

# KOSPI 향배의 결정변수. 달러, 2/4분기 실적

Strategist 이경민  
kyoungmin.lee@daishin.com

## 3/4분기 KOSPI 향배를 가능할 수 있는 7월 후반부

- KOSPI가 사상최고치 행진을 이어가고 있다. 미국/중국발 호재에 국내 펀더멘털(경기/실적) 기대가 맞물린 결과로, KOSPI가 연간 Target(2,500p)에 빠르게 도달할 가능성이 높아지고 있다. 3/4분기 KOSPI 향배를 가능하는데 있어 필자는 이번주 ECB회의와 2/4분기 실적결과를 주목한다. 외국인 수급과 주도주 흐름의 결정변수인 달러화 방향성과 이익 전망치 변화에 중요한 이벤트이기 때문이다.

## 달러화 방향성과 2/4분기 실적결과가 KOSPI 방향성의 키

- ECB 통화정책회의(20일)에서는 ECB의 스탠스를 확인할 필요가 있다. ECB의 tapering이 구체화될 경우 달러화 약세 심리가 지속되고, KOSPI 수급모멘텀 강화, 추가상승에 힘을 더하는 변화로 볼 수 있다. 반면, ECB의 통화정책 결과가 기대에 못미칠 경우 달러 약세에 제동이 걸릴 가능성이 높다. 이는 달러 약세 / 신흥국 통화 강세 구도에 균열을 가하고, 단기 과열 논란이 지속되고 있는 글로벌 증시, KOSPI 시장에 조정의 빌미가 될 수 있다.
- 대내적으로는 이번주 기업(LG화학, POSCO, 삼성전기 등) 실적발표에 주목한다. KOSPI 2,400p 돌파를 주도한 업종이 실적 기대와 모멘텀을 선반영함에 따라 2/4분기 실적이 예상치를 상회하는지 여부가 중요해졌기 때문이다. 화학, 철강, IT하드웨어 업종 대표기업의 실적이 예상치를 상회할 경우 실적 전망은 레벨업되며 과열논란은 수면아래로 가라앉을 것이다. 이에 더해 주도주 / KOSPI 추가상승에 힘이 실릴 전망이다. 반면, 예상치를 하회할 경우 주도주 약세반전은 물론, KOSPI 상승동력이 크게 약화되는 계기가 될 것이다. 현재로서는 LG화학, POSCO의 2/4분기 실적이 예상치를 하회할 가능성이 높다.
- 6월 이후 하락하고 있는 달러와 유로 캐리지수는 외국인 순매수를 주도한 미국계와 유럽계 자금 흐름에 부정적이다. 신흥국 통화의 캐리매력 약화와 함께 KOSPI 상승동력이 약해질 경우 외국인 매매패턴이 변화할 수 있음을 시사한다. 필자가 Down Side Risk에 대한 경계감을 유지하는 이유이다.

## 다음 순환매 대상은 KOSDAQ

- 필자는 순환매 차원에서 KOSDAQ 시장에 관심을 높일 것을 제안한다. 이번주 본격적인 2/4분기 실적시즌과 함께 실적 기대가 더 강해지지 않는다면 다음과 같은 이유로 KOSDAQ 시장에 단기 트레이딩 기회가 올 것으로 예상된다.
  - 1) 한미 FTA 개정협상, 트럼프 탄핵 이슈 등 대외변수와 환율 변동성에 민감도가 낮다.
  - 2) KOSPI와 KOSDAQ 간 수익률 갭은 2009년 이후 평균의 -1표준편차 수준에 근접할 정도로 KOSDAQ의 가격메리트가 높다.
  - 3) KOSPI, KOSDAQ ADR이 저점권에 도달했다. 향후 종목장세가 전개될 가능성을 시사한다.

### 3/4분기 KOSPI 향배를 가늠할 수 있는 7월 후반부

KOSPI가 사상최고치 행진을 이어가고 있다.

미국, 중국발 호재에 신흥국 통화가 재차 강세를 보였다.

