퀀트

3분기까지 상반기와 유사, 4분기는 안전성 확대

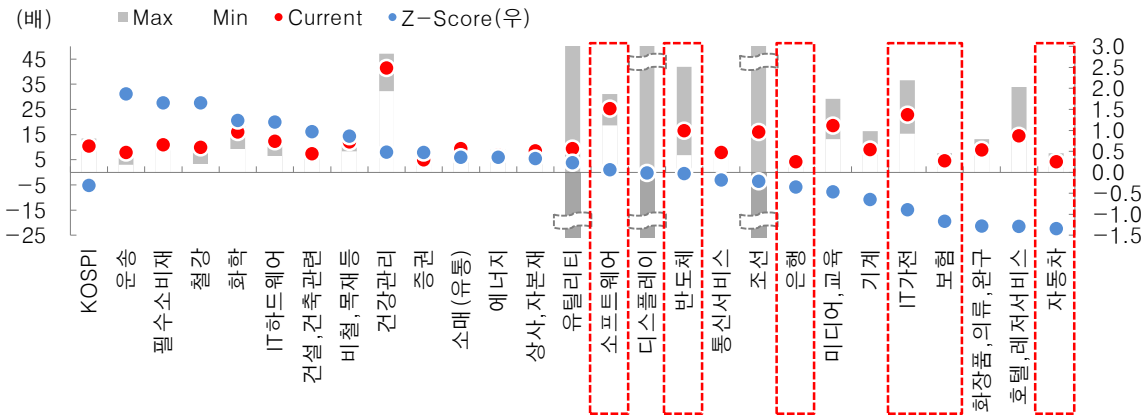
▪ 조재운 jaeun.jo@daishin.com

Previously on 2024년 연간전망: 낮은 기대감+ 상승 사이클

2023년 연말 실시한 2024년 연간전망 주요 내용:
낮은 기대(저평가) 주식의 기대감 상승은 가격 상승으로 연결

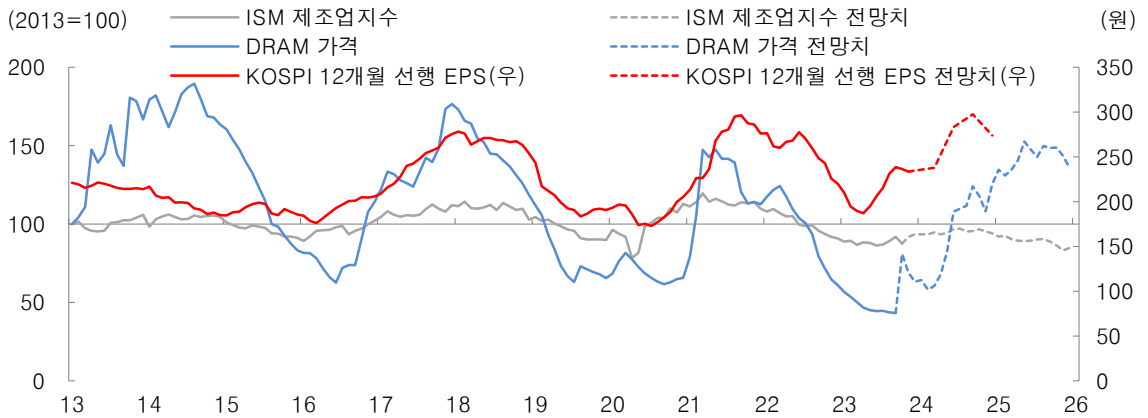
- 주식에 대한 기대감은 멀티플로 나타나는데 멀티플이 클수록 높은 P/E로 나타남. P/E는 주식에 대한 기대치를 반영
- 2024년은 제조업과 반도체 사이클의 상승 국면. 이는 증시에 대한 기대감을 높이며 상승 동력으로 작용을 전망
- 2024년은 제조업과 반도체 사이클이 상승 국면에 접어들 것으로 예상하고 있으며 낮아진 기대감이 상승 사이클과 만나 2024년 증시 상승 동력으로 작용을 전망

12개월 선행 P/E의 현재 위치(과거 2년 대비)는 주식에 대한 미래 기대감을 나타내는 지표



기준일: 2023년 11월
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

제조업, 반도체 사이클에 의해 KOSPI 실적은 2024년 상승에 들어설 것으로 예상



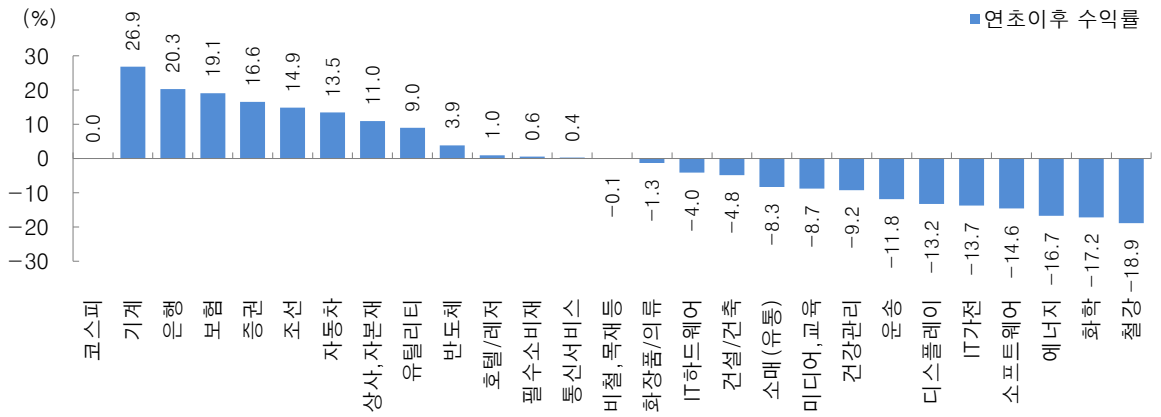
자료 : Quantiwise, ISM, DRAMeXchange, 대신증권 Research Center

Previously on 2024년 연간전망: 낮은 기대감+ 상승 사이클

반도체, 은행, 보험, 자동차는 유효한 전략이었으나 소프트웨어, IT가전에서는 부진한 성적

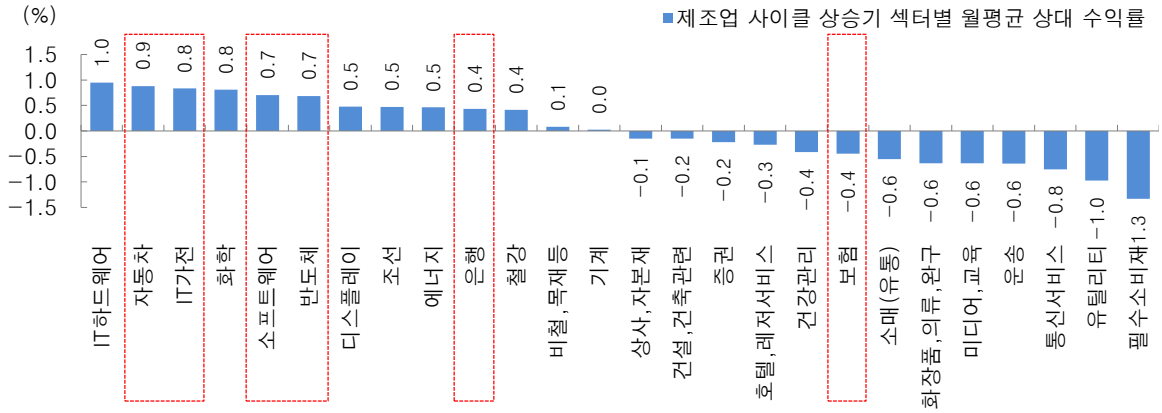
- 2023년 연말 기대치가 낮아져 있던 여러 섹터 중 반도체, 은행, 보험, 자동차에 대한 비중 확대는 유효한 전략이었던 반면 소프트웨어, IT가전에 대한 비중확대 전략은 부진한 성적을 기록
- 반도체, 은행, 보험, 자동차가 유효한 전략이 될 수 있었던 이유는 제조업 사이클의 상승, 견조한 미국 경기, 밸류업 프로그램 기대감
- 반면 소프트웨어, IT가전이 부진했던 이유는 금리인하 기대감의 지속적 후퇴에 따른 성장주 부진으로 해석

