



KIWOOM SECURITIES STRATEGY ANALYSIS



2023년 1월 31일 | 투자전략팀 2월 월간 전망

ASSET STRATEGY 자산전략

경제 김유미 02)3787-5161 helloym@kiwoom.com
주식전략 한지영 02)3787-5241 hedge0301@kiwoom.com
채권전략 안예하 02) 3787-5157 yhahn@kiwoom.com
퀀트 최재원 02)3787-0331 cjw5056@kiwoom.com
원자재 심수빈 02)3787-0332 sb.shim@kiwoom.com
시황/투자전략 김지현 02)3787-3761 jeehyun12@kiwoom.com



ASSET STRATEGY 자산전략

CONTENTS

2월 자산전략	3
1월 금융시장 리뷰	4
매크로 환경: 불확실성이 커진 경기 방향성	6
주식: 호재와 악재가 만들어내는 주가 탄성을 확인하는 시기	8
퀀트: 단기 급등 소화에 대비할 필요	11
채권: 통화 긴축 사이클 마무리, 시선은 어디로?	13
원자재: 상품가격, 숨 고르기	15
FX: 주춤해질 모멘텀	17
2월 주요 일정 정리	19

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

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

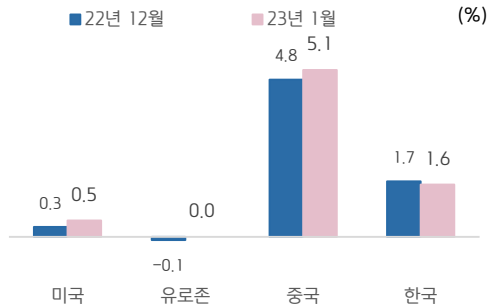
2월 자산전략

2월 금융시장은 뚜렷한 모멘텀을 갖고 방향성을 설정하기 보다는 상승과 하락 요인이 혼재 됨에 따라 레인지 안에서 등락을 보일 것으로 예상된다. 1월 금융시장 내 위험자산 선호 심리를 자극했던 중국의 리오프닝 수요 개선 기대와 연준의 금리 인상 속도 조절, 미국 경기 연착륙 기대 등 긍정적인 요인들이 선반영되었다. 하지만, 이들 요인들의 방향성을 바꿀만한 변수도 2월에는 제한적이다. 가격 변수들의 움직임이 제한적인 범위 안에서 등락을 보이며 방향성을 탐색하는 구간이 진행될 것으로 예상된다. 월초 금융시장 내 투자 심리의 개선이 좀더 이어질 수 있으나 월말로 갈수록 모멘텀이 악화되면서 위험자산 선호 심리는 주춤해질 것으로 보인다.

		방향성	2월 흐름 및 전략
주식	국내	→	☞ KOSPI 예상 레인지 2,250~2,550 pt. 외국인 수급에 힘입어 증시 하단은 견조하나, 상단은 매크로 이벤트를 확인하는 과정에서 제약될 전망 ☞ 스타일/섹터 전략: 저베타, 건강관리, 바이오
	해외	→	☞ 비달러화 주식 자산 매력에 유지되기 위해서는 FOMC 및 미국 경제지표 결과가 중요 ☞ 1월 중 주요국 증시의 단기간 급반등에 대한 월 중 되돌림 현상 출현 대비
채권	국내	→	☞ 국고 3년 3.25~3.50%, 10년 3.20~3.45% 전망. 금리 동결에도 추가 강세 제한될 전망 ☞ 전략: 금리 인상 마무리 단계라는 점에서 변동성 확대 시 매수 전략 유효
	해외	→	☞ 미 연준 속도 조절 등에 따른 추가 강세는 제한될 전망. 경기 연착륙 여부에 초점을 맞추며 등락 예상 ☞ 전략: 통화정책 불확실성이 남아있는 가운데, 경기 하강에 따른 장기채 분할매수 전략
원자재	유가	→	☞ 수요 개선 기대에도 OPEC+ 산유량 동결 등으로 공급 여건 변화 부재할 것으로 전망, 추가 상승 제한되며 유가 횡보 예상
	금	→	☞ 미 연준 긴축 강도 완화되나 달러 및 채권금리의 추가 하락은 제한될 것으로 보이는 만큼 금 가격도 보험권 등락 전망
FX	달러	→	☞ 연준 금리 인상 속도 조절 이어지나 어느정도 반영됨에 따라 모멘텀 부재로 보험권 등락 전망
	달러/원	→	☞ 달러/원 환율 역시 최근 급락 이후 방향성 탐색 구간이 진행됨에 따라 추가 하락은 제한되며 1,200 원대 초중반 등락 전망

1월 금융시장 리뷰

주요국 2023년 경제성장률 전망치 변화



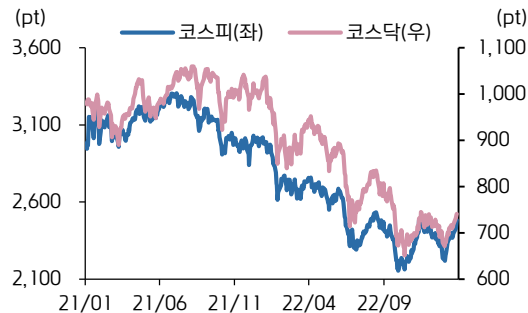
자산

리뷰

매크로

- ✓ 유럽 에너지 위기 우려 완화 및 예상보다 양호한 경제지표들이 발표되면서 미국과 유로존 경기 전망치 상향 조정
- ✓ 중국은 리오프닝 관련 수요 개선 기대로 상향 조정. 반면, 한국은 내수 위축 등에 1%대 성장 전망 지속

코스피 및 코스닥 주가 추이



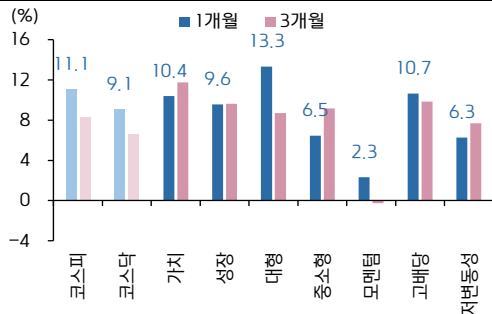
자산

리뷰

국내주식

- ✓ 1월 국내증시는 대형주를 중심으로 한 6조 가량의 외국인 대규모 순매수 유입, 삼성전자 실적 쇼크 이후 반도체 업황 저점 통과 기대감, 원/달러 환율 강세 등에 힘입어 상승
- ✓ 우호적 여건 속 개별기업 호재에 따른 순환매 장세 연출

