

KDB DAEWOO DAILY

2012. 11. 30 (금)

코스피지수 (11/29)	1,934.85P(+22.07P)
코스닥지수 (11/29)	496.73P(+2.25P)
KOSPI200지수 12월물	255.20P(+2.85P)
중국상해종합지수 (11/29)	1,963.49P(-10.03P)
NIKKEI225지수 (11/29)	9,400.88P(+92.53P)
원/달러 환율	1,084.10(-2.40)
국고채 수익률 (3년)	2.83(0.00)
유가(WTI) (11/29 23:57)	87.76(+1.63)
국내주식형수익증권(11/28)	692,034억원(-998억원)
해외주식형수익증권(11/28)	267,422억원(-413억원)
고객예탁금(11/28)	169,290억원(+934억원)
신용잔고(11/28)	43,169억원(-204억원)

퀀트분석

[요약] 12월 MP: 여전히 선별적 접근

주간 차이나 마켓 네비게이션

개선되는 경기와 뒷걸음치는 정책 신뢰

크레딧분석

[요약] 2013년 크레딧 전망: 크레딧의 품격, 탐욕을 팔고 리스크를 사라

채권시황

[요약] 2013년 채권시황 전망: 순환(Cyclical)기류, 저공비행 일시 이탈

기업분석

오리온[매수] - 백운목: 중국, 과자 소비는 이제 시작이다

SK[매수] - 정대로: 예전과는 상황이 달라졌다

삼성증권[매수] - 정길원: 1.0배에서 상존하는 기회

주체별 매매동향

KOSPI200 선물시장 통계

주가 지표

(요약) 12월 MP: 여전히 선별적 접근

내년 전망과 KOSPI 12월 Return

다음해 증시 전망이 긍정적이면 한해 마지막 증시도 향후 기대감이 높아지면서 양호한 성과를 보였던 경향이 존재한다. 실제 12월 증시는 내년도 경기 전망이 어떠한가에 따라 움직인 적이 많았다.

문제는 내년도 경기전망

선행지수 추세상 흐름을 연장해서 전년비 선행지수 증가율을 그려보면, 향후 반등은 약하고 짧게 나타난다. 경기회복 흐름이 최근 추세보다 강하게 나타나지 않는 이상 전년비 증가율 상승이 오래가기 어려운 상황이다. 재고사이클의 흐름도 긍정적이지 않다. 결과적으로 올해 12월 KOSPI는 선행지수의 연말연초 레벨을 비교했을 때, 매크로 모멘텀 상으로는 그리 긍정적이지 못한 상황이다.

여전히 업종과 종목 선택이 key

한국 IT 섹터는 미국 IT 주가의 조정 흐름과 달리 양호한 흐름을 지속하고 있다. 재고 사이클도 양호한 흐름 이어질 것으로 전망된다. 반면, 유로화의 안정과 글로벌 증시의 산업재와 소재의 반등에 이어 탄력있는 반등 보여준 한국의 소재와 산업재 섹터는 선별적 접근이 유리해 보인다.

결론: 여전히 IT섹터 선호, 내수와 소재/산업재는 선별적 접근

내년도 경기전망이 불투명한 상황에서 12월 증시의 매크로 모멘텀은 여전히 제한적일 것으로 보인다. 결국 업종별, 종목별 시장 접근이 이어질 것으로 판단한다. 이번 12월 모델 포트폴리오는 IT하드웨어 호텔레저, 통신서비스, 반도체, 정유 업종을 비중확대로 제시한다.

내년 전망과 KOSPI 12월 Return

포트폴리오 작성에 있어 시장의 방향성에 대한 판단은 그 성과에 결정적인 영향력을 가진다. 시장의 상승할 때는 경기민감주, 하이 베타 등의 종목들을 더 많이 편입하고, 하락할 때는 그 반대로 적용한다.

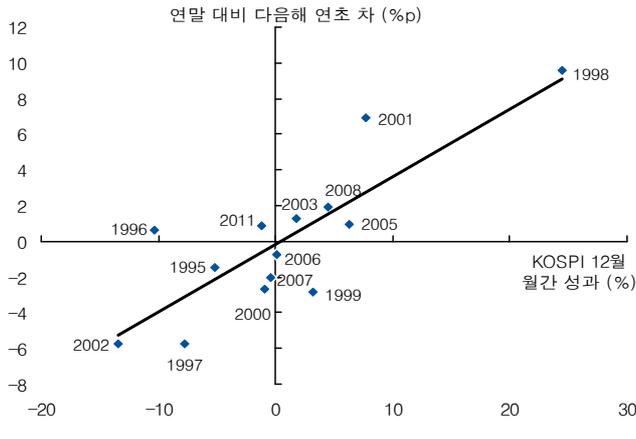
다음해 전망에 따라 12월 증시 성과 엇갈리는 경향 존재

올해도 벌써 마지막 달이다. 과거 사례를 보면, 다음해 증시 전망이 긍정적이면 한해 마지막 증시도 향후 기대감이 높아지면서 양호한 성과를 보였던 경향이 존재한다.

실제 12월 증시는 내년도 경기 전망이 어떠한가에 따라 움직인 적이 많았다. 1992년부터 지난 20년간 연말과 다음해 연초 선행지수 증가율, ISM제조업, OECD선행지수 같은 경기지표의 흐름과 12월 증시 흐름을 비교해 봤을 때의 결과이다.

