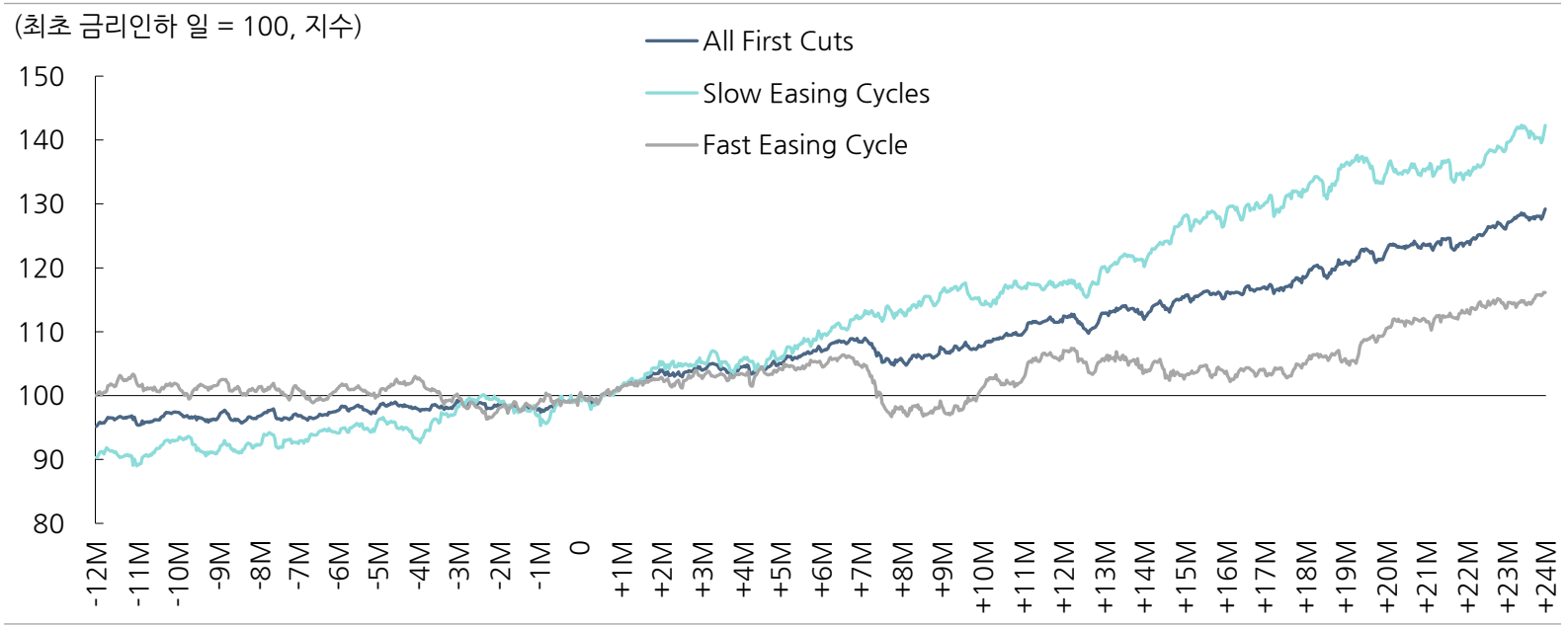


자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

Case Study: ① 연준 최초 금리인하 전후 S&P500 지수

- 1974년(한국은 1980년) 이후 총 10번의 연준 금리인하 사이클 당시 최초 금리인하 전후 과정에서의 국내외 증시 방향성과 시장 색깔 변화를 관찰
- S&P500 지수는 연준 최초 금리인하 실시 1개월 이후 전 기간 평균 +1.4%, 2개월 이후 +3.8%, 3개월 이후 +3.9%, 6개월 이후 +6.9% 상승
- 특히, 경기/물가/금융 안정에 연준의 점진적 통화완화가 가세했던 Slow Easing Cycle(Insurance/Disinflation Cut 성격의 금리인하 국면: '80년 5/30일, '84년 11/21일, '95년 7/6일, '98년 9/29일 이후)에선, S&P500 지수의 연준 최초 금리인하 이후 주가 퍼포먼스는 1개월 이후 +2.5%, 2개월 이후 +7.8%, 3개월 이후 +10.6% 등 증시 상승 탄력이 점진적으로 강화
- 반면, 경기/금융 불안 및 침체 대응을 위해 공세적 금리인하가 줄지었던 Fast Easing Cycle(Recession/Deflation Cut 성격: '74년 12/9일, '81년 11/2일, '89년 6/6일, '01년 1/3일, '07년 9/18일, '19년 7/31일 이후)에선 1개월 후 +1.4%, 2개월 후 +2.9%, 3개월 후 +2.7%로 긍정적 주가 영향이 제한

연준 최초 금리인하 시점 전후 S&P500 지수 등락 추이

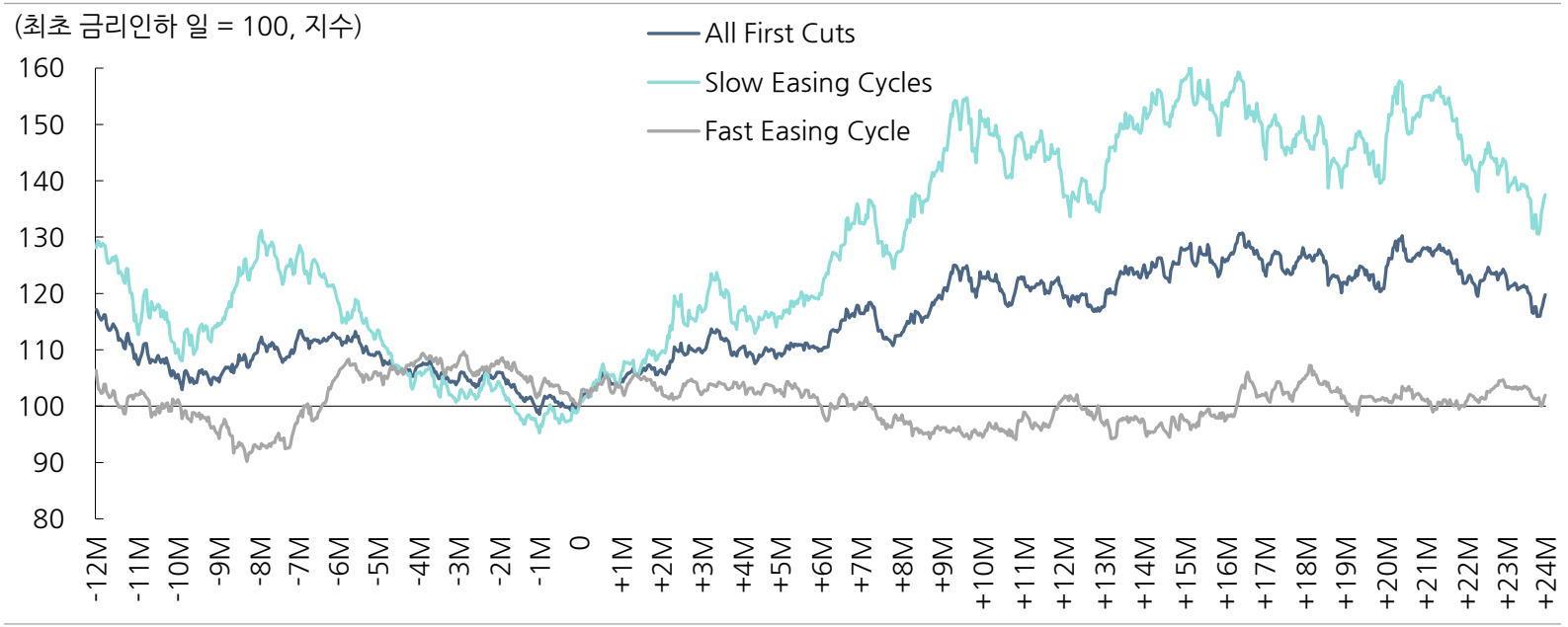


참고: Slow Easing Cycle은 '80년 5/30일, '84년 11/21일, '95년 7/6일, '98년 9/29일, Fast Easing Cycle은 '74년 12/9일, '81년 11/2일, '89년 6/6일, '01년 1/3일, '07년 9/18일, '19년 7/31일 연준 최초 금리인하 이후 경우에 해당. 자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

Case Study: ② 연준 최초 금리인하 전후 KOSPI 지수

- KOSPI 지수는 연준 최초 금리인하 1개월 이후 평균 +4.8%, 2개월 이후 +6.5%, 3개월 이후 +9.4%, 6개월 이후 +9.8% 상승하는 등 S&P500 지수를 압도하는 다소 의외의 결과가 확인. 이는 80~90년대 한국 경제/증시 고속 성장에 따른 시기적 특수성이 반영된 결과로 해석
- KOSPI 역시 Slow Easing Cycle에서 주가 상승 탄력이 가일층 배가됐으며, 증시 상승 모멘텀은 연준 최초 인하 3개월 이후 시점을 전후해 극대화(+1M: +8.1%. +2M +12.4%, +3M +21.8%)됐고, 이후에도 추세적 상승세가 전개
- 반면, Fast Easing Cycle에선 연준 최초 금리인하 관련 긍정적 영향이 채 한달을 못 가고 실종(+1M +3.4%, +2M +3.4%, +3M +2.1%, +6M -0.2%)
- 이번 금리인하 사이클은 우선 Slow Easing Cycle로 시작되나, 이후엔 매크로 불확실성을 반영하며 Fast Easing Cycle 성격으로 달라질 것으로 판단

연준 최초 금리인하 시점 전후 KOSPI 지수 등락 추이

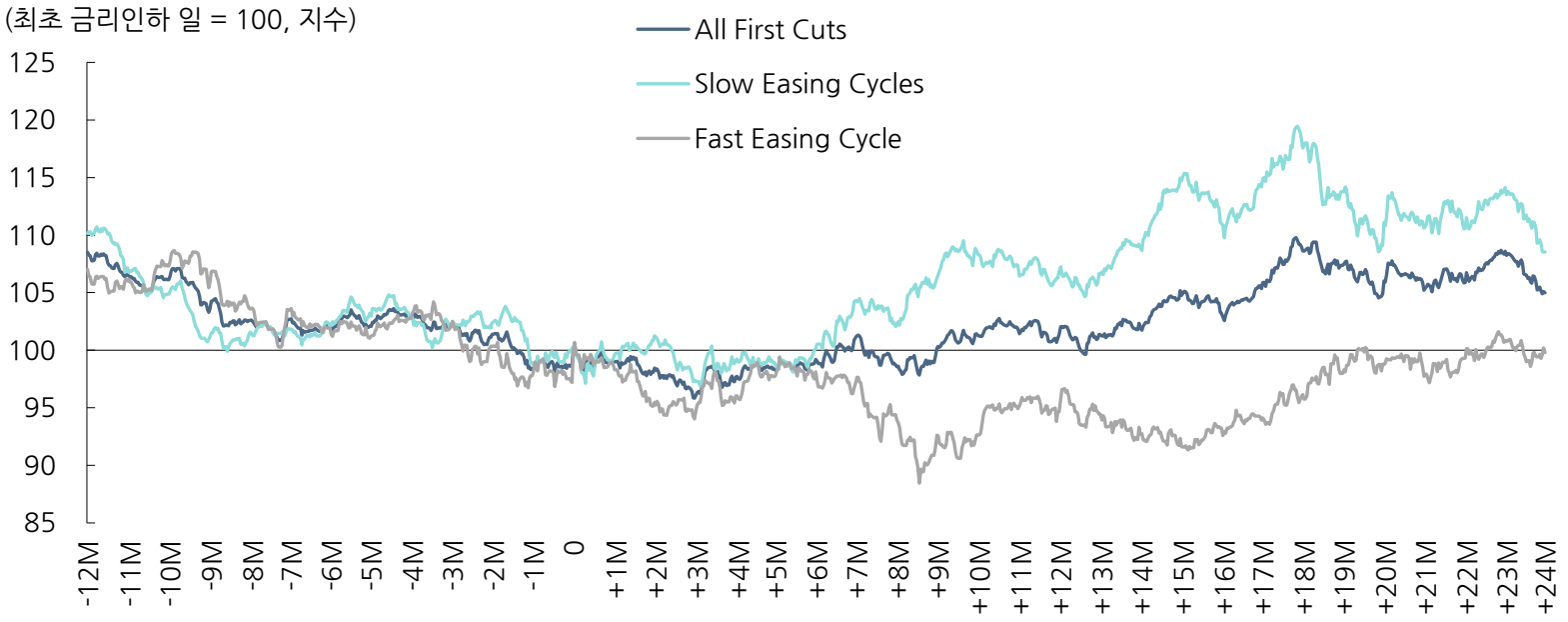


참고: Slow Easing Cycle은 '80년 5/30일, '84년 11/21일, '95년 7/6일, '98년 9/29일, Fast Easing Cycle은 '81년 11/2일, '89년 6/6일, '01년 1/3일, '07년 9/18일, '19년 7/31일 연준 최초 금리인하 이후 경우에 해당. 자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

Case Study: ③ 연준 최초 금리인하 전후 경기민감/경기방어주 상대주가

- 에너지/소재/산업재/경기소비재/금융/IT/커뮤니케이션 섹터를 경기민감주, 필수소비재/바이오/유틸리티/통신을 경기방어주로 묶어 상대지수를 구성
- S&P500 경기민감/경기방어주 상대주가는 연준 최초 금리인하 이후 전 기간 평균 +1M -1.0%, +2M -1.7%, +3M -3.7%로 부진했다가 7개월 이후 시점에 이르러 +1.3% 상승 전환. 연준 최초 금리인하 이후 초기 6개월 시점까진 경기방어주가 경기민감주를 아웃퍼폼했다는 의미
- 전 기간 평균과 유사하게 Slow Easing Cycle과 Fast Easing Cycle 모두에서 상기 경향성이 관찰. 금리인하 사이클 초기 과정에서의 포트폴리오 전략 리더십은 매크로 환경과 연준 금리인하의 성격과는 무관하게 경기방어주를 활용한 정중동 대응에 집중
- 경기민감주 상대우위는 Slow Easing Cycle 속 연준 금리인하의 누적효과가 반영되기 시작한 7개월 이후 시점부터 본격화