월간 주요 스타일별 수익률 (1월 27일 기준)



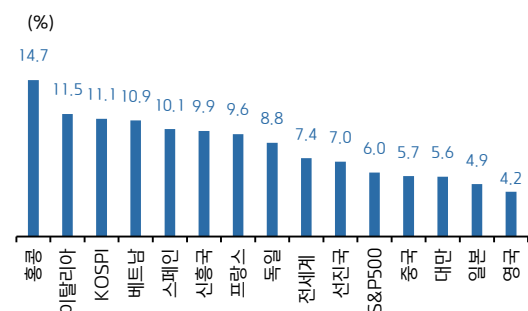
자산

리뷰

스타일

- ✓ 연초 이후 지속적으로 유입된 외국인의 매수세가 시총 상위 종목에 집중된 결과 대형주의 성과가 가장 우수
- ✓ 연초 배당 확대 기대감이 집중되며 고배당 및 가치 스타일의 강세를 이끌었고, 월 중반 이후 금리 인상 속도 조절 기대감이 반영되며 성장 스타일 또한 반등

월간 글로벌 주요 증시 등락률 (1월 27일 기준)



자산

리뷰

해외주식

- ✓ 글로벌 증시는 예상치에 부합한 미국 12월 CPI 결과, 미시간대 기대 인플레이 하락 등 물가둔화 시그널, 연준 긴축 속도조절 기대감 유입되며 강세
- ✓ 중국은 리오프닝 관련주 및 빅테크에 대한 정부의 규제완화 기대감으로 기술주 중심으로 강세

월간 국고채, 크레딧 금리 변화 (1월 27일 기준)	자산	리뷰
(bp) 국고채 공사 AAA 은행 AAA 여전 AA+ 회사 AA-	국내채권	✓ 1월 국고채시장은 강세 마감. 3~10년 구간 강세가 두드러짐. 금통위 이후 추가 인상 기대 약화되면서 중단기 구간 중심 강세가 두드러진 것 ✓ 크레딧 시장은 연초 자금집행 효과와 투자심리 안정 속에 강세. 상위 등급 중심으로 강세폭 강화
월간 주요국 국채 10년물 금리 변화 (1월 27일 기준)	자산	리뷰
(bp) 미국 영국 일본 독일 프랑스 캐나다 한국 호주	해외채권	✓ 글로벌 국채금리는 일부 신흥국 제외 대부분 하락. 미 연준 속도 조절 기대감 확산되면서 글로벌 금리 동반 하락 ✓ 한편, 일본 국채금리는 소폭 상승. BOJ가 정책 변화를 주지 않고, 무제한 채권 매입에 나서면서 상승폭이 제한되었지만, 월 중 10년물 금리 0.5%를 상회하기도 함
월간 주요 상품 가격 상승률 변화 (1월 27일 기준)	자산	리뷰
(%) 금 원유 곡물 농산물 에너지 WTI 백금 구리	원자재	✓ 금은 미 연준의 긴축 강도 약화 기대와 이에 따른 달러 및 미 채권금리 하락에 상승 ✓ 비철금속은 중국 제로코로나 정책 폐기에 따른 경기 개선 기대 속 상승. 또한 미 연준의 긴축 강도 완화 기대에 따른 달러화 약세도 비철 가격 상승 요인
월간 주요 통화 수익률 변화 (1월 27일 기준)	자산	리뷰
(%) 호주달러 브라질레알화 한국 원화 영국 파운드 중국위안 캐나다달러 유로 일본엔화 스위스프랑 달러	FX	✓ 미 달러는 연준의 최종금리 수준을 둘러싼 불확실성에도 불구하고 금리 인상 후반부 인식과 경기 침체 우려에 하락세 지속 ✓ 달러/원 환율은 달러 약세와 외국인 자금 유입 등에 1,200 원대 초반으로 하락 지속

매크로 환경

Economist 김유미
02) 3787-5161
helloym@kiwoom.com

▶ 불확실성이 커진 경기 방향성



매크로 환경은 경기 방향성에 대한 불확실성이 확대될 전망이다. 중국 리오프닝 수요 개선 기대와 코로나 확산 여부 우려가 함께 높아질 수 있고 미국은 심리 개선과 실물 지표 부진이 혼재. 유럽은 양호한 경제 지표가 ECB의 긴축 우려를 자극할 것으로 예상

1월 금융시장은 위험자산 선호심리가 확대되면서 경기에 대한 부정적인 시각이 완화되는 모습을 보였다. 중국 리오프닝 관련 수요 개선 기대감이 높아진 가운데 유로존 경기에 대해 낙관적인 시각이 확산되었다. 미국의 지표들은 혼재된 결과를 보였지만 물가 상승세 둔화와 양호한 노동시장 흐름은 연준의 긴축이 마무리될 것이란 전망과 더불어 경기 연착륙 기대를 강화시켰다. 물론, 한국에서는 4분기 경제성장률이 전분기 대비 역성장을 기록하며 대내외 수요 부진을 확인시켜주었지만 중국의 리오프닝은 관련 우려를 다소 완화시켜주는 모습을 보였다.

2월은 1월 중 금융시장에 긍정적으로 작용했던 매크로 여건들의 모멘텀이 주춤해지면서 이를 확인하는 기간이 될 것으로 예상된다. 기대가 높아졌던 만큼 이를 되돌림 하는 흐름이 일부에서 나타날 수 있지만 방향성을 바꿀 정도의 이벤트 역시 부재하다는 점에서 금융시장의 변동성은 제한적일 것으로 보인다.

우선, 중국에서는 리오프닝에 따른 수요 개선 기대는 지속될 것으로 보인다. 정부의 부양적인 정책 조치와 초과 저축에 따른 이연 수요 확대 전망 등이 이를 뒷받침해줄 것으로 보이며 춘절 연휴로 인하여 실물 지표 발표가 2월 중에는 부재한 만큼 지표의 부정적인 영향력도 제한적일 것이다.