옐런 연준의장이 하원 청문회에서 인플레이션 전망에 대한 불확실성과 낮은 자연이자율을 언급하면서 추가적인 금리인상 폭이 크지 않을 수 있음을 시사했다. 미국 통화정책에 대한 안도감이 시장에 유입되었다. 여기에 중국 물가상승률의 하향안정세, 수출입지표 서프라이즈가 가세하며 신흥국 경기에 자신감을 불어넣었다.

대내적인 변수로는 실적과 경기회복 기대감이 유입되었다. 삼성전자 실적서프라이즈 이후 시장에는 실적 기대심리가 커지고 있다. 2/4분기 실적 불확실성보다 향후 이익개선 기대감을 선반영하고 있는 것이다. 한국은행이 올해 GDP 성장률을 상향조정했다는 점도 국내 경기회복에 대한 기대를 한층 더 높이는 계기가 되었다.

국내외 정책/경기/실적에 대한 기대가 맞물린 한 주 였던 것이다. 더 없이 좋은 현재상황, 그리고 이를 바탕으로 높아져가는 기대감은 KOSPI 추가 상승시도에 힘을 실어주는 변수이다.

단기적으로 KOSPI 2,450p(12개월 Fwd 9.75배, 2017년 최고치)까지 추가상승시도는 가능해 보인다. 당사에서 제시한 하반기 KOSPI 상단(2,500p) 도달 시점이 빨라질 가능성도 배제할 수 없다.

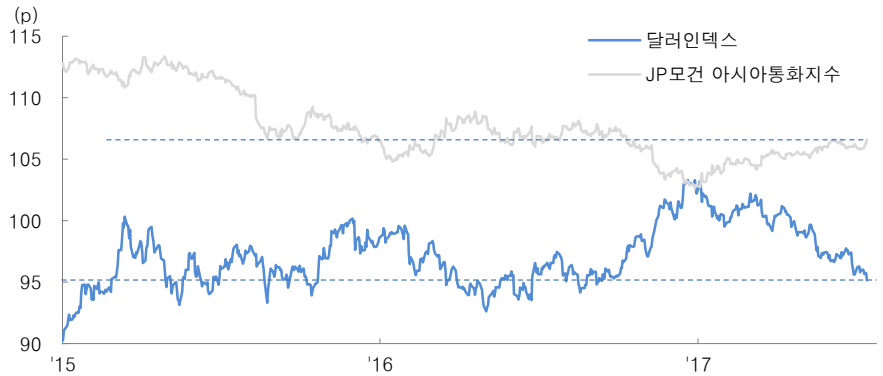
이제 중요한 것은 KOSPI 추가 상승시도가 2,500p를 넘어 추세적 상승을 이어갈 지 여부이다. KOSPI 상승이 앞으로도 이어지기 위해서는 기존의 상승동력이 유지/강화되어야 할 것이다. 경기 회복세와 통화정책에 대한 기대가 더 강해지거나 KOSPI 2/4분기 실적이 예상치 상회하는 경우를 말한다.

필자는 3/4분기 KOSPI의 추가상승은 제한적이라고 생각한다.

KOSPI를 비롯한 신흥국 증시 강세를 주도했던 경기회복 기대와 선진국 통화정책발 달러 약세가 지속될 가능성이 낮고, 최근 KOSPI의 독주를 주도하고 있는 실적기대감은 정점을 통과할 것으로 생각하기 때문이다. IT를 제외한 기업들의 2/4분기 실적전망치 하향조정은 진행 중이다.

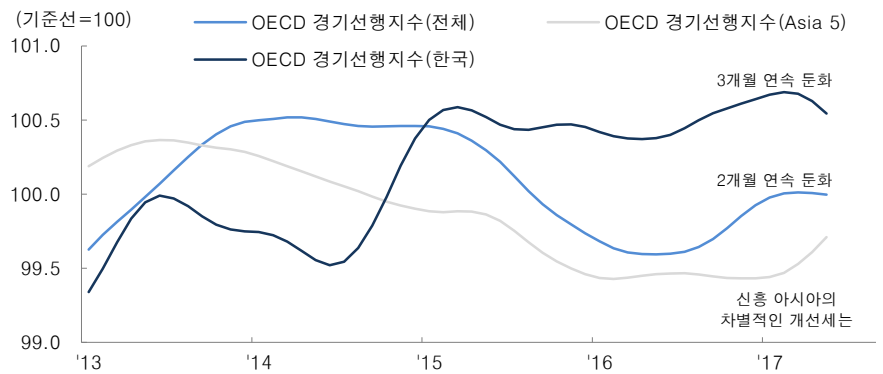
이번주 ECB회의와 2/4분기 실적결과에 따라 3/4분기 KOSPI의 방향성에 대한 판단과 향후 전망이 좀 더 명확해질 것이다. 하반기 KOSPI 2,500p 돌파시점도 가늠할 수 있을 전망이다.