KOSPI 섹터별 연초 이후 수익률



기준일: 2024년 4월 26일
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

제조업 사이클 상승기 섹터별 월평균 상대 수익률



자료: Quantiwise, ISM, 대신증권 Research Center

2024년 상반기 증시 이슈: 전쟁, 미국경기, AI(반도체), 밸류업

2024년 상반기 KOSPI를 움직인 키워드는 AI혁명, 미국경기, 전쟁, 중국경기, 밸류업

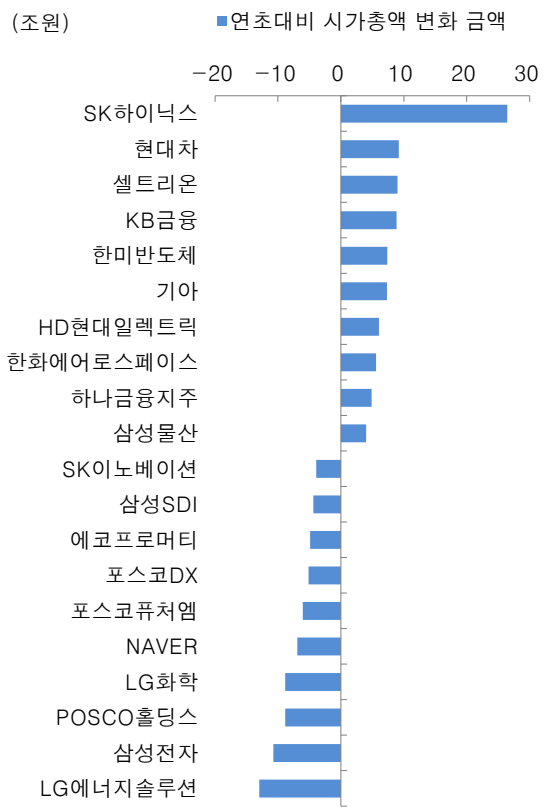
- 2024년 전망에서 고려하지 못했던, 또는 새로 추가된 키워드는 전쟁과 밸류업. 러시아-우크라이나 전쟁이 지속 중이 상황이었으나 이스라엘-하마스 전쟁 등 글로벌 지정학적 리스크가 확대. 또한 한국 정부는 밸류업 프로그램 도입을 발표하며 저평가주 주가의 변동성이 확대
- 미국경기: 글로벌 경기와 달리 견조한 성장세를 보여준 미국 경기는 물가 하락 속도를 늦추며 금리인하 기대감을 축소, 성장주의 부진을 야기. 반면 강달러로 인한 원화약세로 수출주는 수혜
- AI혁명: 성장주의 부진에도 AI의 기본 재료인 반도체는 수요 증가 기대가 섹터의 주가를 상승시켰으며 AI 데이터센터의 전력 수요 증가에 따른 기대감으로 기계 섹터 또한 상승
- 밸류업: 일본 정책을 벤치마킹한 밸류업 프로그램은 저평가 섹터의 밸류 정상화 기대감을 키우며 자동차, 금융, 유틸리티 섹터의 상승 동력으로 작용
- 전쟁: 전쟁은 글로벌 방위 투자금액을 높이며 방위 산업이 포진해 있는 상사/자본재 섹터의 상승 요인으로 작용

연초 이후 섹터별 수익률

섹터	연초 이후 수익률(%)	비고
코스피	0.0	
기계	26.9	AI
은행	20.3	밸류업
보험	19.1	밸류업
증권	16.6	밸류업
조선	14.9	고환율, 밸류업
자동차	13.5	밸류업, 고환율
상사,자본재	11.0	전쟁, 고환율
유틸리티	9.0	밸류업
반도체	3.9	AI, 고환율
호텔/레저	1.0	
필수소비재	0.6	
통신서비스	0.4	
비철,목재등	-0.1	
화장품/의류	-1.3	
IT하드웨어	-4.0	
건설/건축	-4.8	
소매(유통)	-8.3	
미디어,교육	-8.7	
건강관리	-9.2	금리인하 기대감 후퇴
운송	-11.8	
디스플레이	-13.2	
IT가전	-13.7	
소프트웨어	-14.6	금리인하 기대감 후퇴
에너지	-16.7	중국경기부진
화학	-17.2	중국경기부진
철강	-18.9	중국경기부진

기준일: 2024년 04년 26일
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

연초이후 상승/하락폭 상하위



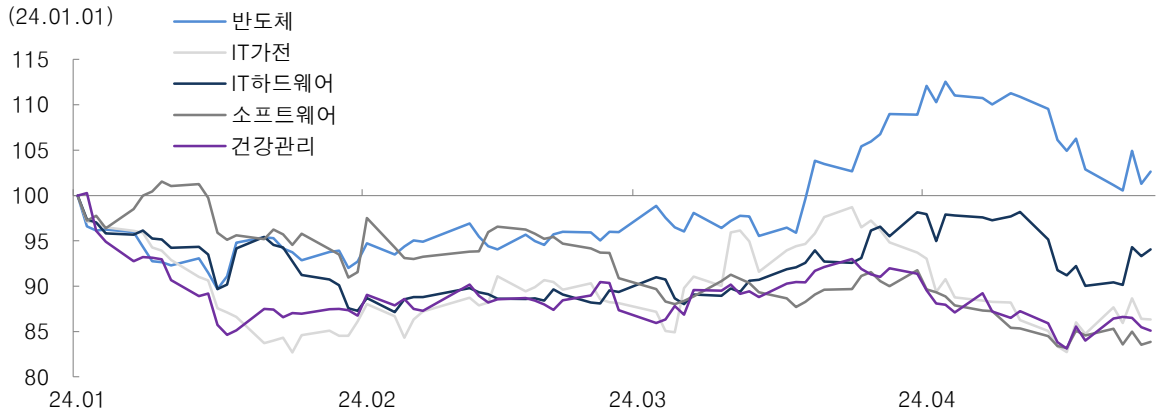
기준일: 2024년 04년 26일
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

키워드 ① 금리인하:
금리인하 기대감에 웃고 울었던 성장주

금리인하 기대감 후퇴에 부진했던 성장주(반도체 제외)