아래 <그림1>은 한국 선행지수 증가율의 한해 마지막 3개월 대비 다음해 초반 3개월 평균의 차이를 KOSPI 12월의 성과와 비교한 것이다. 양의 상관관계가 뚜렷하게 나타난다.

그림 1. 한국 선행지수 증가율의 연말 대비 다음해 연초와 차이는 KOSPI 12월 월간 수익률과 상관관계 높아



자료: Thomson Reuters, WiseFn, KDB대우증권 리서치센터

마찬가지로 미국 선행지수 증가율과 ISM제조업 지수, 6개 주요 이머징 국가가 포함된 OECD선행지수(OECD + 6 Non-Member Economies)에 대해서도 아래 <표1>과 같이 정리했다.

연말 3개월의 선행지표들의 위치 대비 다음해 3개월 값이 뚜렷이 상승했거나 하락한 경우(음영으로 표시)에 대해서도 확인했다. 실제 경기전망이 지지부진한 경우보다 확연하게 개선 또는 반락하는 경우 시장 반응도 더 분명할 것이기 때문이다.

20년 기간 동안 한국 선행지수 증가율은 14번(70%) KOSPI 12월 수익률과 같은 방향성을 보이지만 일정 차이 이상 나는 경우 76%로 높아지고, 미국 선행지수 증가율은 60%→71%, ISM제조업 지수는 65%→75%, OECD+6NME 선행지수는 75%→82%로 높아진다.

표 1. 경기 선행지표의 연말과 다음해 연초 수준 비교와 KOSPI 12월 성과

연도	KOSPI 12월 월간 수익률 (%)	한국 선행지수 YoY (%)			미국 선행지수 YoY (%)			미국 ISM제조업 (p)			OECD+6NME 선행지수 (p)		
		연말	다음해 연초	차이	연말	다음해 연초	차이	연말	다음해 연초	차이	연말	다음해 연초	차이
1992	2.3	5.2	6.0	0.9	6.8	7.9	1.1	52.7	54.8	2.1	99.2	99.3	0.1
1993	6.8	7.4	8.5	1.1	6.5	5.9	-0.6	54.3	56.5	2.2	99.5	100.0	0.5
1994	-4.4	8.1	7.0	-1.2	8.3	7.5	-0.8	58.2	54.9	-3.4	100.7	100.2	-0.5
1995	-5.2	5.8	4.3	-1.5	1.9	0.3	-1.7	46.3	46.1	-0.2	99.8	99.9	0.1
1996	-10.4	-0.2	0.5	0.7	3.5	6.4	2.9	52.9	53.6	0.7	100.5	100.7	0.2
1997	-7.7	3.1	-2.6	-5.7	7.7	6.8	-0.9	55.5	53.2	-2.3	100.5	99.9	-0.5
1998	24.5	2.7	12.3	9.6	1.7	1.3	-0.4	47.9	51.6	3.7	99.0	99.5	0.5
1999	3.2	14.8	11.9	-2.9	4.3	5.0	0.8	57.7	55.8	-1.9	101.2	101.4	0.2
2000	-0.9	0.2	-2.5	-2.7	-0.8	-5.1	-4.3	47.0	42.5	-4.5	100.1	99.4	-0.7
2001	7.7	5.9	12.8	6.9	-7.0	-2.7	4.3	43.4	50.2	6.8	98.7	99.2	0.5
2002	-13.4	8.2	2.5	-5.7	4.2	2.8	-1.3	49.7	48.8	-0.9	99.1	98.8	-0.2
2003	1.8	3.3	4.6	1.3	6.5	9.6	3.0	57.9	60.4	2.5	100.4	100.8	0.4
2004	2.0	3.5	3.7	0.2	9.2	7.7	-1.5	56.6	55.8	-0.7	100.4	100.1	-0.2
2005	6.3	5.7	6.6	0.9	4.0	3.6	-0.4	56.3	55.0	-1.3	100.4	100.8	0.3
2006	0.2	6.1	5.4	-0.7	-0.2	-1.3	-1.1	51.0	50.7	-0.3	101.2	101.6	0.3
2007	-0.5	6.8	4.8	-2.0	-2.6	-5.7	-3.1	50.2	48.7	-1.5	101.6	101.2	-0.4
2008	4.5	-0.9	1.1	1.9	-16.4	-19.0	-2.5	36.2	35.5	-0.7	96.2	95.5	-0.7
2009	8.2	13.3	12.9	-0.4	-1.7	7.0	8.7	55.3	57.3	1.9	100.1	100.7	0.6
2010	7.7	2.6	2.4	-0.2	6.3	6.1	-0.2	57.4	59.8	2.4	101.0	101.1	0.1
2011	-1.2	3.0	3.8	0.8	3.9	2.7	-1.2	52.4	53.3	0.9	100.1	100.1	0.1
Hit Ratio		76%			71%			75%			82%		

주: 각 경기 선행지표의 연말과 다음해 연초의 값은 각 3개월 평균해 연말 대비 다음해 연초의 경기지표 개선정도를 체크함

음영 표시는 각 지표 변동성에 따라 뚜렷한 상승/하락을 보인 경우를 표시, 굵은 볼드체 표시는 각 선행지표와 KOSPI 12월 수익률이 같은 방향으로 움직인 시기

