

2022년 하반기 전망 새로운 균형점을 찾아서

티핑 포인트: 소비의 시대에서 투자의 시대로

상반기 자산시장은 중앙은행의 인플레이션 파이터 행보 속에 초토화되었다. 주식과 채권은 물론, 인플레 헷지 성격을 띠는 실물자산도 성과가 좋지 않았다. 수요 위축이 훨씬 강했기 때문이다. 그러나 실물자산까지 하락하기 시작했다는 것은 연준의 통화긴축이 효과를 발휘하기 시작했다는 의미이며 이는 향후 긴축 속도를 조절하는 근거가 될 수 있다. 사실 공급발 인플레는 통화 긴축만으로 해결하기 어렵다. 1970년대와 명백하게 다른 점도 있으니 부채 문제다. 금리라는 칼을 선불리 휘두르면 금융안정에 해를 가할 수 있다. 앞으로는 통화정책 이외의 물가 안정 수단을 많이 강구하게 될 것으로 본다. 소비재보다 자본재, 투자 모멘텀을 강조하는 이유다.

하반기 스타일 전망: 회복 탄력성이 높은 바스켓

글로벌 경제 성장률과 주요국 기업 이익 전망치 간 괴리는 2분기 실적 발표 후 좁혀질 것으로 예상된다. EPS 성장을 조정으로 단기적인 위험 요인은 상존하지만, 하반기에는 밸류에이션 조정과 중앙은행의 통화긴축 완화가 스타일 팩터 변화의 계기가 될 것으로 예상된다. 회복 탄력성이 높고 이익 체력이 견고한 기업들을 선별하는 스타일 전략을 제시한다.

하반기 2대 이슈: 한국 IPO 시장 + 미국 11월 중간선거

부진했던 IPO 시장에 변화가 감지된다. 스팩 합병을 통한 상장이 늘어나고, IPO 재개 조짐이 나타나고 있기 때문이다. 아울러 미국 11월 중간선거에서 공화당 하원 장악이 확실시되고 있다. 탈탄소, 대러 제재 등의 정책에 큰 변화가 나타날 수 있어 관찰이 필요하다.



Chief Strategist 박소연

T.02) 2004-9095
park.so-yeon@shinyoung.com

Quant Strategist 황지우

T.02) 2004-9984
hwang.jee-woo@shinyoung.com

Strategist 배정연

T.02) 2004-9981
bae.jung-yeun@shinyoung.com



Content

I. 인플레이션과 함께 살아가기	3
(1) 1970년대와 다른 점은 부채: 물가안정 vs. 금융안정	5
(2) 투자의 시대: 소비재보다 자본재	9
(3) 고밸류 부담 완화, 새로운 주도주를 찾아서	12
II. 하반기 스타일 전망	15
(1) 경기 후퇴 전망 우세	15
(2) 스타일 Review & Preview	21
(3) 바스켓 전략 구성	23
III. 하반기 주요 시장 이슈	25
(1) IPO 프리뷰: 조금씩 재개되는 IPO, 떠오르는 SPACs	25
(2) 미국 11월 중간선거 공화당 우세: 변곡점 될까	29

I. 인플레이션과 함께 살아가기

상반기 자산시장 초토화:
경기침체 우려로
실물자산까지 약세

상반기 자산시장은 중앙은행의 인플레 파이터 행보 속에 초토화되었다. 주식과 채권은 물론, 인플레이션 헷지 성격을 띄는 실물자산도 성과가 좋지 않았다. 리오프닝 모멘텀에도 불구하고 수요 위축이 훨씬 강했기 때문이다. 성장주뿐만 아니라 가치주까지 약세로 돌아선 것은 이 때문이다.

하반기 자산시장의
두 가지 약한 고리:
1) 경기침체
2) 유동성 여건 악화

하반기 금융시장의 약한 고리는 ▲ 경기침체 여부와 ▲ 유동성 여건 악화다. 상반기 주식시장 하락은 밸류에이션 멀티플 하락이 90% 이상을 설명하는 장이었고 EPS 하락은 크지 않았다. 그러나 하반기 경기가 본격적으로 침체로 간다면 주가는 더 밀릴 수 있다. 아울러 중앙은행의 금리인상이 자산시장의 균형점을 급격하게 변화시키고 있어 그 어느 때보다도 수급 상황을 면밀히 체크할 필요가 있다. 레버리지 전략의 후퇴, 고객에 탁금 유출, 신용융자 청산은 자산시장 전반의 매물 압력을 높여 증시의 상방을 제한할 수 있기 때문이다.

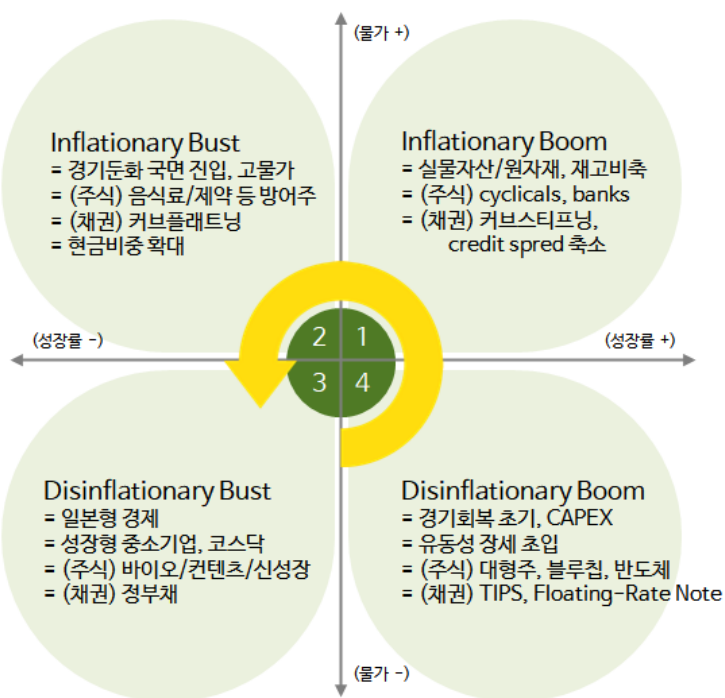
그러나 주식시장에 완전히
등을 돌려서는 안된다:
1970년대와 다른 점

우리는 그럼에도 불구하고 주식시장에 등을 돌리는 것은 현명한 선택이 아니라고 본다. 실물자산까지 하락하기 시작했다는 것은 연준의 통화긴축이 이미 효과를 발휘하기 시작했다는 뜻이며, 이는 향후 긴축 속도를 조절할 근거가 될 수 있기 때문이다. 사실 공급발 인플레이션은 통화긴축으로 해결하기가 어렵다. 아울러 1970년대와 엇비슷해 보이지만 당시와 명백하게 다른 점은 부채 레벨이 매우 높다는 점이다. 금리라는 칼을 선불리 휘두르면 금융안정에 해를 가할 수 있다. 통화정책 이외의 물가 안정 수단을 많이 강구할 수 밖에 없는 이유다.

물가 안정과
공급망 안정화에 대한 욕구는
CAPEX 확대로 연결

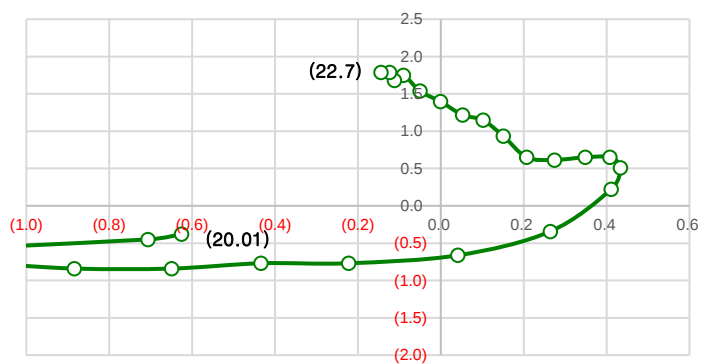
긴축 속도를 조절한다고 해도 경기가 쉬이 좋아지긴 어려울 것이다. 탈세계화와 공급망 재편은 구조적 요인이고 이것이 소비자들의 구매력을 끌어내리고 있다. 그러나 물가 안정과 공급망 안정화에 대한 욕구는 어느 때보다도 강력하며 이것이 CAPEX, 즉 투자 확대의 동력이 될 것이다. 상반기와 같은 성장주 투매, 가치주 일변도의 시장은 얼추 종료되었다. 새로운 주도주 탄생을 전망한다.

도표 1. 경기선행지수와 물가로 나뉘는 금융시장의 사계절



자료: 신영증권 리서치센터

도표 2. 신영 자산배분모델 : 2사분면 위치



자료: 신영증권 리서치센터

(1) 1970년대와 다른 점은 부채: 물가안정 vs. 금융안정

1970년대와
명백한 차이점은
누증(累增)된 부채

'경기침체'와 '금융위기'는 모두 부정적 사건이지만 근본적이고 중요한 차이점이 있다. 경기침체는 일반적으로 2개 분기 연속 GDP 성장률이 마이너스를 기록하는 경우이며, 원인이 무엇이든간에 역성장이라는 현상 자체다. 그러나 금융위기는 다르다. 97년 아시아 외환위기, 08년 미국 서브프라임 위기처럼 외화부채나 가계부채 등 금융 불균형 심화로 인해 발생하는 금융위기는 경기의 진폭을 키우고 시스템 자체의 안정성을 파괴해 후유증이 길게 남는다. 따라서 정책 당국자들은 경기 사이클에 따라 상시적으로 찾아오는 경기침체를 완전히 피하기는 어렵더라도, 시스템을 손보고 버블을 방지해 금융위기를 예방하는 것을 훨씬 중요하게 생각한다.

물가 안정을 위해
금융 안정을 희생할 수 있다

최근에는 스태그플레이션까지 우려되는 상황이라 물가 안정을 위해 어느 정도의 성장을 희생은 불가피하다는 공감대가 생겼다. 그러나 과연 물가 안정을 위해 금융 안정까지 희생할 수 있을까? 이것은 굉장히 어려운 문제다.