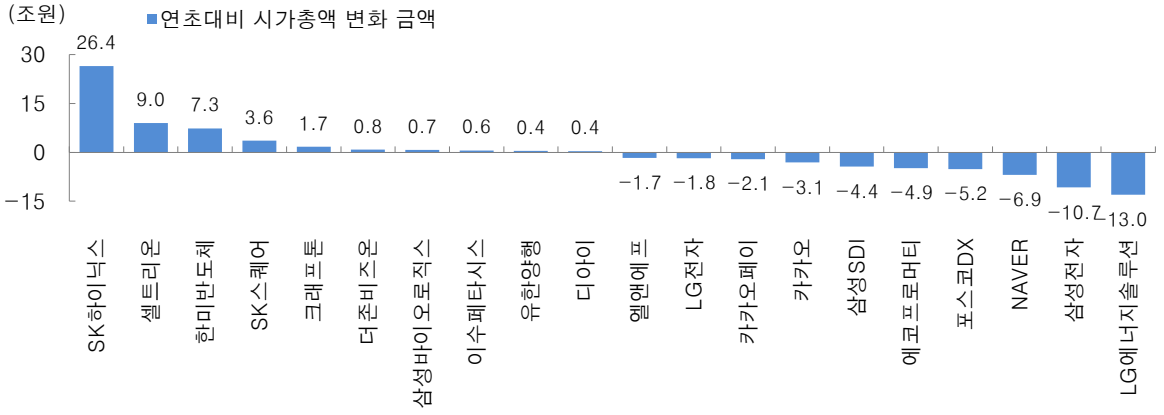
- KOSPI내 대표적 성장주는 반도체, 인터넷, 2차전지, 건강관리
- 2023년부터 유입된 2024년 금리인하 기대감으로 다수가 2024년 연초부터 성장주의 회복을 전망. 하지만 2024년 상반기 내내 예상외로 높았던 미국 인플레이션으로 금리 인하 기대감이 후퇴. 성장주 전반으로 부진한 성적을 기록
- 반도체는 AI 모멘텀과 가격 회복 기대감으로 성장주 내 선전. 또한 높은 환율로 성장주 내 수출 비중이 높은 반도체는 고환율 수혜까지 가세

연초 이후 성장주 섹터별 추이



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

성장주 연초 이후 상승폭 상하위



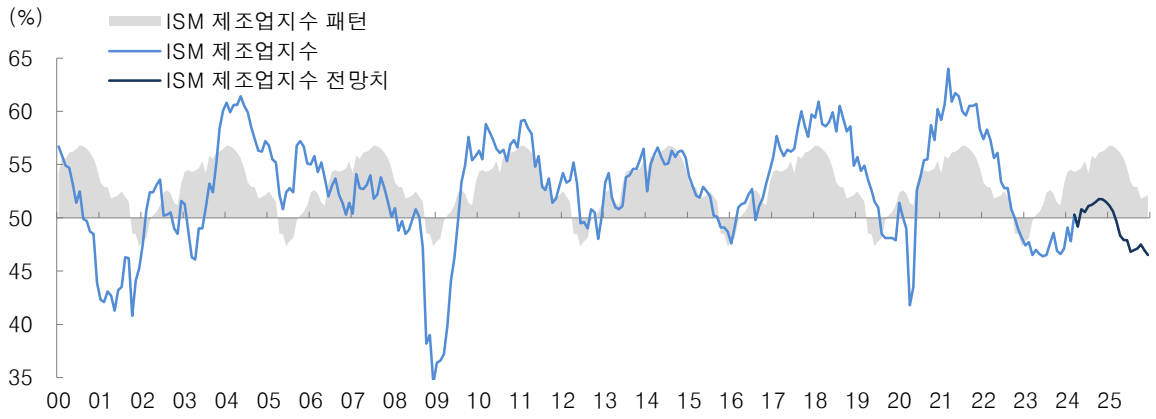
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

키워드 ① 금리인하:
금리인하의 관건은 물가. 불안한 금리인하 기대감

물가 하락 요인보다 상승 요인이 더 많은 2024년

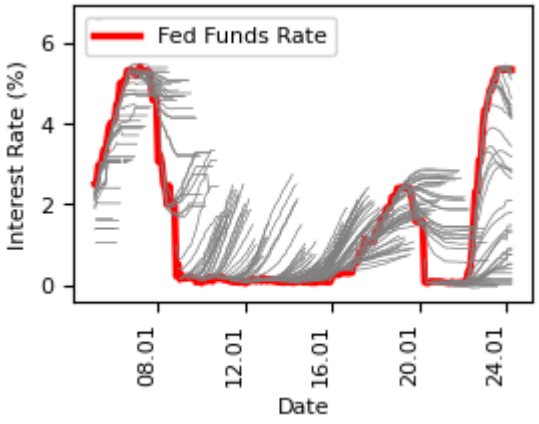
- 당사는 하반기 7월과 11월에 연준의 금리인하를 전망하고 있으며 한국 역시 미국과 연동하여 금리인하를 유사한 시기에 실시할 것으로 전망
- 2024년에는 제조업 경기 확장, 지정학 리스크, 대선, 반세계화 등 물가 상승요인이 많고 미국 경기가 견조한 상황에서 하반기 금리 인하 기대감과 실제 통화정책 집행 간에 괴리가 발생할 가능성 존재
- 미국의 대선 역시 물가 상방압력으로 작용할 것. 대선 전 재정지출을 줄일 가능성은 낮으며. 대선 이후에도 후보나 당에 상관없이 전략산업의 리쇼어링과 무역적자 축소를 위한 반세계화 기조를 이어가고 있어 물가 상방 압력은 강화
- 하반기에도 금리인하 기대감의 후퇴는 성장주 부진이 하반기에도 이어질 확률을 높일 것

ISM 제조업지수와 패턴 추이



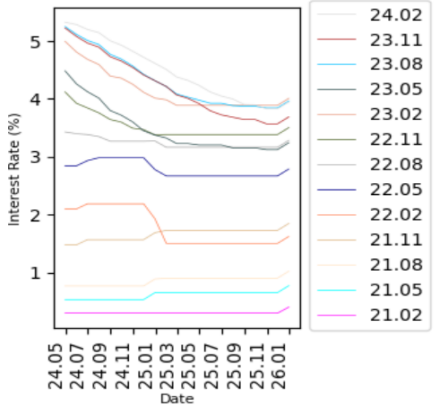
자료: ISM, 대신증권 Research Center

시장의 금리 전망을 나타내는 Hairy Chart



자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

시점 별 금리 전망치 변화 추이



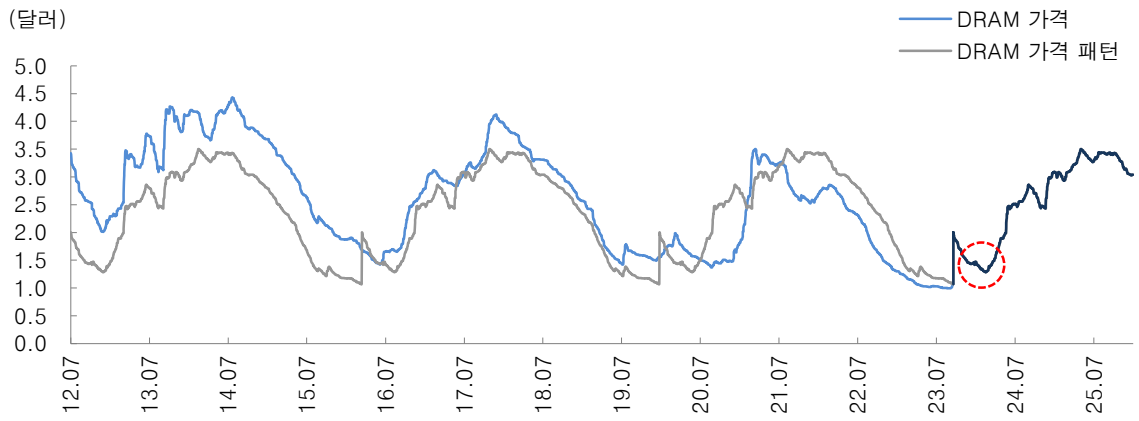
자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

