

Market Comment

Strategy 변준호 02) 6915-5670 / ymaezono@ibks.com

3월 기대감 지속, KOSPI 상단 상향

1. 3월 FOMC 금리 동결 예상되나, 매파적 리스크는 제한적

KOSPI는 연초 급등 이후 단기 과열 해소 필요성에 따라 높은 변동성을 보이고 있다. 다만, 단기 과열 해소를 위한 숨고르기 국면이 일단락된 이후에는 재차 3월 기대감을 반영하며 재 상승 기조를 보일 전망이다. 3월 기대감으로 인해 2월 숨고르기 국면에서도 조정 폭은 크지 않을 것으로 예상되고 조정 시 매수 전략이 유효하다고 판단된다.

먼저 3월 FOMC에서는 차기 연준 의장 케빈위시 지명 이후 매파적 스탠스에 대한 우려가 높아지고 있으나 중립적 동결이 예상된다. 1월 고용과 물가 상황만 놓고 보면, 고용은 시장의 우려보다 반등하는 수치가 나왔고 물가는 예상 외로 안정화되는 모습이 전망된다.

1월 비농업부문 신규 고용자수는 6.8만명 수준에 그칠 것으로 전망됐으나, 13만명으로 발표되며 서프라이즈를 기록했고 실업률은 4.3%를 기록하면서 전월대비 0.1%p 하락했다. 1월 고용 호조에는 작년 하반기 연속된 금리 인하와 연말 미국 증시 랠리에 따른 경기 심리 개선이 주된 영향을 미쳤던 것으로 추정된다. 특히 1월 ISM 제조업지수 서프라이즈가 그 대표적인 예이다. 세부적으로는 헬스케어 부문이 1월 고용 개선을 주도한 것으로 보여진다.

1월 고용 지표 호조로 미국 고용 시장에 대한 우려가 단기적으로 완화될 전망이다. 좀 더 큰 그림에서는 미국 고용 시장의 둔화가 일관되게 진행되고 있는 것으로 보인다. 미국 고용시장을 대변하는 미국 고용여건지수는 지속적으로 하락하고 있다. 1분기 금리가 동결되고 2분기부터 재차 고용 시장 둔화 가능성이 열려 있다. 여기에는 연말 쇼핑 시즌 이후 모멘텀 둔화 가능성, 계속되는 높은 금리 수준, AI로 인한 생산성 증가에 따른 채용 둔화, 미국 기업들의 해고 증가, 이민 통제 등이 영향을 미치고 있는 것으로 보인다. 특히 미국 1월 기업 감원 규모가 YoY 118% 폭증하면서 1월 기준으로 2009년 이후 최대 규모를 나타냈다. 다만, 보통 감원 계획이 연초에 많이 나타나는 경향이 있기 때문에 1월 수치만으로는 판단은 쉽지 않다. 계절적 영향인지 경기에 대한 비판론의 반영인지 2~3달 추이를 더 살필 필요가 있다.

13일 금요일에는 1월 물가 지표가 발표된다. 1월 CPI는 2.5%로 12월 2.7%대비 낮아질 전망이다. MoM으로는 0.3%로 동일하게 전망되고 있다. Core CPI는 12월 2.6%에서 1월 2.5%로 역시 낮아질 것으로 예상되고 있다. 시장의 예상과 같이 물가가 둔화되는 쪽으로 발표될 경우 연준의 금리 인하 기대감은 더욱 높아질 전망이다. 이와 같은 흐름은 26년 상반기 3% 혹은 그 이상의 높은 물가를 전망했던 작년의 우려보다는 낮은 수치다. 다만, 기본적인 관세 영향과 이례적인 1월 원자재 가격 상승으로 인해 예상보다 높은 물가 압력이 발생했을 수도 있어 시장의 예상치를 상회하는지 여부를 살필 필요가 있다.