Hit Ratio는 음영으로 표시된 뚜렷한 상승/하락을 보인 경우에 대해 KOSPI 12월 성과와 같은 방향성을 보인 확률을 의미

자료: Thomson Reuters, WiseFn, KDB대우증권 리서치센터

선행지수 추세상 전년대비 증가율 반등은 제한적일 듯

2. 문제는 내년도 경기전망

구조적인 문제는 여전하지만, 순환적인 사이클 회복이 기대되는 상황에서 다음 연도 초반의 경기지표가 개선된다면 이번 12월 월간 KOSPI 성과도 긍정적일 수 있다. 실제 선행지수 추세상 흐름을 연장해서 <그림2>와 같이 전년비 선행지수 증가율을 그려보면, 향후 반등은 약하고 짧게 나타난다. 경기회복 흐름이 최근 추세보다 강하게 나타나지 않는 이상 전년비 증가율 상승이 오래가기 어려운 상황이다.

재고사이클 반등 흐름도 지속 여부 부정적

최근 한국 제조업 재고사이클은 바닥에서 하락폭을 줄여가고 있다. 하지만, 재고증가율은 빠르게 낮아지고 있지만, 출하증가율은 반등이 미미한 편이다. 생산능력 증가율과 산업생산 증가율의 차이와 재고사이클을 비교하면 높은 역상관성을 보이는데, 최근 과거 흐름과 반대로 가고 있다. 경기회복과 함께 재고사이클이 돌아설 때 생산능력 증가율 보다 산업생산 증가율이 더 빠르게 개선된다면 투자 필요성이 커지는데, 지금은 반대 상황이다. 결과적으로 올해 12월 KOSPI는 선행지수의 연말연초 수준을 비교했을 때, 매크로 모멘텀 상으로는 그리 긍정적이지 못한 상황이다.

그림 2. 한국선행지수 추세 연장선으로 전년비 증가율을 이어가면 내년 상반기 지지부진한 흐름



그림 3. 한국 제조업 재고사이클은 최근 낙폭을 축소 중이지만,

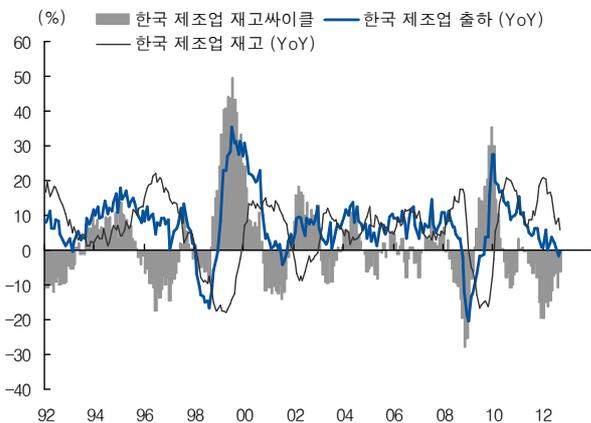
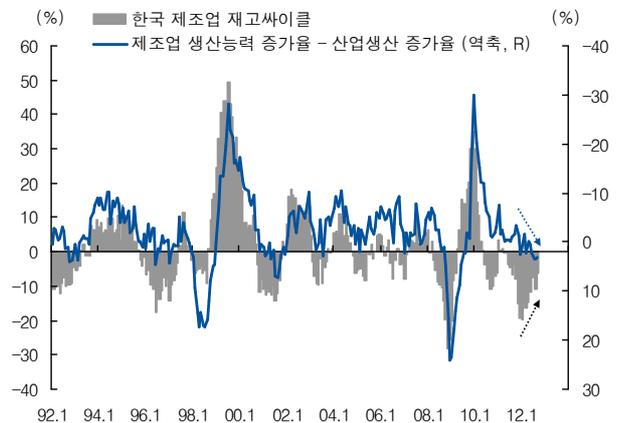


그림 4. 유사한 흐름 보였던 설비투자기증압력은 반대 방향 움직임

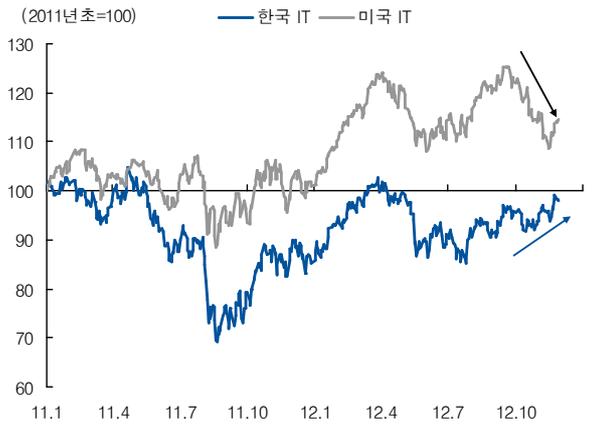


자료: Thomson Reuters, WiseFn, KDB대우증권 리서치센터

3. 여전히 업종과 종목 선택이 key

앞에서 본대로 경기전망이 그리 긍정적이지 않음에도 불구하고 최근 한국의 IT섹터 주가 흐름은 우상향을 유지하고 있다.

그림 5. 한국IT섹터 주가는 최근 상승세, 미국은 조정이후 소폭 반등



자료: Thomson Reuters, WiseFn, KDB대우증권 리서치센터

옆의 <그림5>와 같이 대체로 유사한 흐름을 보였던 미국 증시의 IT가 지난 10월을 전후해 조정 흐름을 보였던 것과는 확연히 다른 모습이다.