그림 1. 달러 약세, 아시아통화 강세는 KOSPI 를 비롯한 신흥국 증시의 상승 동력



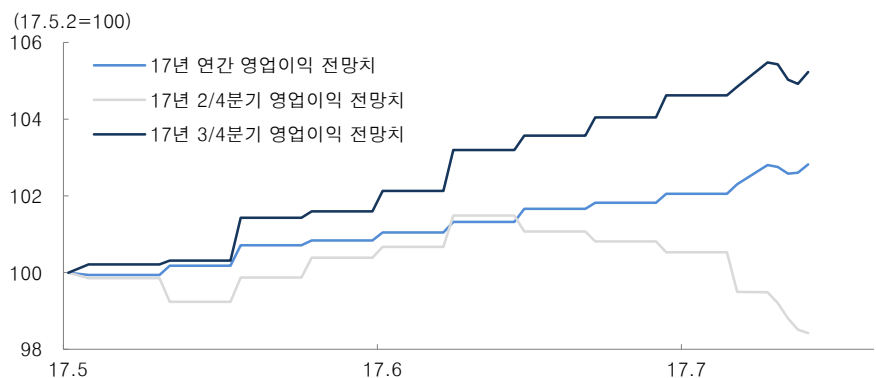
자료: Bloomberg, JP모건, 대신증권 Research & Strategy 본부

그림 2. OECD 경기선행지수 둔화 가시화. 경기회복 속도에 대한 논란 가증될 것



자료: OECD, 대신증권 Research & Strategy 본부

그림 3. 2/4분기 KOSPI 영업이익의 전망치 빠르게 하향조정 중  
삼성전자를 제외할 경우 연간, 3/4분기 영업이익의 전망치도 상향조정 둔화



주: 영업이익의 전망치 금액을 5월 2일 기준 100으로 Rebase하여 산출

자료: WiseFn, 대신증권 Research & Strategy 본부

## 달러화 방향성과 2/4 분기 실적결과가 KOSPI 방향성의 키

ECB 통화정책회의(20일)에서는 ECB의 스탠스를 확인할 필요가 있다. ECB의 tapering이 구체화 될 경우 달러화 약세 심리가 지속되고, KOSPI 수급모멘텀 강화, 추가상승에 힘을 더하는 변화로 볼 수 있다.

6월 유로존 CPI는 1.3%로 전월(1.4%)보다 둔화되어 ECB가 제시한 2% 목표치에서 한발 더 멀어진 물가수준이다. 7월 20일(현지시간) ECB 회의에서 시장이 기대하는 만큼 매파적인 스탠스가 나타날 가능성을 낮추는 부분이다. 인플레이 목표 달성이 ECB의 본질적인 정책 목표이고, 마리오 드라기 ECB 총재 역시 이 부분은 강조해왔기 때문이다.

시장에는 ECB의 매파적 스탠스 강화, 이로 인한 미국과의 통화정책 격차 축소에 대한 기대감이 상당부분 선반영되어 있다. 미국 금리인상 컨센서스는 연내 금리동결을 기대하고 있고(12월 FOMC회의 금리인상 확률 43.4%), 독일 국채금리, 유로화는 고공행진 중이다. 즉, 이번에는 드라기의 코멘트나 발언보다 정책의 가시성이 중요한 시점이다.