작년 하반기 미국이 적극적인 금리 인하 기대와 자산 시장 상승 효과 등으로 역대급 성장률을 달성하면서 단기적인 금리 인하 명분은 떨어진 상황이다. 미국은 작년 3분기 4.4% 급성장한데 이어 4분기에도 2.3% 성장했다. 올해 경기 리스크도 크게 부각되지 않고 있는 만큼 3월 금리 인하 가능성은 낮아 보인다. 다만, 2분기 미국 고용 둔화가 재차 확인될 수 있다는 점과 물가 안정화 흐름 나타나며 2분기 금리 인하 기대감은 재차 높아질 수 있다. FedWatch에서 현재 3월 금리 인하 확률은 약 6%로 매우 낮으나, 6월 인하 확률은 59%로 반영되고 있고 연내 2회 인하 가능성은 계속 반영 중이다.

2. 3월 주주 총회 기대감

이번 3월 주주총회는 작년까지의 흐름에서 변화된 상법 개정안의 일정 부분이 녹여져 반영될 전망이다. 상법 개정안의 실제 시행 여부는 하반기와 내년 주주총회에서 본격적으로 반영되겠지만 그 전에 여러 정관을 변경 및 대거 상정하며 사전 정비하는 과도기적 성격이 투영될 것으로 예상된다. 기존의 다소 절차적인 형태의 주주총회보다는 향후 기업들의 주주 친화적 행보를 미리 가늠해 볼 수 있는 형태의 주주총회로 변화된 모습이 예상된다.

이와 같은 기대감이 작년 하반기부터 선제적으로 반영되어 온 측면이 있어 전체적인 지수 상승을 견인하는 힘은 크지 않을 수도 있으나, 실질적이고 적극적인 주주 친화적 정책들이 언급되는 기업들을 중심으로 재차 주주 환원 기대감이 반영될 것으로 예상된다. 따라서, 본 이슈는 배당 증가, 자사주 매입 및 소각 확대 기업들을 중심으로 추가 랠리를 만들어낼 수 있는 3월 기대 요인이 될 전망이다. 보통 주주총회 대부분이 3월 중하순에 개최되는 만큼 3월 내내 본 이슈가 긍정적으로 반영할 가능성이 크다고 판단된다.

3. 3월 이익조정비율(ERR, FY1 기준) 상승 기대감

3월에는 보통 이익조정비율이 상승하면서 실적 기대감이 올라오는 시즌이다. 연초에는 기업들이 4분기 기업 실적을 발표하면서 보통 비용을 처리하고 어닝 쇼크를 낸다. 그리고 이를 기반으로 애널리스트들은 1~2월 실적 전망을 하향한다. 하지만 3월 들어 다시 어닝センチ먼트는 개선되는 효과를 나타낸다. 이는 4분기 실적 Miss에 일회성 요인이 반영되는 경우가 많고 그로 인해 과도하게 실적 하향 조정이 나타났을 수 있기 때문이다.

이와 같은 흐름은 보통 3월 이익조정비율의 상승 흐름을 이끌고 그와 같은 3월 이익조정비율의 상승은 4월에 발표되는 1분기 실적을 어닝 서프라이즈로 만든다. 2019년 이후로 코로나 패닉이 극심했던 2020년 3월, 반도체 불황이 극에 달했던 2023년 3월을 제외하고는 2월말대비 3월말 이익조정비율이 모두 상승했다. 2023년 3월 수치는 2월 수치대비 소폭 하락한 만큼 실질적으로 코로나 국면을 제외했을 때 3월에 이익조정비율이 의미 있게 하락한 사례는 없다고 봐도 무방하다.