가계부채 부담으로
저소득층은
금리인상 민감도 매우 높아

예시당초 중앙은행가들은 인플레이션이 발생하면 저소득층이 더 타격을 받기 때문에, 소득불평등을 완화하는 차원에서 성장률보다는 물가 안정을 우선시해야 한다고 이야기했다. 그러나 2022년은 1970년대와는 상황이 명백히 다르다. 장기간의 저금리로 부채가 누증(累增)된 상태이기 때문이다. 저소득층일수록 생활자금대출이 많고 부채비율도 높아 금리인상에 대한 민감도도 높다. 저소득층을 위해 물가를 잡겠다고 했는데, 그 수단이 금리인상이 된다면? 생활비 부담도 커졌는데 이자 부담까지 증가해 저소득층에 이중고를 안기는 꼴이 된다. 벌써 과도한 금리인상이 가계부채의 뇌관을 건드릴 수 있다는 우려도 제기되고 있다.

가면 갈수록
금리인상을 통한 물가 통제는
강한 반발 직면할 것

이 때문에 금리인상으로 물가를 통제하겠다는 중앙은행의 결정에 대한 사회적 반감은 매우 커질 가능성이 높고 정책 결정에도 이러한 의견이 반영될 수 밖에 없다. 통화긴축은 당연히 진행해야 하지만, 점진적으로 조심스럽게 갈 수밖에 없는 이유다.

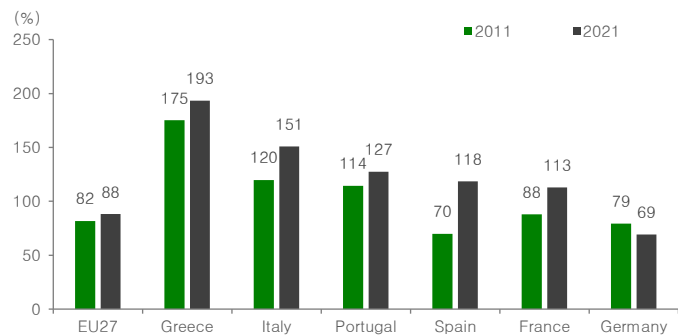
물가 안정과 금융 안정을
조율해야 하는 문제에 직면

미국 정부부채 비율
GDP 대비 125%
이자 부담 1조 달러 육박

따라서 올해 하반기에는 정책당국자들이 물가 안정과 금융 안정의 2가지 문제를 저울질하게 될 것이며, 이것은 예상보다 완만한 금리인상 경로로 귀결될 것이다.

미국의 경우 공공부채는 24조달러에 육박하며 GDP 대비 비율은 125%에 달한다. FY2021년의 경우 평균 조달금리가 1.5%에 불과해 전체 이자 비용은 5,620억 달러 정도였다. 그러나 조달금리가 100bp만 올라가도 미국 재무부는 2,400억달러를 이자 비용으로 추가 부담해야 한다. 내년 미국의 GDP 대비 국채 지급이자 비율은 2.5%를 상회할 가능성이 높다. 과연 이런 상황에서 70년대 스타일의 통화긴축을 계속 고수할 수 있을까.

도표 3. 유럽 PIGS 국가 부채비율 : 2011년 재정위기 이후 오히려 더 악화



자료: Eurostat, 신영증권 리서치센터

도표 4. 미국 GDP 대비 부채비율: 공공부채 부담



자료: 미국 재무부, 신영증권 리서치센터

도표 5. 미국 GDP 대비 공공부채 이자지급 비율

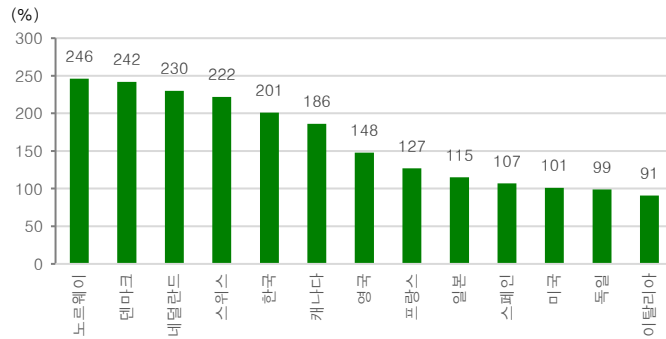


자료: St.Louis Fed, Treasury, 신영증권 리서치센터

유럽은
재정위기 재연 우려
한국은 가계부채 문제

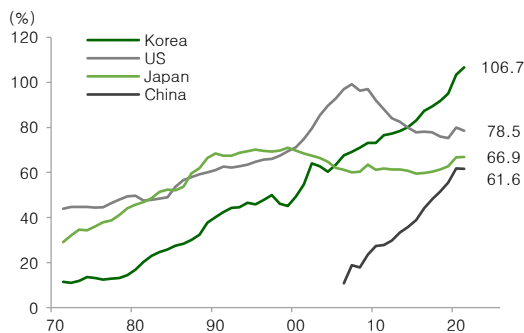
유럽도 마찬가지다. 2011년 재정위기를 경험했던 PIGS(포르투갈, 이탈리아, 그리스, 스페인) 국가들은 부채가 이후 더 늘어났는데 최근 ECB가 금리인상을 예고하자 독일 국채와의 스프레드가 확대되는 등 불안한 모습을 보였다. ECB가 예정에도 없던 긴급 회의를 열어 재투자 유연성을 언급한 이유다. 한국은 정부/기업 부채는 큰 문제가 안되지만 가계는 다르다. 코로나 후 GDP 대비 가계부채 비율은 107%, 가처분 소득 대비 가계부채 비율은 200%를 넘어섰다. 2021년 말 전국 근로자 가구평균 소득은 531만원, 가처분소득은 422만원이고 가구 평균부채는 8,800만원이었는데 가산금리가 100bp만 상승해도 흑자율은 26%로 급감한다. 한계가구에 해당하는 1분위의 경우는 흑자율이 5% 전후에 불과해 금리 상승은 생존의 문제로 여겨질 수 있다.

도표 6. 가처분 소득 대비 가계부채 비율: 한국은 전세계 최상위권



자료: 2021년 OECD 통계표, 신영증권 리서치센터

도표 7. GDP 대비 가계부채 비율: 한국은 107% 육박



자료: 미국 재무부, 신영증권 리서치센터

도표 8. 한국 가구 평균부채 8,800만원

	2021년말	대출금리 100bp 인상
가구평균부채(만원)	8,801	8,801
가계소득(만원)	531.9	547.9
가처분소득(만원)	422.5	435.2
이자비용(만원)	22.0	29.3
월간 흑자액(만원)	143.2	113.9
흑자율	33.9%	26.2%

주: 가구소득은 3% 증가, 2021년 기초 대출금리 3% 가정

자료: 한국은행, 통계청, 신영증권 리서치센터

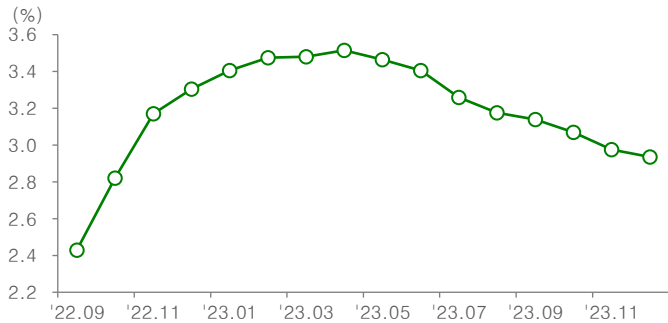
통화정책만으로
인플레이 대응은
한계가 있어

이런 상황이라면 통화정책만으로 인플레이에 대응하는 것은 한계가 있다. 사실 최근의 물가 상승은 상당 부분 코로나 발 물류난, 러-우 전쟁으로 인한 원자재난 등 공급 요인에 기인한다. 이런 공급발 인플레이를 금리로 통제하려들면 결과도 실망스럽고 예상치 못한 부작용이 발생할 수 있다.

다른 대응방식이
나오게 될 것

따라서 하반기는 통화긴축 의지는 약해지는 대신, 다른 수단을 통해 물가에 대응하려는 움직임이 강해질 것이다. 대중 수입관세 인하, 바이든의 중동 순방, 이란 핵협상 재개, 원자력/대체에너지 투자 확대는 이런 맥락이다. 금리선물 시장은 7월 75bp, 9월 50bp, 11월 25bp 인상을 반영하고 있으며 2023년의 경우 금리인하 전망까지 등장했다. 경기침체를 걱정하는 모습이지만 연준의 긴축이 오래 지속되기 어렵다는 인식이기도 하다.

도표 9. FF 금리선물 시장 예상치 : 2023년 50bp 이상 금리인하 가능성 반영



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 10. 미국채 2-10년물 스프레드



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 11. 미국 10년물 실질금리



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

(2) 투자의 시대: 소비재보다 자본재

그러나 1970년대
스태그플레이션 시기는
한국 경제가 오일머니 특수를
누렸던 중동 건설 붐

이제는 개인 투자자들도 미국 CPI, PCE 물가지표 발표되는 날을 알 정도가 됐다. 그만큼 인플레이션이 초미의 관심사가 됐다는 이야기다. 물가 못잡으면 1970년대 스타일의 스태그플레이션이 불가피하다는 공포심도 상당하다. 그런데 돌이켜보면 한국경제는 1970년대가 그렇게까지 암울하진 않았다. 중동 특수가 있었기 때문이다. 넘쳐나는 오일 달러가 도로, 항만, 공항 등 인프라에 투입됐고 한국 건설사들이 이 특수를 누렸다. 아래는 1982년 3월 경향신문 1면인데 중동 근로자들의 24시간을 취재한 현지르포 기사다. 7, 8월이면 기온이 섭씨 40~60도까지 올라가 온몸을 가리고 작업해야 한다. 하지만 근로자들은 한 푼이라도 더 벌기 위해 시간 외 근무를 밥 먹듯 했다는 내용이 쓰여 있다.

제 2의 중동 붐:
사우디 네옴 프로젝트

그래서 그런지 최근의 원유 슈퍼 사이클이 제 2의 중동 붐이 될 수 있다는 기대감도 나오고 있다. 1970년대 중동건설 붐과는 다른 형태겠지만 실제로 사우디의 경우 '네옴 프로젝트'처럼 대대적인 투자를 계획하고 있다. 일각에서는 삼성그룹 부회장과와의 인연을 언급하기도 한다. 부르즈 할리파를 삼성물산이 시공했기 때문이다. 인플레이션은 공급, CAPEX 사이클로 연결된다는 증명이다.