키워드 ① 금리인하:
성장주가 흔들릴 때 반도체 비중확대는 유효

AI 모멘텀은 하반기에도 지속을 예상. 변동성 확대 시 비중확대 기회

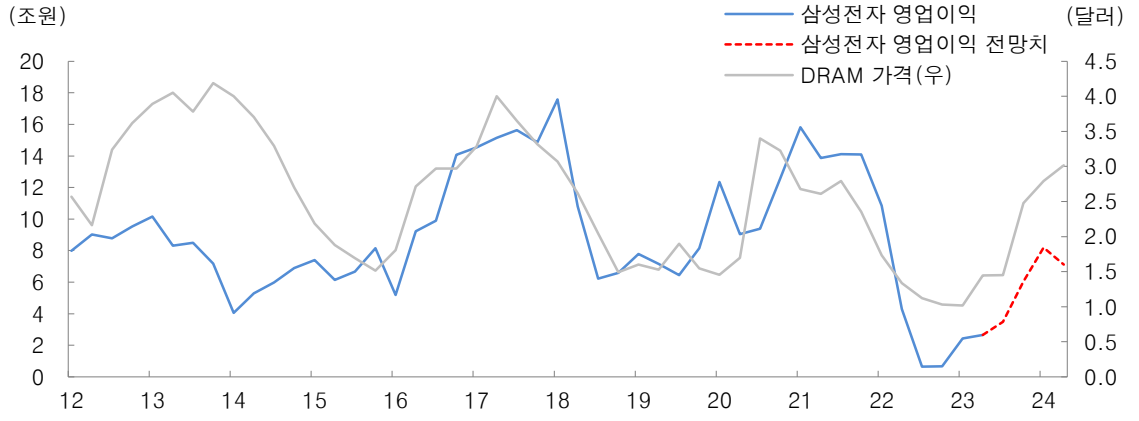
- 금리인하 기대감 후퇴가 시장의 변동성을 확대시킬 때 마다 성장주 변동성도 함께 커질 것
- 삼성전자는 상반기 레거시 반도체 수요 회복의 의구심 확대로 부진했으나 하반기 레거시 반도체 가격 상승을 전망
- 레거시 반도체 가격 상승할 경우 상반기 반도체 섹터 상승폭을 제한했던 삼성전자 주도의 반도체 상승을 전망
- 성장주의 변동성 확대는 AI 모멘텀으로 회복탄력성이 좋은 반도체 비중 확대의 기회로 작용

상승사이클에 진입한 DRAM 가격 사이클



자료: DRAMeXchange, 대신증권 Research Center

DRAM가격 패턴을 활용한 삼성전자 실적 전망



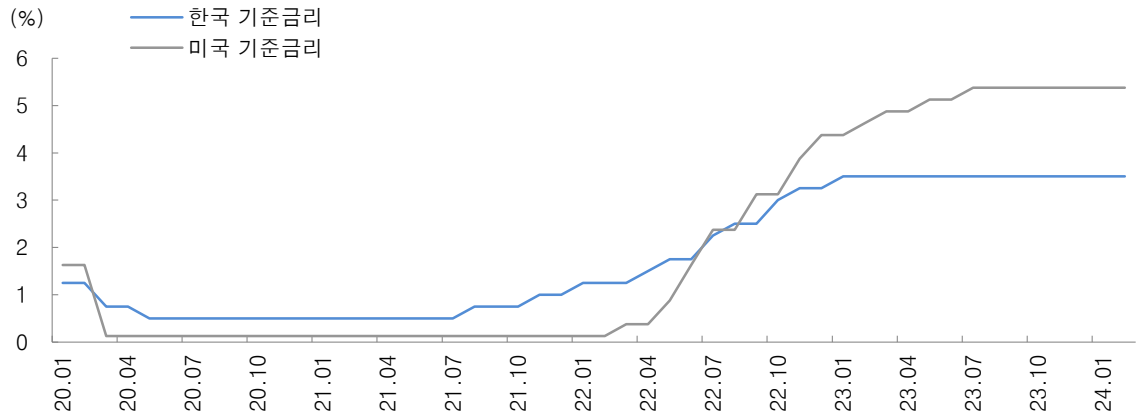
자료: Quantiwise, DRAMeXchange, 대신증권 Research Center

키워드 ② 고환율:
고환율로 웃을 수 있었던 수출주

미국 경기가 쏘아올린 강달러는 수출주의 매출 확대로

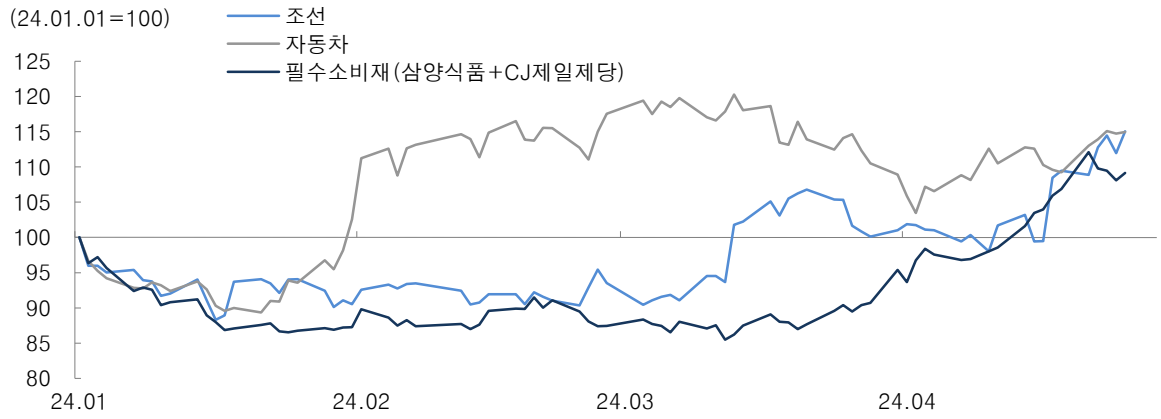
- 미국 경기가 지속해서 예상을 상회하는 견조함을 보여주면서 2022년 9월부터 미국 기준금리가 한국 기준금리 상회하는 상황이 17개월 지속 중. 이는 글로벌리 발생한 현상이며 달러 강세를 야기
- 원달러 환율은 1,300원을 상회하며 수출주에 긍정적으로 작용. 제조업 경기 확장과 맞물려 수출주에 우호적으로 작용
- 고환율 수혜는 매출 내 수출 비중이 높은 조선, 자동차, 필수소비재(수출 주력)에 집중됐으며 상반기 양호한 주가 상승을 기록

17개월 째 역전 되어있는 한국과 미국 기준금리



자료: 한국은행, Fed, 대신증권 Research Center

수출주 주가 추이



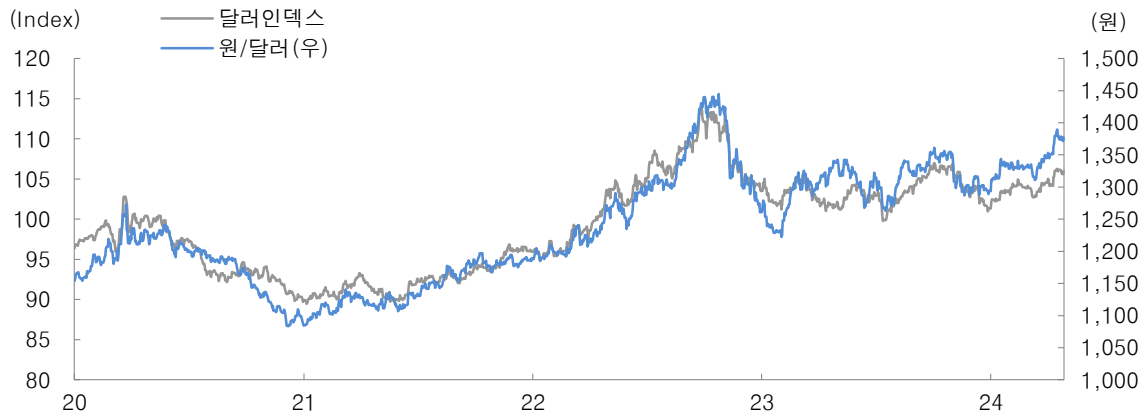
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