연준 최초 금리인하 시점 전후 S&P500 경기민감/경기방어주 상대주가 등락 추이



참고: Slow Easing Cycle은 '95년 7/6일, '98년 9/29일, Fast Easing Cycle은 '01년 1/3일, '07년 9/18일, '19년 7/31일 연준 최초 금리인하 이후 경우에 해당. 경기민감주는 에너지, 소재, 산업재, 경기소비재, 금융, IT, 커뮤니케이션, 경기방어주는 필수소비재, 바이오, 유틸리티, 통신. 자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

Case Study: ④ 연준 최초 금리인하 전후 한국 증시/스타일/팩터 리더십 변화

- 한국증시 업종/스타일/팩터 지수의 역사가 일천한 탓에 Fast Easing Cycle에 해당하는 2000년 이후 데이터만이 접근 가능하단 한계가 존재
- 당시 경기/금융 침체 대응을 위한 사후약방문격 통화완화였던 까닭에, 연준 최초 금리인하 관련 국내증시 스타일/팩터 영향은 대체로 불분명
- 실제, KOSPI(대형주 Proxy)와 KOSDAQ(중소형주 Proxy) 사이의 우열 관계는 모호했고, 팩터 리더십 또한 뚜렷한 경향성을 찾을 수 없었음
- 단, 연준 최초 금리인하가 시장 전체나 가치주보다 Long Equity Duration 성격을 지닌 성장주에 보다 유리하게 작용했다는 제한적 수준의 스타일 로테이션 관련 경향성은 관찰

연준 최초 금리인하 시점 전후 한국 증시 방향성 및 색깔 변화 점검(절대수익률)

구분	2001년 1/3일 최초 인하				2007년 9/18일 최초 인하				2019년 7/31일 최초 인하			
	-3M	-1M	+1M	+3M	-3M	-1M	+1M	+3M	-3M	-1M	+1M	+3M
KOSPI	-13.1	-6.0	11.2	-2.8	3.6	14.3	1.7	-1.5	-8.0	-4.3	-5.2	3.0
KOSDAQ	-35.7	-26.7	40.0	19.4	-4.1	16.5	-2.0	-10.7	-16.6	-10.1	-4.2	5.9
가치	-18.0	-6.7	12.6	2.2	3.3	13.3	0.2	-0.7	-3.8	-2.4	-5.9	3.0
성장	-12.4	-9.1	15.1	-5.5	2.5	15.9	3.6	-1.3	-12.6	-5.6	-4.8	5.2
배당			9.8	8.7	8.9	16.7	-0.4	3.9	-6.8	-2.3	-5.0	-3.7
로우볼	-9.6	-6.7	8.9	8.8	6.0	14.8	-1.9	-2.9	-9.3	-5.4	-6.4	-4.7
퀄리티					7.5	20.2	1.1	-1.2	-8.5	-3.0	-5.6	-1.3

자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

Case Study: ⑤ 연준 최초 금리인하 전후 한국 WI26 업종 주도권 변화

- 2000년 이전 데이터 제약으로 말미암아 연준 최초 금리인하만으로 국내증시 업종별 리더십 변화를 명확하게 규명하긴 어려웠음
- 단, 대표성과 설명력은 일부 제한되나, Fast Easing Cycle이었음에도 조선, 소프트웨어, IT가전에선 연준 최초 금리인하 이후 시장 대비 중립 이상의 주가 영향이 관찰

연준 최초 금리인하 시점 전후 한국 증시 방향성 및 색깔 변화 점검(KOSPI 대비 상대수익률)

구분	2001년 1/3일 최초 인하				2007년 9/18일 최초 인하				2019년 7/31일 최초 인하			
	-3M	-1M	+1M	+3M	-3M	-1M	+1M	+3M	-3M	-1M	+1M	+3M
에너지	-11.0	-1.6	-6.9	11.6	-4.8	15.3	5.0	7.5	-0.6	6.6	-0.3	2.0
화학	-4.2	-2.3	6.6	11.0	23.9	18.7	6.4	-9.0	-2.2	-3.6	1.3	-7.2
비철,목재등	-3.1	-7.3	4.8	21.8	-7.5	4.4	-5.5	-16.8	3.3	-1.1	2.6	-7.1
철강	3.8	11.1	9.6	22.2	24.2	24.9	-5.7	-7.6	-4.0	-5.1	-4.2	-11.4
건설,건축관련	-8.1	-2.1	6.6	0.5	14.9	17.4	0.2	-3.8	-6.5	-9.8	-0.1	-4.5
기계	-15.3	-15.4	5.3	17.2	7.6	13.6	10.1	-5.6	-5.8	-8.4	4.1	-3.7
조선	19.7	3.9	21.1	46.5	10.5	15.2	8.7	-4.1	-18.1	-10.8	9.3	44.0
상사,자본재	0.1	-1.9	15.3	1.1	8.5	11.4	5.1	-6.8	-0.3	0.3	1.1	2.3
운송	6.9	8.0	-0.7	-10.2	11.6	-1.2	14.8	2.2	-4.9	-2.0	3.4	-3.1
자동차	3.7	-8.4	7.8	29.8	-7.5	-12.1	-11.8	-3.5	2.8	1.4	3.6	-5.3
화장품,의류,완구	0.8	-11.7	13.8	17.7	-4.4	3.8	-0.7	-6.9	-9.5	-2.8	-3.1	2.6
호텔,레저서비스	-1.1	-8.3	0.4	9.9	8.7	3.1	-1.5	-2.4	-11.7	-7.2	3.5	2.5
미디어,교육	-26.0	-18.2	20.3	26.4	-7.0	-1.0	-7.1	-5.6	-9.0	-5.6	-0.2	-0.4
소매(유통)	-24.8	-19.6	28.0	35.2	-7.8	0.8	-0.6	0.0	-10.3	-7.4	1.0	-10.1
필수소비재	3.2	-1.5	-6.3	6.0	-0.9	0.8	-2.0	4.9	-4.6	-2.0	4.4	0.0
건강관리	-7.5	-14.0	23.4	18.6	-5.3	-1.8	-4.7	1.5	-15.4	-9.1	-3.2	2.5
은행	11.5	6.9	-5.5	-9.4	-10.6	-11.3	-4.3	-2.7	2.8	-1.5	-4.3	-6.9
증권	-5.8	11.8	21.8	13.9	-23.6	-8.8	10.4	14.6	5.8	-3.6	-2.8	-11.0
보험	-0.8	-1.1	9.0	6.8	-2.4	-2.3	18.3	21.0	-8.9	-3.2	-6.3	-12.8
소프트웨어	-47.2	-33.4	69.1	58.3	-5.3	7.8	9.2	1.2	6.8	6.5	7.0	6.9
IT하드웨어	-14.6	-16.0	24.1	16.3	1.6	4.8	-11.1	-23.4	2.1	-3.2	2.2	8.3
반도체	-13.5	-9.9	9.4	15.4	-10.4	-19.8	-8.4	-0.9	7.9	5.8	-1.4	6.5
IT가전	-23.7	-8.2	17.2	11.9	-4.4	-1.8	11.1	18.5	1.1	-2.0	3.4	-4.1
디스플레이	14.6	-1.8	15.8	19.4	-13.1	-7.3	0.8	0.8	-7.5	-4.6	-2.9	-8.0
통신서비스	7.0	-2.1	-2.8	-17.1	-5.8	-3.9	-2.6	17.7	5.1	-1.2	3.6	-5.8
유틸리티	-3.9	4.9	-12.1	-12.4	-0.3	-8.1	-6.9	0.3	1.5	9.3	-2.0	-9.4

자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

Case Study: ⑥ 연준 금리인하 전후 한국 증시/스타일/팩터 리더십 변화

- 접근 방법을 바꿔 2000년 이후 총 24회의 연준 금리인하 실시 전후 과정에서의 한국 증시/업종/스타일/팩터 리더십 변화를 관찰
- 시장 영향은 금리인하 사이클 국면별로 크게 상이했으나, 앞선 최초 금리인하 이후 사례와 같이 Long Equity Duration 성격을 지닌 성장주에선 중립 이상의 주가 영향이 확인

2000년 이후 총 24회 연준 금리인하 전후 한국 증시 등락률(절대수익률)

구분	'01년 1월 ~ '03년 1월 금리인하 사이클(13회)				'07년 9월 ~ '08년 12월 금리인하 사이클(6회)				'19년 8월 ~ '20년 3월 금리인하 사이클(5회)			
	-3M	-1M	+1M	+3M	-3M	-1M	+1M	+3M	-3M	-1M	+1M	+3M
코스피	-2.8	1.2	1.1	5.3	-24.3	-11.4	-2.1	4.3	-6.3	-4.8	-5.1	0.5
코스닥	-9.6	0.1	4.7	6.3	-34.2	-16.4	2.0	17.4	-8.7	-5.1	-6.4	-0.8
가치	-2.0	1.8	0.6	6.1	-21.2	-10.4	-2.0	3.6	-5.7	-5.0	-4.9	1.5
성장	-5.2	0.5	2.4	4.7	-27.0	-12.2	-2.1	5.7	-5.4	-3.5	-4.9	1.0
배당	1.7	1.6	0.8	10.5	-20.7	-11.0	-0.8	3.7	-12.1	-7.3	-6.2	-3.2
로우볼	1.7	1.8	1.2	9.8	-20.9	-11.7	-0.6	3.2	-13.2	-6.9	-6.3	-4.2
퀄리티	-0.9	0.4	1.6	11.8	-21.4	-11.4	-0.2	4.6	-10.4	-6.2	-5.8	-1.8

자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

Case Study: ⑦ 연준 금리인하 전후 한국 WI26 업종 주도권 변화

- 2000년 이후 총 24회 연준 금리인하는 조선, 유통, 건강관리(바이오), 소프트웨어, 반도체, 통신 업종 주가에 긍정적으로 작용
- 과거 경험칙에 근거해 연준 금리인하 수혜 가능 투자대안을 찾는 경우라면, 관련 업종 대표주를 최우선적으로 고려할 필요가 있다는 의미

2000년 이후 총 24회 연준 금리인하 전후 WI26 업종별 주가 등락률(KOSPI 대비 상대수익률)

구분	'01년 1월 ~ '03년 1월 금리인하 사이클(13회)				'07년 9월 ~ '08년 12월 금리인하 사이클(6회)				'19년 8월 ~ '20년 3월 금리인하 사이클(5회)			
	-3M	-1M	+1M	+3M	-3M	-1M	+1M	+3M	-3M	-1M	+1M	+3M
에너지	0.8	-1.3	-1.6	-0.2	-0.9	1.5	6.7	11.2	-5.0	-0.3	-3.6	-7.3
화학	0.7	0.5	0.1	4.3	-5.0	-4.9	2.0	7.0	-0.1	-1.0	-2.4	-4.2
비철,목재등	1.2	-1.7	2.4	2.6	-9.0	-6.1	4.9	11.8	-2.8	-1.5	-0.9	-4.6
철강	6.2	3.0	-0.1	2.5	-3.8	1.2	0.8	5.2	-8.9	-4.3	-2.0	-3.8
건설,건축관련	4.0	3.0	-0.9	-0.9	-5.3	-2.2	-1.5	6.0	-9.3	-4.6	-2.6	-4.0
기계	-2.0	-2.0	-0.3	0.0	-11.2	-6.1	6.0	15.2	-7.2	-4.8	-3.3	-6.7
조선	6.8	2.0	0.7	5.7	-13.6	-0.7	3.4	20.9	-1.1	2.6	4.2	4.2
상사,자본재	-3.1	-1.9	-1.3	-3.7	-8.1	-1.3	4.0	17.5	-3.2	-0.7	-0.3	-2.4
운송	-4.2	1.2	-3.6	-0.9	-1.6	-0.7	0.0	-4.7	-2.3	2.0	0.4	-1.0
자동차	5.8	1.9	3.3	12.2	8.0	0.4	-14.8	-14.4	-5.5	-5.1	-1.9	-4.1
화장품,의류,완구	-2.5	-2.7	1.0	0.0	1.9	-4.0	5.5	1.7	-5.8	-0.9	-0.6	0.6
호텔,레저서비스	4.0	1.8	5.1	1.6	-9.0	-4.0	5.5	3.9	-7.2	-2.8	-1.6	-1.1
미디어,교육	1.5	1.9	5.1	4.3	-7.1	-4.0	0.6	2.1	-7.3	-3.2	-2.4	-3.2
소매(유통)	3.6	3.0	5.6	16.3	-4.7	-5.3	0.8	0.2	-9.5	-2.8	0.5	-2.7
필수소비재	3.7	0.1	-0.4	4.3	10.1	3.1	3.3	-6.1	-2.2	-0.6	1.4	-3.0
건강관리	-1.3	-2.2	3.4	0.4	-2.2	-2.6	8.6	19.6	-2.0	4.1	-0.1	0.2
은행	4.1	1.4	1.3	0.7	-6.7	-3.4	-6.2	-11.2	-8.5	-3.0	-0.4	-2.3
증권	6.0	7.2	1.0	2.2	5.1	4.7	-1.0	10.1	-4.7	-2.1	-0.2	-4.1
보험	6.8	2.7	1.7	8.2	5.0	-2.5	5.2	-5.5	-13.6	-2.9	-3.9	-4.9
소프트웨어	-6.5	3.4	7.2	1.6	-5.3	-4.5	5.0	16.7	8.0	3.4	1.6	2.3
IT하드웨어	-7.7	-0.9	2.4	-0.7	-6.2	-2.4	5.9	9.1	2.6	-0.9	-0.9	0.7
반도체	-0.1	3.0	1.4	5.0	6.4	5.1	0.5	-0.3	10.5	3.0	1.5	7.1
IT가전	-0.3	3.1	2.9	9.4	6.5	6.6	-4.3	-12.2	4.0	-0.3	-0.5	-0.2
디스플레이	0.2	-0.8	0.4	0.8	-1.6	0.9	0.7	9.3	-6.5	-3.8	-1.4	-1.9
통신서비스	-3.1	-4.0	0.5	-4.5	19.0	3.9	6.7	-1.9	-3.3	-0.7	1.6	-1.1
유틸리티	-2.6	-3.6	-1.9	-4.7	10.1	3.2	3.7	-1.2	-7.2	-2.7	0.5	-1.5