다만, 춘절 연휴 이후 코로나19 재확산에 대한 우려 역시 커질 수 있다는 점에서 리오프닝 수요 개선 모멘텀이 1월에 비해 약화될 수 있다. 춘절 연휴 이동으로 인하여 농촌 지역을 중심으로 코로나가 확산될 가능성이 있으며 의료 시설이 취약한 만큼 이에 따른 부정적 여파 역시 클 수 있다는 점에서 관련 우려에 주목할 수 있다.

미국에서는 2월 초 FOMC(1/31~2/1)에서 기준금리를 25bp 인상하며 금리 인상 속도 조절 기대에 따른 모멘텀이 약화될 수 있다. 오히려 연준의장이 노동시장 내 인플레이션 경계를 높이며 최종금리 수준이 당초 전망대로 5% 이상이 될 수 있다는 주장을 내비칠 수 있는 만큼 연준발 통화정책 불확실성이 커질 여지도 있다.

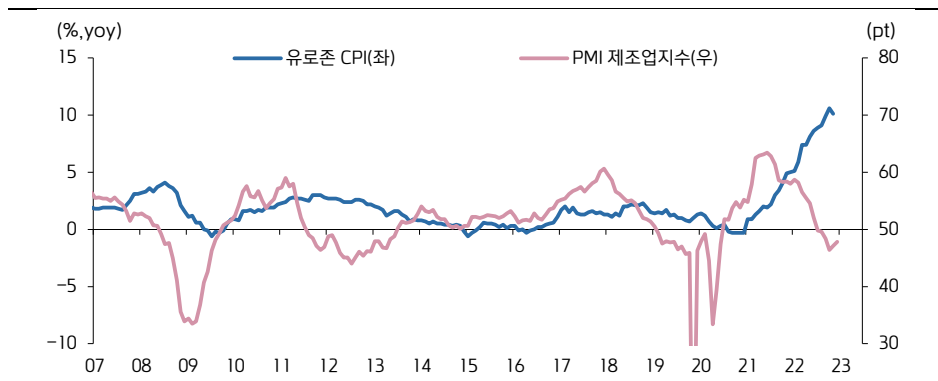
물론, 연준의 금리 인상이 후반에 접어든 만큼 지난 해와 같이 통화정책이 시장에 미치는 영향은 크지 않을 것이다. 하지만, 연준의장이 최종금리 수준이 5% 이상이 될 수 있다고 열어 둔다면 지표에 대한 시장의 민감도는 커질 수 밖에 없다.

2월에 발표되는 미국의 경제지표들은 혼재될 것으로 보고 있다. 1월 자산가격의 상승과 경기에 대한 우려의 시각이 완화되면서 가계의 소비 심리나 서비스업 부문의 체감경기가 개선될 수 있기 때문이다. 이는 경기 연착륙에 대한 기대를 강화시켜줄 수 있으나 반면에 ISM제조업지수 등 제조업 생산활동과 소매판매 등의 실물지표 부진이 지속된다면 경기 침체에 대한 우려 역시 완전히 해소되기 어려울 것으로 보인다. 2월에도 혼재된 지표로 인하여 경기 방향성을 둔 논란은 계속될 가능성이 높다.

한편, 유럽에서도 긍정적인 모멘텀은 주춤해질 수 있다. 최근 천연가스 급락과 함께 에너지 위기에 따른 우려가 완화되면서 유로존 경기에 대한 낙관적인 시각이 제기되고 있다. 서비스업 체감경기를 중심으로 지표 개선이 뒤따르고 있으며 중국의 수요 회복 기대는 유로존의 역외 수출에 우호적인 상황이다.

하지만, 유로존의 물가는 에너지 가격 하락에도 불구하고 여전히 높은 수준이며 근원물가의 오름세는 여전하다. 특히, 임금 인플레이션에 대한 우려가 높아지고 있음을 고려할 때 경제지표의 개선은 유럽중앙은행의 통화 긴축을 강화시킬 우려가 있다. ECB통화정책 회의에서 기준금리 인상이 50bp 수준이 유지될 것으로 보인다. 문제는 3월로 예정된 ECB의 양적 긴축 예정과 맞물리면서 시장금리 상승에 따른 재정 취약국들의 건전성 이슈 및 펀더멘털 우려가 제기될 수 있다. 특히, 이탈리아의 경우 국가부채가 높은 상황에서 금리 상승에 따른 부정적인 우려가 커질 수 있다. 따라서 2월에는 긍정적인 모멘텀이 주춤해지면서 위험자산의 상승 탄력이 약화될 수 있겠지만 방향성을 바꿀만한 요인들 역시 뚜렷하지 않다는 점에서 불확실성이 높아지는 구간이 될 수 있다.

유로존 제조업 PMI 지수와 소비자물가 상승률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주식

주식전략/시황 한지영

02) 3787-5241

Hedge0301@kiwoom.com

▶ 호재와 악재가 만들어내는 주가 탄성을 확인하는 시기



새해 이후 매크로 상 분위기가 급격히 호전됨에 따라 주요국 증시는 랠리 장세를 전개. 이후 랠리의 지속성은 그간의 매크로 기대감이 실체화 되는지 여부에 달려있으며, 2월 주식시장을 이를 확인하는 과정에서 작용, 반작용이라는 되돌림 현상이 수시로 출현할 전망

새해 들어 분위기가 변했다. 코스피, 나스닥 등 주요국 증시는 1월 한달 동안 약 10%에 달하는 강세를 연출하고 있다. 지난해 계단식 하락장을 겪어왔던 것에 대한 기술적인 주가 복원 성격도 큰 것은 사실이지만, 그간 시장의 하락을 유발했던 매크로 상 악재(연준 긴축, 인플레이션, 침체 등)들이 주가에 미치는 영향력이 축소된 것도 상당부분 영향을 미친 것으로 보인다. 지금 시장 참여자들의 심리는 기존의 악재성 재료들을 이제는 호재성 재료로 해석하고 있는 모양새이다. 1) 인플레이션은 하락하는 것이 당연하고, 2) 경기 둔화도 불가피하기에 연준도 더는 긴축하기가 어려운데다가, 3) 침체를 포함해 올해 잠재적인 악재들은 이미 예견된 것이므로, 더 이상 최악의 상황은 없을 것이라라는 심리 변화가 일어나고 있는 듯 하다.