키워드 ② 고환율:
하반기에도 지속될 가능성이 높은 강달러 요인

고환율 수혜 중 추세적으로 실적이 개선되는 섹터는 비중 확대 전략 유효

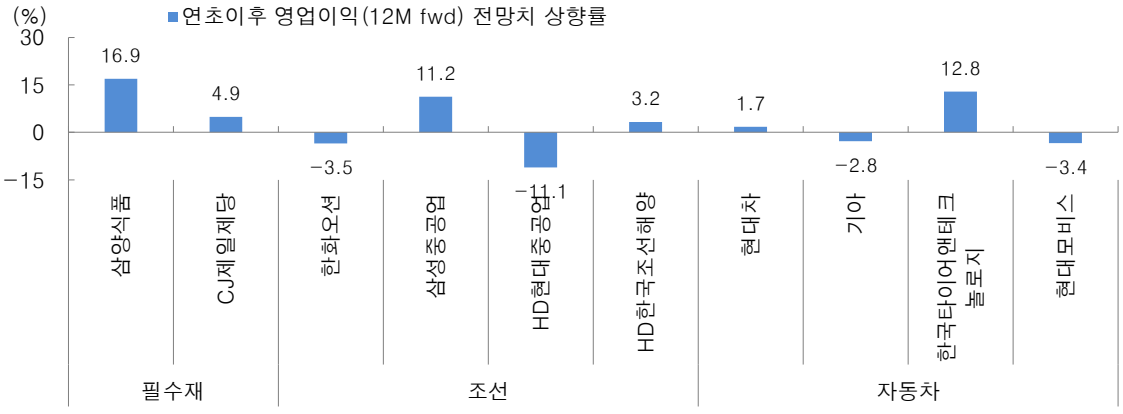
- 환율은 하반기로 갈수록 하향 안정화 되겠지만 강달러 요인의 지속으로 1,200~1,300원 수준의 고환율을 유지할 것으로 전망
- 수출 섹터 중 하반기에도 실적 개선이 기대되는 섹터는 주가 상승 모멘텀 여전히 유효하다고 판단

달러인덱스, 원달러 환율 추이



자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

연초이후 수출주 실적 전망치 변동 추이



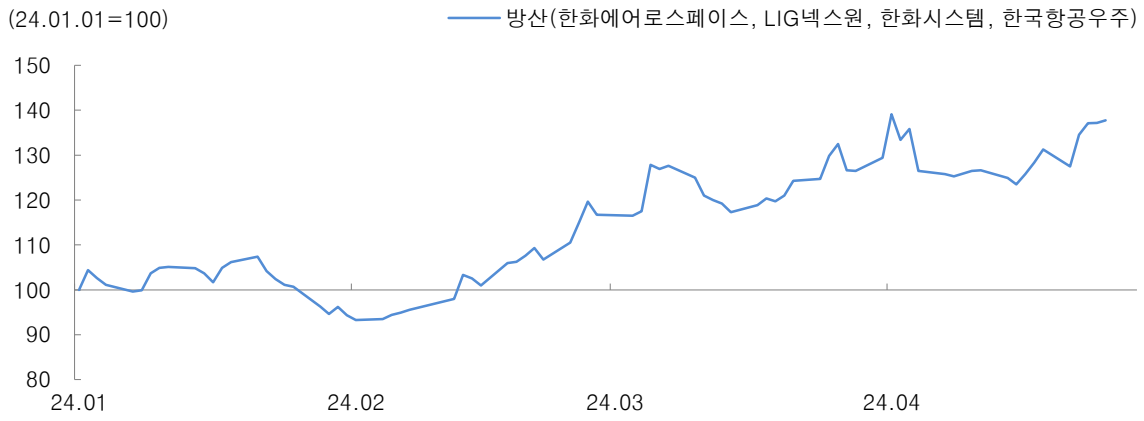
기준일: 2024년 4월 26일
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

키워드 ③ 전쟁:
전쟁으로 웃었던 방산

글로벌 군사력 강화의 수혜를 본 방산

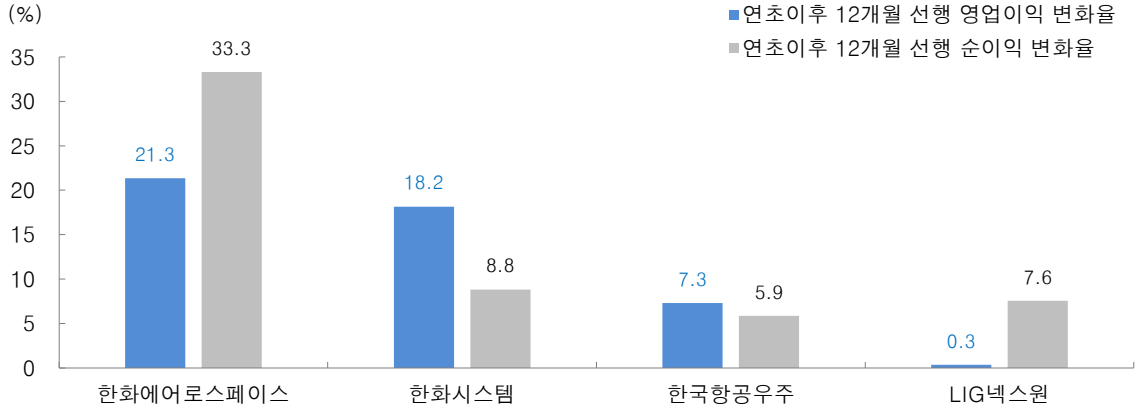
- 2년 이상 지속되고 있는 러시아-우크라이나 전쟁 외 이스라엘-하마스 전쟁이 발발 및 확전 되면서 글로벌 각국은 군사력을 강화하고 있으며 그 과정에서 방산 업체는 높은 주가 상승을 기록
- 방산업체의 실적은 상향 모멘텀을 지속하고 있어 하반기에도 지정학적 리스크가 해소되지 않는다면 주가 역시 상승 모멘텀 지속이 가능할 전망