자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

3) 9월 Trump/Harris Showdown 개막의 투자전략 함의 판단

- 미국 대선가도는 9/10일 예정된 트럼프/해리스 간 첫 번째 TV 토론을 시작으로 끝장승부격 본선 경쟁 과정에 진입할 전망
- 피격 사건 이후 트럼프에 크게 쏠렸던 언론과 미디어의 스포트라이트는 대선 후보자 교체와 민주당 전당대회를 거치며 해리스에 집중
- 관련 컨벤션/허니문 효과는 최근 전국 단위 여론조사 결과 해리스의 박빙/역전 우위로 구체화. 8월 국내외 증시 내 트럼프 트레이드의 후퇴와 해리스 트레이드의 약진이 본격화됐던 이유
- 단, 미국 대선 경쟁은 9월 본 게임 돌입과 트럼프 진영의 대대적 반격과 함께 재차 오리무중 국면에 진입할 개연성이 높음. 구시월 정치/정책/지정학적 불확실성 재점화에 따른 국내외 자산시장 부침 및 변동성 확대 가능성을 경계하는 이유

트럼프/해리스 경제 공약 비교

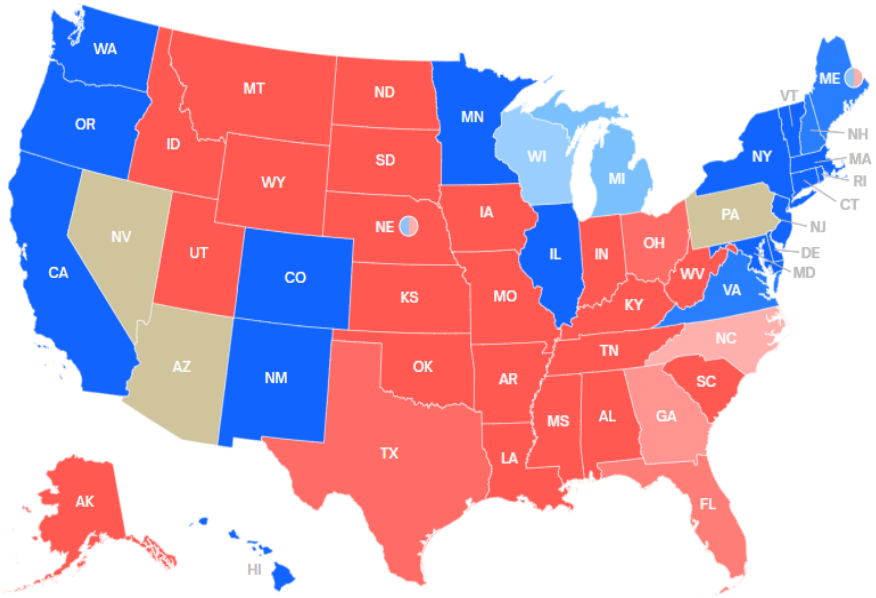
트럼프	구분	해리스
- 감세 & 화석 에너지 및 전통 인프라 관련 재정투자 확대	재정	- 증세(중산층 이하는 감세) & 신재생 에너지 및 미래 기술 인프라 관련 재정투자 확대
- 현 무역 체제는 미국의 무역 적자, 제조업 위축, 일자리 유출을 초래 - 중국 등은 개발도상국에 유연성을 부여하는 WTO 규정을 남용	무역	- 무역 협정은 미국 근로자를 해외 불공정 관행으로부터 보호해야 함 - 부통령이 되기 전 자신은 보호주의적 민주당원이 아니라고 발언
- 보편 관세와 함께 미국산에 대한 고율의 관세를 똑같이 적용할 것	관세	- 광범위한 관세는 인플레이션에 기여한다고 주장하며 반대
- 자동차 배기가스 규제 폐기, IRA 전기차 보조금에 부정적	기후	- 환경 보호를 이유로 트럼프가 협상하고 바이든이 지지한 USMCA 반대
- 무역 재균형을 통해 미국을 제조업 초강대국으로 복귀시킬 것	제조업	- 바이든 행정부를 계승하여 IRA, CHIPS, IIJA를 통한 제조업 투자 확대
- 중국산에 대한 평균 18%의 관세를 3배 이상 인상할 것 - 중국산 철강, 의약품, 전자제품 수입을 단계적으로 중단 - 중국 최혜국 지위 철회, 필수품 수입 중단 관련 4개년 계획 채택	대중국	- 중국으로부터의 분리(decouple)보다는 탈위험(de-risk)을 추구 - 중국은 부당한 수출 보조금 등에 따른 세계 경제 왜곡에 책임이 있음 - 중국 소셜 미디어 앱 틱톡에 대한 국가 안보 우려 제기
- TPP처럼 IPEF(Indo-Pacific Economic Framework) 또한 탈퇴할 것	다자주의	- 바이든 행정부를 계승하여 IPEF를 비롯한 다자 간 협력을 강화

자료: Council on Foreign Relations, 상상인증권 리서치센터

표면적으론 초박빙의 대선가도. 단, 실제로는 트럼프의 상대우위 구도가 지속

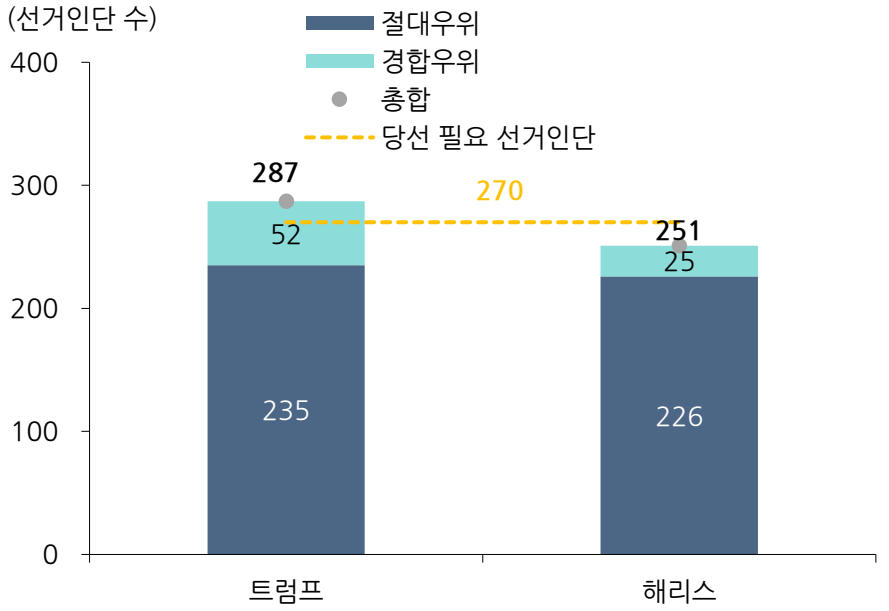
- 8월(5 ~ 26일) 실시된 전국 단위 여론조사로 보면 해리스의 상대우위 구도가 확연(RCP 평균: 해리스 48.3% VS 트럼프 46.6%, Gap +1.7%pt)
- 단, 미국 대통령 선거의 특수성(주 단위 승자독식 방식으로 선거인단 확보)과 최근 주별 여론조사를 종합해 판단할 경우 트럼프의 상대우위 구도는 불변
- 실제, 대선 승리에 필요한 주별 선거인단 수는 총 270명. 8/26일까지의 RCP와 Polymarket 등의 주별 여론조사에 따를 경우, 현재 트럼프는 287명(절대우위 235명 + 경합지역 박빙우위 52명), 해리스는 251명(절대우위 226명 + 경합우위 25명)을 확보한 것으로 평가
- 대선 족집게로 유명한 'The Cook Political Report'는 애리조나와 노스캐롤라이나의 역전 가능성을 근거로 해리스 승리를 예상. 단, 동 지역 내 트럼프 우위가(Polymarket 트럼프-해리스 지지율 격차: 애리조나 +10%pt, 노스캐롤라이나 +20%pt) 여전하다는 점에선 관련 전망을 크게 신뢰하긴 무리

주별 대선 여론조사: 적색 트럼프 & 청색 해리스 우위, 모래색 경합지역



자료: Polymarket(8/26일)

8/26일 주별 여론조사 결과를 반영한 트럼프/해리스 예상 선거인단 수

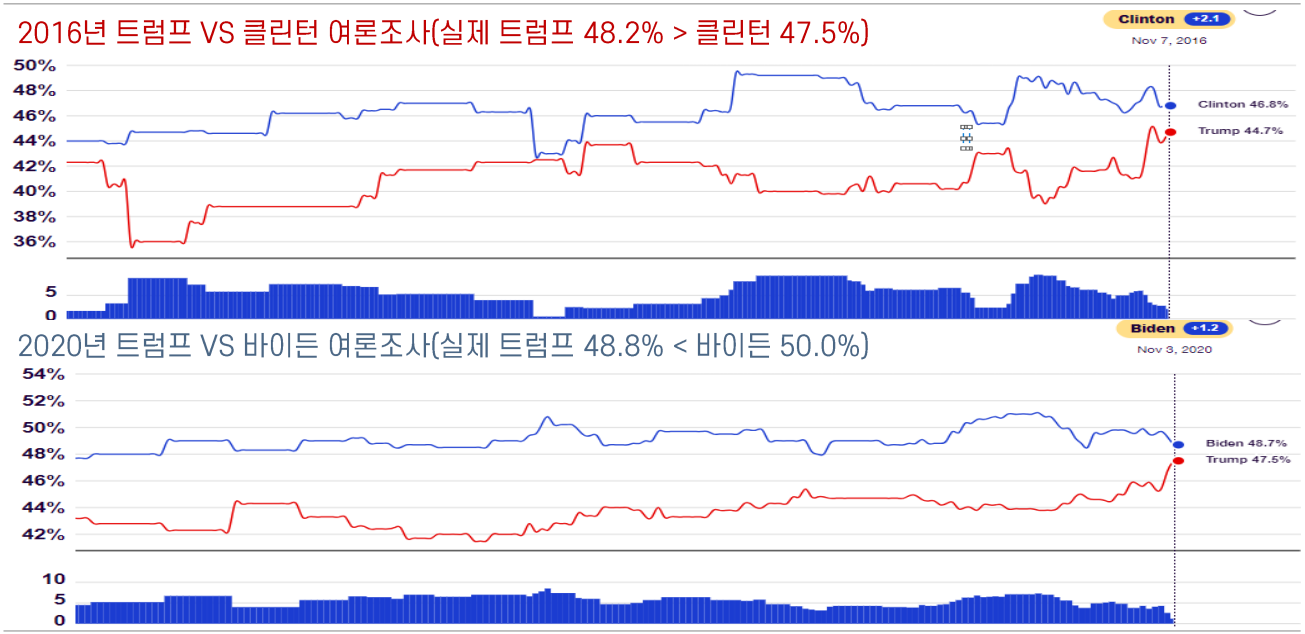


참고: 주별 지지율 Gap 5% 미만 지역을 경합지역으로 분류. 네브라스카와 메인주는 스플릿 보트 규정을 적용
자료: Polymarket(8/26일)

진짜배기 캐스팅보트는 펜실베니아: '24년 트럼프 승리 가능성에 초점

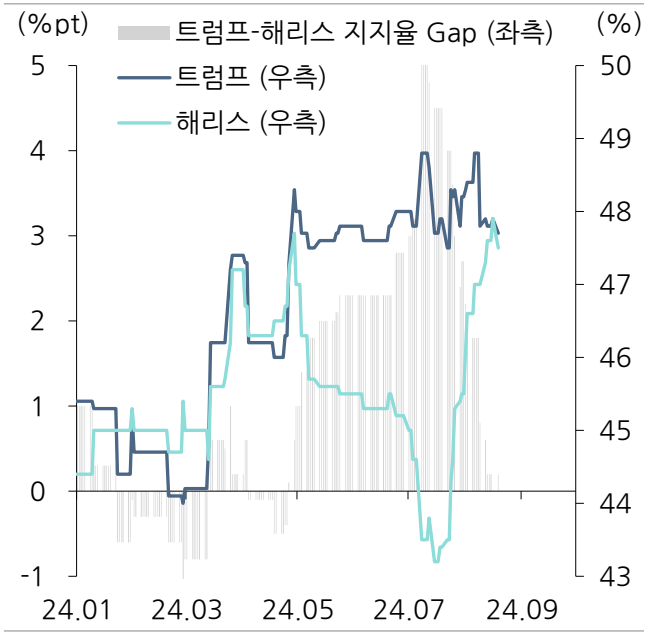
- 펜실베니아(선거인단: 19명), 노스캐롤라이나(16명), 조지아(16명), 미시건(15명), 애리조나(11명), 위스콘신(10명), 네바다(6명) 등의 주요 경합주(Swing State)가 판세를 좌우할 캐스팅보트로 거론되고 있으나, 실제 투자전략 견지에서 주목해야 할 핵심 캐스팅보트는 펜실베니아 단 하나
- 펜실베니아는 주요 경합주 가운데 최대 표밭이자, 그간 펜실베니아 주 승자가 실제 백악관의 주인이 됐던 일관된 경험칙을 확보
- 특히, 과거 펜실베니아 여론조사는 언제나 민주당 후보자 절대우위로 측정됐으나, 실제 주 선거 결과는 초박빙이거나 공화당 승리로 뒤집힌 경우가 빈번
- 8월 말 현재 RCP 펜실베니아 주 여론조사 상으론, 해리스(47.5%) 대비 트럼프(47.7%)의 초박빙 우위가 확인. 단, 주 여론조사에 반영된 민주당 친화적 부풀림 영향을 배제할 경우, 실제 펜실베니아의 승자는 트럼프가 될 공산이 큼. 여전히 '24년 트럼프 대선 승리 가능성에 무게를 두는 이유