7월 20일 ECB 회의에서 forward guidance 변화가 가시화된다면 달러화 약세 심리는 지속될 것이다. 달러화는 전 저점을 이탈하고, 신흥국 통화는 전고점을 넘어서며 글로벌 신흥국 증시에 훈풍을 불러일으킬 가능성이 높다. KOSPI 또한 수급모멘텀이 강화되며 KOSPI 추가상승에 힘을 더할 전망이다.

시장 기대와 달리 구체적인 액션이 없고, ECB 정책기조 변경에 대한 시장의 실망감이 유입된다면 달러화 반등의 촉매가 될 수 있다. 이는 달러 약세, 신흥국 통화 강세 구도에 균열을 가하며 단기 과열 논란에 위치한 글로벌 증시에 하락압력으로 이어질 것이다.

대내적으로는 이번주 기업 실적발표를 계기로 향후 실적 기대를 가늠할 수 있다.

최근 KOSPI 상승을 주도한 업종의 대표기업 실적발표가 예정되어 있기 때문이다.

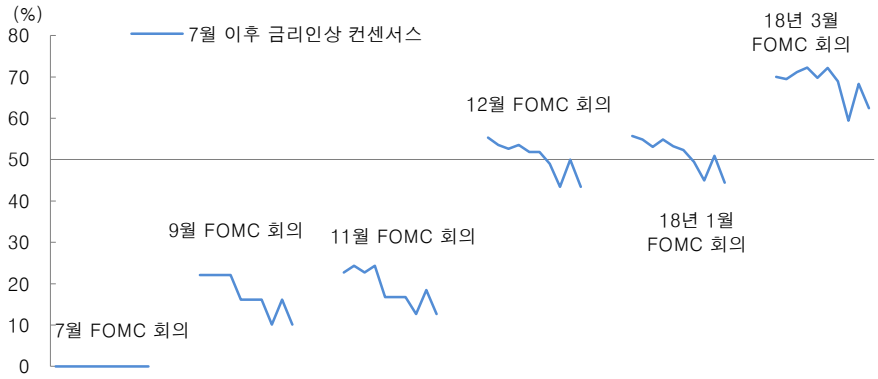
주도주에 실적이라는 상승동력이 강화될지, 약화될지 여부가 가시화될 것이다.

KOSPI 2,400p 돌파를 주도한 업종은 반도체, 보험, 화학, 에너지, 철강이다.

7월 6일 KOSPI 저점 이후 상승기여도를 보면 반도체 업종이 0.89%를 기록한데 이어 보험 0.13%, 화학 0.13%, 에너지 0.1%, 철강 0.1%를 기록했다. 다섯개 업종의 상승률은 1.35%로 KOSPI 1.12%를 상회했다.

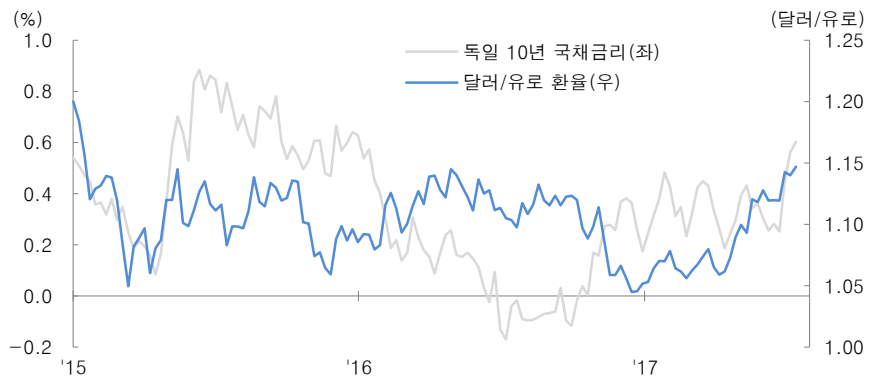
향후 KOSPI 추가 상승, 추세적인 상승이 지속되기 위해서는 이들 업종의 추가상승 여력이 중요하다. 2016년 11월 KOSPI 저점 이후 이들 업종의 주가와 실적 전망치 간의 흐름을 보면, 반도체와 보험을 제외하고는 실적 기대와 이익모멘텀이 주가에 선반영되었다.