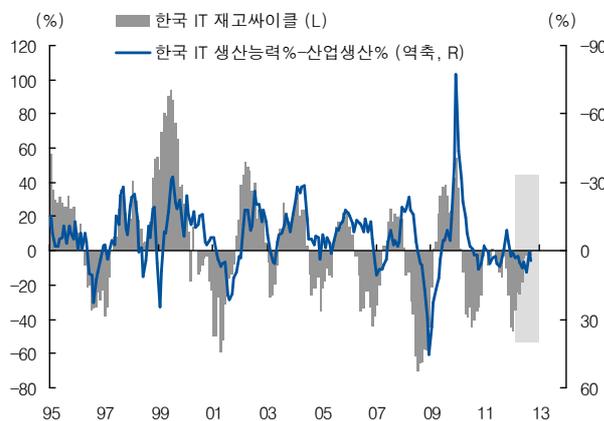
앞에서 확인한 것과 마찬가지로 업종별 재고싸이클과 생산능력 증가율에서 산업생산 증가율 차이를 비교해보면, <그림6>과 같이 한국 IT 부문은 재고싸이클의 반등과 함께 그래프 상에서 같은 방향으로 움직이는 것을 볼 수 있다. 출하 증가율이 재고 증가율보다 상대적으로 더 빠르게 개선되는 것과 함께 생산능력 보다 산업생산의 증가율이 더 빠르게 개선되면서 투자압력이 높아지고 있는 양상이다.

산업생산 증가율이 생산능력 증가율 보다 더 빨라지면 기업은 생산능력을 확충하기 위해 투자를 늘리게 될 가능성이 높아진다. 즉, 생산능력 증가율에서 산업생산 증가율을 차감한 값은 설비투자 가중압력이 높아지는 것을 의미한다.

한국의 IT와 달리 미국 IT 부문은 최근 재고싸이클은 올해 상반기 개선되다가 다시 하락하는 등락 움직임을 보이고 있다. 설비투자 가중압력의 방향은 높아지는 쪽으로 움직이지만, 서로 반대로 움직인다는 점에서 재고싸이클의 방향성이 불분명한 상황이다.

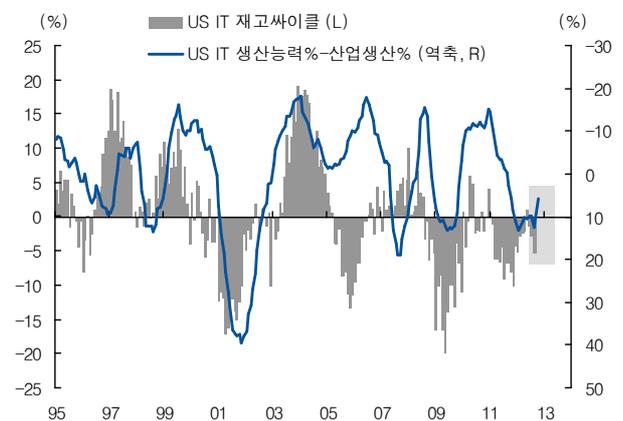
한국과 미국 IT의 재고싸이클과 설비투자 가중압력의 방향성의 차이는 최근 증시 성과의 차이로도 나타나고 있다.

그림 6. 한국 IT재고싸이클과 설비투자가중압력은 최근 같은 방향성



자료: WiseFn, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 미국 IT재고싸이클과 설비투자가중압력은 서로 반대 방향



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

4. 최근의 자본재 반등 어떻게 볼까

양호한 흐름을 보였던 IT섹터와 달리 그동안 증시에서 소외되며 부진한 성과를 보였던 소재와 산업재 섹터는 근래 탄력적인 반등이 나타나고 있다.

이는 밸류에이션 위치가 <그림8>과 같이 역사적 저점 수준이라는 점과 최근 유로존 문제가 예전보다는 나아진 상황을 반영하는 것으로 보인다.

전통적으로 산업재 섹터를 대표하는 조선 업종은 <그림9>와 같이 유로화의 흐름과 유사한 추이를 보여왔다. 또한 글로벌 증시에서 최근 산업재와 소재 섹터의 반등이 뚜렷했던 점도 한국 산업재와 소재에도 영향을 끼쳤을 것으로 보인다.

하지만, 글로벌 증시의 산업재와 소재는 이전 고점 수준에 근접하면서 상승 흐름이 둔화되고 있고, 기본적으로 산업재와 소재 섹터 성과와 관련 깊은 중국 경기에 대한 불확실성은 여전히 현 상황이다.

그림 8. 소재와 산업재 섹터 시장대비 상대PB는 역사적 저점 수준



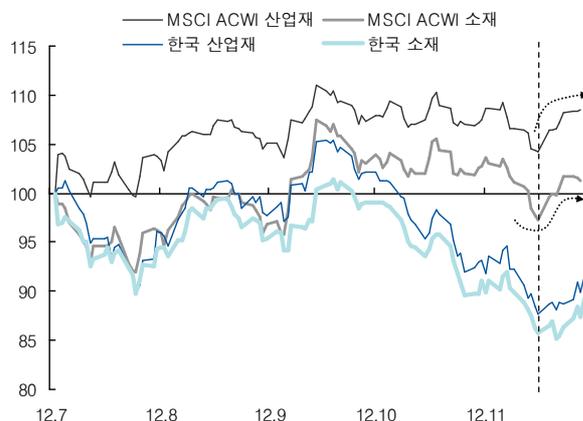
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 조선 업종은 그리스 충격 본격화된 2010년 5월부터 유로화와 유사한 흐름: 최근 유로화는 반등 양상