24년 상반기 방산주 주가 추이



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

지정학 리스크 해소되지 않는다면 방산주 실적 개선 지속 전망



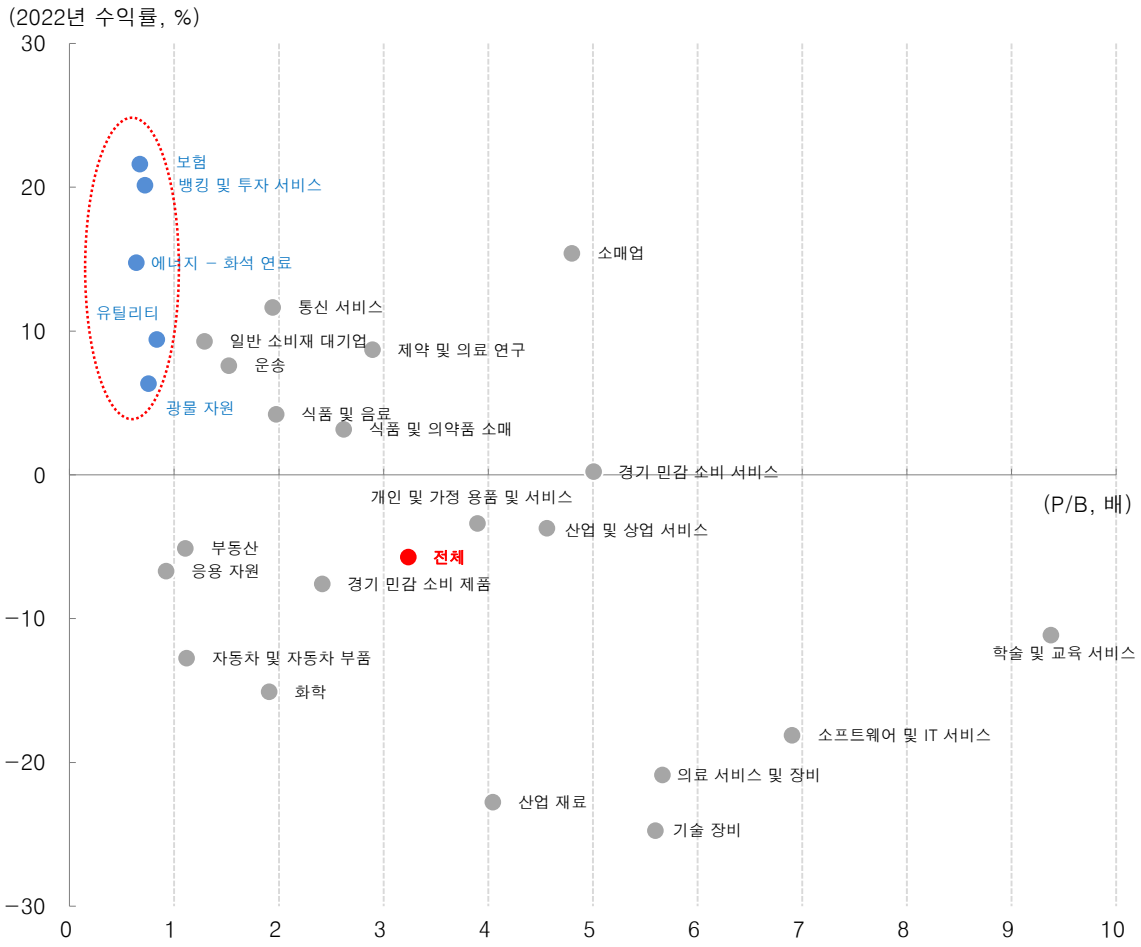
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

키워드 ④ 밸류업:
기대에 못 미치는 발표 내용. 기대되는 주가

기대에 못 미치는 정책 내용은 단기 변동성 확대 가능성

- 지난 2월 밸류업 프로그램 1차 세미나 이후 발표 내용에 대한 실망감으로 기대감에 상승했던 섹터/종목 은 상승폭 일부 반납
- 시장은 밸류업 프로그램에 대해 강제성, 지원혜택 등 강력한 규제 또는 구체적 숫자를 기대하지만 일본의 사례에서 강력한 강제성과 지원은 없었음
- 밸류업 프로그램은 일본 정책을 벤치마킹한 정책으로 유사한 방향으로 진행될 가능성이 높음. 또한 5월 2차 세미나에서 세제 관련 내용이 빠져있어 2차 세미나 이후 변동성 확대 가능성
- 중장기적으로 꾸준한 정책 수정과 관심 지속을 예상하고 있으며 하반기에도 상승 모멘텀 유효하다고 판단. 변동성 확대 시 비중확대 유효

2022년 TOPIX 섹터별 수익률



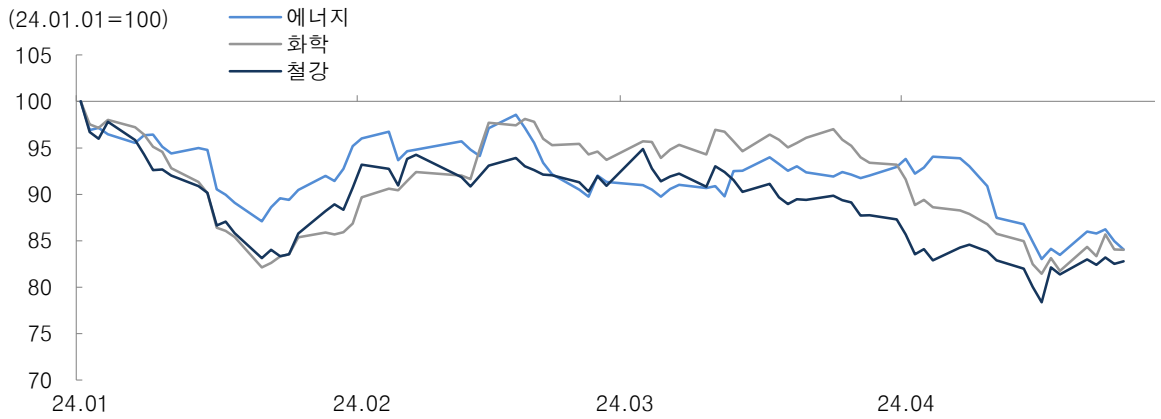
자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

키워드 ⑤ 중국경기:
중국 경기와 함께 부진했던 시클리컬

중국 경기와 함께 부진했던 시클리컬(화학, 철강)

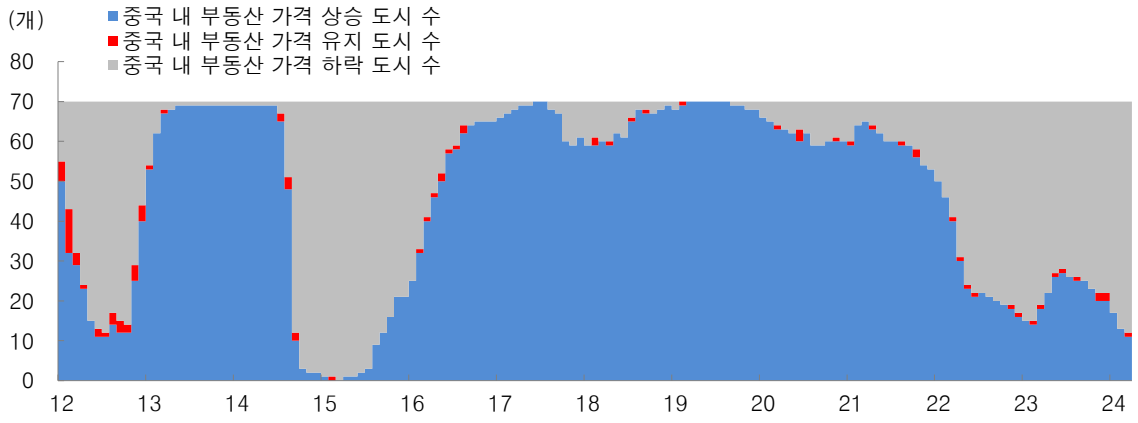
- 연초이후 반도체가 견인하고 있는 KOSPI 컨센서스 상향폭을 제한하는 섹터는 화학, 철강
- 화학, 철강은 중국 경기와 상관관계가 높은 섹터로 2024년 중국 경기의 부진으로 실적 및 주가가 부진한 상황
- 중국 경기는 뚜렷한 정책 모멘텀이 나타나거나 부동산 이슈가 해결되지 않는 이상 단기간 내 회복되기는 어려울 것으로 전망