도표 12. 패러다임 시프트 : 투자의 시대



자료: 신영증권 리서치센터

공급발 인플레이션을
인정하는 과정

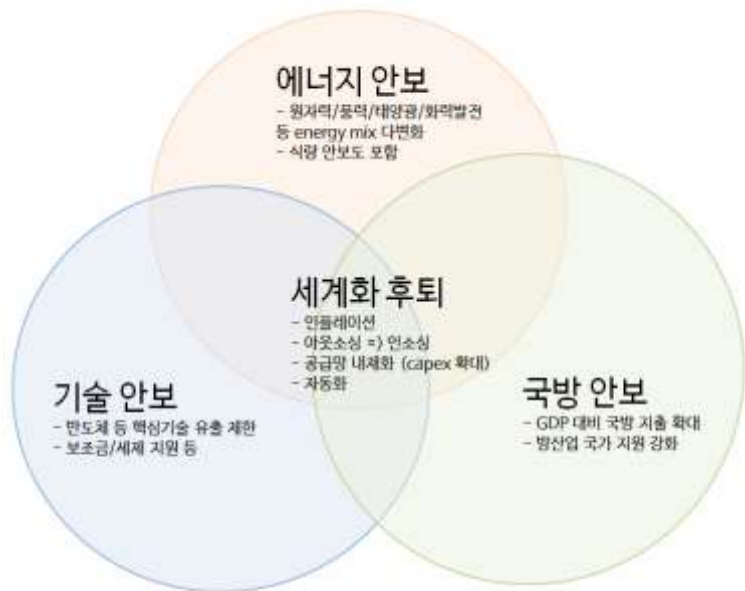
서서히 대중들도 공급발 인플레이션을 인정하는 과정에 들어서고 있다. 상반기는 물가가 잡히고 통화정책이 완화적으로 돌아서길 기도하는 시기였다면, 하반기는 일부분 체념하고 적응하는 단계인 것이다. 공급발 인플레이션을 인정한다는 것은 두 가지 의미가 있는데 첫째, 물가를 예전 수준으로 되돌리기 어렵다는 것을 인정하고 둘째, 직접적으로 생산(공급)을 확대해 물가를 풀어가려고 노력하는 것이다.

안정적 공급망 보존을 위해

- 1) 에너지 안보
- 2) 국방 안보
- 3) 기술 안보가 강조

아래의 세 가지는 향후 나타날 수 있는 세 가지 투자 패러다임을 정리한 것이다. 세계화가 후퇴하며 공급망 내재화가 진행되는 가운데 아웃소싱은 약화되고 인플레이션은 상시화되겠지만 안정적 공급망을 보존하고 유지하기 위해 1) 에너지 안보, 2) 국방 안보, 3) 기술 안보 차원의 투자는 더욱 강화되는 것이다. 새로운 주도주의 출현도 이 범주를 벗어나지 않을 것이다.

도표 13. 패러다임 시프트 : 투자의 시대



자료: 신영증권 리서치센터

소비의 시대에서
투자의 시대로 이동

이는 소비의 시대에서 투자의 시대로 이동하고 있음을 암시한다. 08년 미국 금융위기 후 10년은 '그레이트 디스인플레이션(Great Disinflation)'이라고 명명해도 될 정도로 구조적으로 낮은 물가를 누렸다. 실제로 미국 통계를 보면 시간당 임금 상승률보다 소비자물가 상승률이 낮게 유지됐고, 이것이 소비자들의 구매력을 크게 끌어올렸다. 그런데 코로나 이후 이런 상황이 뒤바뀌고 있다. 임금 상승률이 물가 상승률을 따라잡지 못하다보니 실질 임금이 사실상 마이너스가 되고 있다.

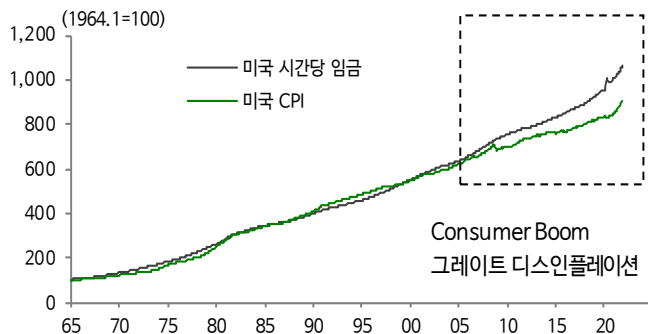
1970년대에도
실질임금 마이너스:
그러나 2차 오일쇼크부터
적응 과정 전개

인플레이션이 극심했던 1970년대에도 비슷한 현상이 있었다. 1차 오일쇼크인 1973년의 경우 임금 상승률과 물가 상승률을 뺀 값이 큰 폭의 마이너스(-)를 기록했다. 공급톱게도 S&P500 지수의 전년동월비 상승률도 비슷한 궤적을 그렸다. 소비자들의 구매력 하락이 기업들의 이윤에도 악영향을 미쳤기 때문이다. 그런데 흥미로운 것은 1978년 2차 오일쇼크 때에는 실질임금이 더 크게 감소했는데도 S&P500은 상승세가 유지됐다는 점이다. 아마도 1차 오일쇼크 당시의 학습 효과 때문일 것이다.

소비자보다 자본재:
최근 원자재 가격
하향 안정 불구
인플레 안정화까지
최소 3~5년

다행히도 원자재 가격이 최근 하향 안정화되는 조짐이 있어 최악의 상황은 넘긴 것으로 보인다. 그러나 공급망이 새로 구축되고 안정화되기까지는 3~5년 이상의 긴 시간이 필요하다. 인플레는 언제든지 상시적으로 재발할 수 있다. 주도주는 언제나 시대정신을 반영하는 기업이었다. 소비재보다 자본재, 투자확대의 수혜기업들을 좋게 보는 까닭이다.

도표 14. 그레이트 디스인플레이션: 지난 10년간 소비재 호황의 이유



자료: 신영증권 리서치센터

(3) 고밸류 부담 완화, 새로운 주도주를 찾아서

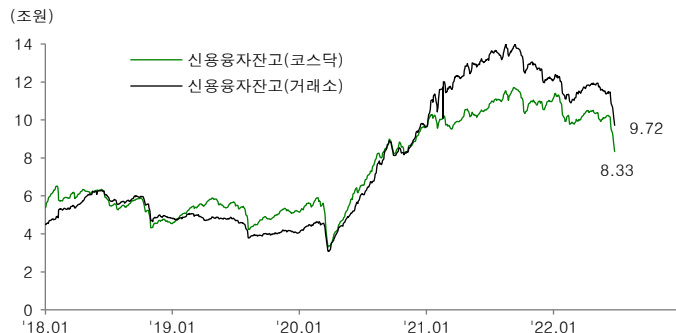
한국시장만 유독 약한 이유:
빠른 금리인상과
역 머니무브 + 신용융자 청산

상반기 KOSPI는 2,300선까지, KOSDAQ은 710선까지 추락하는 등 매우 취약한 모습을 보였다. 주변국에 비해 유독 한국시장만 약한 이유라도 있는거냐는 질문도 많이 들어오고 있다. 기본적으로는 소비자물가 6%대 전망에 한국은행의 빅스텝 가능성과 경기침체 우려가 부각됐기 때문이지만 금리가 올라가면 증시 수급에 다각도로 부담을 준다는 점이 중요하다. 코로나 이전에 28조원에 불과했던 고객예탁금은 코로나 국면에 75조원대로 불어났으나 최근 57조원까지 감소했다. 은행권 정기예금 금리가 3%대로 상승하고 3년짜리 회사채 금리도 4~5%대가 등장하자 "역 머니무브" 조짐이 나타나고 있는 것이다. 여기에 신용융자 등 레버리지 청산도 본격화 되고 있다. 기준금리가 올라가면 증권사 신용거래 이자율도 같이 올라가는데 최근 7~9%대(90일 기준)까지 올라갔다. 한국은행이 추가로 금리를 인상하면 신용융자이율은 10%를 넘길 수도 있다.

신용융자 청산 완료될 때까지
변동성 국면은 이어질 것

아울러 일본/대만/중국 대비 한국 금리인상 속도가 빠른 것도 영향이 있을 것이다. 일본은 여전히 마이너스 금리이고 대만은 인상을 2번 했고, 중국은 오히려 내렸다. 그런데 한국은 벌써 5번이나 올렸고 향후 빅스텝 가능성도 있다. 최근 3조원이 넘는 신용융자가 집중 청산되며 급매물 부담을 덜긴 했지만 높은 금리 수준이 유지되는 한 하반기 변동성 확대 가능성은 열어두어야 할 것이다.

도표 15. 한국 신용융자잔고 17조원대로 급감: 급매물 부담 경감



자료: 신영증권 리서치센터

그래도 다행인 점은
상반기 주가 조정으로
밸류에이션 부담
완전히 사라져

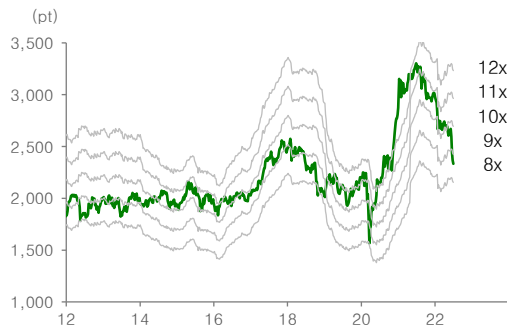
그래도 다행인 점은 상반기 주가 조정으로 밸류에이션 부담이 상당 부분 경감되었다는 것이다. 한국시장의 12MF PER은 작년말 12배까지 상승했으나 최근 8배 후반으로 하락했다. S&P500 역시 작년 12MF PER이 22배까지 상승했지만 최근에는 15배 후반으로 내려왔다. 물론 향후 기업이 이익 전망치가 하향될 가능성도 있어 이런 밸류에이션 수치를 무작정 신뢰하기 어렵다. 그러나 절대적 고밸류 국면을 벗어났다는 것만으로도 상당히 고무적이다. 상반기는 밸류에이션 고평가 여부에 따라 가치주와 성장주, 이분법적 장세가 펼쳐졌으나 하반기에는 절대 밸류에이션 부담이 사라진만큼 순수하게 개별 기업의 실적 전망에 따라 트레이딩 장세가 전개될 것으로 예상된다.