이익조정비율은 중요한 어닝センチ먼트 시장의 방향성과 유사한 경우가 상당히 많아 시장 예측 지표로 유용하다. 그래서 3월 이익조정비율의 상승은 보통 시장에 긍정적인 영향을 주어 3월 증시의 상승 경향성을 높여준다. 금융위기 이후 2010년부터 KOSPI 월 등락률을 살펴 보면, 대체로 상승하는 경향이 강했고 특히 크게 하락한 경우가 적다. 2020년 3월 코로나 패닉으로 급락한 사례를 제외하면 2.5% 이상 하락한 해가 없고, 2020년 3월을 제외 시 평균 상승률은 2.3%로 양호하게 산출된다.

특히, 현재 KOSPI 이익조정비율은 6%에 달해 평상시 2월보다 수치가 상당히 양호한 편이다. 현재 수치가 상당히 양호해 3월 수치의 개선 폭이 크지 않을 가능성이 있으나, 최근 경기 전망 상향 조정과 반도체 실적 기대감 등을 고려할 때 3월에도 6% 수준 혹은 그 이상의 양호한 수치가 기대된다. 이는 올해 3월 역시 과거와 같이 큰 폭의 조정 가능성이 적은 양호한 증시 환경의 가능성을 시사해준다.

4. 4월 WGBI 편입, RIA 출시에 따른 원화 강세 기대감

4월 WGBI 편입으로 인한 환율 안정화 기대감이 3월에 나타날 가능성이 높다. WGBI 이슈는 80조원 전후의 대규모 해외 자금 유입이 기대되고 있는 이슈로 환율 하락 요인으로 작용할 가능성이 크다. WGBI 자금이 대부분 환해지를 하고 유입된다면 그 영향은 크지 않을 수도 있으나 경험적으로 WGBI 이슈는 대체로 통화 강세 요인으로 작용했다.

금융위기 이후 최근 2010년 이후로 WGBI 편입 사례를 살펴 보면, 멕시코(2010년 4월 편입), 남아공(2012년 4월 편입), 이스라엘(2020년 4월 편입), 중국(2021년 11월 편입), 뉴질랜드(2022년 11월 편입) 등의 사례에서 대체로 편입 전후 통화 강세 현상이 나타났다. 편입 전부터 선제적으로 통화 강세가 나타나기도 했고 편입 이후 강세 흐름이 나타나기도 했다. 2012년 남아공 통화의 단기 약세 현상은 유럽 재정위기에 따른 Fragile 국가들의 통화 약세 현상에 기인하고, 2020년 3월 이스라엘 통화 약세 현상은 코로나에 기인한다.

평균적으로 WGBI 편입 국가들의 통화 강세는 실제 편입의 약 보름 전부터 나타나기 시작했고 편입 전후로 한 2개월 간 약 2% 수준의 강세를 보였다. 자본시장연구원 보고서에 따르면, Broner et al. 연구 결과에서 지수 편입에 따른 환율 효과는 유의한 양의 관계로 추정되었으나, 자본 유입 규모와 통화 절상폭과는 유의한 상관관계가 추정되지 않았다고 분석되어 있다. 이와 같은 연구 결과와 과거 편입 국가들의 경험적 사례 결과는 WGBI 편입에 따른 통화 강세라는 공통된 시사점을 제시해 주며 단, 통화 강세의 폭은 유입 규모에 대한 기대보다는 제한될 수 있다는 점이다.

RIA(국내시장 복귀계획) 출시가 3월 혹은 4월에 예정된 점도 환율 하락 기대요인이다. 해외 주식을 팔고 국내 주식을 매수할 경우 양도소득세를 감면해주는 제도의 성격 상 출시 후 자금 이동 규모에 따라 달러 매도, 원화 매수가 전개될 수 있어 이 점 역시 환율 안정화 요인이 될 수 있을 것으로 기대된다. 입법 수순이 지연될 우려와 실질적인 정책 효과가 얼마만큼 나타날지는 지켜봐야겠지만, 연초 이후 국내 주식이 미국 주식 대비 뚜렷한 강세를 보이고 있는 만큼 수익률 추종 자금들의 이동 가능성이 상당히 열려 있다고 판단된다.