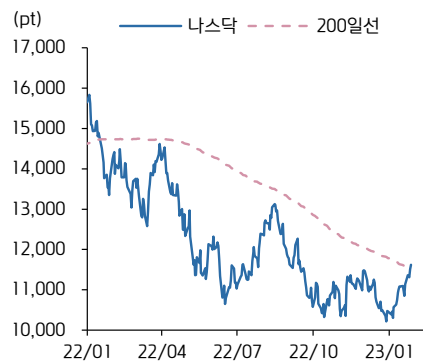
이러한 긍정적인 심리 변화에 힘입어 코스피, 나스닥 등 대표 주가지수들은 지난해 내내 상향 돌파에 실패했던 중장기 추세선인 200일선을 상향 돌파하는 기염을 토했다. 지금의 좋은 분위기를 2월에도 이어갈 수 있을 것이라는 자신감도 개선되고 있지만, 동시에 1월의 급등이 마지막 불꽃이 아닐까하는 불안감도 공존하고 있다.

코스피와 200일선



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

나스닥과 200일선



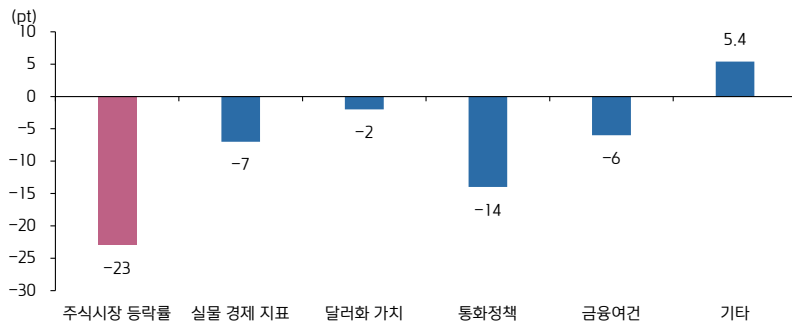
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2월에도 자신감과 불안감은 공존할 것으로 보이며, 이들 중 어떤 것이 실체화 될지 여부는 3월에 가서야 확인을 할 수 있는 만큼, 2월 주식시장은 이 같은 대기 심리를 반영하면서 박스권 흐름을 보일 것으로 전망한다. 그 이유는 다음과 같다. 지난해 선진국 주식시장(-23%)의 하락 요인을 분해해보면, 통화정책(-14%p), 실물경제지표(-7%p), 금융여건(-6%p) 순으로 높은 비중을 차지했다. 여기서 최근 증시 반등의 주요 동인은 통화정책과 관련된 기대감이었던 만큼, 이러한 시장의 기대와 연준의 판단이 일치하는지가 관건이다. 일단 (극초반이긴 하나) 2월 1일 예정된 FOMC는 매파적일 가능성이 높기에, 회의 직후에 주가 변동성은 확대될 것으로 판단한다. 하지만 이미 시장에서는 인플레이션 하락, 경기 지표 둔화 등 데이터를 근거로 상반기 금리인상 중단 및 연내 금리인하를 상정하고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 따라서, 3월 FOMC에서 경제 전망과 점도표 상 연준의 시각 변화를 확인하기 전까지는 시장에서도 2월 FOMC 결과(매파 or 비둘기파 여부 상관없이)를 주가에 완전히 반영하지 않을 것으로 보인다.

통화정책뿐만 아니라 경제지표 관점에서도 확인 작업이 필요하다. 최근 미국 증시 대비 유럽, 아시아 증시가 상대적으로 흐름이 좋았던 것도, “미국 경기 취약 vs Non 미국 경기 개선”이라는 차별화된 경기 모멘텀에서 기인했다. 이는 달러화 자산 대비 비달러화 자산(달러화 약세) 매력도를 높였지만, 2월 중 예정된 미국 경제 데이터의 결과에 따라, 이들 자산간 매력도가 바뀔 수 있다. 삼성전자, LG에너지솔루션 등 국내 주요기업 어닝쇼크 이후 주가 반응에서 유추해볼 수 있듯이, 부진한 4분기 실적시즌 진행에도 증시가 견조한 것도 같은 맥락이다. 매크로 상으로 더 이상 추가 악재는 없을 것이라는 기대감이 주가 펀더멘탈에 긍정적인 영향을 줬지만, 반대급부 현상이 출현할 가능성도 대비할 필요가 있다. 또 1월 한달동안 코스피에서만 약 7조원가까이 하고 있는 외국인의 공격적인 순매수 배경도 1) 한국 증시에 대한 지나치게 낮은 투자 비중 이외에도 2) 한국 포함 아시아 및 신흥국 향으로 유입되는 기계적인 수급” 영향도 컸다. 1)의 요인은 아직 크게 변한 것이 없고, 당분간 급변할 확률이 크지 않으나, 2)의 요인 변화로 인해 순매수 강도가 2월 중 약해질 여지가 있다고 판단한다.

이처럼 2월 주식시장은 기대감이 실체화 되는 국면에 돌입하면서 월 종순까지 변동성 장세가 전개될 것으로 전망한다. 그 과정에서 1월 중 주가 반등이 거뒀던 성장주, 대형주들의 주가 되돌림 현상이 나타날 수 있으며, 위험관리 차원에서 사이즈 측면에서는 중대형주, 스타일 및 업종 특면에서는 저베타, 건강관리, 자본재 중심으로 대응한 것을 추천한다(2월 코스피 예상 레인지 2,250~2,550pt)

2022년 선진국 주식시장의 수익률 분해: 중앙은행의 긴축 통화정책이 하락의 주요 동인



자료: 노무라, 키움증권 리서치센터

미국, 유로존, 중국의 경기 서프라이즈 지수: 향후 미국 경기 모멘텀의 반등 여부가 관건



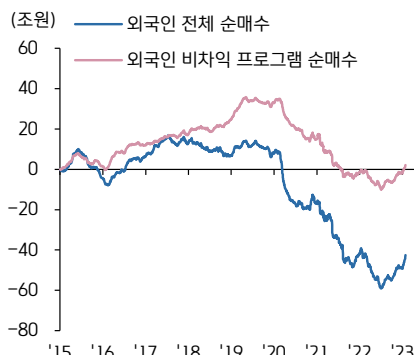
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

