투자포커스

기술적으로 본 QE1.2.3의 공통점과 차이점

Technical Analyst 김영일 769-2176 ampm01@daishin.com

주식 시장 상승세 연장. 스페인과 밸류에이션 변수는 주의

지난주 글로벌 주식 시장은 2.9% 상승하며 연중 최고치를 갱신했다. 일단 주식 시장은 기술적으로 중장기 Level-up을 위한 첫 단추를 잘 끼운 것으로 판단된다.

정책의 영향으로 안전자산 선호 약화, 달러 약세, 원자재 가격 상승이 진행되고 있는 만큼 주식 시장의 상승세는 1개월 가량 연장될 가능성이 높다. 금번 KOSPI 상승의 기술적 임계치는 2050~2085P 수준으로 예상된다.

다만, 다음과 같은 이유로 추세적인 상승으로 진행될 가능성은 낮다고 본다.

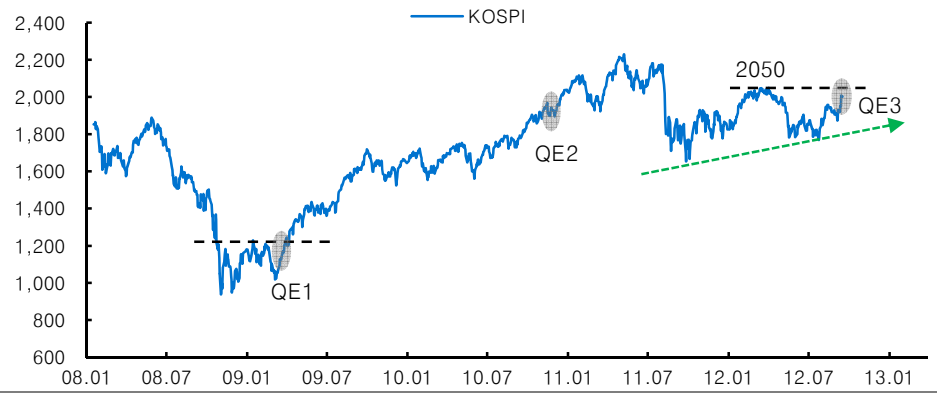
1) 신흥 시장에 미치는 긍정적 효과는 크지 않을 것(QE2 유사).
2) QE3에 대한 기대감은 상당부분 외환 시장과 상품 시장에 선반영
3) 달러와 상품 가격이 기술적 지지선과 저항선에 근접.

아직 주식 시장 상승의 끈을 놓을 필요는 없으나 두가지 리스크 변수의 영향력이 커질 경우에는 주의해야 한다는 판단이다.

먼저 스페인 구제금융 이슈이다. 기술적으로 스페인 지수의 중장기 저항선은 8500~8700P 수준이다. 스페인 지수가 저항선에 근접할수록 스페인 리스크에 대한 긴장을 높여야 할 것이다.

다음으로 밸류에이션 부담 가능성이다. KOSPI가 최고점을 형성했던 시점의 P/E는 9.63배, 2012년 P/E의 고점은 9.79배였으며 현재 지수로 역산시 각각 2050P와 2085P로 계산된다. 2050 이상에서는 밸류에이션 부담이 부각될 가능성이 있다.

그림 1. **중장기 저항선에 근접한 KOSPI**



자료: Bloomberg, 대신리서치센터

QE1.2.3 의 공통점

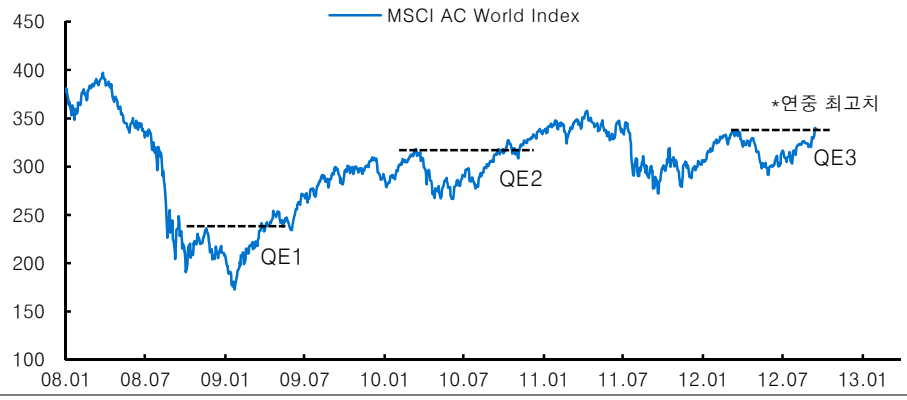
9월 ECB와 연준은 기대치 그 이상의 정책을 발표했고 주식 시장은 안도했다. 우호적 정책에 힘입어 지난주 글로벌 주식 시장은 2.9% 상승하며 연중 최고치를 갱신했다. 시간을 두고 확인 과정이(안착 여부) 필요하겠으나 일단 주식 시장은 기술적으로 중장기 레벨업을 위한 첫 단추를 잘 끼운 것으로 판단된다.