2016년과 2020년 대선 당시 펜실베니아주 여론조사 추이



자료: Polymarket(8/26일)

2024년 펜실베니아주 대선 여론조사



자료: RCP(8/26일)

구시월 정치/정책/지정학 리스크 추가 심화에 따른 자산시장 변동성 확대 가능성을 염두

- '21년 주식시장 전망 자료를 통해 바이든 정권 출범이 갖는 경제/증시 함의를 기대감소 시대(The Age of Diminished Expectation, 희망을 잃고 현실을 체념하며 정치인의 그럴싸한 프로파간다를 추종(폴 크루그먼))에서 기대증가 시대(The Age of Increased Expectation)로의 전환이라 규정한 바 있음
- 9월 미국 대선가도 끝장승부 돌입과 트럼프 진영의 대대적 반격과 함께 시장은 다시금 트럼프 대선 승리와 현 기대증가 시대에서 장래 기대감소 시대로의 회귀 우려를 자산시장 가격 변수에 반영해갈 개연성이 높음
- 1) 트럼프 2기 경제 정책으론 경기 사이클 후반부(Late-Cycle) 대응이 녹록치 않을 것이고, 2) 바이든 집권기에 태동한 New Tech 산업(AI, 친환경 밸류체인 등)은 Old Infra(화석 에너지 및 전통 인프라 등) 우선 기조에 밀려 산업 및 주가 측면 내홍이 커질 수 있으며, 3) G2 패권경쟁 및 보호무역주의 재점화는 결국 미국 및 글로벌 매크로 환경에게 외통수로 작용할 것이라는 사전적 경계감이 구시월 국내외 증시의 마찰적 충격으로 반영될 수 있음을 염두

다시 트럼프, 또 다시 기대감소 시대?

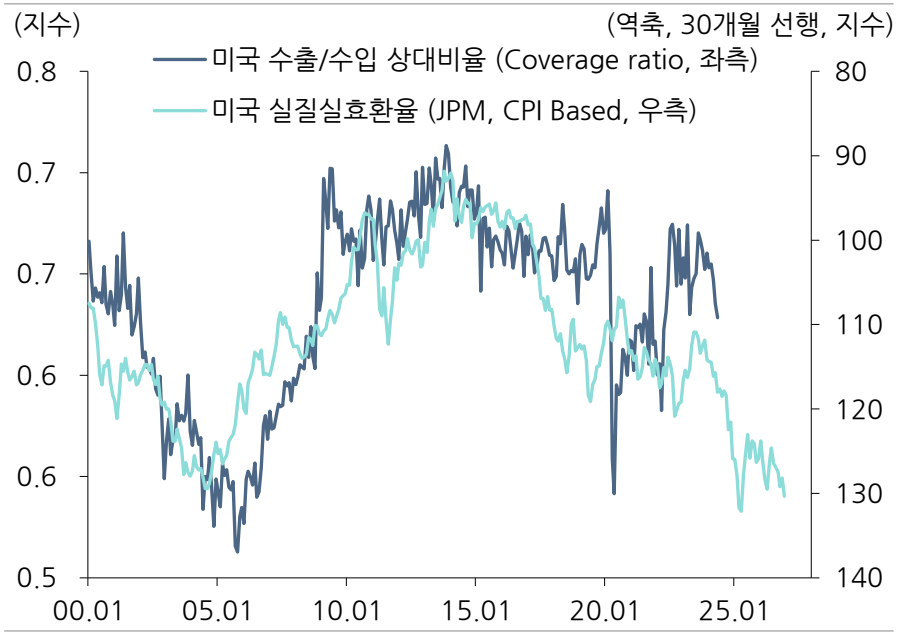
기대감소 시대 (트럼프 1기)	기대증가 시대 (바이든 집권기)	다시 기대감소 시대? (트럼프 2기)
코로나 팬데믹	코로나 리오프닝	-
G2 패권경쟁(외교/안보/무역)	G2 전략경쟁(기술/공급망)	?(G2 패권경쟁 재점화 우려)
통화정책이 경기 불안을 완충 (Monetary Dominance)	재정정책이 경기 회복을 견인 (Fiscal Dominance)	?(재정/통화정책 콜라보 or 재정정책에 종속된 통화정책)
소비가 미덕	투자가 미덕	?(민간은 소비, 정부는 투자가 미덕)
Black(화석/탄소 에너지 중심)	Green(친환경/탈탄소 에너지 중심)	?(Black 회귀 우려)
Deflation → 채권의 시대	Inflation/Reflation → 주식의 시대	?(Disinflation/Deflation → 채권의 시대)
성장주 Sell in Rally(가치주 Buy & Hold)	성장주 Buy & Hold(가치주 Sell in Rally)	?(성장주 Sell in Rally)

자료: '2021년 주식시장 전망과 전략: 기대증가 시대', 2020-10-28, 김용구 재인용
상상인증권 리서치센터

보호무역주의가 미국 제조업 활성화나 일자리 창출의 해법이 되긴 어려울 것

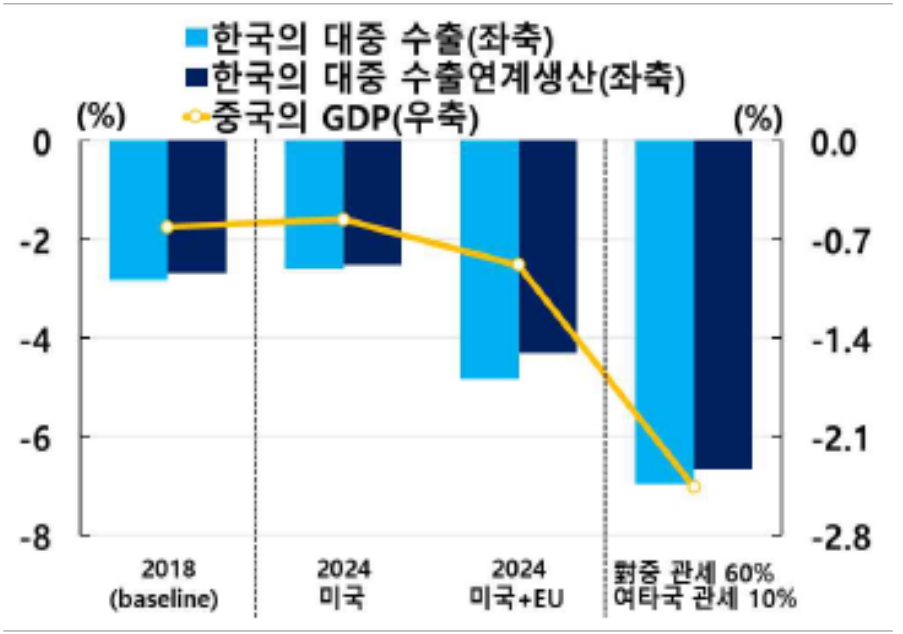
- 미국 보호무역주의는 변수가 아닌 상수. 트럼프는 중국을 Decouple(분리) 대상으로, 해리스는 De-risk(잠재 위험 관리) 대상으로 여기는 약간의 정도 차이가 있을 뿐, 양 정파 모두 미국 우선주의에 기반한 보호무역주의의 골자는 크게 다르지 않은 것으로 평가
- 특히, 트럼프 2기의 급진적/파괴적 보호무역주의의 미국 및 글로벌 경제/증시 영향은 부정론이 절대적으로 우세한 것으로 판단
- 실제, 트럼프 1기 보호무역주의에 근거한 제조업 일자리 증대 효과는 대체로 미약했고 무역적자 역시 되돌리는데 크게 역부족이었음. 또한, 관세부과는 미국 수입 소비재 가격 전반을 높이는 동시에 중간재 수입가격 상승을 경유해 제조업 제조원가 추가 상승으로 반영될 소지가 다분
- 현재 미 달러화 가치가 집권 1기 당시보다 훨씬 더 고평가(미국 수출 가격 경쟁력 약화)된 상황에서 집권 2기 관세부과 파장까지 가세하는 경우라면, 미국 제조업 경쟁력 약화와 일자리 감소가 불가피할 전망. 미국 역시 글로벌 교역환경의 와해적 상황 변화와 관련한 후폭풍에서 자유롭긴 무리

미국 수출/수입 비율과 실질실효환율



자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

미국의 대중국 관세부과의 한국 대중 수출 및 중국 GDP 영향

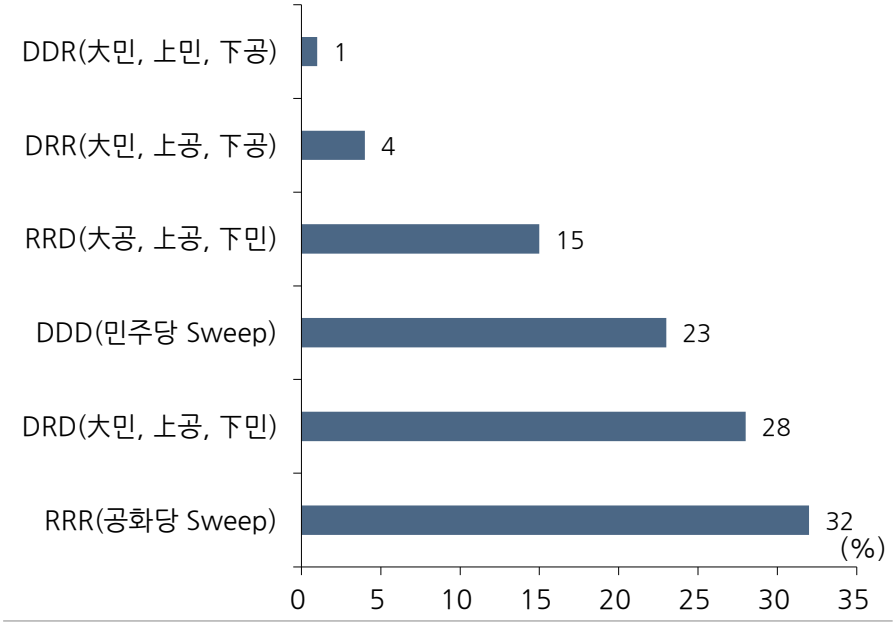


참고: '공급망 연계성을 고려한 대중국 수출 평가와 시사점', 8/26일
자료: 한국은행

재정지출 및 공공부채 증가, 장기채 중심 국채발행 확대는 트럼프/해리스 교집합에 해당

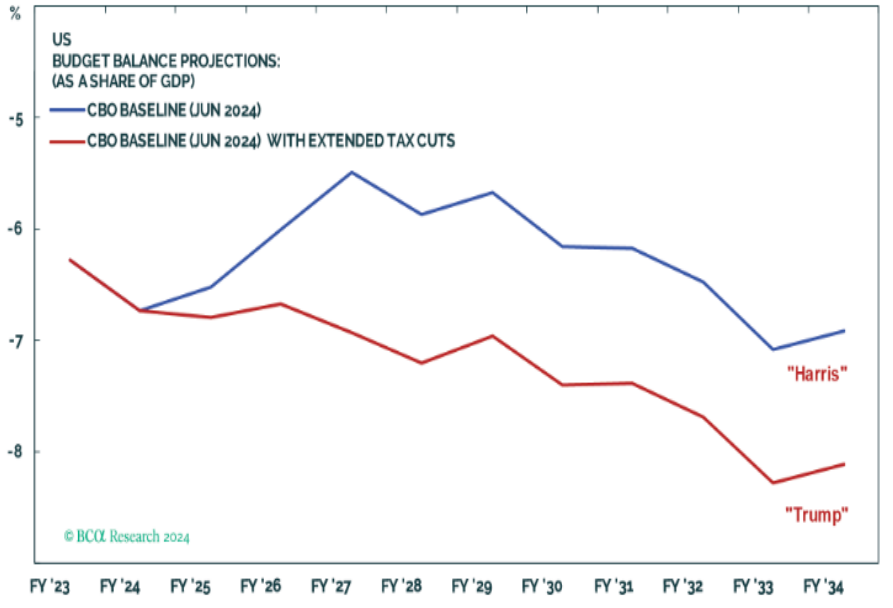
- 공화당의 대통령/상원/하원 세 가지 권력기구 통합(Sweep)이 현재 가장 확률 높은 시나리오이며, 해리스의 대선 승리를 상정하더라도 공화당 우위(상원 과반수 확보)의 의회 권력기구 분점 가능성이 차순위로 높은 경우의 수에 해당(해리스는 대통령이 되더라도 공화당 의회의 도움을 받긴 어려움)
- 민주/공화 그 어느 쪽이 집권하더라도 미국 정부지출은 추세적으로 증가할 공산이 큼(CBO GDP 대비 공공부채 전망: '23년 97.3% → '28년 108.6% → '34년 122.4%). 인구 고령화에 따른 사회보장/공공의료 지출 증가와 양 당 모두 대규모 재정지원이 수반되는 정책 프로젝트가 존재하기 때문
- 전통적으로 민주당은 재정지출 확대에 긍정적, 공화당은 회의적. 단, 공화당 또한 자당 행정부 출범 때는 의회 권력기구가 적극적 재정투자로 지원사격. 집권 2기 트럼프는 재정지출 확대와 함께 '17년 감세 정책 부활에 나설 공산이 큼. 이는 증세와 과세기반 확대를 공약 중인 민주당과 상치되는 대목
- 트럼프/해리스의 매크로 교집합으로서, 재정지출 확대 → 공공부채 증가 → 장기채 중심 국채발행 확대 → 일드커브 Steepening을 주목하는 이유