외국인 코스피 지분율은 역사적 평균 큰 폭 하회



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

최근 순매수 성격도 지나친 비중 축소에 따른 기계적인 성격이 강해



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

▶ 단기 급등 소화에 대비할 필요

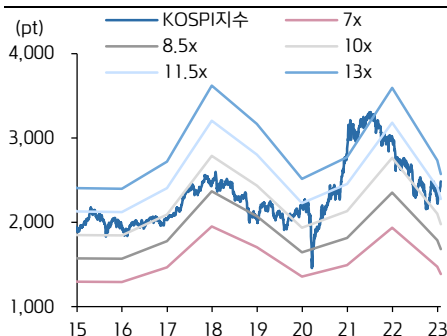


연초 이후 외국인의 우호적인 수급 여건으로 대형주 중심의 반등 탄력이 높았음. 다만, 4분기 어닝 시즌 동안 시장 전망을 하회하는 결과 발표로 이익 전망의 하향 조정이 동반되며 밸류에이션 부담 가중. 단기 급등 소화 과정이 예상되는 만큼 밸류에이션 수준 점검 필요

연초 이후 코스피는 1월 한달 동안 11.07%(1/27일 기준) 상승했다. 이는 2010년 이후 월간 수익률 기준으로 14.3% 상승한 '20년 11월 다음으로 두 번째로 높은 수준이다. 글로벌 경기 침체에 대한 우려가 상존하고 있지만, 중국을 중심으로 한 신흥국의 경기회복이 빠를 것이라는 기대감 그리고 연준의 금리 인상 속도 조절에 대한 예상 등이 반영되며 외국인의 강력한 순매수 흐름이 이어진 것이 그 배경이다.

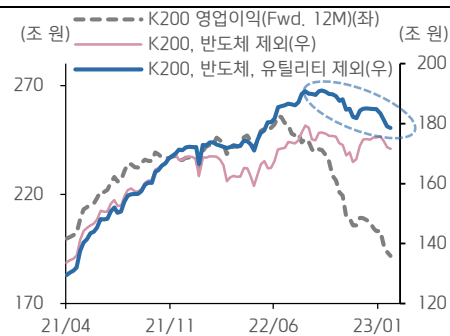
다만, 증시 전반적으로 시장 컨센서스를 하회하는 4분기 실적 발표가 잇따르는 가운데, 어닝 쇼크에 따른 실적 전망 하향 조정이 동반되며 연초 203조원 정도로 전망되던 코스피200의 선행 12개월 영업이익은 현재 192조원까지 낮아졌다. 특히 최근 실적 전망 상향/하향의 양극단에 있는 유틸리티 업종과 반도체 업종의 변화를 제외하더라도 여타 업종들 또한 뚜렷하게 실적 전망의 하향이 나타나고 있다는 점은 경계감을 높이는 배경이다. 주가의 단기 급등 그리고 실적 하향이 동반된 결과 코스피 PER(Fwd. 12M)는 12.56배(1/27)까지 상승하기도 했고, 이는 '21년 4월 이후로 가장 높은 수준이다.

코스피, 선행 12개월 PER 밴드



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

코스피 200, 선행 12개월 영업이익 전망



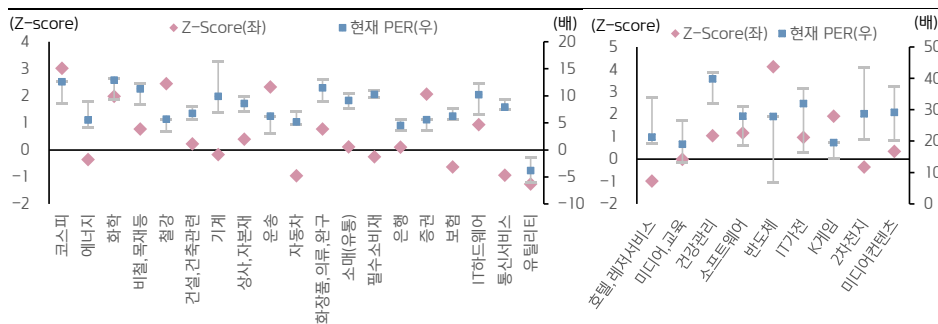
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

한편, 지난 1월은 4분기 어닝시즌이었음에도 불구하고, 글로벌 경기 침체 우려에 따른 실적 눈높이 재조정이 불가피하다는 점이 알려져 있던 만큼 부진한 실적 발표에도 주가는 연동되지 않는 모습을 보였다. 그보다는 급속도로 개선된 수급 여건에 힘입어 그간 낙폭이 컸던 종목들을 중심으로 반등 탄력이 강하게 나타났던 점이 주된 특징이었다. 특히 그간 낙폭이 과도했던 성장주들은 여타 종목군에 비해 반등 탄력이 가장 높았다.

오는 2월에도 신흥 증시의 훈풍을 이끈 외국인의 수급 여건은 비교적 우호적 흐름을 보일 것으로 예상되고, 이러한 환경은 상대적으로 중대형 스타일 중심의 대응 유인을 높이는 배경이다. 다만, 연초 이후 빠른 속도의 주가 반등이 연출된 영향으로 세부 업종별로 밸류에이션 부담이 고조된 곳들이 늘어났다. 최근 1년 동안의 PER(Fwd. 12M)을 기준으로 표준화 점수를 살펴보면, 반도체 업종을 비롯해 철강, 운송, 증권 등의 업종은 최근 1년 기준으로 실적 대비 주가 밸류에이션 부담이 고조되었다.

반면, 최근 1년 동안의 PER(Fwd. 12M) 대비 밸류에이션 부담이 높지 않은 업종 중에서 관심을 가져볼 만한 업종으로는 기계 및 자본재, 건강관리, 필수소비재 등이 있다. 해당 업종들은 시장 전반에 비해 최근 1년 간의 밸류에이션 부담이 높지 않고 또한 올 상반기 실적 성장이 예상되는 소수의 업종들 중 하나이다. 연초 이후 매크로 불확실성 완화로 인해 실적의 설명력이 높지 않은 구간이지만, 단기 급등을 소화하는 과정에서 중대형주 중심의 업종간 순환매에 따른 변동성 구간이 예상되는 점은 밸류에이션 부담이 적고, 실적 안정성을 겸비한 해당 업종들에 우호적인 환경을 제공할 것으로 전망한다.