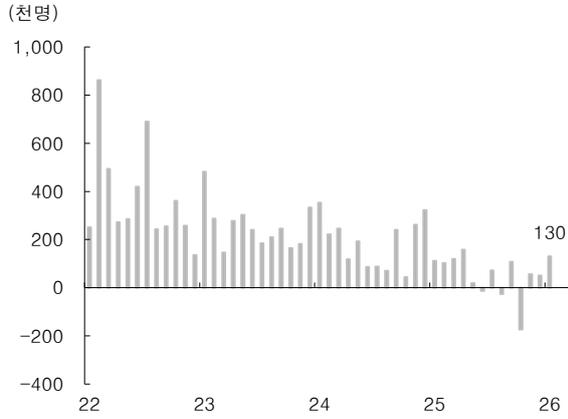
또한, 펀더멘탈 기대감도 지속되고 있다. (1) 큰 틀에서 미국과 한국의 기준 금리 차가 축소되고 있어 금리 차에 따른 원화 약세 압력 명분은 낮아지고 있고(올해 금리 인하 기대감도 한국보다 미국이 더 큰 상황) (2) 실제 우리나라 경제 성장률 컨센서스 추정치가 상향 조정되고 있으며 (3) 일본 중의원 선거에서 집권 자민당이 압승하며 재정 확대 우려가 있기도 했으나 실제 선거 후 엔화는 펀더멘탈 개선 기대감으로 강세를 보이고 있고 이에 원화도 동반 강세 양상을 보이고 있다. 26 전반적으로 단기적인 원화 강세 기대감은 외국인 투자자들의 차이실현을 약화시키고 매수 명분을 제공할 가능성이 높다.

5. 3월 기대감으로 시장 정점 우려 제한적, KOSPI 상단 상황

3월 기대감으로 인해 시장의 단기 정점 우려가 제한적이라는 점과 반도체를 중심으로 한 기업 실적 전망 상향 조정이 지속적으로 강화되고 있다는 점 그리고 그에 따른 KOSPI 12M F. ROE가 16.5%까지 상승한 점 등을 감안하여 KOSPI 상단을 5,300pt에서 6,000pt로 상향 조정한다.

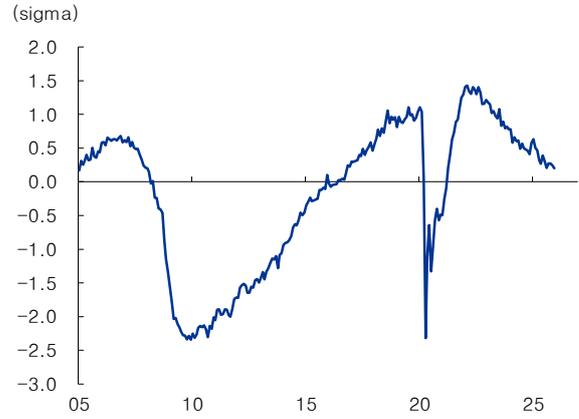
KOSPI 6,000pt는 KOSPI 12M F. ROE가 10% 이상인 국면에서 ROE*P/B 산점도의 회귀 추정값 12M F. P/B 1.67배를 타게팅함을 의미한다. ROE 10% 이하의 낮은 국면을 제외하고 산출하는 이유는 현재 삼성전자와 SK하이닉스의 ROE가 전례 없는 신고가 수치를 경신하고 있기 때문이다. 실제 지수 추정에 가장 중요한 삼성전자 12M F. ROE는 24%까지 상향 조정되었는데 이는 2005년 이후 고점 영역인 20%대 초반을 경신하는 신고가 수치다. 그러므로 삼성전자가 2005년 고점 P/B 2.2배 상향 돌파 명분이 높아졌다는 의미이고 현재 1.92배에서 약 15%의 추가 Up-side가 있음을 의미 한다. 즉, 6,000pt는 12M F. 기준 KOSPI P/B 1.67배와 삼성전자 P/B 2.2배를 동시 타게팅한 적용이라고 볼 수 있다. KOSPI 12M F. P/E는 9배로 경험적 밴드 하단에 위치한다. 12M F. P/E 11.5배를 고려할 경우 KOSPI는 6,800pt를 타게팅할 수 있다.