자료: WiseFn, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 글로벌 증시의 반등에 이어 한국 소재와 산업재도 반등



자료: Bloomberg, WiseFn, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 아직 2008년말처럼 중국 위안화 선물환이 현물 보다 높다



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

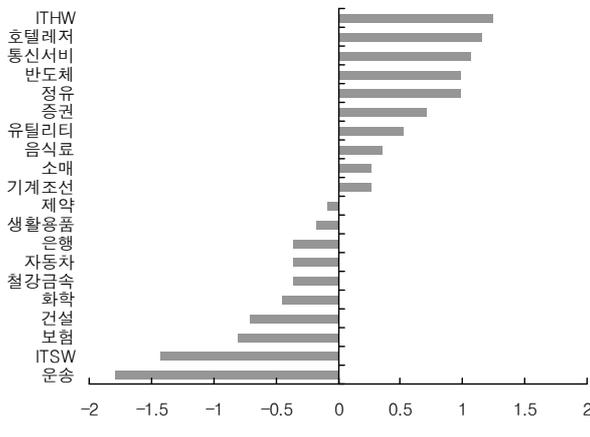
매크로 모멘텀 제한적 상황에서
업종별, 종목별 시장 접근 유효

5. 결론: 여전히 IT섹터 선호, 내수와 소재/산업재는 선별적 접근

내년도 경기전망이 불투명한 상황에서 12월 증시의 매크로 모멘텀은 여전히 제한적일 것으로 보인다. 결국 업종별, 종목별 시장 접근이 이어질 것으로 판단한다.

IT 섹터는 이번 업종별 매력도 스코어링 결과에서도 높은 위치를 차지했다 IT하드웨어는 전 업종 중에서 가장 높았고, 반도체 업종도 상위권이다.

그림 12. 업종별 매력도 스코어링 결과



자료: KDB대우증권 리서치센터

최근 산업재와 소재 섹터의 반등에도 불구하고 여전히 스코어링 결과는 정유과 기계조선 업종을 제외하고는 대부분 하위권에 위치해 있다. 절대 저평가 영역에서 반등에는 성공했지만, 아직까지 방향성을 잡고 움직일만한 증거는 부족한 상황이다.

올해 하반기 안정적 성장성 부각으로 양호한 성과를 보였던 내수 업종은 밸류 부담이 높아지면서 최근 종목별로 등락이 엇갈리는 양상이다. 음식료, 호텔레저, 계약, 생활용품 등의 업종들 중에서 인바운드 관광객 수요가 꾸준한 호텔레저 업종은 여전히 매력도가 높은 업종으로 꼽혔다.

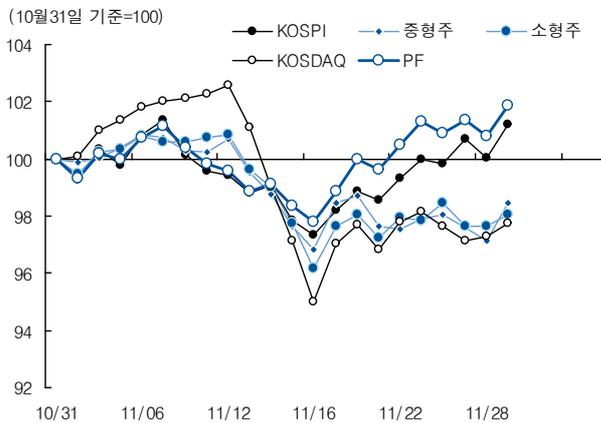
이번 12월 모델 포트폴리오는 IT하드웨어 호텔레저, 통신서비스, 반도체, 정유 업종을 비중확대로 제시한다. 여전히 증시 주변여건은 불확실하고, 매크로 방향성도 분명치 않은 상황에서 기본적으로 현금이 풍부하고 재무건전성도 감안하여 포트폴리오를 구성하였다.

11월 모델 포트폴리오 성과

11월은 시장대비
+67bp Outperform

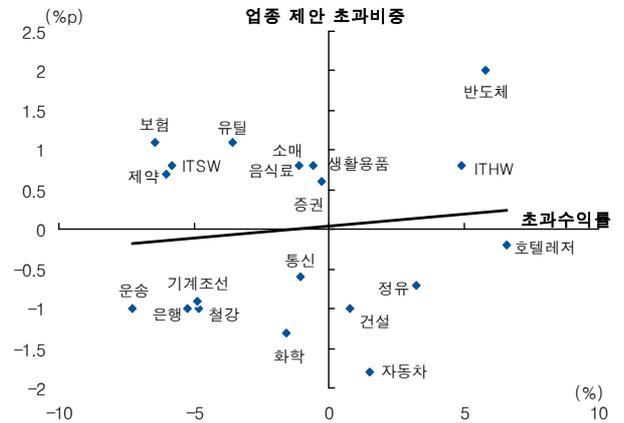
11월 대우 모델 포트폴리오는 지난달 월간 모델 포트폴리오 자료가 나온 10월 31일 종가를 기준으로 1.9%의 절대수익률을 기록하면서 동 기간에 1.2%의 수익률을 보인 코스피 지수보다 0.67%p 높은 수익률을 나타냈다.