코스피 업종/테마별 최근 1년 PER(Fwd. 12M) 기준 Z-score



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

채권

채권 안예하
02) 3787-5157
yhahn@kiwoom.com

▶ 통화 긴축 사이클 마무리, 시선은 어디로?

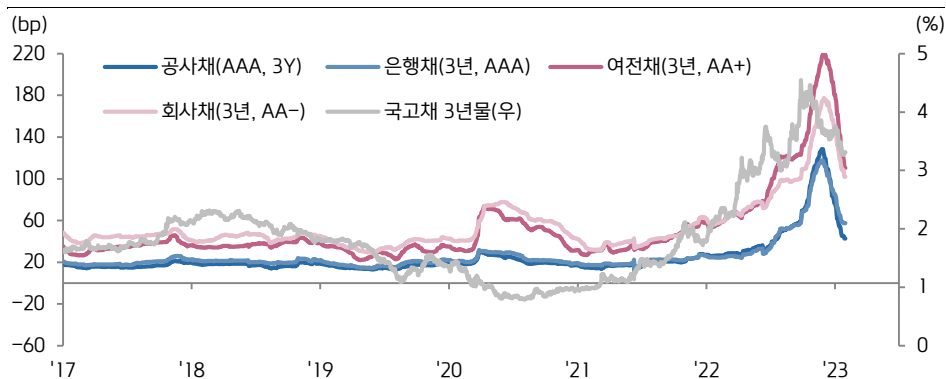


2월 채권시장은 보험권 예상, 2월 미 연준 FOMC와 한국은행 금통위 등의 통화정책 이벤트 영향을 받을 것. 미 연준의 매파적 스탠스 유지 속 한국은행의 금리 동결에 따라 혼재된 지표와 정책에 따라 1월 강세폭은 진정될 전망

2월 채권시장은 2월 미 연준 FOMC와 한국은행 금융통화위원회 등 통화정책 영향을 받는 가운데 경기 연착륙 여부를 둔 변동성에 보험권 등락을 예상한다. 통화 긴축 사이클 마무리 단계라는 인식에 따라 매수세가 유입될 수 있지만, 연내 금리 인하 기대까지 반영된 상황에서 금리 인하 기대가 되돌려질 수 있는 가능성이 있기 때문이다.

1월 중 채권시장은 크레딧 시장까지 온기가 확대될 정도로 강세가 두드러졌다. 한국은행 1월 금통위 이후 추가 인상이 제한될 것으로 예상되면서 매수세가 확대되었다. 한국은행은 3명의 위원이 3.75%까지 열어둬야 한다고 언급했지만, 이후 한은 총재의 외신 간담회에서의 비둘기 발언이 시장 매수세를 강화시켰다. 뿐만 아니라 연초 자금집행이 진행된 가운데, 빠르게 금리가 하락하면서 기관의 매수세가 강화된 것이다. 작년 연말과는 분위기가 완전 반전된 것이다. 공사채 등 상위 등급 크레딧 스프레드는 빠르게 작년 7월 수준으로 복귀했고, 여전채, 회사채 스프레드 또한 작년 10월 수준으로 돌아서면서 심리가 일부 안정된 모습이 나타났다.

한국 크레딧 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

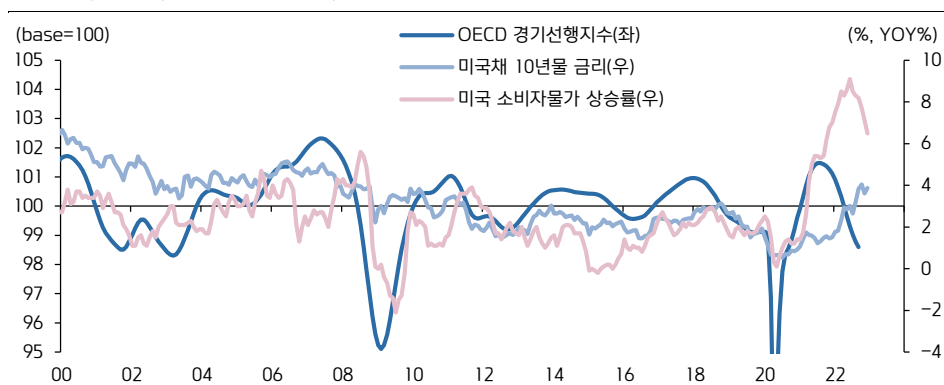
현재 레벨은 연말 금리 인하 가능성까지 반영한 금리 레벨이다. 물론 향후 경기 하강 압력이 예상됨에 따라 현 수준의 금리 레벨이 낮아지는 방향성은 적절하다. 다만 이제 중요한 것은 금리 인하 시의 레벨이며, 금리 인하 기대가 어느 정도까지 확대되는 지에 따라 현재 레벨에서 추가 강세로 이어지는지 아닌지 여부가 결정될 것이다.

현재 레벨에서 추가 강세 여부는 경기 경착륙, 연착륙 여부로 결정될 것이다. 고금리 상황이 지속됨에 따라 경기 경착륙 우려가 높기도 하지만, 연착륙 가능성도 부각되고 있다. 특히 수출 마이너스 성장세가 이어지고 있지만, 일부 중국에서의 리오프닝 수요 등에 따라 경기 하강이 제한될 것이라는 기대도 작용하고 있는 것이다. 뿐만 아니라 미국 고용시장이 여전히 견조한 점도 경기 하강의 속도를 완만하게 만들 수 있는 요인이다.

그 가운데 미 연준 등은 금리 인상 속도 조절에 나서겠지만 인하 가능성을 약화시키는 매파적인 스탠스를 유지할 것으로 보인다. 기대인플레이 반등을 자극하지 않기 위해서는 계속해서 매파적인 스탠스 유지가 필요하다. 한국은행 또한 지난 1월 금통위에서 통방문은 비둘기적으로 변화를 주었음에도 3.75% 가능성을 열어둔 것은 결국 이를 의식한 정책 결정이었다고 본다.