그림 4. 연준 연내 금리동결, 2018년 3월 금리인상을 기대하는 투자자들...



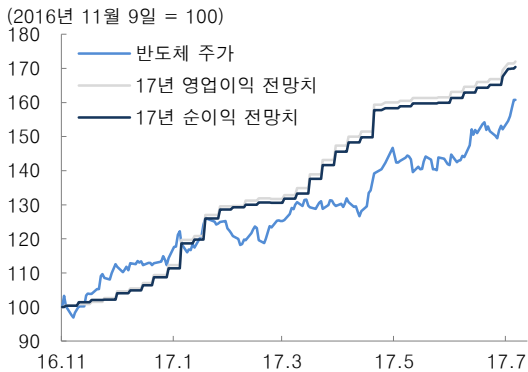
주: 7월 이후 컨센서스 추이 / 자료: Bloomberg WFP, Research & Strategy 본부

그림 5. ECB 통화정책 변화에 대한 기대감, 금융시장에 선반영



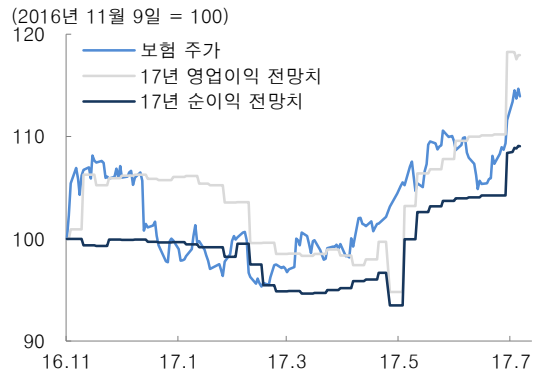
자료: Bloomberg, 대신증권 Research & Strategy 본부

그림 6. 반도체, 주가가 이익전망치를 쫓아가는 양상



주: 11월 9일 영업이익/순이익 전망치와 업종 지수를 100으로 Rebase  
자료: WiseFn, 대신증권 Research & Strategy 본부

그림 7. 보험, 실적 기대감을 반영 중



주: 11월 9일 영업이익/순이익 전망치와 업종 지수를 100으로 Rebase  
자료: WiseFn, 대신증권 Research & Strategy 본부

반도체, 보험 업종과는 달리 화학, 에너지, 철강 업종 주가는 17년 연간 이익변화율을 넘어섰다. 실적 기대감이 주가에 선반영되고 있다는 것이다. 반면, 2/4분기는 물론, 연간 이익전망치는 하향 조정 중이다. 3/4분기 실적 개선 기대감이 유입되고는 있지만, 1/4분기 이익이 정점일 가능성이 높다.

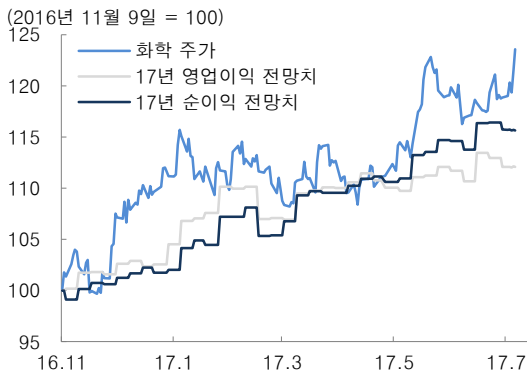
실적결과에 따른 주도주/KOSPI 행배는 단적인 예로 삼성전자와 LG전자를 생각하면 될 것 같다. 삼성전자는 실적 서프라이즈 이후 연중 고점을 연일 경신해가고 있는데 반해, LG전자 주가는 실적쇼크 이후 실적 기대감을 선반영한 주가의 되돌림 과정이 진행 중이다.

이번주 실적발표가 예정된 LG화학과 POSCO의 2/4분기 실적전망 추이를 보면 서프라이즈한 결과를 기대하기는 어렵다. 2/4분기 영업이익 전망치의 1개월 컨센서스가 3개월 컨센서스를 하회하면서 실적서프라이즈보다는 예상치 하회 가능성이 높다.

필자가 아직 2/4분기 실적시즌을 경계하는 중요 변수이다.