도표 16. 한국시장 Trailing PER과 PBR 역사적 저점 수준까지 하락



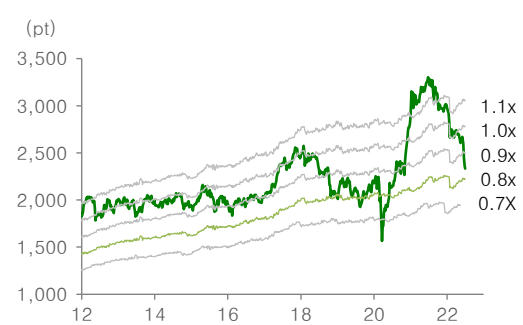
자료: 신영증권 리서치센터

도표 17. 한국시장 12MF PER 8배 후반까지 하락



자료: Wisefn, 신영증권 리서치센터

도표 18. 한국시장 12MF PBR 0.9배 수준까지 하락



자료: Wisefn, 신영증권 리서치센터

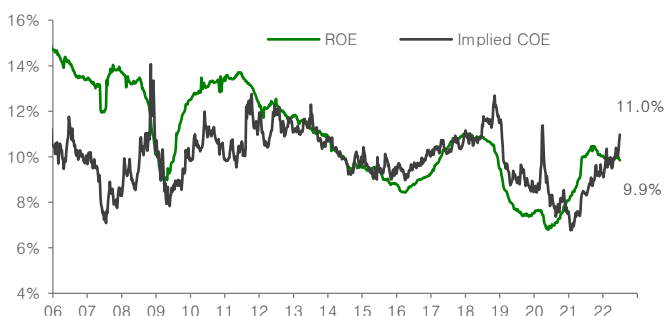
ROE=고밸류로
상반기 성과 부진
그러나 앞으로는 달라질 것

KOSPI
최악의 시나리오 2,200선:
그러나 상당 부분 악재 선반영
전환점이 될 이벤트에 주목

이에 우리는 자기자본이익률(ROE)에 주목한다. 주식시장은 기업이익의 함수이기 때문에 요구수익률(COE) 이상의 이익을 내는 기업에 우호적이다. 그러나 올해 상반기는 내재 요구수익률이 11%까지 급등하며 ROE가 높은 업종의 성과가 크게 부진했다. 고밸류가 많이 포진한 탓이다.

그런데 앞으로는 조금 다를 것 같다. 이미 밸류에이션 정상화가 상당부분 진행됐기 때문이다. 앞으로는 밸류에이션 자체보다는 이익의 질을 보려는 흐름이 전개될 가능성이 있다. 하반기 최악의 시나리오는 KOSPI 요구수익률이 11.5%(현재 11.0%)까지 상승하고, ROE는 9.5%(현재 9.9%)까지 하락하는 것이다. 이 경우 KOSPI는 2,200선을 하회할 수 있다. 그러나 이미 어느 정도 부정적 시나리오가 선반영되어 있는만큼, 하반기 전환점이 될 이벤트와 스타일 변화에 좀 더 주목하자.

도표 19. 한국시장의 내재 요구수익률 11%까지 상승



자료: 신영증권 리서치센터

도표 20. 한국시장 Trailing PER과 PBR 역사적 저점 수준까지 하락

		ROE(%)				
		8.5	9.0	9.5	10.0	10.5
COE (%)	11.5	1,958.7	2,073.9	2,189.1	2,304.3	2,419.6
	11.0	2,047.7	2,168.2	2,288.6	2,409.1	2,529.5
	10.5	2,145.2	2,271.4	2,397.6	2,523.8	2,650.0
	10.0	2,252.5	2,385.0	2,517.5	2,650.0	2,782.5
	9.5	2,371.1	2,510.5	2,650.0	2,789.5	2,928.9
	9.0	2,502.8	2,650.0	2,797.2	2,944.4	3,091.7

자료: 신영증권 리서치센터

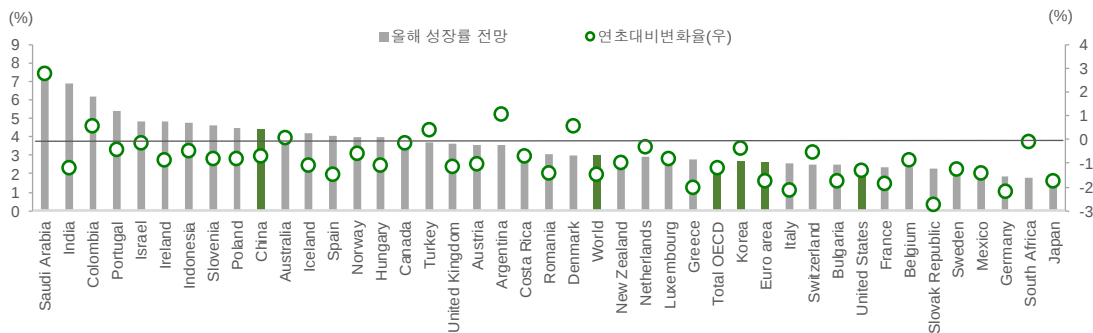
II. 하반기 스타일 전망

(1) 경기 후퇴 전망 우세

글로벌 경제
성장률 전망치와
기업이익 전망치 간
과리감

2021년 하반기만 해도 일시성 논란이 컸던 인플레이션이 현실화되고 있다. 설상가상으로 러시아-우크라이나 전쟁, 중국의 제로 코로나 정책 등이 맞물리며 다양한 경제 기관들이 잇달아 기존 글로벌 경제성장률 전망치를 하향 조정하고 있다. 그러나 각국 주가지수의 하락세에도 불구하고 기업들의 전체적인 기업이익 전망치(특히 선진국)는 유의미한 조정이 부재한 채 견고하게 유지되고 있다.

도표 21. 현재 국가별 2022년 성장률 전망치와 연초 대비 변화율



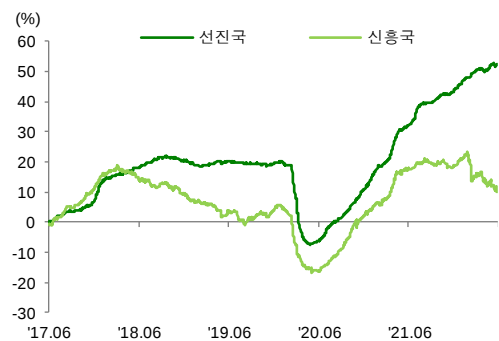
자료: OECD, 신영증권 리서치센터

도표 22. 5년 지역별 주가수익률 추이



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 23. 5년 지역별 12개월 선행 EPS 추이



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

YTD EPS 변화를 상위
에너지, 부동산, 소재

YTD EPS 변화를 하위
소비자 서비스, 유통

글로벌 경제성장률과 기업이익 전망치 간 괴리는 7월부터 막을 올리는 2분기 기업 실적 발표를 통해 좁혀질 것으로 예상된다. 올해 상반기 중 업종별 EPS는 다음과 같이 변화했다.

도표 24. S&P500 GICS LEVEL II YTD 12MF EPS 변화율

INDUSTRY	YTD (%)	INDUSTRY	YTD (%)
ENERGY	77.1	TELECOMM SVCS	0.8
REAL ESTATE	16.0	FD BEV & TOB	0.1
MATERIALS	13.9	SFTW & SVCS	0.0
CON DUR&AP	10.7	UTILITIES	-0.2
SEMI & SEMI EQP	10.3	INSURANCE	-0.3
AUTO & COMP	6.0	HC EQUIP&SVC	-0.7
TRANSPTN	4.5	CAPITAL GDS	-3.2
TECH HW & EQP	4.3	HH & PR PDTS	-4.6
Comm & Prof Serv	4.1	DIV FINANCIAL	-6.3
FOOD/STPL RETAIL	1.5	Media & Ent	-7.3
PHRM BIO & LF SC	1.5	RETAILING	-15.4
BANKS	1.1	CONS SRV	-28.2

자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

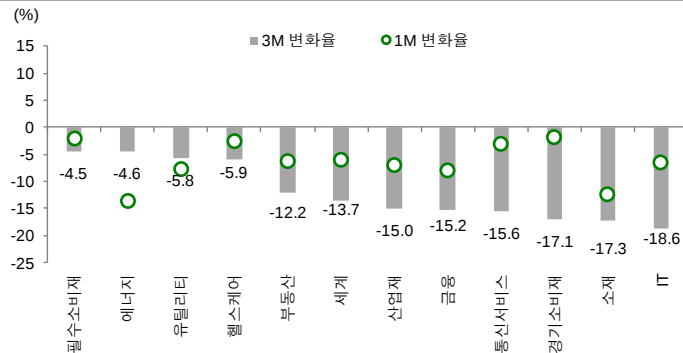
상반기 미국의 이익 추정치 상향을 견인한 업종은 에너지, 부동산, 소재 등이다. 반면 소비자 서비스, 유통 등 대표적인 소비 섹터의 이익 추정치는 연일 저점을 갱신하고 있는 소비자 심리 지수를 반영하듯 크게 하락했다. 다음 두 가지는 금번 실적 발표 기간의 관전 포인트가 될 것이다.

- 1) 에너지, 소재 등 인플레이션 수혜 섹터의 추정치 부합 여부
- 2) 소비 섹터의 추정치 상/하회 여부

즉 인플레이션 수혜 섹터에서 실적 쇼크가 발생한다면 수요 둔화로 인한 전체 EPS 추정치 하락의 트리거가 될 수 있다는 것이다. 향후 소비 섹터의 컨센서스 상회/하회 여부는 거시경제 우려의 현실적인 크기를 가늠하는 지표가 될 것으로 보인다.

YTD 수익률은 높으나
지난 1개월동안
가장 큰 하락세를 보인
인플레이션 수혜주

도표 25. S&P500 GICS LEVEL | 주가수익률



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

한편 인플레이션 수혜 업종인 에너지와 소재 업종의 지난 1개월 주가수익률은 모든 업종을 통틀어 최저치를 기록했다. 아직 실적 발표 이전이지만 주가가 이렇게 크게 변동하는 것은 해당 업종의 피크 아웃 우려가 점차 표면화되고 있다고 해석할 수 있다. 즉, 경기 후퇴로 인한 수요 둔화 우려가 시장에 만연해 있다.