결국 최종 금리 수준에 대한 불확실성과 경기 경착륙 여부 등을 판단하는 과정에서 시장금리 수준은 현재 레벨에서 더 낮아지는 것은 제한적이라고 전망한다. 반대로 실제 최종금리 수준이 높아지더라도 경기 하강 압력은 여전히 유효하다는 점에서 금리 상방 여력도 제한적이다. 이를 감안하면 매파적인 2월 FOMC 이후에도 시장금리는 박스권 등락이 예상된다.

OECD 경기 선행지수와 미국 물가, 미국채 금리 추이



자료: OECD, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

원자재

원자재 심수빈

02) 3787-0332

sb.shim@kiwoom.com

▶ 상품가격, 숨 고르기

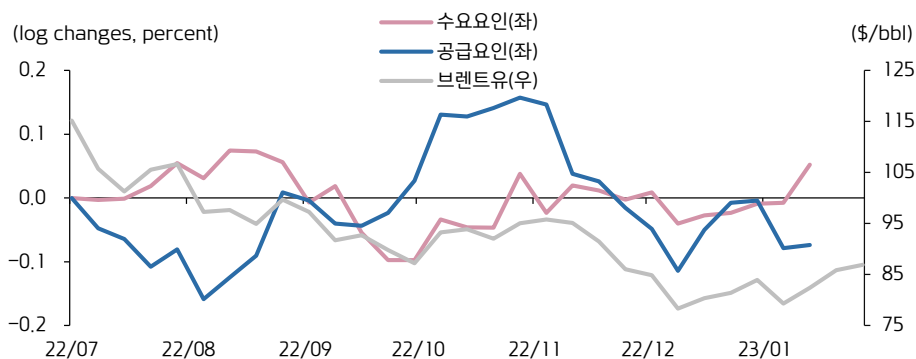


2월 국제유가는 배럴당 80달러 내외의 흐름 이어갈 것으로 예상. 중국 수요 개선 기대로 유가가 1월 초 낙폭을 모두 회복했고, OPEC+ 등 주요 산유국의 공급 여건에도 큰 변화가 부재할 것으로 보이기 때문이다.

1월 초 국제유가는 수요 불안 속 하락 출발했으나, 수요 불안이 완화되며 월중 낙폭을 축소했다. 중국 제로 코로나 정책 종료로 향후 중국 경기 개선 기대가 높아지고, 미국의 12월 고용지표가 견조하게 발표되며 미 경기침체 우려도 완화되었기 때문이다. 또한 미국의 12월 소비자물가 상승률의 둔화세가 이어지면서 물가 상승 압력이 약화되자, 미 연준이 금리 인상 속도를 재차 늦출 것이라는 전망이 높아졌고 이에 달러가 약세를 보인 점도 유가 상승 요인으로 작용했다.

2월 중에도 유가의 상승세가 이어지기 위해서는 수요 개선에 대한 기대가 확대되고 공급 여건의 변화도 발생해야 할 것으로 예상된다. 그러나 2월 1일(현지시간) 진행되는 OPEC+ 장관급 감시위원회 회의에서 산유량 변화가 발생할 가능성은 낮아 보인다. 최근 중국 수요 개선 기대 속 유가가 배럴당 80달러 선을 회복했고, 12월 초 서방국가가 러시아산 원유에 대한 유가 상한제 시행을 발표했으나 12월 러시아 원유 생산량에 큰 변화도 부재하기 때문이다.

브렌트유와 최근 유가 변동 요인 분해



자료: Bloomberg, Federal Reserve Bank of New York 키움증권 리서치센터

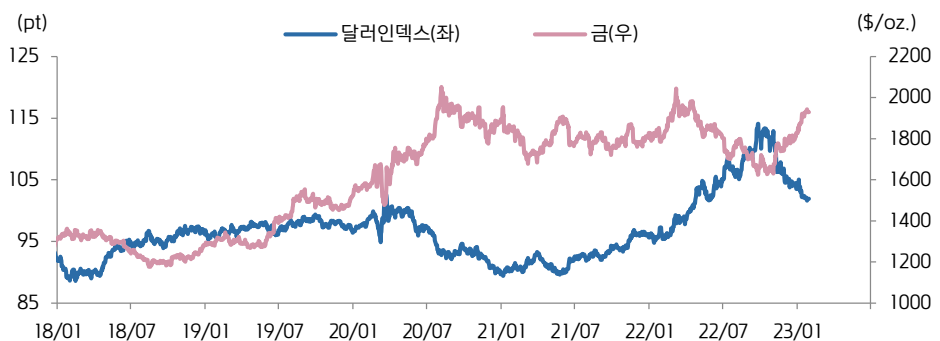
또한 미국의 산유량도 큰 변화를 기대하기 어렵다. 지난해 하반기부터 유가가 하락하기 시작하면서 미국 베이커휴즈 시추공수 증가세는 주춤한 상황이고, 미국 에너지정보청(EIA)은 미국의 산유량이 완만한 증가세를 이어갈 것이라는 기존 전망에 변화를 주지 않고 있다.

물론 중국 수요 개선 기대는 긍정적이나 관련 내용은 지난해 하반기부터 발표된 주요 에너지기관의 2023년 수요 증가 전망치에 반영된 내용이었던 만큼, 1월 주요 에너지기관의 수요 증가 전망치에 큰 변화는 부재했다. 더욱이 관련 내용으로 유가가 1월 초 낙폭을 빠르게 축소할 만큼 관련 내용은 현재 유가에 어느정도 반영되어 있는 것으로 판단한다. 따라서 2월 유가의 추가 상승은 제한될 것으로 보이며 계속해서 배럴당 80달러 내외의 흐름을 이어갈 가능성이 높다.

한편, 금은 2월 중 추가 상승이 제한되며 횡보할 것으로 예상된다. 1월 금 가격의 상승 요인을 살펴보면, 미국 12월 소비자물가 상승률이 둔화세를 이어가면서 미 연준의 금리 인상 폭이 재차 축소될 것이라는 기대가 높아지고, 이에 달러 약세 및 미국 채권 금리 하락이 동반되었기 때문이다.

그러나 12월 미국 물가 지표 발표이후 금융시장이 전반적으로 강세를 보이는 등 금융시장은 미 연준의 금리 인상 속도 조절을 선반영하는 모습을 보였다. 이에 이번주 FOMC에서 미 연준이 정책금리를 25bp 인상하며 금리 인상폭을 축소하더라도 금융시장에 미치는 영향은 크지 않을 가능성이 높다. 이에 2월 중 달러화 및 미 채권 금리의 추가 하락이 제한된다면, 금 가격의 추가 상승도 어려울 것으로 예상된다.