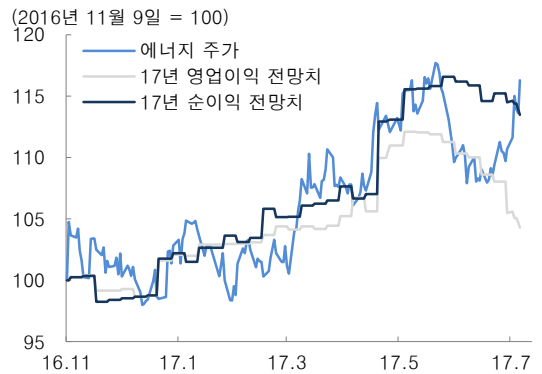
실적 컨센서스 추이가 변화한다면 2/4분기 실적에 대한 경계강도도 조정되어야 할 것이다.

그림 8. 화학 업종은 실적 기대감을 선반영



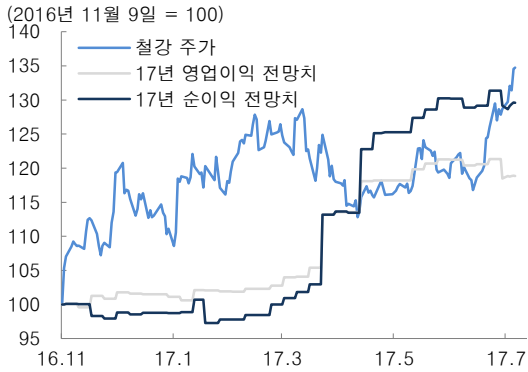
주: 11월 9일 영업이익/순이익 전망치와 업종 지수를 100으로 Rebase  
 자료: WiseFn, 대신증권 Research & Strategy 본부

그림 9. 에너지 업종, 실적 기대감을 상회하기 시작



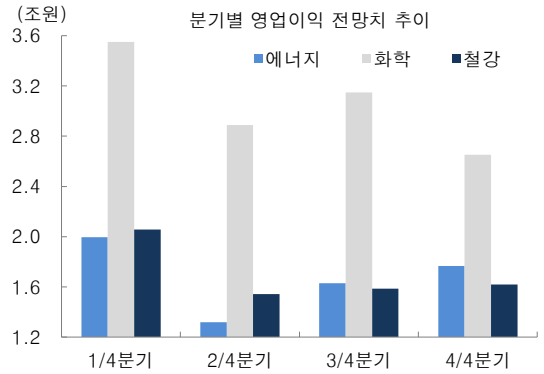
주: 11월 9일 영업이익/순이익 전망치와 업종 지수를 100으로 Rebase  
 자료: WiseFn, 대신증권 Research & Strategy 본부

그림 10. 실적 기대감을 넘어선 철강 업종



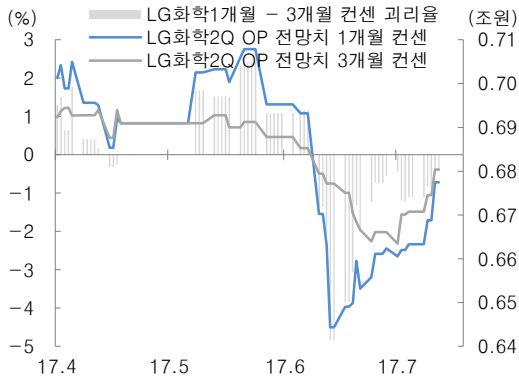
주: 11월 9일 영업이익/순이익 전망치와 업종 지수를 100으로 Rebase  
자료: WiseFn, 대신증권 Research & Strategy 본부

그림 11.에너지, 화학, 철강. 1/4 분기 실적이 정점



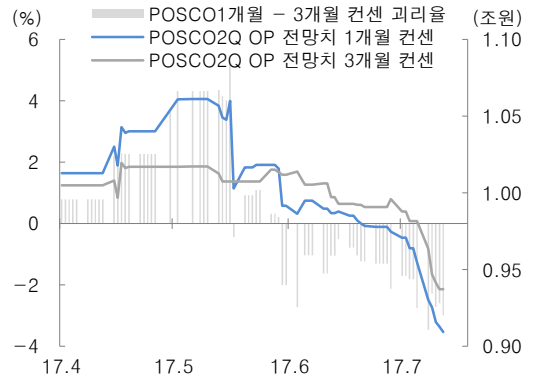
주: 1분기 영업이익은 확정치, 2/4분기 이후는 3개월 컨센서스  
자료: WiseFn, 대신증권 Research & Strategy 본부

그림 12.LG 화학. 실적 쇼크 가능성은 낮아졌지만...