도표 26. 국내 업종별 주가수익률

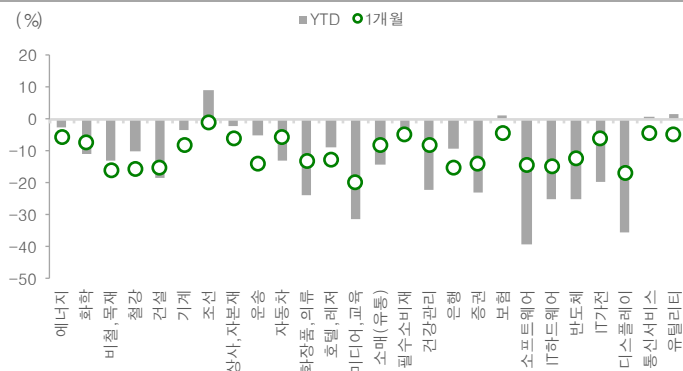
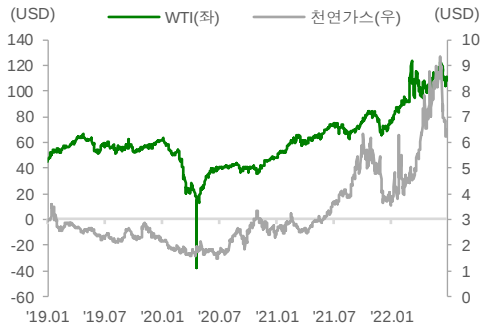
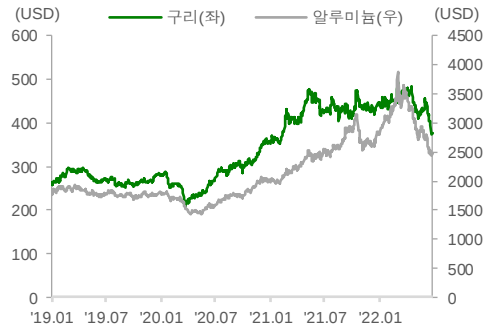


도표 27. 국제유가, 천연가스 가격



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 28. 구리, 알루미늄 가격



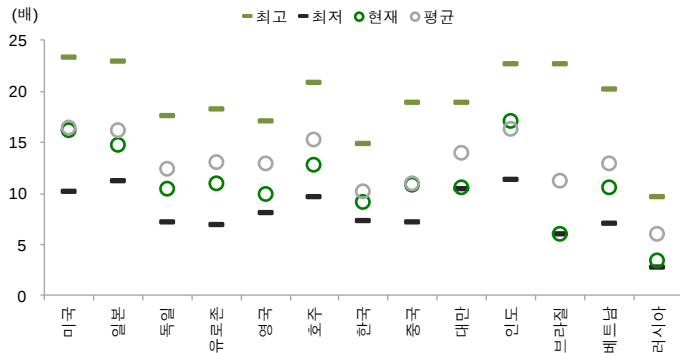
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

에너지 원자재 가격은 여전히 높지만 산업용 원자재 가격은 안정화

러-우 사태에 따른 에너지 공급 우려가 지속되며 국제유가는 여전히 높은 수준에 머물러 있으나 기타 산업용으로 원자재 가격들은 고점 대비 큰 하락세를 보이고 있다. 아직 고점 통과를 주장하기엔 시기상조이지만 인플레이션 고공행진의 재료들이 미약하게나마 완화되고 있다.

10년 평균을 하회하는 글로벌 밸류에이션

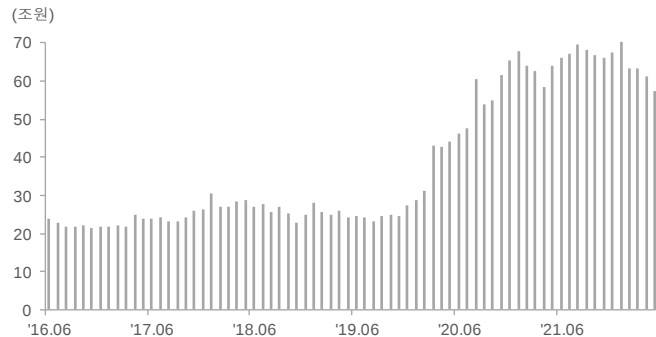
도표 29. 국가별 10년 PER



자료: QuantWise, 신영증권 리서치센터

금리의 빠른 인상에도 따른 기술주들의 약세로 인해 대부분의 증시 밸류에이션은 10년 평균 이하 수준으로 추락했다. 만약 EPS 조정 시나리오로 전개된다면 자동적으로 반등한 밸류에이션이 재차 하향 조정되며 증시가 추가적으로 하락할 가능성이 발생한다. 조정이 있었으나 코로나 이전에 대비해서 여전히 높은 수준에 유지되고 있는 투자자 예약금도 자본의 신규 유입보다는 출회의 가능성이 더 높음을 암시하고 있다.

도표 30. 투자자 예탁금 추이



자료: 금융투자협회, 신영증권 리서치센터

2분기 실적 발표 이후
EPS 추정치의 방향성에
따라 달라질 투자 스타일

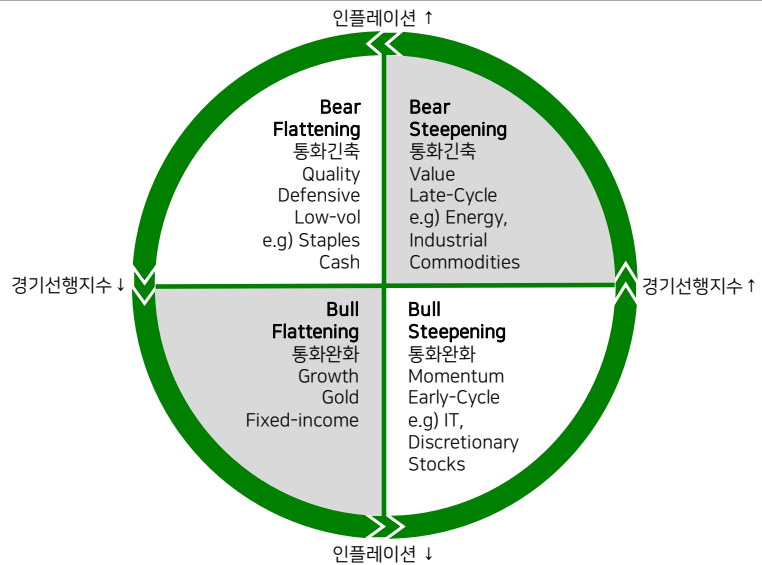
결국 2분기 글로벌 실적 발표 이후 현재 EPS 전망치 수준의 지속성 여부가 하반기 투자 성격을 판가름 지을 것이다. 어떤 시나리오로 전개된다 하더라도 단기적으로 위험 요인들이 뒤따를 것으로 예상된다. 예를 들어,

**** 실적 컨센서스 부합:** 현재 수준의 EPS는 유지되나 기업 체력을 확인한 주요국 중앙은행의 통화긴축 강도가 강하게 지속될 가능성

**** 실적 컨센서스 하회:** 단기적으로 EPS가 하락하고 밸류에이션이 연쇄적으로 조정되며 추가적인 증시 하락. 그러나 한편으로는 경기 침체 우려가 대두되면서 역설적으로 중앙은행들의 긴축 강도가 완화될 가능성

현재 많은 경제 주체들이 경기 후퇴 또는 침체를 경고하고 있는 시점에 선행 EPS의 상승보다는 하락 확률이 비교적 높다는 것이 기본적인 가정이다.

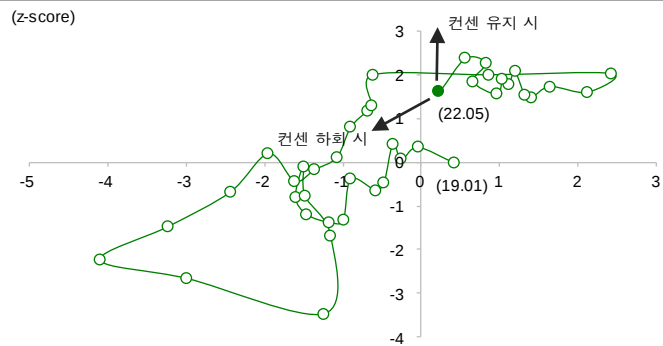
도표 31. 경기 사이클 모델



자료: 신영증권 리서치센터

최근 3/4분면으로
유의미하게 이동한
경기 사이클 모델

도표 32. 미국 경기물가 모델과 예상 경로



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

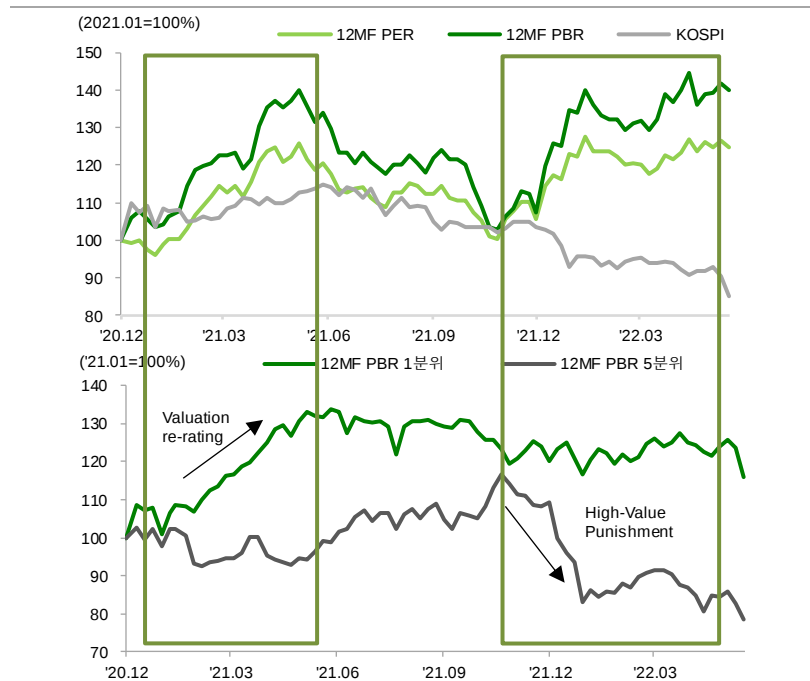
실적 시점에 앞서 경기선행지수와 BEI로 구성된 경기 사이클 모델의 최근 경로에서 단초를 찾아보자면, 최근 3/4분면으로 유의미하게 이동한 사실을 확인할 수 있다. 이 추세가 이어진다면 중앙 은행의 '비교적으로 완화적' 통화 정책을 기대하는 심리 덕에 밸류에이션 부담을 덜어낸 성장주에 대한 관심이 되살아날 개연성이 있다. 반면 예상외로 기업 실적 호조로 인한 모멘텀이 되살아난다면 모델이 다시 우측으로 이동하며 기대 인플레이션이 높은 수준에서 유지될 수 있다.