문제는 이러한 주식 시장 상승세가 얼마나 지속될 수 있는냐일 것이다. 경기에 대한 확신이 보장되지 않은 상태임에도 불구하고 정책 효과로 인한 주식 시장의 상승 흐름은 1개월 가량 이어질 것으로 예상한다.

과거 QE에 대한 학습 효과가 우호적인 역할을 할 가능성이 높기 때문이다. 과거 두 차례 있었던 QE 발표 이후 주식 시장은 레벨-업에 성공했다. QE3 발표 이후 글로벌 주식 시장은 또 다시 연중 최고치를 갱신하고 있다. 과거와 같은 주식 시장의 레벨업에 대한 기대감이 커지고 있기 때문이라고 생각한다.

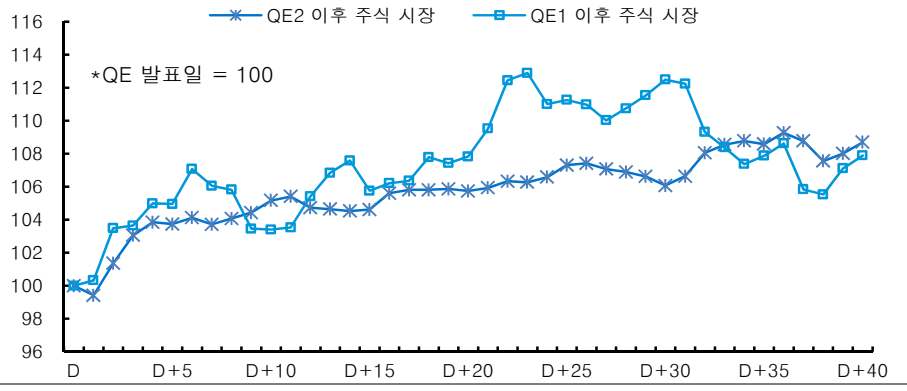
주식 시장의 레벨업에 대한 기대감은 정책 효과에 대한 평가 과정 진행 이전까지 우호적인 역할을 할 것이며 대략 10월 중순까지는 유지될 것으로 예상한다. 주식 시장은 QE1과 QE2 발표 이후 대략 1개월 정도 상승하는 패턴을 보였왔다. 당분간 시장은 위험을 좀 더 감수하려 할 가능성이 높다고 생각한다.

그림 2. **글로벌 증시 연중 최고치 갱신**



자료: Bloomberg, 대신리서치센터

그림 3. **QE 발표 이후 1개월 정도 주식 시장에 긍정적 효과**



자료: Bloomberg, 대신리서치센터

QE1.2.3 의 차이점(1) – 신흥 시장의 강도

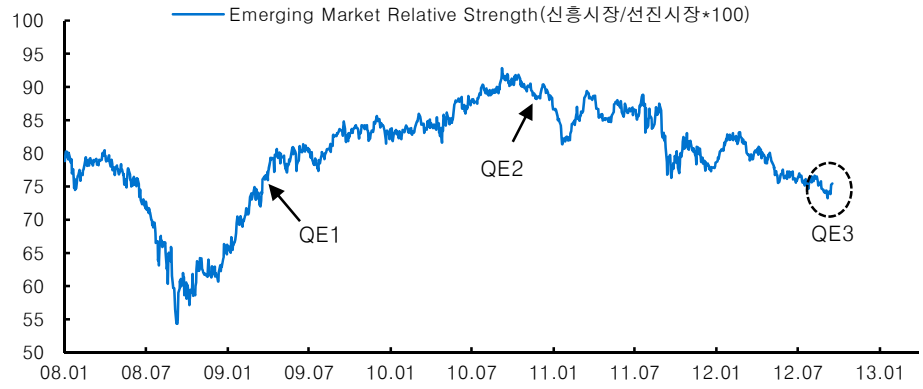
연준의 QE1과 QE2 정책 발표 시점은 글로벌 주식 시장의 주요 변곡점이었고 정책 대응 이후 주식 시장은 레벨업에 성공하는 공통점을 보였다.