자료: WiseFn, 대신증권 Research & Strategy 본부

그림 13.POSCO 2/4 분기 실적 예상치 하회 가능성



자료: WiseFn, 대신증권 Research & Strategy 본부

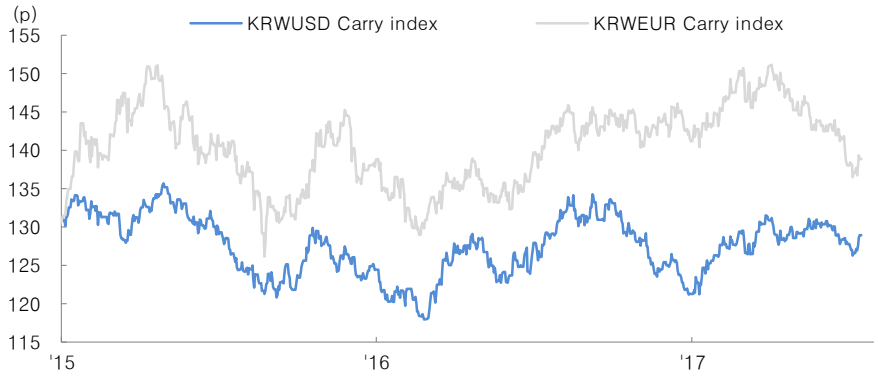
### 외국인 수급이 변할 수 있는 상황. Down Side Risk 경계감 유지

6월 이후 하락하고 있는 달러와 유로 캐리지수는 캐리트레이드 매력이 낮아지고 있음을 보여 준다. 외국인 순매수를 주도한 미국계와 유럽계 자금 흐름에 부정적인 요인이다. KOSPI 상승 동력이 약해질 경우 언제든 외국인 매매패턴이 변화할 수 있음을 시사한다.

7월들어 GEM 펀드로 자금 유입규모가 줄어들었고, 인도와 대만 주식시장에서 외국인 투자자들은 이미 순매도로 전환하고 있다. 아시아 신흥국 중 실적 기대감이 약화되고 있는 인도네시아 증시에서 외국인 매도는 강화되고 있다.

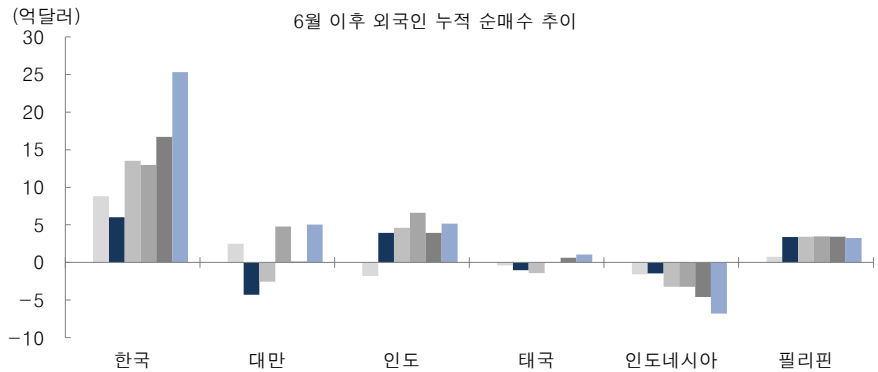
이번주를 계기로 KOSPI의 상승여력을 가늠할 수 있겠지만, Down Side Risk에 대한 경계감은 유지할 필요가 있다.