그림 13. 지난 11월 포트폴리오의 시장 지수 추이 비교



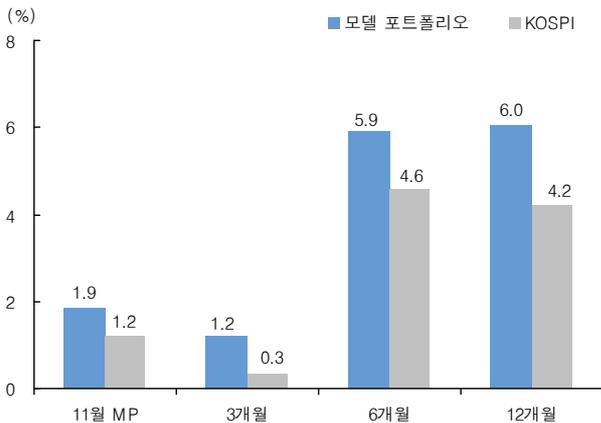
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 14. 12월 업종 비중 제안과 실제 성과는 양의 관계



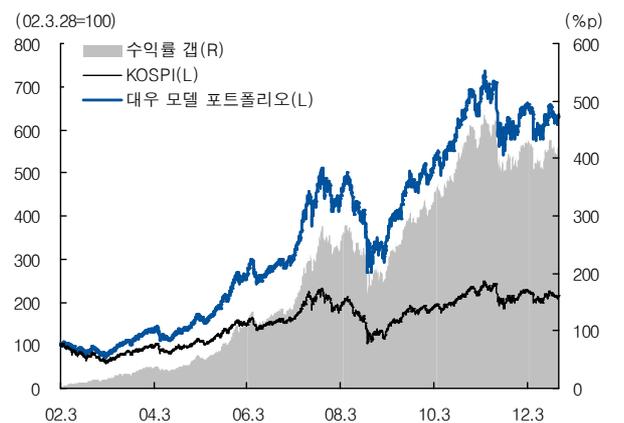
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 15. 대우 모델 포트폴리오 수익률



주: 1개월 성과는 10월 31일부터 11월 29일까지 기준
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 16. 대우 모델 포트폴리오 누적 수익률 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

표2. 12월 대우 모델 포트폴리오

섹터	업종	코드	종목명	업종비중 (A)	업종제안비중 (B)	차이 (B-A)	종목비중 (C)	종목제안비중 (D)	전월대비 차이
에너지				3.9	4.9	1.0		4.9	
	정유	078930	GS	3.9	4.9	1.0	0.6	1.5	-3.4
	정유	096770	SK이노베이션	3.9	4.9	1.0	1.4	3.4	신규
소재				11.3	9.3	-2.0		9.3	
	화학	051910	LG화학	5.9	4.8	-1.1	1.9	3.0	-0.9
	화학	001300	제일모직	5.9	4.8	-1.1	0.5	1.8	0.8
	철강금속	004020	현대제철	5.4	4.5	-0.9	0.6	1.8	신규
	철강금속	010130	고려아연	5.4	4.5	-0.9	0.8	2.7	신규
산업재				10.3	9.1	-1.2		9.1	
	건설	000720	현대건설	3.6	2.7	-0.9	0.7	2.7	1.0
	기계조선	034020	두산중공업	4.5	5.2	0.7	0.4	2.0	신규
	기계조선	010140	삼성중공업	4.5	5.2	0.7	0.7	2.2	-1.8
	기계조선	010120	LS산전	4.5	5.2	0.7	0.2	1.0	-0.2
	운송	020560	아시아나항공	2.2	1.2	-1.0	0.1	1.2	신규
경기관련소비재				16.4	16.5	0.1		16.5	
	자동차	005380	현대차	12.1	10.7	-1.4	4.6	5.3	-3.6
	자동차	161390	한국타이어	12.1	10.7	-1.4	0.5	3.0	2.0
	자동차	012330	현대모비스	12.1	10.7	-1.4	2.5	2.4	신규
	호텔레저	035250	강원랜드	1.3	2.2	0.9	0.6	2.2	신규
	소매	023530	롯데쇼핑	3.0	3.6	0.6	1.0	1.8	-0.8
	소매	069960	현대백화점	3.0	3.6	0.6	0.3	1.8	신규
필수소비재/의료				9.1	8.6	-0.5		8.6	
	음식료	097950	CJ제일제당	4.3	4.6	0.3	0.4	3.1	-0.2
	음식료	001680	대상	4.3	4.6	0.3	0.1	1.5	신규
	생활용품	051900	LG생활건강	2.2	2.0	-0.2	1.0	2.0	1.0
	제약	086450	동국제약	2.6	2.0	-0.6	0.0	1.0	신규
	제약	128940	한미약품	2.6	2.0	-0.6	0.1	1.0	0.0
금융				11.7	10.4	-1.3		10.4	
	은행	086790	하나금융지주	5.5	4.6	-0.9	0.7	1.7	0.0
	은행	105560	KB금융	5.5	4.6	-0.9	1.2	2.9	0.0
	증권	071050	한국금융지주	1.8	2.5	0.7	0.2	2.5	신규
	보험	005830	동부화재	4.4	3.3	-1.1	0.3	1.6	신규
	보험	001450	현대해상	4.4	3.3	-1.1	0.3	1.7	신규
IT				31.8	34.1	2.3		34.1	
	ITSW	035420	NHN	3.2	2.2	-1.0	1.1	2.2	0.6
	반도체	005930	삼성전자	21.7	23.7	2.0	19.3	20.0	-1.9
	반도체	000660	SK하이닉스	21.7	23.7	2.0	1.6	3.7	1.9
	ITHW	012450	삼성테크윈	6.9	8.2	1.3	0.3	2.4	신규
	ITHW	009150	삼성전기	6.9	8.2	1.3	0.7	2.8	0.9
	ITHW	066570	LG전자	6.9	8.2	1.3	1.1	3.0	0.0
통신서비스				2.5	3.4	0.9		3.4	
	통신서비스	030200	KT	2.5	3.4	0.9	0.9	3.4	0.0
유틸리티				3.0	3.7	0.7		3.7	
	유틸리티	052690	한전기술	3.0	3.7	0.7	0.2	1.0	신규
	유틸리티	015760	한국전력	3.0	3.7	0.7	1.6	2.7	-0.6
합계				100.0	100.0			100.0	