그림 1. 미국 비농업부문 고용자수 추이



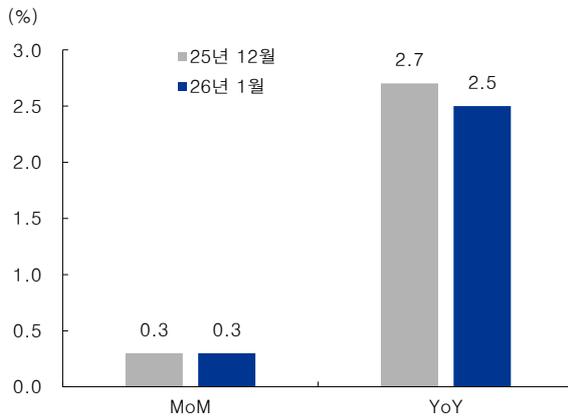
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 2. 미국 고용여건지수 추이



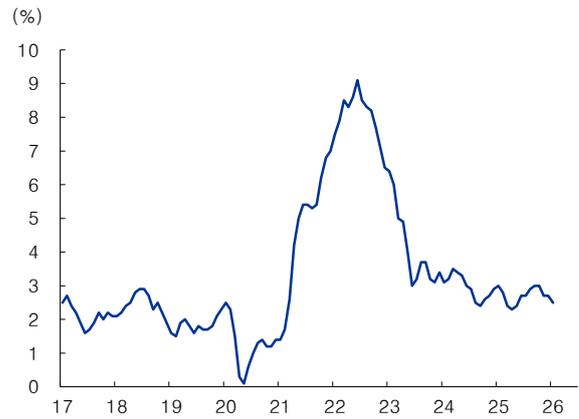
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 3. 1월 미국 물가 전망치



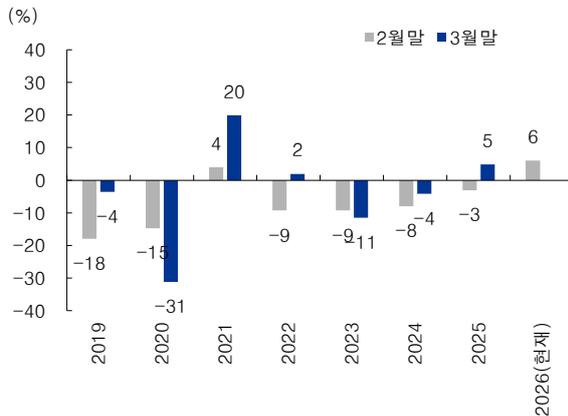
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 4. 미국 CPI 추이 및 전망



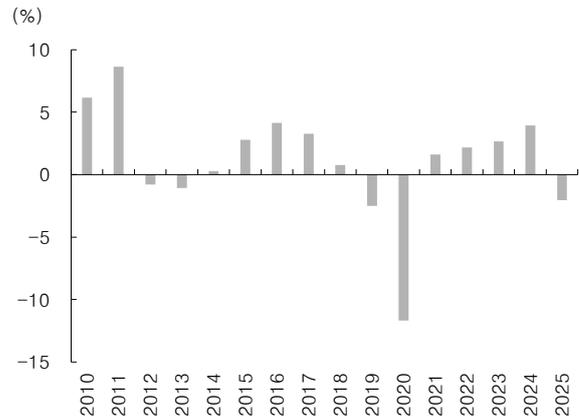
자료: Bloomberg, IBK투자증권. 주: 26년 1월 수치는 컨센서스 추정치