(2) 스타일 Review & Preview

서로 달랐던
밸류스타일 랠리

2021년 상반기에 이어 2022년 상반기를 주도했던 투자스타일은 단연코 가치였다. 그러나 약 1년 6개월동안 두 번에 걸쳐 발생한 가치주 Long-Short 전략의 성과는 정반대의 성격을 띄고 있다. 2021년은 증시 호황기에 찾아오는 전형적인 저평가 주식들의 밸류에이션 리레이팅 랠리로 평가할 수 있다면, 2022년은 금리 인상에 취약한 고밸류 주식의 추락에 편승한 Short 전략 성과였음을 아래 도표에서 구별할 수 있다.

도표 33. Value Factor Long-Short 전략 수익률 추이



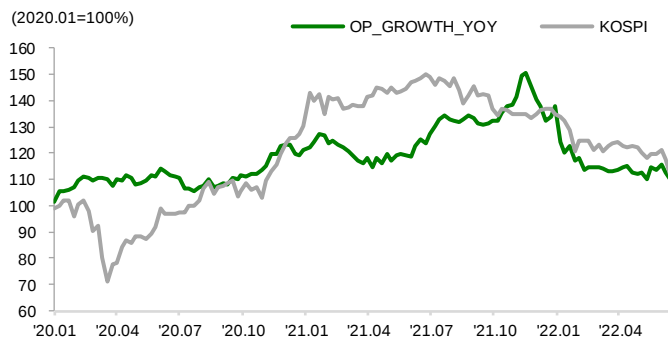
자료: QuantiWise, 신영증권 리서치센터

즉 Low-Value 주식들은 상반기 중 일종의 피난처 역할이었으며, 현재 경기 후퇴 가능성이 높게 점쳐지고 있는 상황에서 경기 성장에 대한 기대 심리가 급격한 변곡점을 그리며 밸류에이션 리레이팅 랠리가 도래할 가능성은 당분간 낮을 것으로 판단된다.

증시의 큰 방향성이
결정되는 사건이 부재할
경우 트레이딩 전략을
통한 종목 옥석 가리기

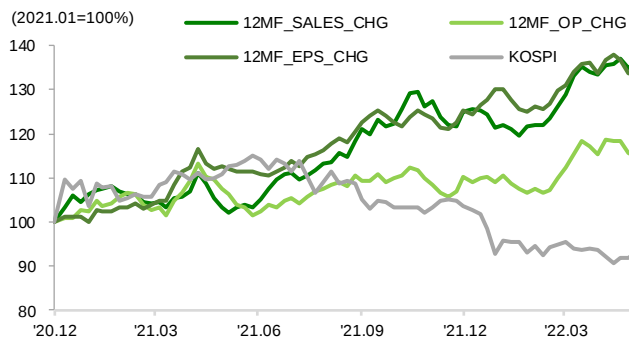
러시아-우크라이나 종전과 같은 거시경제 방향성에 대한 극적인 변화가 발생하지 않는 이상, 밸류에이션 부담은 없으나 기대할만한 큰 호재가 부재한 현재 글로벌 증시의 변동성은 제한되어 있다고 가정한다면 트레이딩 성격의 투자전략도 유효할 것으로 판단된다. 경기 후퇴 우려가 오히려 통화 정책 우려를 삼키면 경기 사이클 국면의 변화로 연결될 것이고, 지수의 제한적인 등락 속에서는 투자 자산들 간 옥석을 가리는 것이 중요한 투자포인트가 될 것으로 보인다.

도표 34. 밸류에이션 부담은 코로나 이전 수준으로 회귀한 성장주



자료: QuantiWise, 신영증권 리서치센터

도표 35. 안정적인 12MF_EPS 모멘텀의 L-S 수익률



자료: QuantiWise, 신영증권 리서치센터

(3) 바스켓 전략 구성

바스켓 전략을
3가지 기준으로 구성

상반기에만 코스피 지수는 약 3,000pt에서 2,300pt 초반으로 약 22% 하락했다. 과도한 하락장 이후엔 어떤 자산이 가장 먼저 회복할 것인지가 궁금한 법인데, 가장 빠른 회복의 기준을 다음 세 가지로 추려보았다.

- 1) 바뀐 해류(거시경제의 흐름)에 적응력
- 2) 펀더멘털, 즉 이익 체력 훼손 여부
- 3) 회복 탄력성 - 반등 구간에서의 민감도

올해 증시의 핵심 키워드는 금리였는데, 현재의 금리 수준에 적응할 수 있는 기업의 판단 여부는 요구수익률에서 추측해볼 수 있다. 중앙은행들의 금리 인상으로 인해 투자자들은 최소 국내 증시에서 코로나 이전 수준인 9% 이상의 요구수익률을 기대한다고 가정한다면, 선행 ROE가 9%에 미치지 못하는 기업들에 대한 투자 자금은 주저할 수밖에 없다.

한편 지수 앞에 장사는 없으나 개중에서도 주가가 하락하는 가운데 이익 전망치가 견고하게 유지된 종목들의 밸류에이션은 더욱 낮아졌다. 그리고 날개 없이 추락한 국내 증시이지만 이따금 나오는 반등 구간을 견인했던 종목들은 보통 반발 매수를 불러일으키는 펀더멘털이 강한 종목들이었다. 반등 구간을 지수의 5일 누적 수익률이 2% 이상인 경우로 설정하고, 그 구간에서의 상승 민감도, 즉 '반등 베타'가 높은 기업들은 높은 유연성을 가지고 있다는 판단 하에 다음과 같은 팩터 전략을 구성했다.

도표 36. 전략 스크리닝 조건

Factor	Item used	Weight
선결조건	시가총액 4,000억 이상	-
	선행 EPS 적자기업 제외	-
	ROE 9% 이상	-
이익모멘텀	12MF EPS 변화율(1개월)	50%
Beta	반등 구간에서의 베타 값	50%

자료: 신영증권 리서치센터

도표 37. 이익모멘텀 & 반등베타 높은 종목 목록

(단위: 억원, %)

종합순위	코드	기업명	업종명	시가총액	12MF EPS CHG(1M)	12MF ROE	YTD베타	반등베타
1	A020560	아시아나항공	항공사	11,943	649.3	29.9	1.38	2.25
2	A112040	위메이드	게임엔터테인먼트	20,312	5.4	14.3	2.04	2.51
3	A206560	덱스터	방송과엔터테인먼트	3,303	5.3	12.1	1.63	2.51
4	A051910	LG화학	화학	402,376	4.0	10.6	2.04	2.46
5	A247540	에코프로비엠	전기제품	29,314	3.5	25.6	1.37	1.95
6	A014680	한솔케미칼	화학	24,937	2.8	21.2	1.91	2.12
7	A145720	덴티움	건강관리장비와용품	9,630	9.5	22.9	1.58	1.46
8	A281820	케이씨텍	반도체와반도체장비	3,546	2.9	13.2	1.10	1.75
9	A009900	명신산업	자동차부품	9,104	2.7	23.5	1.52	1.77
10	A007810	코리아씨키트	전자장비와기기	4,689	2.0	18.6	1.16	2.48
11	A054210	이랜텍	핸드셋	4,970	7.8	31.4	1.26	1.40
12	A003550	LG	복합기업	127,414	2.1	11.3	1.15	1.98
13	A194480	데브시스터즈	게임엔터테인먼트	5,145	8.7	28.1	1.46	1.38
14	A278280	천보	전기제품	23,730	3.0	18.8	1.37	1.61
15	A353200	대덕전자	전자장비와기기	13,516	5.4	21.5	1.02	1.41
16	A086520	에코프로	화학	19,414	2.6	14.1	1.48	1.62
17	A316140	우리금융지주	은행	91,372	2.7	10.4	0.70	1.60
18	A120110	코오롱인더	화학	14,943	6.3	9.5	1.37	1.37
19	A008770	호텔신라	호텔, 레스토랑, 레저	27,709	7.2	15.7	0.95	1.32
20	A298020	효성티앤씨	섬유, 의류, 화학품	15,298	2.0	25.7	1.34	1.76
21	A348370	엔켐	전기제품	8,560	5.3	15.4	1.52	1.38
22	A058610	에스피지	전기제품	3,338	2.0	14.2	0.86	1.61
23	A137310	에스디바이오센서	건강관리장비와용품	41,567	3.1	26.9	0.99	1.41
24	A259960	크래프톤	게임엔터테인먼트	127,587	2.8	13.9	1.39	1.43
25	A003490	대한항공	항공사	88,346	21.1	13.2	1.00	1.14
26	A002380	KCC	건축자재	25,993	1.6	10.6	1.30	1.75
27	A066970	엘앤에프	전기제품	87,884	2.8	27.8	1.53	1.41
28	A084010	대한제강	철강	3,943	1.4	20.0	0.81	1.94
29	A084370	유진테크	반도체와반도체장비	7,115	3.0	25.9	1.12	1.39
30	A007660	이수페타시스	전자장비와기기	4,478	12.9	37.8	1.24	1.13

자료: FnGuide, 신영증권 리서치센터

III. 하반기 주요 시장 이슈

(1) IPO 프리뷰: 조금씩 재개되는 IPO, 떠오르는 SPACs

IPO 연기/취소 기업 다수:
쏘카, 현대오일뱅크 등 주목

상반기 러-우 전쟁, 글로벌 통화긴축, 경기침체 우려 등으로 증시 분위기가 침체되자 기업공개(IPO) 계획을 미루거나 철회한 기업들이 늘어났다. 유동성 환경이 악화되어 기업 가치를 높이 평가받기 어려운 탓이다. 지난 1월 현대엔지니어링이 회사가치 평가 어려움을 이유로 공모 철회 신고서를 공시한 이후 SK실터스, 윈스토어 등 주목 받던 대어급 기업들이 모두 상장 철회 의사를 밝혔다. 윈스토어는 5월 24일 상장을 준비하고 공모가도 3만 4,300원에서 4만 1,700원에 형성되었으나 상장 철회를 결정했다. 같은 날 상장 예정이던 SK실터스도 저조한 수요 예측 결과에 철회 의사를 밝혔다. 모두 이후 시장이 안정되면 재검토한다는 계획이다. 글로벌 긴축으로 국내 증시의 불확실성이 확대되면서 IPO 시장을 열어볼게 만든 것이다.