최근 금 가격과 달러인덱스 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

FX

Economist 김유미
02) 3787-5161
helloym@kiwoom.com

주춤해질 모멘텀

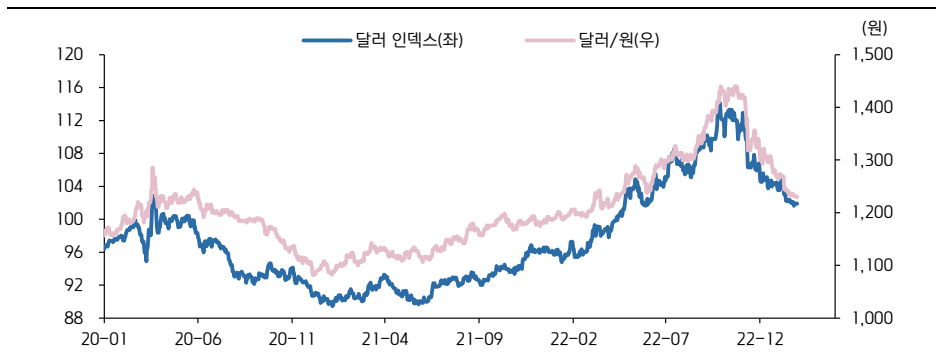


2월 외환시장은 뚜렷한 방향성 보다는 횡보하는 흐름 전망. 현재 방향성을 바꿀만한 요인은 크지 않지만 추가적인 모멘텀도 강하지 않음에 따라 최근 이어진 달러 약세/원화 강세 흐름은 제한적인 수준에서 머물 것으로 예상

1월 외환시장도 달러 약세와 원화의 강세 흐름이 지속되었다. 다만, 지난해 4분기에 비해 변동성이 축소되면서 기울기는 다소 완만해졌다. 12월 미국 소비자물가와 시간당 임금상승률 둔화로 더욱 강화되었고 이는 2월 FOMC 25bp 금리 인상과 조기 인상 중단 기대로 이어지며 국채금리의 하락과 달러 약세로 나타났다. 물론, 미국 경제지표들이 혼재되면서 경기 방향성을 두고 논란이 확대되었지만 경기 연착륙에 대한 기대가 높아지면서 금융시장 내 위험자산 선호 심리를 자극하는 요인으로 작용하였다.

미국의 성장 둔화와 달리 중국과 유로존에서는 긍정적인 경기 시각이 높아지면서 자국 통화의 강세를 이끌었다. 중국은 제로코로나 정책 완화로 리오프닝 수요 개선 기대감이 확대되었다. 이에 중국으로의 해외 자금 유입이 확대되었고, 신흥시장에 대한 투자 심리가 크게 개선되었다. 중국 수요 개선 기대는 자연스럽게 유로존 경기에 대한 긍정적 시각으로 이어졌다. 특히, 유로존은 천연가스 급락과 따뜻한 날씨로 인하여 에너지 위기에 따른 우려가 완화되었고 이후 낙관적인 경기 시각이 점증하면서 유로화의 강세가 지속되는 상황이다.

미 달러인덱스와 유로/달러 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2월에는 달러를 비롯한 주요 통화와 원화의 변동성이 축소되며 좁은 레인지에서 등락을 보일 것으로 예상된다. 현재 달러 약세 흐름을 바꿀만한 특별한 요인은 제한적이다. 2월 FOMC에서 연준은 기준금리를 25bp 인상하며 지난 해 12월보다 금리 인상폭을 축소시킬 것으로 보인다. 시장에서 예상하는 수준으로 만약 크게 벗어나지 않는다면 달러에는 약세요인으로 작용할 수 있다.

하지만 연준의장은 노동시장의 양호한 흐름과 임금 인플레이션을 경계하며 매파적인 태도 역시 유지할 것으로 보인다. 미국 기준금리의 최종금리 수준을 5% 이상 열어둘 경우 금융시장에서는 이후 발표되는 물가와 고용 지표에 민감도를 계속 높여갈 것으로 보이는데 이에 연동해 달러도 등락을 반복할 수 있다. 특별히 방향성을 바꿀 수 있는 부분은 아니지만 추가로 약세 강도를 높이기에도 모멘텀이 제한적인 상황이다.

유로화의 강세 역시 주춤해질 수 있다. 유럽중앙은행은 50bp 금리 인상을 단행하며 매파적인 태도를 열어둘 것으로 예상된다. 하지만 3월 ECB의 양적 긴축이 예정되어 있는 만큼 ECB의 통화 긴축은 유로화에 강세 요인으로 작용할 수 있지만 이로 인한 시장금리의 상승과 노출도가 높은 재정 취약국의 펀더멘털 우려도 키울 수 있다. 이는 유로화의 강세를 제약할 수 있는 만큼 방향성을 뚜렷하게 설정하기 어려워 보인다.

중국의 역시 리오프닝에 따른 수요 개선 기대와 춘절 연휴 코로나19 재확산 우려가 상충되면서 위안화의 강세가 주춤해질 여지가 있다. 전반적으로 모멘텀이 뚜렷하지 않음에 따라 달러를 비롯한 주요 통화의 움직임이 제한적일 수 있으며 이를 고려할 때 원화 역시 1,200원 초반에서 추가적으로 하락폭을 확대하기 보다는 방향성을 탐색하는 구간이 뒤따를 것으로 보인다.

달러/원 환율과 달러/위안 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

17 주 금 4Q
① 2월 3일

18 주 금 4Q
① 2월 3일

19 주 금 4Q
① 2월 3일

20 주 금 4Q
① 2월 3일

21 주 금 4Q
① 2월 3일

22 주 금 4Q
① 2월 3일

23 주 금 4Q
① 2월 3일

24 주 금 4Q
① 2월 3일

25 주 금 4Q
① 2월 3일

26 주 금 4Q
① 2월 3일

27 주 금 4Q
① 2월 3일

28 주 금 4Q
① 2월 3일

29 주 금 4Q
① 2월 3일

30 주 금 4Q
① 2월 3일

31 주 금 4Q
① 2월 3일

[illegible]