공화당 Sweep > 권력기구 분점 > 민주당 Sweep 가능성



자료: Polymarket(8/26일), 상상인증권 리서치센터

해리스 집권 경우보다 트럼프 집권 2기에 미국 재정적자 부담이 확대

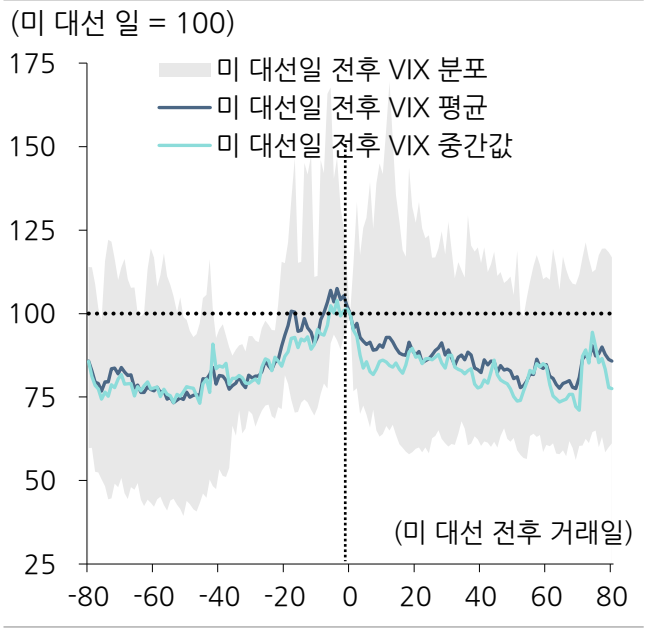


자료: BCA Research(소셜미디어 X)

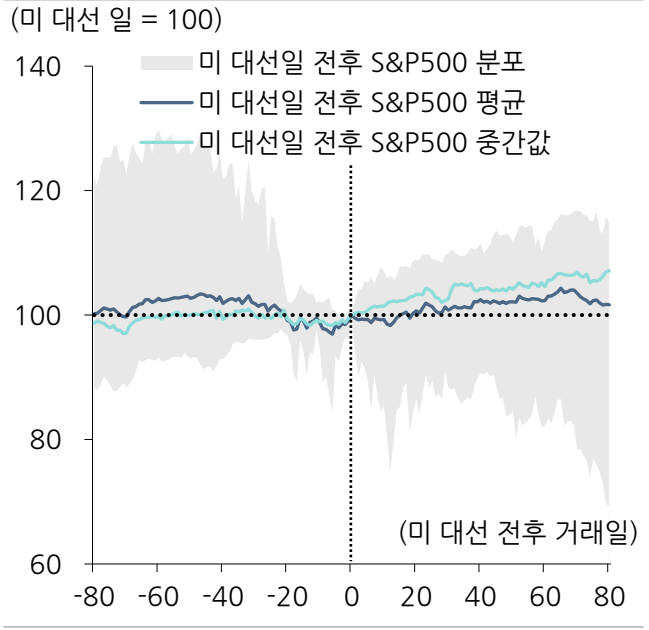
미 대선 50 거래일 전부터 VIX 지수는 상승하고 국내외 증시는 관련 파장을 반영

- 1992년 이후 미 대선 일('24년은 11/5일) 전후 국내외 자산시장 변화를 살펴보면, 1) 선거 50 거래일 이전 시점부터(현재는 9월 과정이 해당) VIX 지수는 상승했고, 2) S&P500과 KOSPI 지수 공히 관련 정치/정책 불확실성을 집중 반영하며 중립 이하 기류로 방향선회
- 9월 트럼프/해리스 대선 경쟁 난타전 속 정치/정책/지정학적 불확실성 추가 심화 가능성은 VIX 지수 추가 상승을 경유해 국내외 증시 부침 및 변동성 확대를 자극할 개연성이 높음
- 9월 연준 최초 금리인하 개시에도 불구하고 국내외 증시 기대 수익률 제약과 정치/지정학 변수 의존적 주가흐름이 불가피하다 보는 이유

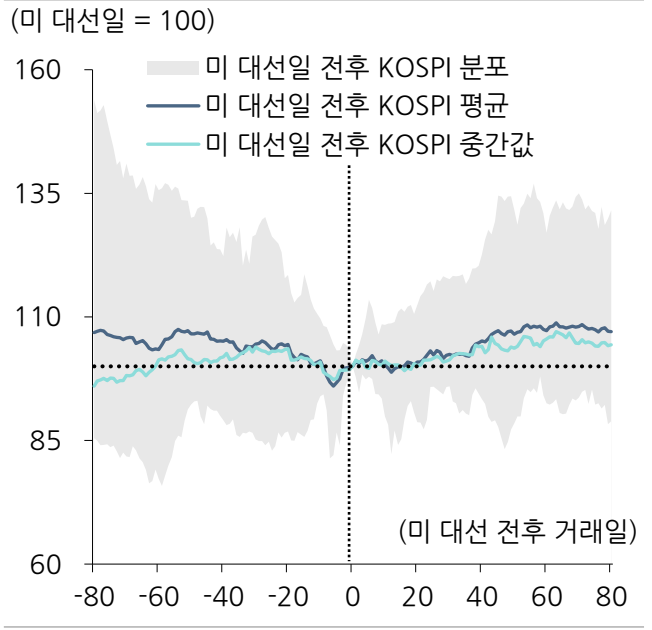
미국 대선 일 전후 VIX 지수 변화 추이('92 ~)



미국 대선 일 전후 S&P500 지수 변화 추이('92 ~)



미국 대선 일 전후 KOSPI 지수 변화 추이('92 ~)

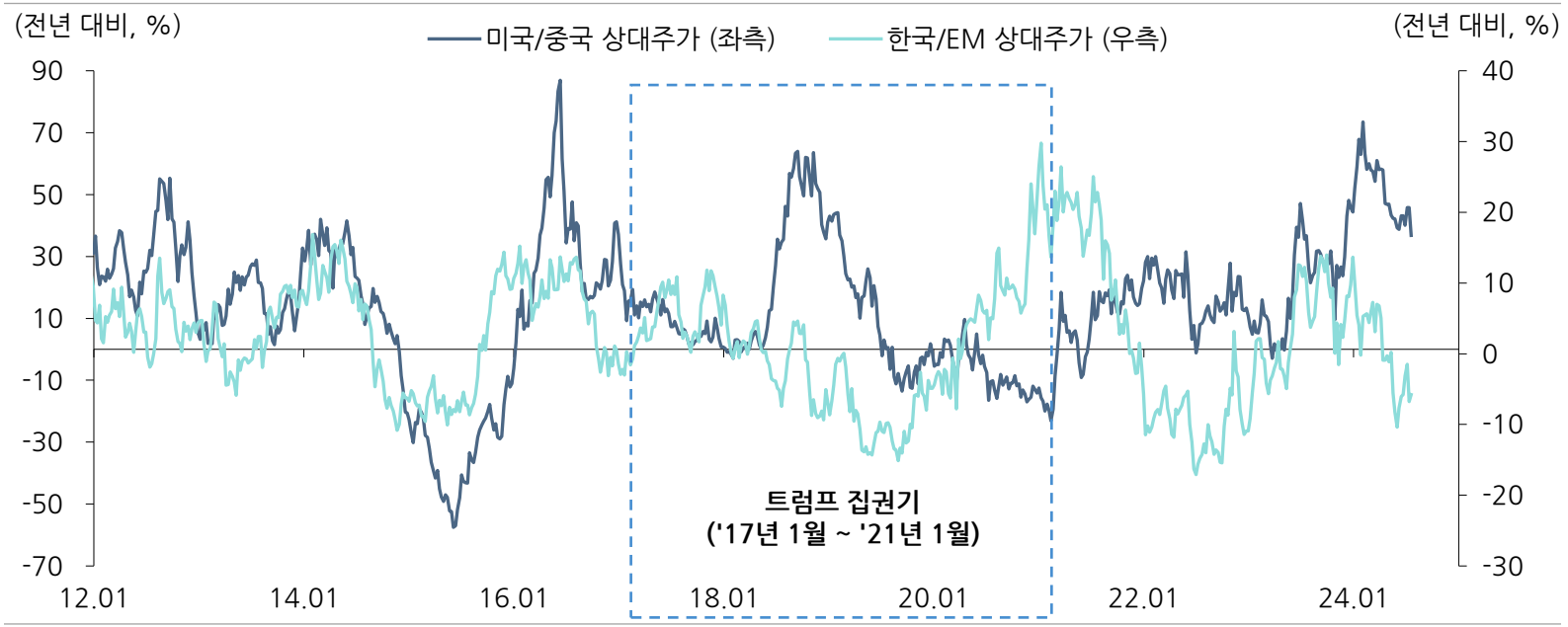


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

트럼프 1.0 Case Study: 기회와 위험이 공존하는 한국 증시

- 한국 경제(수출) 및 증시(실적) 환경은 실제 중국보다 미국 매크로 환경 변화에 민감
- 트럼프 집권 2기 규제 완화가 미국 기업 생산성 향상과 Capex/인프라 투자 촉진을 자극하고, 감세 정책이 기업 마진 환경 개선을 통해 주가 상승에 이바지하는 경우라면 한국 증시 역시 미국과 함께 동반 순항에 나설 공산이 큼
- 단, '18~'19년 미중 무역전쟁 발발과 같은 막무가내식 보호무역주의로 치닫는 경우라면, 국내증시 또한 속수무책격 내홍에 휩싸일 개연성이 높음
- 트럼프 2.0 핵심 수혜 가능 산업/테마에 해당하는, 1) 화석 에너지 E&P(Exploration & Production, 탐사/개발)와 EPC(Engineering, Procurement, Construction, 관련 인프라 설계/조달/시공), 2) 교통/운송 등 전통 인프라, 3) 방위산업, 4) 원자력 발전 밸류체인 대표주엔 긍정적 주가 영향이 기대되나, 5) 바이든 집권기 대표 수혜주에 준하는 친환경 밸류체인 및 ESG 관련주엔 상당한 주가 타격이 불가피

트럼프 1.0 Case Study: 미국/중국 및 한국/EM 상대주가

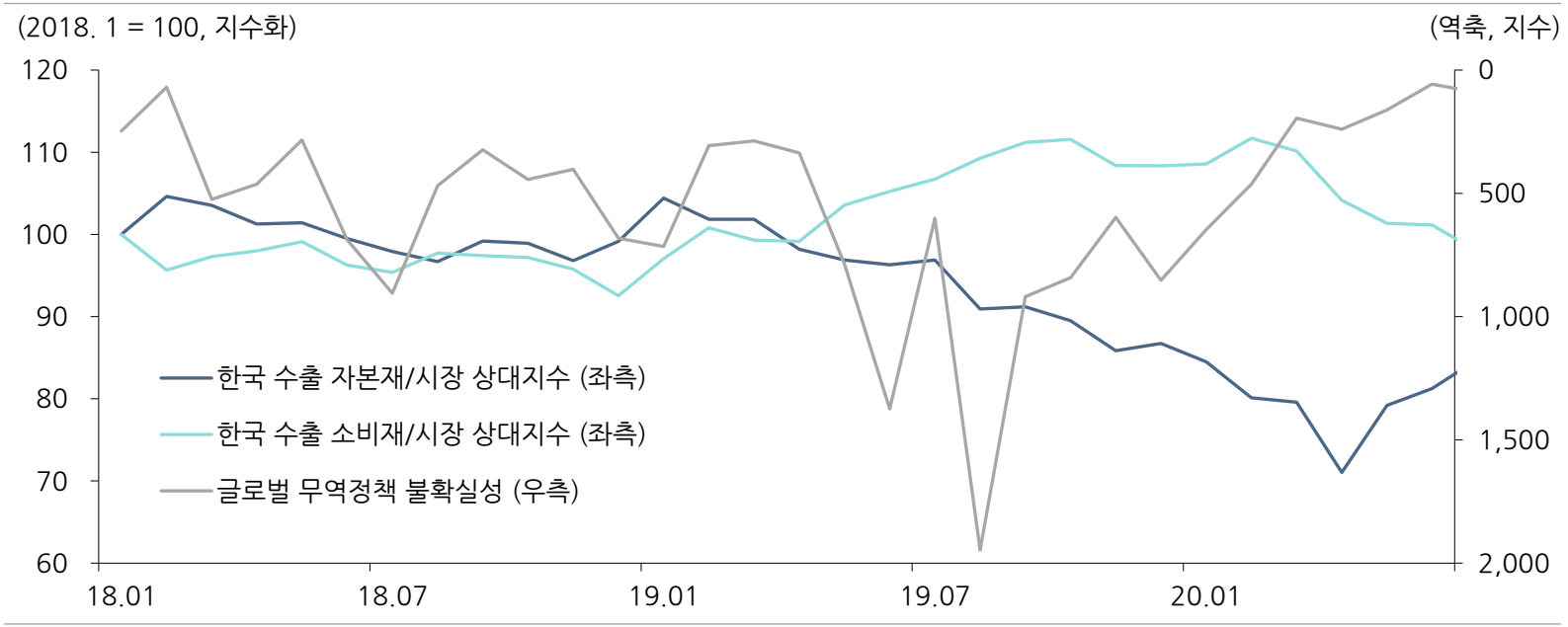


자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

트럼프 1.0 Case Study: 수출 소비재(IT/자동차) 선전, 수출 자본재(씨클리컬) 부진

- 트럼프 집권 1기 보호무역주의 격화의 국내증시 포트폴리오 영향은, 미국 또는 주요 선진국 소비시장에 안착한 수출 소비재(IT/자동차 등) 선전과 중국/신흥국 생산기지를 경유하는 수출 자본재(소재/산업재, 씨클리컬) 부진으로 크게 엇갈렸음
- 현 트럼프 2기 정책 방향과 지난 집권 1기 당시의 학습효과에 따를 경우, 현 기대증가 시대에서 장래 기대감소 시대로의 증시 내러티브 변화 관련 포트폴리오 전략 안전지대는 중국 경기/정책 민감 China Macro Play(씨클리컬 등 수출 자본재)가 아닌 미국 경기/정책 민감 US Macro Paly(IT/자동차/바이오/미디어/SW 등 수출 소비재)가 될 개연성이 높음
- 결국, 투자전략 견지에선 트럼프의 '24년 대선 승리를 Base Case로 설정하는 것이 유리. 해리스 승리(Best Case) 대비 조금은 덜 먹더라도, 어떠한 경우에도 크게 다치지 않는 가장 안전한 선택지이기 때문