그러나 하반기에는 여러 가지 변화가 감지된다. 1) 스팩 합병 예비심사 청구 기업들이 늘어나고 있으며, 2) 공모가를 낮춰 IPO를 재추진하는 사례도 발견된다. 이는 상반기와는 시장 분위기가 달라질 가능성이 있음을 암시한다.

경기 침체 우려로
스팩 합병 통한
우회상장 증가

실제로, IPO는 위축됐지만 스팩 합병 상장은 크게 늘고 있다. 특히 지난 2월부터 거래소는 스팩이 소멸되고 회사가 존속법인으로 남는 '스팩소멸 합병' 방식을 허용했는데, 이후 상장 예비심사 신청을 하는 스팩이 늘고 있다. 기존에는 스팩이 존속법인으로 남고 회사(피합병 법인)가 소멸되는 '스팩존속합병' 방식만 가능했지만 이제는 존속 법인을 선택할 수 있게 했다. '스팩소멸합병' 방식으로 합병을 하면 기업이 존속기업이 되기 때문에 법인격과 업력이 소멸을 피할 수 있다. 지금까지는 VC(벤처캐피탈)이 운용 중인 펀드를 소멸시켜야 하는 문제로 사실상 스팩 상장이 불가능했는데, 이제 '스팩소멸합병' 방식을 활용한 상장이 가능해져 시장 활성화가 예상된다.

또한 스팩 합병을 통한 우회 상장은 직상장과는 달리 수요 예측 등의 절차가 필요 없어 시장 인지도가 낮은 기업의 경우 가치 평가에 유리하다. 투자자 역시 소액으로 투자할 수 있고 원금 손실 가능성이 적기 때문에 안정성을 보장 받으며 기업 인수합병 시장 투자가 가능하다.

상반기까지 스팩 합병을 통해 상장한 기업은 하인크코리아, 누보, 파이버프로, 웨이버스, 하이딥, 모비데이즈 등 6개 기업이다. 하반기에도 7월 코닉오토메이션(NH스팩21호), 8월 솔트웨어(미래에셋대우스팩3호), 태성(신영스팩5호), 원택(대신밸런스제8호스팩), 9월 비스토스(SK스팩5호), 11월 옵티코어(KB제20호스팩), 신스틸(하나금융15호스팩) 등이 예정되어 있다. 스팩소멸합병 방식으로 최근 예비 심사를 청구한 비스토스는 심사 통과 후 주주총회를 거쳐 SK스팩5호와 합병할 예정이며, 신주 상장 예정일은 9월 6일이다. 대부분의 스팩이 유가증권시장보다 코스닥시장에 많아 기업 가치가 큰 대형 기업의 스팩 상장은 어려운 것은 한계점이지만 스팩에 눈을 돌리는 기업과 투자자들은 더욱 늘어날 것 같다.

공모가 낮춰
재도전 하는 경우도 있어

아울러 상장을 철회했던 기업 중 다시 희망 공모가를 크게 낮춰 진행하는 사례도 늘고 있다. 상장에 재도전하는 경우 희망 공모가 외에도 공모주식수도 낮춰 진행하는 경우가 많아 기업가치도 예전보다 하향 조정되지만 연내 상장을 완료하는 것이 중요하다고 본 것이다.

대명에너지와
보로노이

대명에너지는 희망공모가를 2만 5000원~2만 9000원에서 1만 5000원~1만 8000원으로 낮췄고, 실제 공모가는 1만 5000원에 확정되어 5월 16일 상장을 완료했다. 7월 1일 종가는 15,750원으로 공모가보다 소폭 높은 수준이다. 3월 수요 예측에서 흥행에 실패해 상장을 철회했던 약물 설계 전문기업 보로노이는 두 달여 만에 코스닥 상장을 재추진해 6월 24일 상장을 완료했다. 보로노이도 기존 희망 공모가는 5만원~6만 5000원선이었으나 4만~4만 6000원 수준으로 낮아졌고, 실제 공모가는 4만원에 확정되었다. 이로써 보로노이는 거래소가 지난해 신설한 '유니콘 기업 특례 상장'(시장평가 우수기업 특례)을 적용받는 1호 기업이 됐다. 앞서 거래소는 시가총액이 1조원 이상인 기업은 실적과 무관하게 유가증권시장에 상장할 수 있도록 요건을 완화한 바 있다.

물론 아직 상장 심사 청구 상태에서 계류 중인 기업들도 상당히 많다. 작년 12월에 청구서를 제출한 교보생명도 상장 심사가 7개월째 지체되고 있다. 쉐리도 3월에 청구서를 제출해 45영업일을 넘겼으나 심사 결과를 아직 받지 못했다. 다른 기업들은 심사가 잘 이뤄지고 있지만, 교보생명은 경영권 이슈로 심사가 지연되고 있고 현대오일뱅크와 쉐리는 추가 서류 요청에 대한 제출이 늦어지는 것으로 알려졌다.

하반기 IPO 대어
현대오일뱅크

하반기 가장 큰 관심사는 2012년, 2018년에 이어 세 번째 IPO에 도전하는 현대오일뱅크다. 얼마 전 거래소 상장예심을 통과했다. 3년 전 2대 주주인 아람코에게 8조원으로 프리IPO를 유치한터라 그 이상의 가치평가가 가능할지 우려의 시선이 많았다. 그러나 최근 러-우 사태로 국제유가가 급등해 정유업이 초호황을 누리고 있어 올해 안에 기업공개를 완료하기로 한 것 같다. 구주매출 비중이 많다는 것이 약점으로 지적되고 있지만 이번 기업공개로 통해 매출의 80% 이상을 차지하는 정유업 의존도를 낮추고, 화이트 바이오 등 신사업 발굴에 박차를 가한다는 계획이다.

모빌리티 플랫폼 쏘카,
인터넷 은행 케이뱅크

모빌리티 플랫폼 기업인 쏘카와 케이뱅크도 상장 예정이다. 쏘카의 경우 4월 상장 예비 심사를 통과했으나 일정이 다소 지연되어 6월 말 증권신고서를 제출하고 8월 기관 수요 예측을 개시한다. 당초 6월 상장 계획이었으나 재무적 투자자(FI)와의 마찰로 증권신고서 제출이 지연된 것으로 알려졌다. 쏘카는 현대글로벌비스, 롯데 등 대형 물류/유통 기업과 업무 협약을 체결하며 사업영역 확장을 꾀하고 있어 미래 모빌리티 시장의 선두 주자로 주목받고 있다. 그 외에도 '인터넷전문은행 1호' 케이뱅크가 연내 상장을 그대로 진행할 계획이다. KT는 3월 주주총회에서 비씨카드, 케이뱅크, 밀리의 서재 등 자회사들의 상장 계획을 밝혔는데 이 중 밀리의 서재가 이미 지난 5월 상장 예비 심사 청구서를 제출했다.

마켓컬리와 쓱닷컴,
오아시스마켓 등
온라인 식재료 플랫폼

신선식품 새벽 배송 기업인 컬리(마켓컬리)도 하반기 IPO를 추진 중이다. 지난 5월 31일부로 공식 심사 기간은 끝났으나 상장 예비심사 연장 신청을 한 상태로, 의결권 위임과 보호 예수 관련한 서류를 추가 제출할 계획이다. 컬리는 연간 매출액 증가에도 불구하고 영업 적자폭이 확대되며 작년까지 누적적자가 5,000억원에 달했다. 기존대로라면 상장이 불가능하지만 쏘카와 마찬가지로 유니콘 특례 요건 적용으로 진행할 계획이다.

투자 다양성은 확대,
그러나 대형 IPO 진행으로
시중 유동성 쏠림 발생하면
유통시장 부정적 영향

이 밖에도 SSG닷컴(쓱닷컴), 오아시스마켓 등이 나란히 하반기 국내 상장을 준비하고 있다. 오아시스마켓은 오프라인 매장인 우리생협에서 시작해 온라인 플랫폼으로 확장한 기업이다. 생협 매장을 바탕으로 온라인 마켓과 연계해 효율적으로 운영하며 10년 연속 흑자를 기록하고 있다. SSG닷컴은 신세계 그룹 차원에서 운영하고 있으며, 컬리와 오아시스와는 달리 식료품 이외에도 라이프스타일과 관련한 다양한 상품을 취급하는 종합 유통 플랫폼이다. 아울러 11번가 역시 기업공개를 준비하고 있는 것으로 알려졌다. 시장 환경은 아직 녹록치 않으나 상반기와 달리 하반기는 상장 이벤트 증가로 투자 다양성은 확대될 것이다. 다만, 상반기 LG 에너지솔루션 케이스처럼 현대오일뱅크 등 대형 IPO가 진행되는 경우 시중 유동성 쏠림으로 유통시장에 부정적 영향을 주는 경우가 있어 모니터링이 필요하다.