**그림 14. 주요 캐리지수(원화 룡, 캐리통화 숏) 추이**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research & Strategy 본부

**그림 15. 여타 아시아 신흥국 외국인 순매수 정체. 인도네시아는 매도 강화  
한국 기업실적 기대감 약화시 외국인 매매패턴 변화 가능성 높음**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research & Strategy 본부

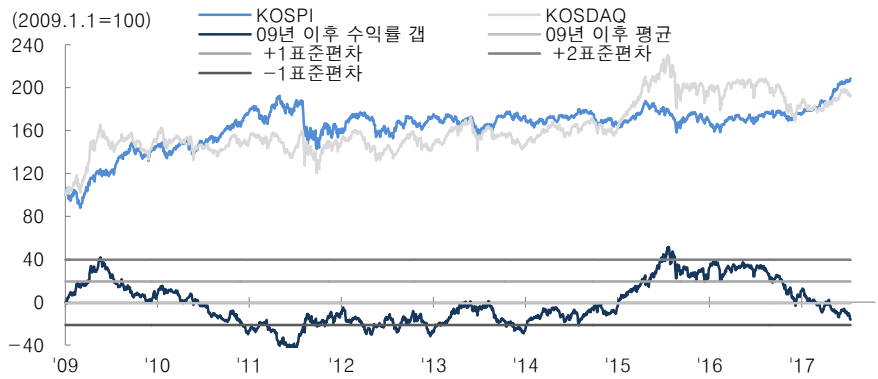


### 다음 순환매 대상은 KOSDAQ

KOSPI 사상최고치 행진의 중심에는 순환매가 있다. 이번주 본격적인 2/4분기 실적시즌과 함께 실적 기대가 더 강해지지 않는다면 KOSDAQ 시장에 단기 트레이딩 기회가 올 것으로 예상된다. 특히, 외국인 수급의 변화가 가시화될 경우 일부 대형주에 집중되었던 시장의 관심이 KOSDAQ로 이동하게 될 것이다. 자세한 이유는 다음과 같다.

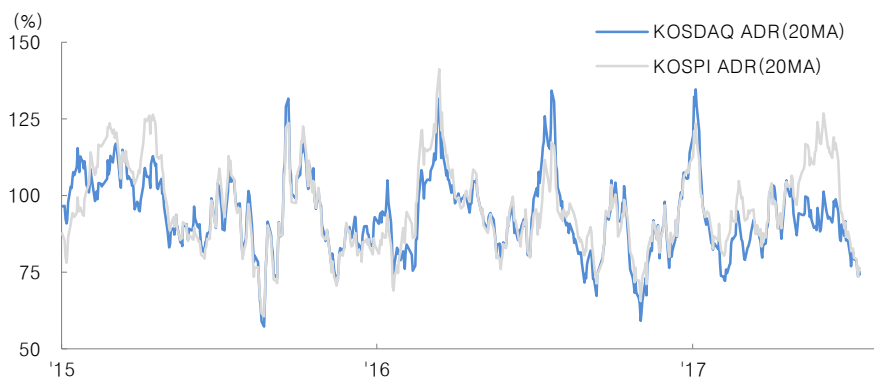
- 1) 한미 FTA 개정협상, 트럼프 탄핵 이슈 등 대외변수와 환율 변동성에 민감도가 낮다.
- 2) KOSPI와 KOSDAQ 간 수익률 갭은 2009년 이후 평균의 -1표준편차 수준에 근접할 정도로 KOSDAQ의 가격메리트가 높다.
- 3) 중소형주, KOSDAQ 2/4분기 실적시즌은 8월부터 시작된다. 당분간 실적불확실성에서 한 발 빗겨나 있다.
- 4) KOSPI, KOSDAQ ADR이 저점권에 도달했다. 향후 종목장세가 전개될 가능성을 시사한다.

그림 16. 가격메리트가 높아지고 있는 KOSDAQ



자료: WiseFn, 대신증권 Research & Strategy 본부

그림 17. KOSPI, KOSDAQ ADR 동반 저점권 진입. 향후 종목장세 전개 가능성



자료: WiseFn, 대신증권 Research & Strategy 본부

▶ Compliance Notice

---

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자 : 이경민)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research & Strategy 본부의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

---