하지만, 주식 시장에 미치는 영향은 달랐다. QE2의 경우 주식 시장의 상승 강도는 QE1 때보다 둔화되었다. 신흥 시장의 상대적 유동성 혜택은 작았다. QE1때는 유동성 공급으로 미국 경기 회복 기대감이 신흥 시장의 매력을 부각시켰으나 QE2때는 미국 경기 회복이 지연되며 유동성 효과가 반감되었기 때문으로 풀이된다.

QE3가 신흥 시장에 미치는 긍정적 효과는 크지 않을 것으로 예상한다(QE2와 유사). QE3가 경기 회복으로 연결되는데까지는 시간이 필요하기 때문이다. '연준에 맞서지 마라'는 월가의 격언이 있다. 연준은 2012년 경제성장률을 0.2~0.5%p 하향했으나 2013년과 2014년 성장률은 약 0.2~0.3%p 상향했다. 신흥 시장의 상대적 강세는 미국 경기 회복이 가시화되는 시점에나 가능할 것이다.

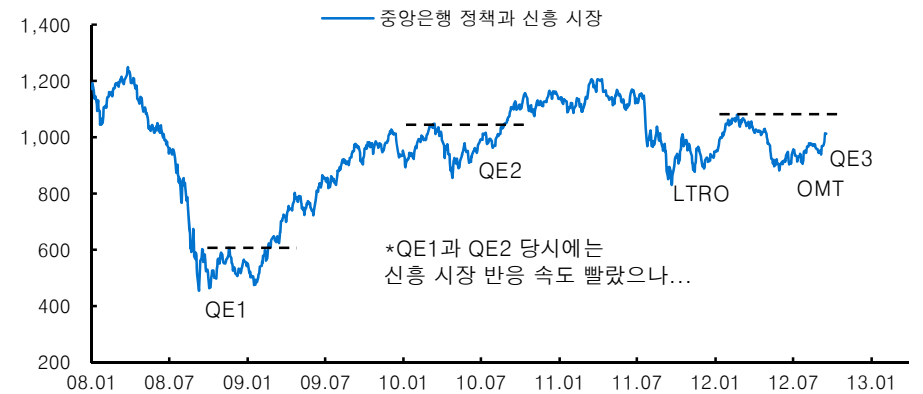
다만, 앞서 언급했듯이 단기적 관점에서 유동성에 대한 기대감은 일시적으로 신흥 시장의 상대적 강세를 유발할 가능성은 있다. 기대감에 따른 신흥 시장 상대적 강세의 임계치는 대략 (그림 5)의 2012년 고점 수준이 될 것으로 예상한다.

그림 4. **QE3의 신흥 시장에 대한 상대적 효과는 크지 않을 것(QE2와 유사)**



자료: Bloomberg, 대신리서치센터

그림 5. **신흥 시장 2012년 고점이 저항선**



자료: Bloomberg, 대신리서치센터

QE1.2.3 의 차이점(2) – 외환 시장과 상품 시장의 선반영

QE1,QE2와 QE3의 차이점은 외환 시장과 상품 시장의 반응에서도 나타난다.