주: 2012년 11월 29일 종가 기준

자료: KDB대우증권 리서치센터

개선되는 경기와 뒷걸음치는 정책 신뢰

최근 중국 탐방을 통해 얻은 잠정적인 결론은 세 가지다. 우선, 중국 경기 둔화에 따른 압박이 기업들로 집중되면서 점차 임금 인상에 대한 저항이 생겨나고 있다. 그만큼 경기에 대한 우려가 커진 것이다. 다음으로는 신지도부는 공급과잉 해소와 같은 개혁보다는 사회 안정에 집중할 것이므로 단기 성장률은 반등할 가능성이 높아졌다. 마지막으로 적극적인 개혁 정책이 시행될 가능성이 낮은 만큼 중국의 공급과잉은 상당 기간 이어질 것으로 예상된다.

순환적인 관점에서 경기 상황은 개선될 것으로 보이지만, 정책 신뢰도가 개선되기까지는 상당한 시간이 걸릴 전망이다.

중국/홍콩 증시

중국 증시의 부진이 길어지고 있다. 상하이종합지수는 3년 만에 2,000pt선을 하회했다. 홍콩증시는 본토증시 부진과 부동산세 확대 실시 가능성으로 하락했지만, 주 후반 오바마 대통령의 재정절벽 협상 낙관 발언으로 상승, 지난주 대비 반등하였다.

호재가 없지 않았다. 공업기업의 순이익 증가율이 전월대비 개선되었고, 발개위에서 750억 위안의 도시철도 투자를 승인하였다. 그러나, ① 12월에 대규모의 비유통주 해제가 예정되어 수급우려가 대두되었다. ② 증류주 브랜드인 Jiugujiu가 위험물질 함유 보도로 주류 관련 주식들이 폭락하였다. ③ 신화통신이 정책관련자의 언급을 빌어 부동산세 실행 확대 가능성을 보도하였다. ④증권감독위원회에서 선물회사들의 IPO를 준비 중이라고 밝히면서 투자심리에 영향 주었다.

전망과 전략

최근 중국 본토증시 부진 요인 중 하나인 비유통주 해제 물량은 2012년 10월 이후 집중되고 있다. 올해 연말까지 이러한 물량 부담이 지속될 것으로 추정된다. 역으로 생각하면 2013년 상반기에는 이러한 부담이 완화될 것으로 예상되나, 단기적인 부담 요인은 당분간 중국 본토증시의 강한 반등을 기대하기는 어려워 보인다.

중국 본토증시의 부진 지속, 3년 만에 2,000pt 하회
 홍콩은 주 후반 오바마 대통령의 재정절벽 협상 낙관발언으로 반등

연말까지 비유통주 해제물량은 증시에 단기적인 부담요인으로 작용할 것

표 1. 중화권 증시 동향 (11월 29일 기준)

티커	지수 (pt)	등락률 (%)	거래량 (백만 주)	거래대금 (백만 달러)	상승종목 수 (개)	하락종목 수 (개)	시가총액 (백만 달러)	PE (x)	
상해종합지수	SHCOMP Index	1,963.49	-2.59	5,074	5,581	180	739	2,220,099	10.8
상해A	SHASHR Index	2,055.99	-2.58	5,058	5,568	173	698	2,209,313	10.8
상해B	SHBSHR Index	212.10	-2.87	17	14	7	41	10,786	11.2
심천종합지수	SZCOMP Index	743.43	-6.90	1,797	2,111	290	1,176	468,031	21.2
심천A	SZASHR Index	775.94	-6.99	1,748	2,075	269	1,156	455,446	18.8
심천B	SZBSHR Index	604.01	0.59	49	36	21	20	12,585	14.2
홍콩항셱	HSI Index	21,922.89	0.83	1,272	7,028	44	5	2,670,968	11.2
홍콩H	HSCEI Index	10,488.10	-0.04	1,556	1,305	29	11	519,930	8.6
대만가권	TWSE Index	7,503.55	5.60	4,009	3,430	548	133	699,894	24.4

주1: PE는 Trailing EPS 기준, 주2: 홍콩항셱, 홍콩H주의 상승 및 하락 종목 수는 지수편입 종목기준, 자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

임금인상은 기업입장에서도 부담스러울 정도, 불만의 목소리가 높아짐

중국 정부가 경제구조조전환이 목표인 만큼 중장기적으로 소득인상은 유효

임금에 대한 부담은 경기상황 악화를 반영할 뿐만 아니라 임금 인상도 경기상황에 따라 더더질 수 있음을 시사

중국 북경 탐방

필자는 지난주 잠시 중국 북경으로 출장을 갔다 왔다. 출장의 목적은 새롭게 선출된 중국의 차기 지도부를 둘러싼 현지의 분위기와 최근 경제 상황을 파악하기 위해서였다. 사회과학원 거시경제연구소와 발전개혁위원회, 그리고 상해거래소 인사들과의 세미나 및 중국 현지 기업들의 NDR을 통해 필자가 얻게 된 내용을 정리해 보았다.