그림 5. 연도별 2월말과 3월말 이익조정비율 비교



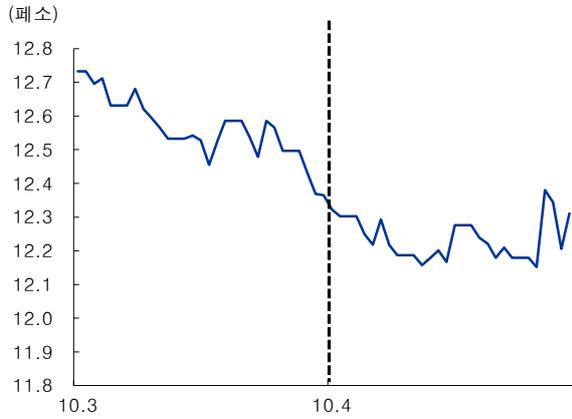
자료: 애프엔가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 6. 2010년 이후, KOSPI 3월 등락률



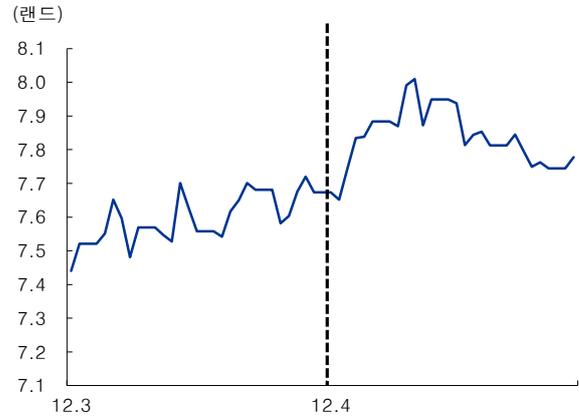
자료: 애프엔가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 7. 멕시코, WGBI 편입 전후 1개월 환율 추이



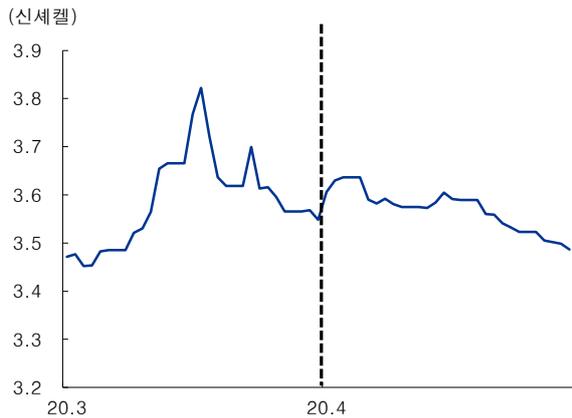
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 8. 남아공, WGBI 편입 전후 1개월 환율 추이



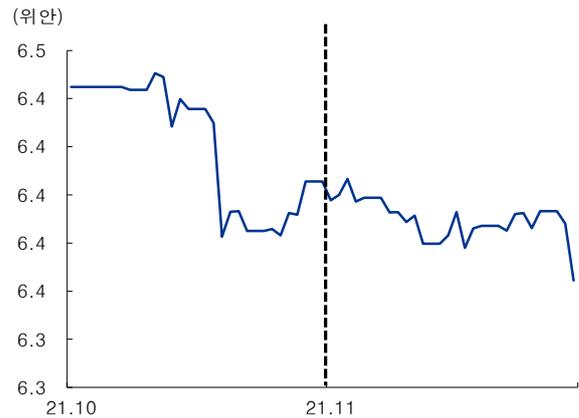
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 9. 이스라엘, WGBI 편입 전후 1개월 환율 추이