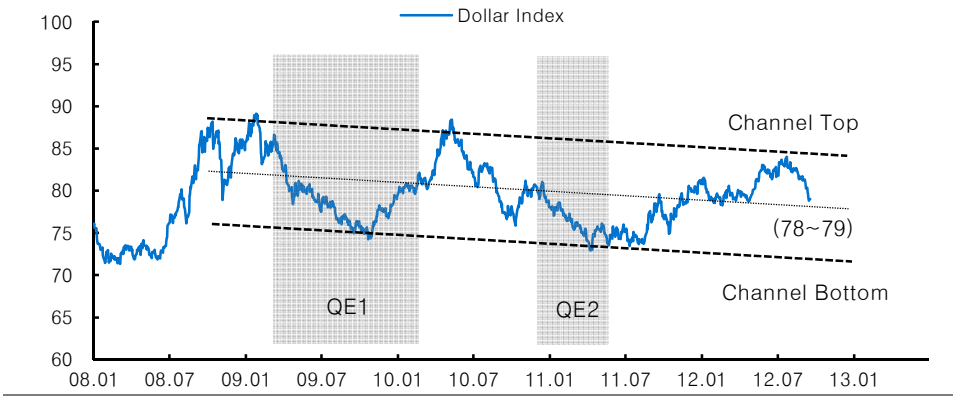
QE3에 대한 기대감은 연준의 발표 이전 상당부분 외환 시장과 상품 시장에 선반영되었던 것으로 보인다. ECB의 OMT 영향을 감안하더라도 달러 약세와 원자재가격 상승은(특히 유가) QE3 발표 이전 상당 부분 진행되었다는 판단이다.

완만한 약세를 보이던 달러와 상품 가격 상승은 정책 이벤트 이후 속도가 가팔라졌다. 연속적 정책으로 위험 자산에 대한 기대감이 일시에 반영된 결과로 보인다.

위험 선호 과정에서 달러 인덱스와 상품 가격은 기술적 지지선과 저항선에 근접하고 있다. 달러 인덱스의 기술적 지지선은 장기 채널의 중간값이자 2012년 저점인 78수준이다. 유가(WTI기준)의 기술적 저항선은 2011년 상반기 이후 형성된 하락추세선 상단인 105$내외이며, LME(비철금속)의 경우 박스권을 진행하고 있는 상태로 기술적 저항선은 2012년 고점 수준이다.

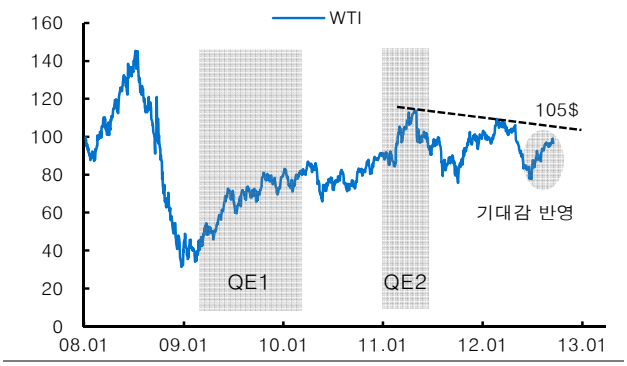
달러와 상품 가격의 진행 속도가 가파른 만큼 아직은 주식 시장의 추가 상승 가능성이 높다고 생각한다. 다만 지지선과 저항선을 넘어 새로운 방향성을 보이기는 쉽지 않을 것으로 보인다. 기술적 저항선과 지지선을 넘어서기 위해서는 지금까지의 기대감 이외에 경기 모멘텀에 대한 확신이 필요하기 때문이다.