트럼프 1.0 Case Study: 미국 소비시장 안착 한국 수출 소비재(IT/자동차)는 선전, 중국 경유 한국 수출 자본재(소재/산업재)는 부진



참고: 시장 및 섹터 분류는 MSCI Korea 지수에 의거. 수출 자본재는 소재/산업재, 수출 소비재는 IT/경기소비재(자동차)
자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

PART 02

포트폴리오/주도주 전략

1) PTSD 극복기: 일드커브 Bull-Steepening Winner 대안 압축대응

- '24년 하반기 투자전략의 중추이자 금리/실적/정치 리스크 삼중 헤지대안으로 시장금리 Bull-Steepening 전환 과정 Winner를 제시 및 강조
- 첫째, 종전 Bear-Steepening에서 Bull-Steepening으로의 시장금리 환경 성격 변화 과정에선 전통적 성장/가치주 스타일 이분법의 실효성은 미미 → 시장금리 환경 Bull-Steepening 국면 전환 당시 Winner 업종/종목 옥석 가리기에 초점
- 둘째, 잠복 경기/정책/정치 불확실성에 맞서는 시장 안전지대는 실적 모멘텀 → 실적 가시성/모멘텀에 의거한 소거법으로 투자대안을 추가 압축
- 셋째, 하반기 미국 CPI% - PPI% Gap, 한국 수출물가% - 수입물가% Gap의 가격 전가력 약화를 예상. 매출원가(고물가/고금리) 상승 리스크 헤지를 위해선 매출 이상의 영업이익 또는 순현금 증가가 필요 → 매출액(SPS) < 순이익(EPS) or 순현금흐름(CPS) 증가율 관점에서 투자대안을 최종 선별

포트폴리오 전략 초점: 1) 금리 Bull-Steepening 국면 Winner, 2) 실적 가시성/모멘텀 확보, 3) SPS% < EPS% or CPS%

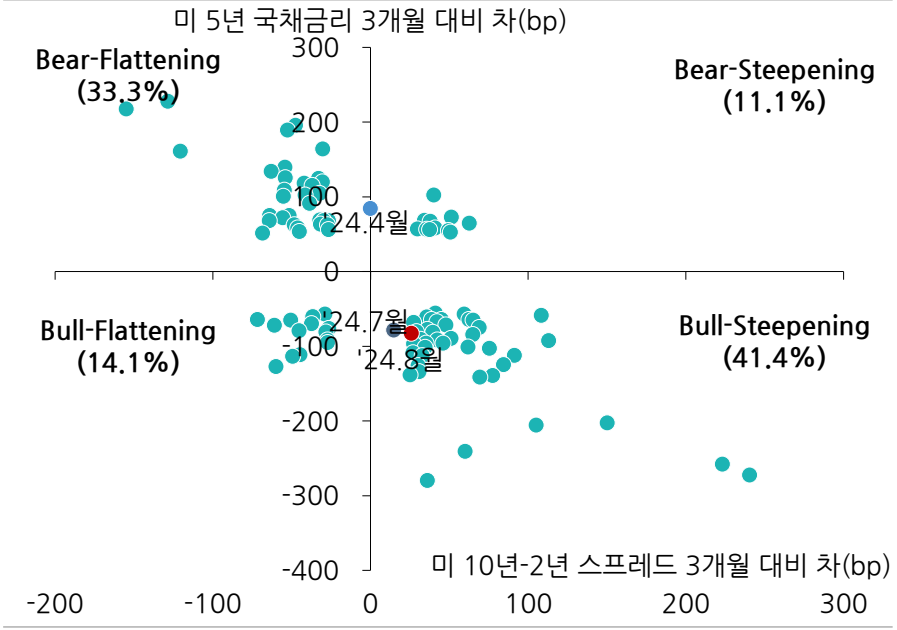
구분	포트폴리오 전략 시사점	포트폴리오 대응 전략
1) 연준 및 시장금리 Higher for Longer	1) 연준/금리 Higher for Longer 국면에선 시장(Macro, 베타)보단 종목(Micro, 알파) 대응이 우선 2) Bear-Steepening에서 Bull-Steepening으로의 변화 과정에선 성장/가치주 스타일 이분법 실효성은 미미	Bull-Steepening 국면 Winner 업종/종목 옥석 가리기에 초점
2) 경기/정책/정치 불확실성 헤지	1) 국내외 잠복 경기/정책/정치 불확실성은 현 실적 전망의 가시성(Reality)을 제한 2) 실적 불확실성이 커지는 만큼 실적 모멘텀의 전술적 유용성은 배가(실적만 보고 간다!)	실적 가시성/모멘텀 관련 소거법으로 전략 대안을 추가 압축
3) 가격 전가력 확보	1) 고물가/고금리 누적효과가 수요회복 속도 이상으로 반영될 경우 가격 전가력은 음(-) 전환이 불가피 2) 강달러와 고물가의 결합은 수출물가(판가) 상승률 이상의 수입물가(원가) 상승으로 반영될 소지 3) 원가(고물가/고금리) 상승 리스크 헤지를 위해선 매출 이상의 영업이익 또는 순현금흐름 증가가 요구	매출액(SPS) 증가율 < 순이익(EPS) 증가율 or 순현금흐름(CPS) 증가율 관점에서 업종/종목 대안을 선별

자료: '2024년 하반기 주식시장 전망과 전략: 럭키비키', 2024-5-10, 김용구 재인용, 상상인증권 리서치센터

연준 금리인하와 트럼프 2.0의 교집합격 상황 변화는 일드커브 Bull-Steepening

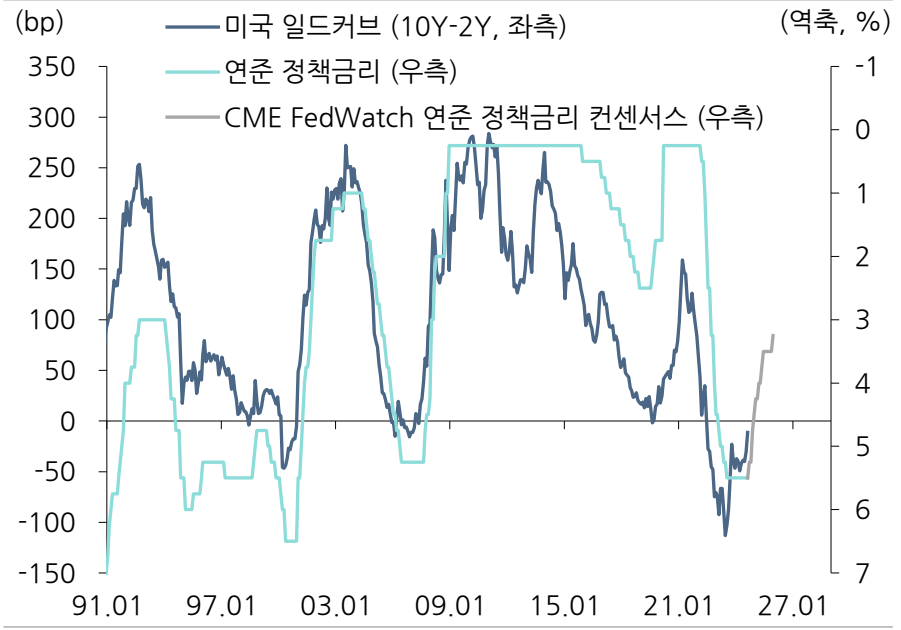
- 상반기까지의 Bear-Steepening 금리 환경은 하반기 연준 금리인하 기대와 트럼프 2.0 현실화 우려를 복합 반영하며 Bull-Steepening으로 변모
- 연준 통화정책 초점은 그간의 금리인상을 통한 물가 통제력 확보 우선에서, 이제 금리인하를 통한 잠복 경기/금융 리스크 대응 우선 쪽으로 옮겨갈 전망. 연준 금리인하 사이클 본격화는 시장금리 환경/성격 Bull-Steepening 전환을 가속화시키는 정촉매에 해당
- 트럼프 집권 2기 정부지출 확대와 감세 간 상반된 결합은 장기물 중심 국채발행 확대를 자극할 공산이 큼. 해리스가 이긴다 하더라도 재정지출 확대와 장기채 중심 발행 확대 기조는 크게 달라지지 않을 것. 정치 및 재정정책 환경 변화 또한 일드커브 Steepening 전환의 추동력 강화 요인에 해당
- 기대감소 시대 및 Bad is Bad로의 증시 주도 내러티브 변화 우려에 맞서는 국내외 증시 전략대안으로서 Bull-Steepening Winner를 주목하는 이유

금리 환경 4분면: X축은 10년-2년 금리차, Y축은 5년물 레벨 변화로 규정



참고: '77년 이후 월 단위 사례 분석의 결과. 5년 국채금리 50bp 이내 등락과 10년-2년 금리차 25bp 이내 등락 사례는 제외. 자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

연준 정책금리와 미국 장단기 금리 스프레드(10년-2년 금리차, 일드커브)

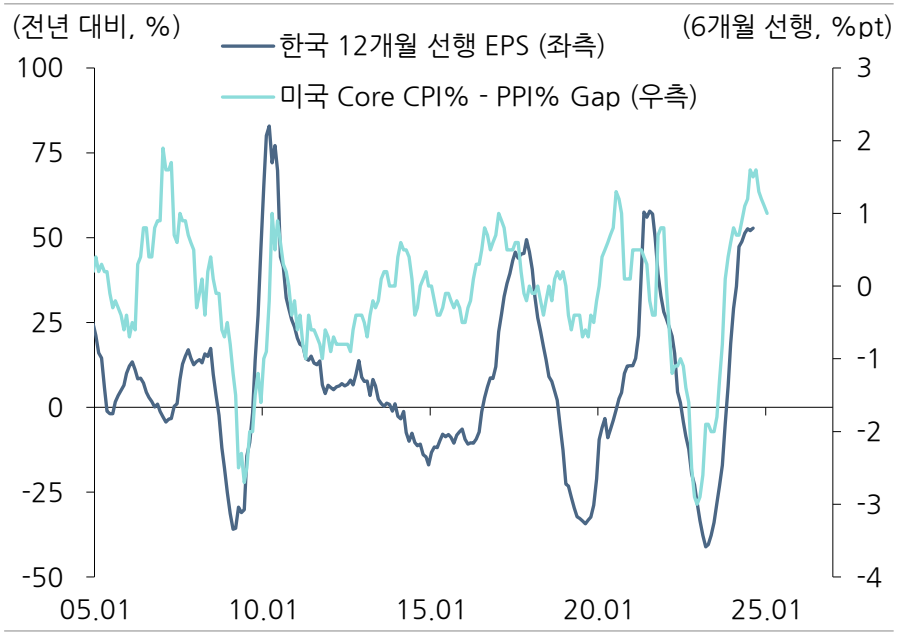


참고: 9월 이후 연준 정책금리 경로는 CME FedWatch 컨센서스를 준용
자료: LSEG Workspace, CME FedWatch, 상상인증권 리서치센터

대내외 가격 전가력 약화에 따른 실적 불확실성 재점화 가능성을 추가 헤지

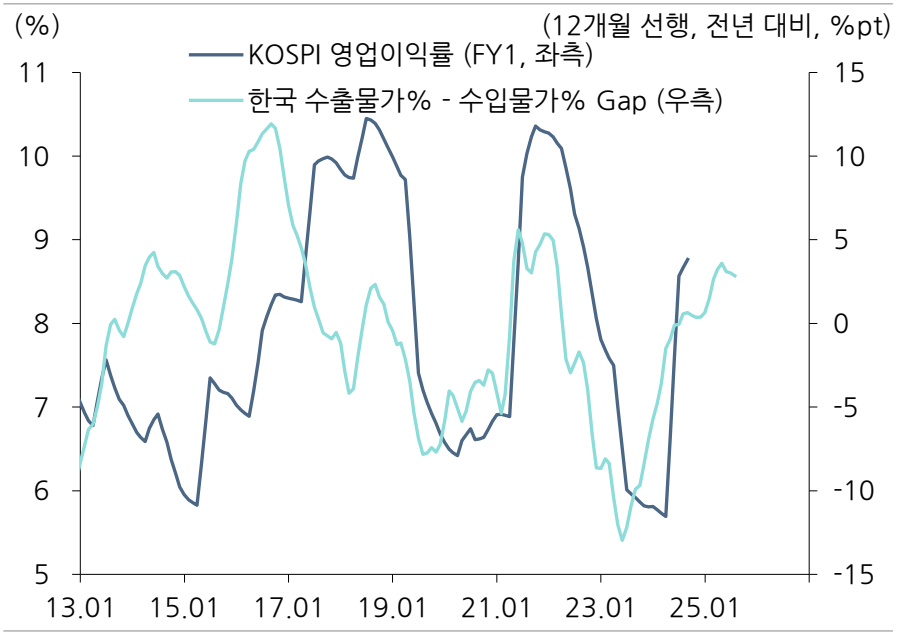
- 국내외 증시/기업 가격 전가력 판단(글로벌 및 한국 증시 실적 모멘텀 변화에 6개월 가량 선행)의 핵심 잣대이자, 글로벌 Good 또는 Bad Disinflation 전개 여부를 진단하는 중요 가늠자 중 하나는 미국 Headline/Core CPI - PPI YoY% Gap
- '23년 4월 최초 양(+) 전환 이후 상승세가 지속됐던 CPI% - PPI% Gap은 '24년 3월 정점통과 이래 하락 추세로 전환(7월 현재 +1.0%pt). 매출원가(PPI%가 Proxy) 대비 판매단가(CPI%가 Proxy) 하락 속도가 훨씬 빠른 환경에선 기업 가격 전가력 약화와 실적 불확실성 재점화는 불가피
- 한국 경제/증시 특화 가격 전가력 판단(KOSPI FY1 영업이익률에 9~12개월 가량 선행) 잣대는 한국 수출물가 - 수입물가 YoY% Gap
- 한국 수출물가% - 수입물가% Gap 또한 '24년 4월부 피크아웃 전환하며, 한국 수출(순상품) 교역조건 악화, 대내외 가격 전가력 위축, 국내증시 주요기업 영업이익률 하락의 연쇄화 가능성을 시사