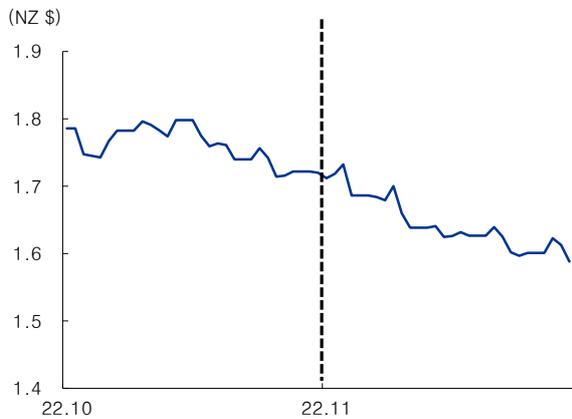
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 10. 중국, WGBI 편입 전후 1개월 환율 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 11. 뉴질랜드, WGBI 편입 전후 1개월 환율 추이



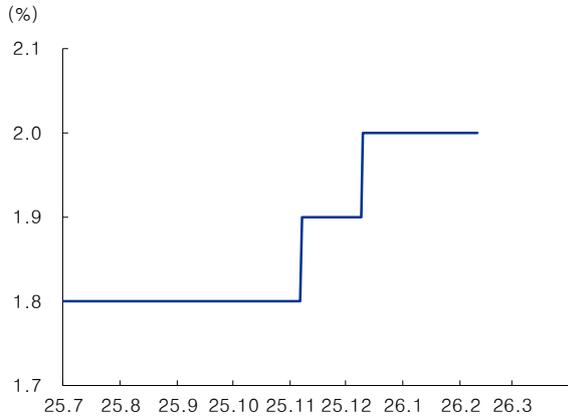
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 12. <그림 7 ~ 그림 11> 5개국 환율 추이 평균



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 13. 우리나라 26년 경제성장률 컨센서스 추이



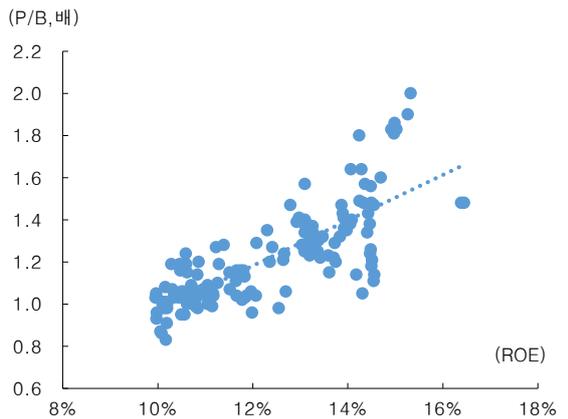
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 14. 단기적인 원화 강세 요인 Summary



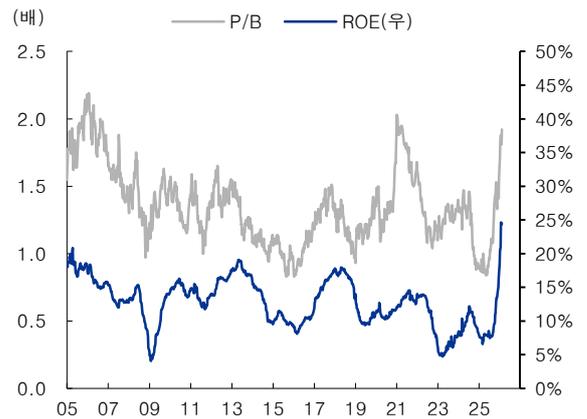
자료: IBK투자증권

그림 15. KOSPI ROE*P/B 산점도



자료: 애프엔가이드 QuantiWise, IBK투자증권. 주: 12M F. 기준
주2: 2005년 이후 ROE 10% 이상 국면의 Data를 사용

그림 16. 삼성전자 ROE 및 P/B 추이



자료: 애프엔가이드 QuantiWise, IBK투자증권
주: 12M F. 기준

그림 17. KOSPI 12M F. P/E 추이



자료: 애프엔가이드 QuantiWise, IBK투자증권