그림 6. **지지선에 근접하고 있는 달러**



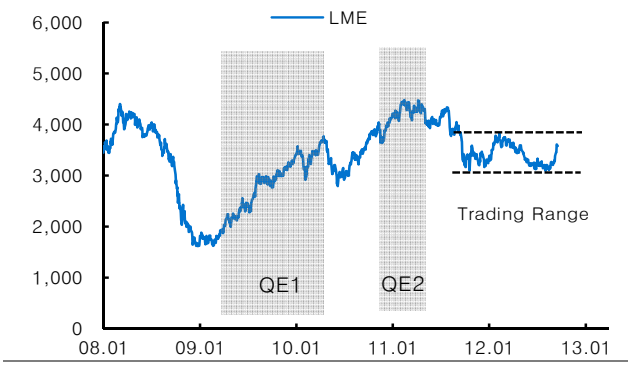
자료: Bloomberg, 대신리서치센터

그림 7. **저항선에 근접하고 있는 유가**



자료: Bloomberg, 대신리서치센터

그림 8. **저항선에 근접하고 있는 비철금속지수**



자료: Bloomberg, 대신리서치센터

주의해야할 변수 : 스페인과 밸류에이션

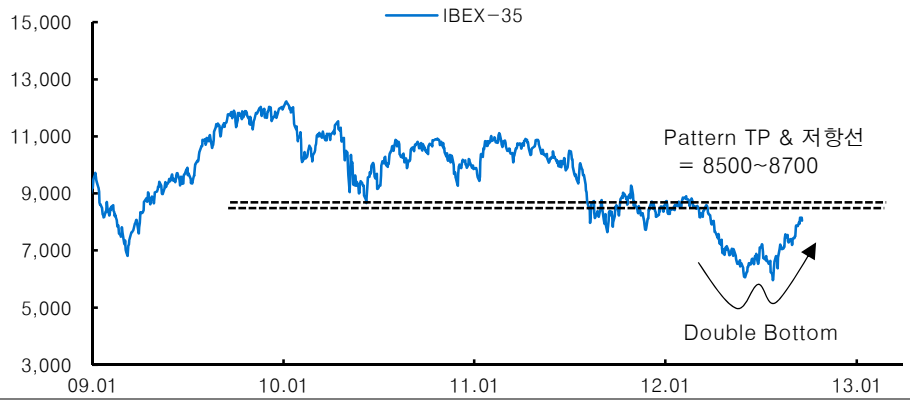
안전자산 선호 약화, 달러 약세, 원자재 가격 상승이 빠르게 진행되고 있는 만큼 주식 시장의 상승세는 연장될 가능성이 높다. 다만, 경기에 대한 확신이 부족한 상황인 만큼 추세적인 상승으로 진행될 가능성은 낮다고 본다. 유동성과 기대감으로 가능한 금번 KOSPI 상승의 임계치는 2050~2085P 수준으로 예상된다.

9월 중순의 이벤트를 거치면서 시장의 심리는 이전과는 180도 달라졌다. 우려감보다는 기대감이 더 커진 상황이다. 외환 시장과 상품 시장이 기술적으로 중요한 지점에 근접하고 있는 만큼 호재에 가려진 악재를 점검해 볼 시점이라고 생각한다.

먼저 스페인 구제금융과 관련한 불협화음은 언제든지 주식 시장의 발목을 잡을 수 있다. 기술적으로 스페인 지수의 중장기 저항선은 8500~8700P 수준이다. 스페인 지수가 저항선에 근접할수록 스페인 리스크에 대한 긴장을 높여야 할 것이다.

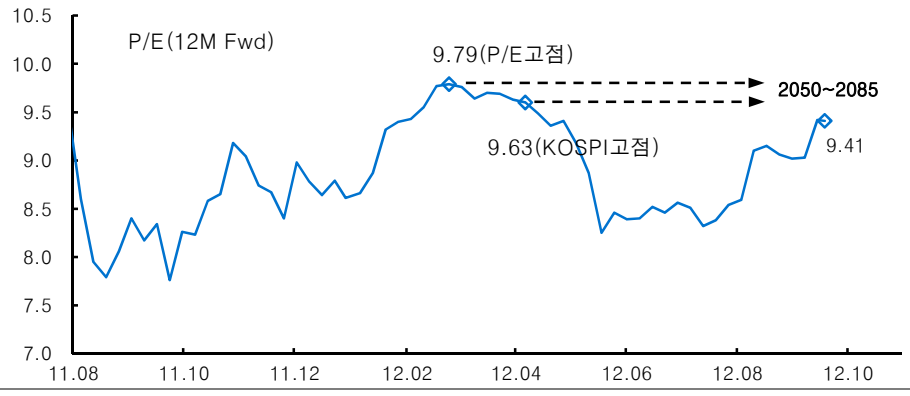
다음으로 밸류에이션 부담이 조정의 빌미를 제공할 수 있다. KOSPI가 최고점을 형성했던 시점의 P/E는 9.63배, 2012년 P/E의 고점은 9.79배 였다. 현재의 EPS(12M Fwd)로 역산시 해당 지수는 각각 2050P와 2085P로 계산된다. 아직은 KOSPI 상승을 즐기 때이다. 다만 KOSPI가 2050P를 상회할 경우 외부 여건을 점검하며 적극적인 대응을 고민할 필요는 있다.

그림 9. **스페인 기술적 저항선은 8500~8700**



자료: Bloomberg, 대신리서치센터

그림 10. **밸류에이션 고점은 2050~2085**



자료: Bloomberg, 대신리서치센터

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
  동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.