표 38. 2022 하반기 IPO 예정 기업

예상 기업	상장 예정	예상 기업가치	기업 개요
쏘카	8월	3조원	카셰어링/모빌리티 플랫폼
현대오일뱅크	11월	8조원	현대중공업 계열 정유 회사
컬리	연내	5조원	농산물 도소매, 온라인 유통
오아시스	미정	1조원	농산물 도소매, 온라인 유통
케이뱅크	연내	8조원	모바일, pc 활용 인터넷 전문은행
교보생명	연내	3.5조원	생명보험 판매 회사
야놀자	연내	10조원	숙박/레저 중개 및 관리 플랫폼
밀리의 서재	연내	3000억	월정액 전자책 구독 서비스
SSG닷컴	미정	10조원	온라인 유통 및 소매 판매
CJ올리브영	미정	4조원	헬스 및 뷰티 제품 유통
카카오엔터테인먼트	미정	10조원	웹툰 등 디지털 콘텐츠 플랫폼
카카오모빌리티	미정	6조원	대리운전, 택시 플랫폼

자료: 언론 취합, 신영증권 리서치센터

(2) 미국 11월 중간선거 공화당 우세: 변곡점 될까

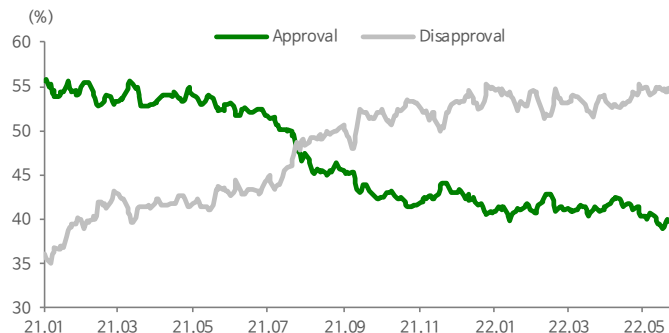
11월 8일 중간선거 앞두고
물가불안으로
바이든 지지율 추락

11월 8일 미국 현 정권을 심판하는 격인 '중간선거'가 실시된다. 하원의원 전원, 상원의원 35명, 주지사 36명이 새로 선출될 예정인데 금융시장에 변곡점이 될 것이라는 기대감이 많다. 지지율이 하락 중인 바이든이 물가 안정을 위한 카드를 본격적으로 검토할 조짐을 보이고 있기 때문이다.

현재 미국은 대통령, 상원, 하원 모두 민주당이 우위에 있는 '여대야소'의 소위 블루 웨이브(Blue Wave) 체제다. 하원은 민주당이 220석으로 공화당 209석보다 압도적으로 많고, 상원은 민주당이 48석으로 공화당(50석)보다 2석 적지만 무소속 2명이 민주당 성향이라 사실상 민주당에 우호적인 구도다. 또한 부통령이자 상원의장인 카말라 해리스가 민주당 인사이기 때문에 캐스팅 보트를 쥐고 있다.

그런데 이번 선거에서 상원은 박빙, 하원은 공화당이 우세하다는 전망이 나오고 있다. 인플레이션의 심각성이 바이든 대통령의 지지율 하락을 촉발하고 있기 때문이다. 미국 유권자의 83%는 '물가'가 다가오는 중간선거에서의 결정에 매우 중요한 요인이라고 응답했고 '유가'가 중요한 요인이라고 응답한 비율도 74%에 달했다. 바이든 대통령의 지지율은 5월 말에는 36%까지 떨어졌고 6월 말 바이든의 지지율은 39.8%에 불과하다.

도표 39. 바이든 미 대통령 지지율 변화: Disapprove 55.9%, Approve 39.8%



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

인플레이션 안정을 위한
바이든의 카드

이에 바이든 대통령은 물가 상승 압력을 잠재우기 위해 1) 유가 안정을 위한 노력, 2) 대중국 관세 인하 방안 등을 검토하고 있다.

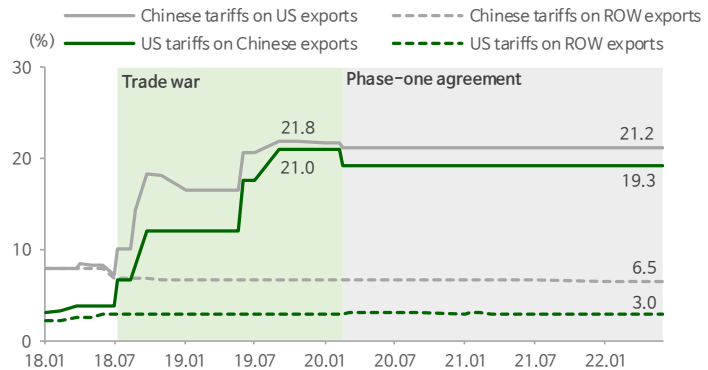
1) 유가 안정 노력:
기대감 낮아

일단 유가 안정의 경우 노력은 하겠지만 별다른 성과를 기대하긴 어려워 보인다. 전략 비축유도 방출했고 오는 7월 원유 증산 논의를 위해 사우디를 방문할 예정이나 회의적인 시각이 많다. 이에 바이든은 휘발유와 경유에 대한 세금을 일시적으로 중단할 것을 의회에 요구하고 있다. 그러나 이는 단기적이고 비효율적인 구제책이라는 비판에 부딪혀 통과되는 것이 쉽지 않아 보인다. 바이든이 제안한 'gas tax holiday'는 연방 정부가 부과하는 휘발유 1갤런당 18.4센트, 디젤 1갤런당 24센트의 유류세 부과를 잠시 유예하는 것이다. 이에 따른 비용은 약 100억 달러로 추정되는데 바이든은 해당 세금으로 조달되는 고속도로 신탁 기금을 다른 곳에서 충당할 것을 요청 중이다. 이에 뉴욕과 플로리다 등 일부 주에서는 유류세를 유예하기 위한 절차를 밟고 있지만, 공화당 의원들은 반대 중이고 일부 민주당 의원들마저 냉담한 반응을 보이고 있어 의회 통과 확률은 낮을 것으로 보인다.

2) 대중국 관세 인하 검토:
인하 품목의 범위와
관세 인하 정도가 중요

대중 수입관세 인하 방안은 미국 수입물가를 낮추고 중국 수출경기 회복 효과를 기대할 수 있지만 품목의 범위와 관세 인하의 정도가 큰지 작은지가 중요하다. 일부 정치인은 대중국 관세 인하로는 물가 안정 효과를 누릴 수 없다고 반대하고 있지만 중국 수출품에 대한 미국의 평균 관세는 19.3%로 2018년 무역분쟁 이전보다 6배 이상 높고, 미국 수출품에 대한 중국의 보복관세도 평균 21.2%로 매우 높은 상태다. 충분한 수준의 인하가 이루어진다면 실물경기 부양 효과가 가능하다. 그러나 엘런 재무장관은 대중국 관세를 일부 해제하는 것을 검토 중이라고 밝혔지만 '일부 제품에 대한 관세의 인하 정도는 상당 수준일 수 있으나, 구체적인 규모는 아직 결정된 바 없다'고 발표해 불확실성은 남아 있다. 품목의 범위, 관세 인하의 정도에 따라 전망은 달라질 것이다. 현재 중국 정부는 전체 품목에 대한 미국의 관세 인하를 요구하고 있으나, 바이든 행정부는 일부 제품에 대한 관세 인하만을 논의하고 있다.

도표 40. 2018년 무역분쟁 이후 마-중 관세 변화



자료: PIIE, 신영증권 리서치센터

주) ROW : Rest Of World

인플레이션에 이어
'총기 규제',
'로 대 웨이드 판결'이
중간선거의 변수로 부상

그래서 그런지 민주당은 인플레 통제가 쉽지 않을 것으로 보고 다른 이슈들을 지렛대 삼으려는 분위기다. 첫째는 '총기 규제'이고, 둘째는 '로 대 웨이드(Roe vs. Wade)' 낙태 판결이다.

지난달 뉴욕과 텍사스 총기 난사 사건 이후 발의된 총기 규제 강화 법안은 30년 만에 극적 통과되었다. 이번 법안은 1) 21세 미만 총기 구매자의 정신 건강을 당국이 최소 열흘간 검토하고, 2) 총기 밀매 처벌을 강화하고 위험 인물의 총기를 압류하는 '레드 플래그(Red Flag)'를 실시하는 주에 장려금을 지급하는 내용을 담고 있다. 그러나 대법원에서 공공장소 총기 소지를 규제하던 뉴욕주 법률을 위헌이라고 판결해 논란이 커지고 있다. 이번 대법원의 판결로 전미총기협회(NRA) 등 총기 옹호 단체들이 예전의 패소 건에 대해 집단 소송에 나설 수 있게 되어, 뉴욕 이외 주들의 총기 관련 법안에도 영향을 미치게 될 가능성이 생겼다.

다음은 낙태 이슈다. 보수 성향이 강한 미국 연방 대법원이 낙태를 허용한 '로 대 웨이드 판결'을 40년만에 뒤집으면서 미 전역에 큰 파장을 미쳤다. '로 대 웨이드 판결'은 미국 연방 대법원 판례 상 중요한 사건 중 하나로 손꼽히는데 1973년 임신 24주 이전 낙태를 여성의 권리로서 인정한 것이다.

이번 판결로 유권자를 비롯한 민주당원들의 선거 참여 열기는 더욱 거세졌다. 현실적으로 상원의 문턱을 넘기 어렵지만 낸시 펠로시 하원의장은 법률적으로 낙태권을 보장하기 위한 입법 방안을 검토하며 중간선거까지 쟁점화하겠다고 밝혔다. 이에 공화당에서는 여성이 낙태가 가능한 주(洲)로 이동하는 이른바 '원정 낙태' 시술을 제재하는 법안을 준비하고 있다. 이러한 총기 규제와 낙태권에 대한 여론은 민주당에 우호적이기 때문에, 스윙 보터(swing voter)를 비롯한 유권자들을 민주당쪽으로 결집하게 하고 민주당 지지율을 반등케 할 수 있다.

아직까지는 모든 지표들이 공화당 우세를 점치고 있어

그러나 아직까지는 모든 지표가 공화당에 우세하다. 이에 미국 내 언론들은 이번 중간선거가 트럼프 전 대통령의 공화당 내 영향력을 가늠할 수 있는 시험대가 될 것이라는 시각을 내비치고 있다. 실제로 5월 17일부터 시작된 공화당 프라이머리(예비선거)에서 트럼프를 지지하는 후보가 펜실베이니아, 오하이오, 노스캐롤라이나, 사우스다코타 등지에서 잇따라 당선되며 트럼프의 차기 대선 재도전 가능성도 점쳐지고 있다.

11월 중간선거까지
주식시장 변동성 클 것,
공화당 하원 장악 후
나타날 변화에 초점

중간선거 이후 다수당이 공화당으로 뒤바뀔 경우 지금까지 바이든 행정부가 추진해왔던 금융규제, 탈탄소, 대러 제재 등의 정책들이 한꺼번에 동력을 잃게 될 수 있다. 공화당은 에너지 독립(Energy Independence)을 주장하고 있어 셰일 생산 확대 측면에서 우호적이다. 11월 중간선거 이전까지는 주식시장 역시 변동성이 클 것으로 보이며 선거 이후 공화당이 하원을 장악한 후 나타날 변화에 초점을 맞추는 것이 필요해 보인다.

Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.