중국 경기 부진과 함께 부진한 시클리컬 섹터



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

중국 부동산 가격은 하락을 지속. 부동산 이슈가 해결되지 않는 이상 중국 경기는 단기간 회복 불가



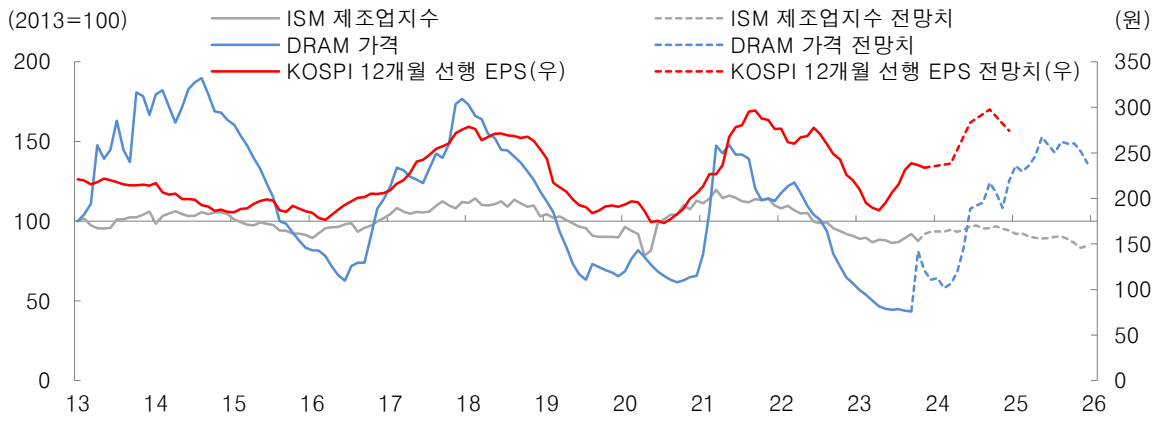
자료: 통계국, 대신증권 Research Center

3분기까지 제조업 경기 상승으로 3분기 실적 고점 전망

3분기까지 제조업 경기 상승으로 3분기 실적 고점 전망

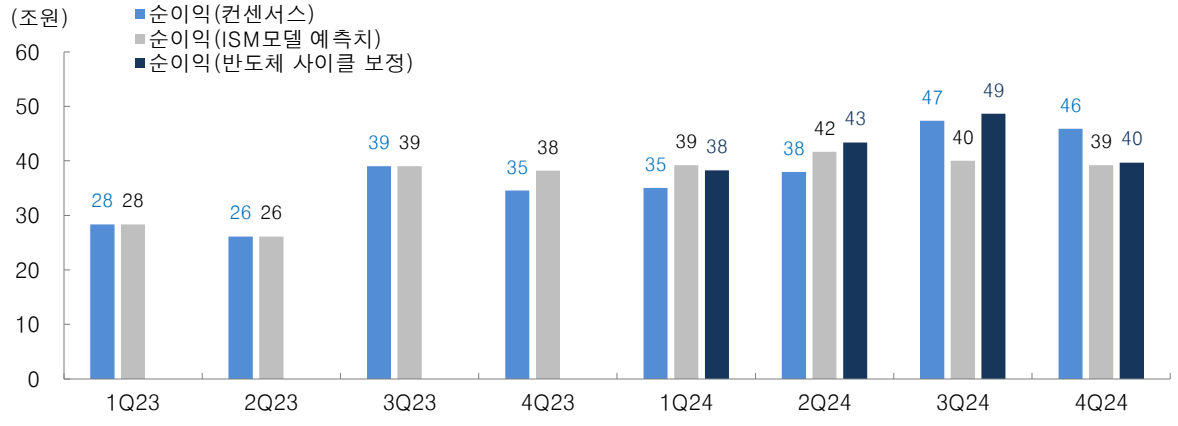
- 작년 연말 제조업과 반도체 상승 사이클에 따른 3분기 KOSPI 실적 고점 전망 유효
- 제조업 사이클은 KOSPI 실적추이와 상관관계가 높은 ISM제조업지수, 반도체 사이클은 반도체 섹터 실적과 상관관계가 높은 DRAM 가격을 이용
- 1, 2, 3분기는 컨센서스 대비 높은 실적을 전망하고 있으며 4/4분기는 낮은 순이익을 전망

제조업, 반도체 사이클에 의해 KOSPI 실적은 2024년 상승에 들어설 것으로 예상



자료 : Quantiwise, ISM, DRAMeXchange, 대신증권 Research Center

제조업, 반도체 사이클을 활용한 2024년 순이익 전망치



자료 : Quantiwise, ISM, DRAMeXchange, 대신증권 Research Center

실적이 성장하는 3분기까지 변동성 확대 시 비중 확대 권고

3분기까지 상승 모멘텀이 있는 섹터 비중 확대 권고

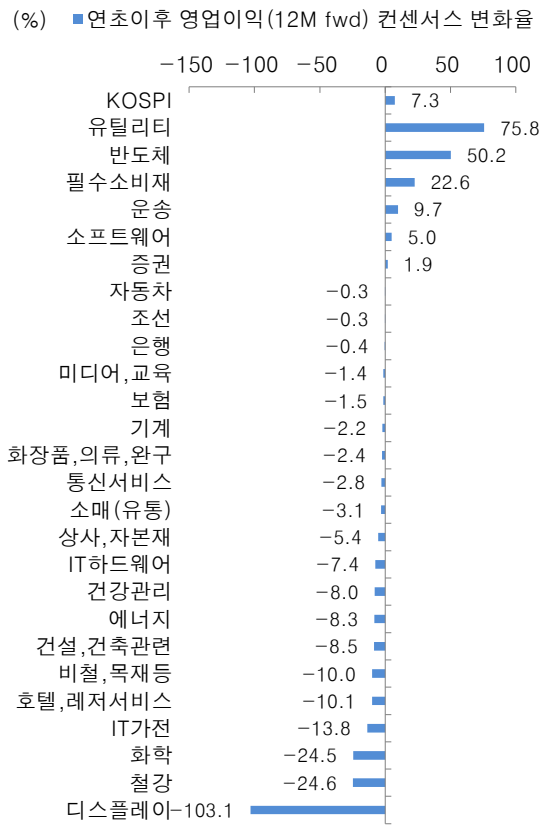
- 상반기 키워드는 3분기까지 유지될 것으로 전망. 상승 키워드였던 AI모멘텀, 밸류업, 고환율, 전쟁은 하반기에도 유효하며 하락 키워드였던 금리인하 기대감 후퇴, 중국 경기부진 역시 지속
- 성장주 중 AI모멘텀이 유효한 반도체는 금리인하 기대감 후퇴에 따른 변동성 확대 시 비중 확대 유효하며 밸류업(은행, 보험, 증권, 자동차, 유틸리티) 역시 정책 실망감으로 변동성 확대 시 비중 확대 전략 유효
- 환율의 하향 안정화가 기대되지만 1,200원 이상의 높은 환율이 지속될 가능성이 높아 수출주(조선, 방산, 반도체) 실적 기대감 하반기 유효
- 반면 금리인하 기대감 후퇴로 부진했던 성장주(건강관리, 인터넷)는 변동성을 경계할 필요가 있으며 중국 경기에 대한 확신이 돌아오기 까지 중국 경기와 관련이 높은 시클리컬(에너지, 화학, 철강)도 변동성 확대를 경계