한국 12개월 선행 EPS와 미국 Core CPI% - PPI% Gap



자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

KOSPI 영업이익률과 한국 수출물가% - 수입물가% Gap



자료: LSEG Workspace, Dataguide, 상상인증권 리서치센터

① 미국 Bull-Steepening 금리 환경 당시 한국 Winner 업종 판단

- 2000년 이후 미국 시장금리(또는 일드커브) 환경 Bull-Steepening 전환 당시 KOSPI 대비 초과성과 확보가 가능했던 업종대안은, 화학, IT가전, 소프트웨어, 운송, 디스플레이, 건설, 반도체, 필수소비재, 건강관리, 자동차, 은행, 증권, 보험, 조선, 기계

2000년 이후 미국 금리 환경 성격 변화 과정(Bear-Steepening에서 Bull-Steepening으로)에서의 한국 주요 업종별 KOSPI 대비 초과성과

구분	Bear- Steepening 전 기간 평균 (%)		직전 Bear → Bull-Steepening 전환기 평균 (%)		Bull-Steepening 전 기간 평균 (%)	
	상대 수익률	Hit ratio	상대 수익률	Hit ratio	상대 수익률	Hit ratio
철강	0.3	54.1	-0.1	30	-0.1	41.7
화학	0.1	43.2	0.7	50	**0.7**	**48.3**
미디어,교육	-0.7	43.2	-1.7	30	-0.9	40.0
IT가전	-0.1	41.9	0.9	50	**1.1**	**48.3**
소프트웨어	-0.8	44.6	-0.3	60	**0.6**	**55.0**
에너지	0.2	41.9	-1.2	40	0.0	48.3
호텔,레저서비스	0.7	44.6	0.3	30	-1.0	43.3
운송	0.3	41.9	1.7	50	**0.6**	**45.0**
소매(유통)	0.0	45.9	1.5	40	-0.5	41.7
디스플레이	-0.4	44.6	0.6	40	**0.4**	**53.3**
IT하드웨어	-0.6	40.5	-2.0	50	-1.5	41.7
건설,건축관련	0.0	45.9	-0.1	50	**0.2**	**48.3**
비철,목재등	-0.4	45.9	0.3	50	-0.1	45.0
화장품,의류,완구	-0.9	40.5	-1.1	30	-0.3	41.7
통신서비스	-0.6	48.6	-1.9	30	-0.4	43.3
반도체	0.6	51.4	0.3	50	**0.7**	**53.3**
필수소비재	-0.9	48.6	0.4	60	**0.5**	**51.7**
건강관리	-0.9	36.5	2.1	60	**1.6**	**58.3**
자동차	1.2	54.1	-2.0	20	**0.1**	**45.0**
유틸리티	-0.1	47.3	-3.1	20	-1.6	43.3
상사,자본재	-0.2	44.6	0.9	70	-0.4	51.7
증권	0.0	41.9	-3.6	20	**0.5**	**48.3**
은행	1.3	60.8	-1.3	40	**1.1**	**41.7**
보험	1.0	58.1	-2.4	30	**0.9**	**51.7**
기계	-0.3	44.6	-0.1	40	**0.1**	**55.0**
조선	0.5	45.9	2.4	60	**0.9**	**51.7**

참고: 8/27일 종가 기준, 업종 구분은 WI26 분류에 의거, 상대 수익률은 KOSPI 대비. 음영은 Bull-Steepening 전환 당시 Winner
자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

금융, 바이오, 자동차, SW, 조선, 기계 대표주 압축대응에 초점

- 1) Bull-Steepening 시장금리 환경 당시 KOSPI 대비 초과성과 확보가 가능했던 업종 가운데, 2) '24년 및 3Q 실적 모멘텀(영업이익 전년 대비 증가율과 추정치 1개월 변화율)과, 3) 가격 전가력(SPS% < EPS% or CPS%)을 겸비한 업종대안을 선별
- 금융(밸류업 Play), 바이오, 자동차, SW(게임), 조선, 기계가 구시월 국내외 증시 PTSD에 맞서는 포트폴리오 전략 안전지대에 해당

Bull-Steepening Winner: 금리/정치/실적 리스크 삼중 헤지 업종대안 판단

구분	YTD 상대 수익률 (%)	'24년 3Q 영업이익 (%)		'24년 영업이익 (%)		가격 전가력 (전년 대비, %)		
		전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	SPS	EPS	CPS
철강	-31.4	-49.9	-6.1	-39.6	-5.9	35.3	25.2	46.6
화학	-31.3	-9.3	-8.2	4.3	-4.6	21.8	27.3	39.5
미디어,교육	-27.0	-12.5	-9.1	52.7	-12.5	75.4	흑전	88.4
IT가전	-26.9	-16.5	-16.4	-2.9	-9.6	16.9	16.1	39.4
소프트웨어	-18.7	18.6	3.2	29.9	3.7	189.2	1,013.8	342.8
에너지	-14.4	-41.8	-6.9	1.6	-5.7	23.4	-15.6	-20.0
호텔,레저서비스	-12.6	-18.8	-0.9	-5.3	-4.0	3.9	8.3	-1.4
운송	-5.0	39.1	5.6	35.0	4.2	-3.5	4.9	-8.1
소매(유통)	-8.3	28.4	-2.9	24.5	-2.7	105.7	591.5	113.7
디스플레이	-12.5	흑전	-9.3	흑전	2.9	13.6	적지	131.4
IT하드웨어	-12.5	22.1	-8.3	60.5	-7.8	116.8	745.3	197.8
건설,건축관련	-3.8	-34.1	-3.4	-18.0	-3.9	9.6	204.6	172.4
비철,목재등	-2.0	-12.2	2.8	-19.6	3.5	42.6	313.2	36.1
화장품,의류,완구	-6.6	-8.5	-5.7	-12.6	-4.2	203.8	513.3	326.9
통신서비스	8.7	12.9	5.5	4.4	0.3	11.0	21.1	10.0
반도체	0.1	4,243.1	3.3	흑전	2.5	49.2	1,243.4	176.4
필수소비재	6.4	-15.0	7.0	-10.9	0.1	38.4	113.3	54.3
건강관리	11.7	36.0	-3.8	95.5	-3.4	97.3	1,958.7	481.0
자동차	2.5	2.3	1.6	0.2	0.6	30.0	72.9	167.6
유틸리티	23.7	62.5	-3.4	흑전	2.4	2.7	흑전	178.3
상사,자본재	11.1	-4.5	-2.9	10.8	-4.1	15.1	54.3	21.9
증권	32.1	-12.3	3.3	3.1	3.3	-39.0	102.7	-
은행	36.9	6.6	0.4	11.6	-0.5	-48.7	16.1	흑전
보험	32.7	17.1	0.7	14.7	4.3	334.3	23.5	-
기계	19.4	3.9	4.5	0.3	2.4	13.8	55.3	34.6
조선	31.5	257.5	2.0	565.6	1.8	8.2	811.3	흑전

참고: 8/27일 종가 기준, 업종 구분은 WI26 분류에 의거, 상대 수익률은 KOSPI 대비. 음영은 Bull-Steepening 전환 당시 Winner, 민트색 표기는 실적 모멘텀을 겸비한 최종 선별 업종
자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

② 금리/실적/가격 전가력 관련 리스크 삼중 헤지 종목대안 판단

- 1) 시장금리 Bull-Steepening 변화 당시 KOSPI 대비 초과성과 확보가 가능했던 종목대안 가운데, 2) '24년 3Q 및 연간 실적 모멘텀(영업이익 전년 대비 증가율과 추정치 1개월 변화율)과, 3) 가격 전가력(SPS% < EPS% or CPS%)을 겸비한 종목대안으로 관련 아이디어를 확장

금리/실적/가격 전가력 리스크 삼중 헤지 종목대안: 1) Bull-Steepening 국면 Winner, 2) 실적 모멘텀, 3) SPS% < EPS% or CPS%

종목명	YTD 상대 수익률 (%)	Bull-Steepening		'24년 3Q 영업이익(%)		'24년 영업이익(%)		가격전가력 (전년 대비, %)			12개월 선행 Valuation	
		평균 수익률	Hit ratio	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	SPS	EPS	CPS	P/E (배)	P/B (배)
HK이노엔	-12.2	3.2	64.7	5.9	8.7	0.8	6.9	1.4	4.3	26.1	7.9	0.8
하이트진로	-11.8	0.9	66.7	26.8	0.9	50.9	1.0	10.6	53.2	30.8	14.0	0.9
삼성전자	-6.9	1.0	50.0	37.2	2.7	70.2	7.1	4.2	209.4	56.0	13.3	1.3
휴메딕스	-4.7	1.1	50.0	461.3	3.1	590.1	3.2	21.5	177.7	86.0	10.6	1.2
코미코	-2.8	0.9	50.0	21.5	1.8	35.3	2.7	14.4	60.5	64.0	8.5	1.4
LX인터내셔널	2.4	2.5	52.9	221.9	21.9	312.7	18.4	39.1	96.2	113.9	8.2	2.0
SK바이오팜	5.5	1.2	54.8	103.2	3.9	13.4	6.8	10.3	180.3	42.3	3.7	0.4
녹십자웰빙	7.5	4.9	62.5	흑전	14.9	흑전	37.6	47.4	흑전	흑전	65.9	18.2
한국콜마	13.9	3.2	60.0	28.2	7.1	54.9	7.3	14.7	57.1	흑전	13.3	1.4
더블유게임즈	21.2	1.6	55.0	72.1	10.0	55.2	7.0	11.4	1,560.8	89.5	13.7	1.9
KCC	23.3	2.9	58.8	17.3	3.1	20.9	2.5	13.3	21.6	155.0	5.9	0.9
케이씨텍	28.8	1.5	54.8	55.1	5.8	60.4	4.7	9.9	202.7	17.6	4.9	0.4
HD현대중공업	39.4	1.8	52.9	6.8	22.8	44.7	1.7	27.0	45.7	132.7	13.7	1.4
파마리서치	46.5	5.2	50.0	1324.9	2.0	262.8	2.6	20.1	1,777.7	326.2	23.6	2.7
넥슨게임즈	55.5	6.0	58.8	20.7	6.0	34.2	6.5	26.7	28.2	72.8	15.7	3.0
씨앤씨인터내셔널	58.3	3.5	52.9	635.3	95.6	811.1	50.3	69.8	597.1	155.9	14.9	3.7
크래프톤	59.8	2.9	50.0	103.4	3.8	57.6	1.4	50.2	58.2	155.0	17.3	3.8
티앤엘	78.7	2.6	66.7	27.1	22.0	42.1	20.4	40.5	73.3	70.7	16.3	2.2
토니모리	80.1	2.8	50.0	77.3	23.6	72.3	11.4	45.5	70.5	53.8	10.8	2.8
LS ELECTRIC	108.1	1.3	58.8	124.3	2.8	107.4	5.8	32.9	329.2	99.1	9.8	1.8

참고: 8/27일 종가 기준, 상대 수익률은 KOSPI 대비. 자료: REFINITIV, Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

2) PTSD 극복기: 밸류업 Play로 안전마진을 확보

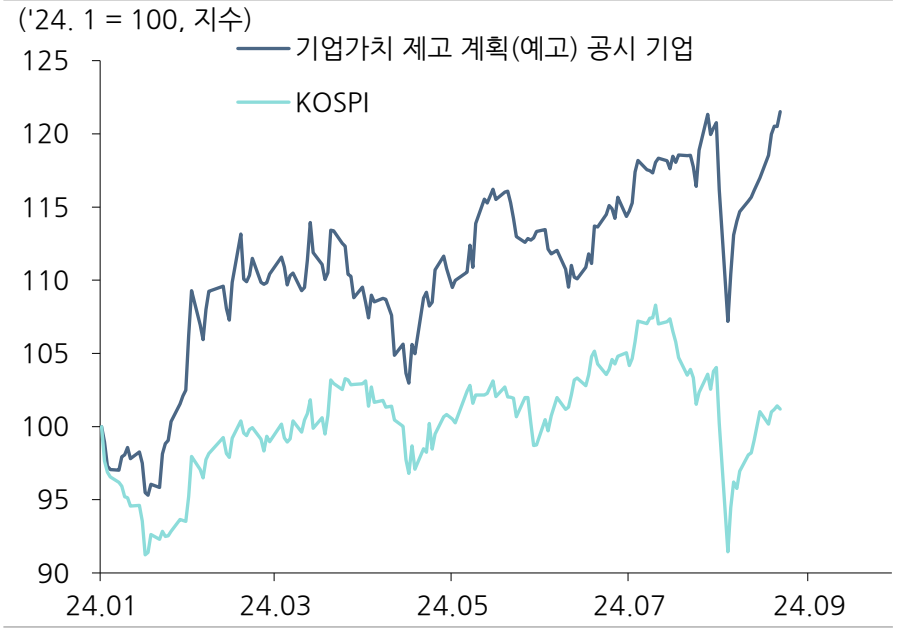
- 9월 중 'KRX 코리아 밸류업 지수'가 발표될 예정. ETF를 위시한 관련 연계 상품은 해당 지수 발표 2~3개월 뒤인 올 4분기 중 출시될 전망
- 구시월 국내외 증시 부침을 연말 밸류업 Play 구체화 및 주요 수익자 기관 집행 러시를 고려한 사전포석과 안전마진 확보의 기회로 활용할 필요
- 밸류업 프로그램 관련 실효성 논쟁과 관련 세제 개편/지원안의 국회 통과 여부에 대한 모호성이 크나, 정부 정책 변화에 절대적으로 민감한 대형 금융주와 30대 대기업 집단 소속사들은 보다 적극적인 주주정책 변화 로드맵 제시를 통해 정부 정책 변화에 화답하며 시장의 이목을 집중시킬 공산이 큼
- 특히, 1) 밸류업 지수 업종별 쿼터제 도입과, 2) 밸류업 우수기업 지수와 유망기업 지수로의 이분화 가능성 등을 고려할 경우, 대형 금융주 일방에만 집중됐던 시장 투자가측 이목은 인덱스 편입 가능 비금융주와 중소형 유망기업 등으로 확산될 개연성이 높은 것으로 판단

KRX 코리아 밸류업 지수 개요

구분	내용
명칭	KRX 코리아 밸류업 지수
발표 시점	2024년 9월
지수 구성 방법론	수익성: 당기순이익, 영업현금흐름
	자본효율성: PBR, ROE
	주주환원: 배당수익률, 배당성향, 자사주 소각
연계 상품 출시 시점	2024년 4분기

자료: KRX, 상상인증권 리서치센터

기업가치 제고 계획(예고) 공시 18개 기업 평균 주가와 KOSPI



참고: 8월 말 현재 기업가치 제고 계획(예고) 공시 기업은 우리금융지주, 메리츠금융지주, 키움증권, 미래에셋증권, LG전자, DB하이텍 등 18개
자료: KRX, 상상인증권 리서치센터

① 9월 KRX 코리아 밸류업 지수 편입 예상 대형 금융주 압축대응

- 9월 발표될 KRX 코리아 밸류업 지수의 근간은 대형 금융주가 구성할 개연성이 높은 것으로 판단
- 이에, 시가총액 1조 원 이상의 실적 모멘텀과 경영/재무 안정성을 겸비한 대형 금융주 가운데, 실제 주주친화적 재무정책 실시 여부와 추가 개선 의지(시장 및 업종 평균 배당수익률 이상 또는 자사주 소각 여부 등)를 복합 고려해 실제 지수 편입 가능 대형 금융주를 선별

9월 KRX 코리아 밸류업 지수 편입 예상 대형 금융주

종목명	시가총액 (조원)	YTD 상대 수익률 (%)	12M F P/B (배)	'24년 예상 (%)			자사주 비율 (%)
				배당수익률	ROE	순이익 증가율 (전년 대비)	
KB금융	35.0	58.7	0.5	3.7	8.7	8.3	7.3
신한지주	30.6	47.7	0.5	3.6	8.8	11.4	1.2
하나금융지주	19.7	53.3	0.4	5.3	9.3	9.9	3.2
삼성생명	19.5	39.2	0.4	4.8	5.5	19.8	10.2
메리츠금융지주	17.9	57.3	1.6	2.8	24.1	15.1	4.0
삼성화재	16.9	33.6	0.9	5.6	13.2	19.4	15.9
DB손해보험	8.4	40.8	0.7	5.8	21.3	9.8	15.2
미래에셋증권	5.0	7.7	0.4	3.2	6.7	130.9	24.8
한국금융지주	4.2	20.6	0.5	4.7	11.1	38.6	5.4
키움증권	3.5	35.7	0.6	3.7	15.7	86.6	5.6
BNK금융지주	3.2	38.7	0.3	6.8	7.8	27.4	0.5
현대해상	3.2	12.6	0.4	7.9	21.0	109.6	12.3
JB금융지주	3.0	33.0	0.5	6.2	12.6	10.2	1.6
코리안리	1.5	22.7	0.4	6.3	9.0	5.6	11.0
동양생명	1.4	83.7	0.5	5.2	10.7	11.8	3.4

자료: 8/27일 종가 기준. Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

② 밸류업 지수 쿼터제 도입 및 우수/유망기업 지수 이분화의 사전포석

- 9월 밸류업 지수 쿼터제 도입과 우수/유망기업 지수로의 이분화 가능성을 고려해 실제 지수 편입이 기대되는 비금융 유망주를 선별
- 1) 시가총액 5,000억원 이상의 실적 모멘텀과 경영/재무 안정성을 겸비한 비금융주 가운데, 2) 주가 및 밸류에이션 저평가 수준과 주주친화적 재무 정책 변화 여력/의지를 고려해 선별

9월 KRX 코리아 밸류업 지수 편입 예상 비금융 유망주

종목명	시가총액 (조원)	YTD 상대 수익률 (%)	12M F P/B (배)	'24년 예상 (%)				자사주 비율 (%)
				FCF/시가총액	배당수익률	ROE	순이익 증가율 (전년 대비)	
현대차	52.9	22.3	0.6	15.4	5.0	14.0	14.3	2.7
기아	41.6	2.3	0.7	20.4	6.3	21.1	21.6	2.0
LG전자	16.2	-4.8	0.8	21.2	1.4	9.2	166.9	0.5
SK텔레콤	12.0	10.2	1.0	20.1	6.3	10.4	10.5	0.9
HD현대	6.5	27.6	0.7	26.3	4.7	9.7	176.8	10.5
LG이노텍	6.0	4.3	1.0	9.4	1.1	15.5	39.0	0.0
한국타이어앤테크놀로지	5.3	-8.4	0.5	12.1	3.6	12.3	72.8	1.5
오리온	3.6	-22.9	1.0	9.4	1.7	13.5	9.0	0.0
KCC	2.7	29.5	0.4	14.3	2.7	11.8	202.7	17.2
에스엘	1.6	-6.4	0.6	18.7	3.2	18.3	14.0	0.9
효성티앤씨	1.3	-20.9	0.8	18.2	3.5	13.0	88.3	0.3
LX인터내셔널	1.2	4.9	0.4	16.8	5.5	13.6	180.4	7.2
더블유게임즈	1.1	22.7	0.9	18.0	2.2	18.9	21.3	7.8
에스에프에이	0.9	-18.2	0.7	57.8	1.1	12.5	242.8	10.5
비에이치	0.7	-3.4	0.8	14.1	1.3	17.5	35.0	8.9
SNT다이내믹스	0.7	47.6	0.6	8.5	3.3	9.3	34.7	32.7
SNT모티브	0.7	2.2	0.5	9.9	3.7	9.9	11.1	17.1
빙그레	0.7	19.6	0.8	13.5	4.1	14.6	15.1	10.3
유니드	0.6	18.8	0.5	8.5	2.2	9.6	456.6	1.9
LX홀딩스	0.5	-1.6	0.3	15.0	4.4	9.3	105.5	0.1

자료: 8/27일 종가 기준. Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

9월 섹터/업종 View

섹터	Key Idea	Top Picks
반도체	- 엔비디아 실적 발표(8/29)간 블랙웰 설계 변경 확인되었으나, 강력한 AI 수요를 바탕으로 HBM 제조사 실적은 개선될 전망 - 메모리 YoY 성장률 둔화에 따른 하반기 대형주 하방압력 존재. 계절적 성수기, AI노출도 상승, SW비중 상승 중인 LG전자 추천	9월: SK하이닉스, 이수페타시스 하반기: LG전자, 이수페타시스
배터리	- 하반기 Legacy 완성차 업체의 EV 생산량 목표치 하회가 우려. 배터리 기업의 유의미한 실적 개선은 어려울 전망 - 3Q24 이후 단계적으로 실적 개선이 예상되는 업체를 위주로 접근할 필요	9월: 삼성SDI 하반기: LG에너지솔루션
자동차	- 재료비 및 환율 효과 우호적인 가운데, 단기 포함 중장기 이익 및 주주환원 정책의 가시성 높은 편 - 현대차 8/28 CEO Investor Day 주주환원 정책 추가 내용 발표 예정. 연말까지 1조원 내외 자사주 매입 진행 시, 현대차의 일평균 거래대금 약 2,000억 기준 수급에 긍정적 영향 있을 것으로 기대 - 부품주는 이익 성장을 기반으로 올 하반기 주주환원 정책 개선 (배당성향 상향조정 등) 예정인 피에이치에이 추천	9월: 기아 하반기: 현대차, 피에이치에이
정유/화학	- (정유) 세계 경기 둔화와 OPEC+ 감산 종료로 인해 국제유가 및 정제마진 약세는 지속될 전망 - (화학) 중국 산업경기 회복이 지연되고 있고, 아시아 화학재고 또한 감소하지 못하고 있음. 화학업황 부진 예상	9월: 효성첨단소재 하반기: 금호석유, 효성첨단소재, 코오롱인더
기계/방산	- (방산) 해리스, 러-우 종전 가능성 부각되며 투심 악화, 모멘텀-실적 Two-Factor 만족하는 선별 투자 전략 필요 - (전력기계) 3분기 낮아진 실적 기대감 반영되며 단기간 조정 가능, 글로벌 전력기기 장기 P/E x15 대비 Valuation 매력도 부각 구간 진입, 25년 P-Q 동시 성장 지속 및 유럽 쇼티지로 인한 4분기 반등 기대	9월: 현대로템 하반기: 현대로템, HD현대일렉트릭, LS ELECTRIC
운송	- (항공) 국제선 여행 수요는 견조, 환율, 유가 하락에 따른 비용 부담 감소로 실적 개선세 전망 - (해운) 하반기 벌크, 컨테이너 성수기 도래에 따른 계절성 기대감 존재. 중동 전쟁 진행상황에 따른 시황 변동성 지속 전망	9월: 현대글로비스, 대한항공 하반기: 현대글로비스, 대한항공
인터넷/플랫폼	- 하반기 광고/커머스 회복 기대. 플랫폼 기업 전반적으로 서비스 개편 중에 있어 개편효과에 주목할 필요	9월: NAVER, SOOP 하반기: NAVER, SOOP
게임	- 실적 턴어라운드로 간만에 훈풍부는 게임주, 실적과 신작 일정보면서 매수 권고	9월: 크래프톤, 넥슨게임즈 하반기: 크래프톤, 웹젠
제약/바이오	- 9월 13~17일 유럽 종양학회 ESMO에서 항암제 발표기업 주목 받을 전망 - 금리인하 분위기로 특히 바이오주에는 여전히 우호적인 분위기가 유지될 전망	9월: 리가켐바이오, 에이비엘바이오 하반기: 삼성바이오로직스, 에스티팜
화장품	- 2Q 이후 화장품주 실적 역기저 부담 존재하는 반면 일부 대형주들은 낮은 베이스로 성장세 차별화 전망	9월: 한국콜마 하반기: LG생활건강
음식료/소비재	- 판가 인상 자율성 확대된 가운데, 최근 일부 업체 및 품목들 인상 기조 재시작. 원가/환율 하락에 따른 스프레드 효과 발생 전망	9월: KT&G, 하이트진로 하반기: 롯데칠성
유통	- 고금리, 고물가 기조에 따른 전반적인 소비 경기 침체 중이나, 향후 매크로 지표 개선 시 반등 기대 - 경쟁심화 및 양극화 소비 트렌드에 따라 백화점, 편의점 선방 가능	9월: BGF리테일 하반기: 현대백화점
스몰캡	- (9월) 상반기 전공의 파업 반대급부로 AI 의료 업체 주목. 하반기 FDA, CE 승인 후 글로벌 진출 기대 - (하반기) 금리 인하 기대감 지속에 풍력, 태양광 프로젝트 확대 및 고객사 ESS 수주 증가. 하반기 중 신규 ESS 고객사 확보 기대	9월: 뷰노, 루닛 하반기: 서진시스템

자료: 상상인증권 리서치센터

9월 Top 10 Picks

종목명	주가 및 시가총액		Valuation (배, %)				
	시가총액 (조원)	현재가 (원)	P/E	P/B	EPS 증가율	ROE	배당수익률
SK하이닉스	130.5	169,700	5.5	1.4	흑전	25.5	1.6
삼성바이오로직스	70.5	956,000	60.6	6.0	27.9	9.9	0.0
현대차	54.2	258,500	5.2	0.6	10.8	12.0	4.6
NAVER	26.3	164,900	16.4	1.0	61.4	5.9	0.5
LG전자	16.1	97,300	7.9	0.8	32.4	9.8	0.8
크래프톤	15.9	333,000	15.6	2.1	52.5	13.4	0.0
현대글로비스	8.7	112,700	6.3	0.9	11.5	14.6	3.5
현대로템	5.8	52,600	13.6	2.5	148.1	18.6	0.0
LS ELECTRIC	4.9	165,300	16.3	2.4	28.8	14.7	2.0
리가켐바이오	3.5	94,800	49.3	6.6	흑전	13.4	0.0

참고: 8/28일 종가 기준, 리서치 커버리지 기업으로 한정
자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김용구)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.


상상인증권
sangsangin securities