상반기 키워드 하반기에도 유효하다고 판단

섹터	연초 이후 수익률(%)	비고
코스피	0.0	
기계	26.9	AI
은행	20.3	밸류업
보험	19.1	밸류업
증권	16.6	밸류업
조선	14.9	고환율, 밸류업
자동차	13.5	밸류업, 고환율
상사,자본재	11.0	전쟁, 고환율
유틸리티	9.0	밸류업
반도체	3.9	AI, 고환율
호텔/레저	1.0	
필수소비재	0.6	
통신서비스	0.4	
비철,목재등	-0.1	
화장품/의류	-1.3	
IT하드웨어	-4.0	
건설/건축	-4.8	
소매(유통)	-8.3	
미디어,교육	-8.7	
건강관리	-9.2	금리인하 기대감 후퇴
운송	-11.8	
디스플레이	-13.2	
IT가전	-13.7	
소프트웨어	-14.6	금리인하 기대감 후퇴
에너지	-16.7	중국경기부진
화학	-17.2	중국경기부진
철강	-18.9	중국경기부진

기준일: 2024년 04년 26일
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

연초이후 섹터별 영업이익 컨센서스 변화율



기준일: 2024년 04년 26일
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

실적이 성장하는 3분기까지 변동성 확대 시 비중 확대 권고

불안한 금리인하 기대감과 지정학 리스크, 중국 경기 등 리스크 요인으로 섹터 내에서 종목별 선별 필요

유망 섹터 내 실적 상향 상위

기업명	섹터	연초이후 영업이익(12M Fwd) 변화율(%)
지역난방공사	유틸리티	384.7
SK하이닉스	반도체	149.8
디아이	반도체	121.1
한국전력	유틸리티	117.6
한미반도체	반도체	114.6
SK스퀘어	반도체	91.5
HD현대일렉트릭	기계	56.3
세진중공업	조선	32.2
케이씨텍	반도체	31.7
금호타이어	자동차	26.9
삼성전자	반도체	25.3
교촌에프앤비	필수소비재	23.4
한화에어로스페이스	상사,자본재	21.3
LS에코에너지	기계	20.1
한국단자	자동차	19.9
풀무원	필수소비재	19.2
한화시스템	상사,자본재	18.2
한국카본	조선	17.2
현대로템	기계	17.0
삼양식품	필수소비재	16.9
효성	상사,자본재	14.9
한국타이어앤테크놀로지	자동차	12.8
동원F&B	필수소비재	12.3
카카오뱅크	은행	11.5
삼성중공업	조선	11.2
대상	필수소비재	10.7
롯데지주	상사,자본재	9.1
오뚜기	필수소비재	8.8
E1	유틸리티	8.4
SK네트웍스	상사,자본재	8.2

기준일: 2024년 04년 26일
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

유망 섹터 내 실적 상향 하위

기업명	섹터	연초이후 영업이익(12M Fwd) 변화율(%)
명신산업	자동차	-5.2
두산	상사,자본재	-5.8
포스코인터내셔널	상사,자본재	-5.9
한국자산신탁	은행	-6.3
LS	기계	-6.4
화신	자동차	-6.5
SNT모티브	자동차	-6.5
효성중공업	기계	-6.9
두산밥캣	기계	-7.0
HL만도	자동차	-7.2
SK	상사,자본재	-8.7
현대코퍼레이션	상사,자본재	-9.0
LG	상사,자본재	-9.6
DGB금융지주	은행	-9.8
HD현대중공업	조선	-11.1
삼성화재	보험	-11.4
STX중공업	조선	-12.3
롯데칠성	필수소비재	-12.3
HD현대인프라코어	기계	-13.9
HL홀딩스	자동차	-14.3
HD현대건설기계	기계	-14.6
우신시스템	자동차	-16.1
대신증권	증권	-16.3
한화	상사,자본재	-20.6
한화엔진	조선	-22.5
한전기술	유틸리티	-30.4
HD현대미포	조선	-40.1
SK디앤디	은행	-42.1
DB하이텍	반도체	-45.1
일진하이솔루스	자동차	-347.3

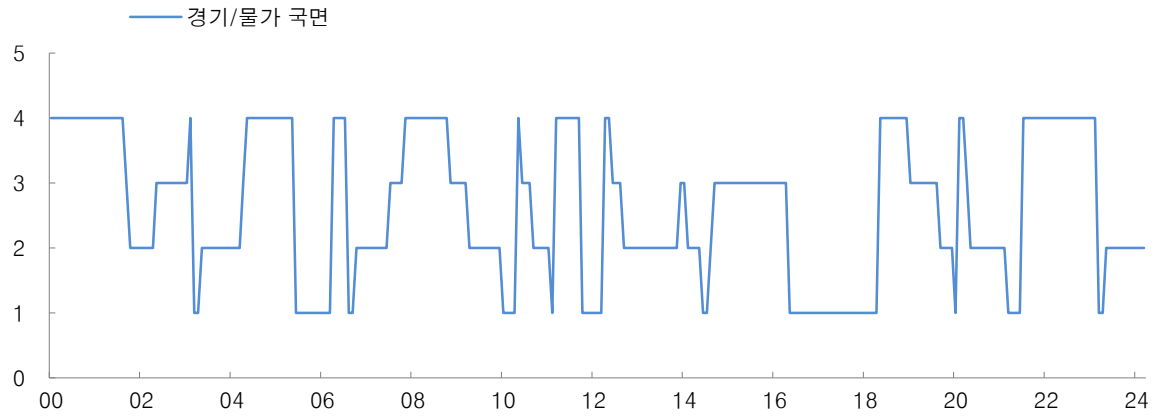
기준일: 2024년 04년 26일
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

3분기 이후 경기 하락 국면 진입으로 포트폴리오 안정성 강화 권고

3분기 이후 경기 하락 국면 진입으로 포트폴리오 안정성 강화 권고

- 현재 골디락스 국면은 과거 증시 수익률이 가장 높았던 국면이었으며 IT, 금융, 경기재, 소재, 산업재가 높은 상승률을 기록
- 골디락스 국면은 제조업 경기가 하락 사이클로 접어들기 전인 7월까지 유효할 것으로 전망하며 7월 이후 제조업 경기가 하락국면에 접어들면 SlowGrowth 국면으로 통신, 필수재, 유틸리티 등 포트폴리오 안정성을 높일 필요성

경기/물가 국면 추이



주: ① Heating up(인플레이션↑, 경기↑), ② Goldilocks(인플레이션↓, 경기↑), ③ Slow Growth(인플레이션↓, 경기↓), ④ Slowflation(인플레이션↑, 경기↓)
자료: BLS, OECD, 대신증권 Research Center

국면별 섹터별 월평균 수익률

① Heating up		② Goldilocks		③ Slow Growth		④ Slowflation	
섹터	수익률	섹터	수익률	섹터	수익률	섹터	수익률
IT	2.7	IT	2.9	통신	1.7	유틸리티	0.5
금융	2.0	금융	2.6	헬스케어	1.2	필수재	0.4
부동산	1.9	경기재	2.5	필수재	0.9	헬스케어	0.3
경기재	1.9	소재	2.5	유틸리티	0.8	현금	0.3
산업재	1.8	산업재	2.4	IT	0.8	에너지	-0.2
S&P 500	1.6	S&P 500	2.1	S&P 500	0.5	S&P 500	-0.5
에너지	1.5	에너지	2.1	경기재	0.3	부동산	-0.7
소재	1.3	부동산	2.1	에너지	0.2	산업재	-0.9
헬스케어	1.3	통신	1.5	산업재	0.2	소재	-1.0
필수재	0.9	필수재	1.4	현금	0.2	경기재	-1.1
통신	0.9	헬스케어	1.3	소재	0.1	금융	-1.3
유틸리티	0.8	유틸리티	0.9	부동산	0.0	통신	-1.3
현금	0.2	현금	0.2	금융	-0.1	IT	-1.4

자료: OECD, CEIC, Refinitiv, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 조재운)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.