중국의 임금인상, 이제는 기업들이 부담스러울 정도

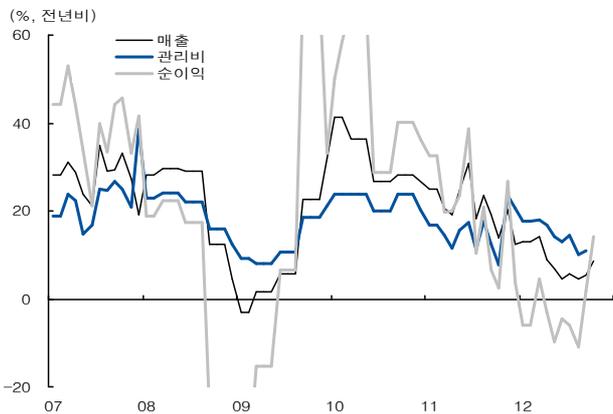
가장 먼저 흥미로웠던 내용은 올해 내내 경기 여건이 악화되자 기업들의 임금 인상에 대한 태도가 변화하고 있다는 점이었다. 사회과학원 거시경제연구소에 따르면, 민간 기업들을 중심으로 최저임금이 상당히 오름에 따라 임금 인상에 대한 반대 또는 불만의 목소리가 기업들을 중심으로 높아지고 있다.

예컨대, 병원에서 일하는 간병인/간호조무사 또는 가사 도우미들의 급여 수준이 빠르게 올랐다. 일부 직종의 급여 수준은 최근 연구소나 사무직 급여 수준을 넘어섰다. 이에 따라 일부 계층에서는 임금 인상에 대해 불만이 생겨나가 시작했다.

물론, 중국 정부가 12차 5개년 계획에서 밝혔듯이 수출과 투자 중심의 경제구조에서 소비 위주로 전환하겠다는 점과 2020년에는 2010년 대비 소득을 2배로 늘리겠다는 정부의 방침을 감안하면 중국 인민들의 소득(급여) 인상은 중장기적으로는 유효해 보인다.

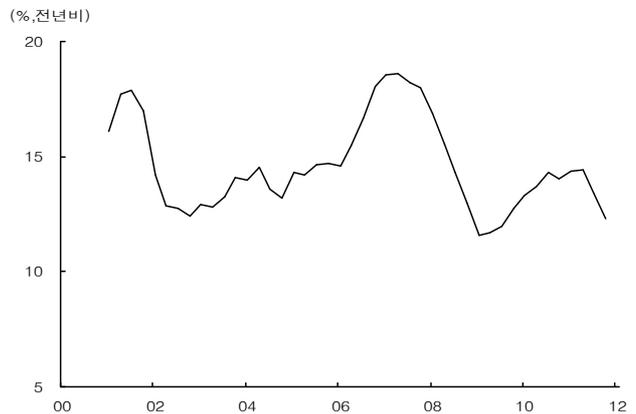
하지만, 기업들의 임금에 대한 태도 변화는 그만큼 경기 상황이 악화되었다는 점과 향후 임금 인상 속도가 경기 상황에 따라 더더질 가능성을 시사한다. 실제로 2012년 3분기까지 중국의 고용시장과 임금 상승률을 보면 고용자체가 심하게 악화될 조짐은 찾기 어렵다. 대신 기업들의 영업 환경이 열악해짐에 따라 임금 상승률이 보다 빠르게 둔화되고 있다. 중장기적으로 소비는 꾸준히 늘 것으로 보이지만, 결국 소비를 뒷받침하는 임금 상승률도 경기 영향에서 자유롭지 못하다는 것이다.

그림 1. 중국 기업 이익 개선 조짐, 그러나 매출 둔화로 기업 부담 지속



자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 고용시장은 안정적이나, 중국 임금 증가율 둔화



자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

뒷걸음치는 국유기업 개혁, 공급과잉은 오히려 문화적인 현상

두 번째로 흥미로웠던 점은 중국의 신(新) 지도부의 국유기업들에 대한 입장이었다. 18차 당대표대회 때 이미 중국 정부는 개혁을 하더라도 국유기업의 틀을 유지하겠다는 입장을 밝힌 바 있다.

국유기업들에 대한 정부의 입장은 중국의 ‘개혁’ 정책에 있어 상당히 중요하다. 즉 중국 경제가 안고 있는 구조적인 문제 즉 도시와 농촌/ 중서부와 동부/기업과 가계 간의 불균형이 심화되는 중심에 국유기업이 있기 때문이다. 2000년대 들어 중국 정부는 국유기업들을 개혁했다. 그러나, 중국 경제는 여전히 국유기업 위주로 운영되고 있다. 부가 정부와 국유기업들로 집중되면서 내수 시장은 크게 성장하지 못했다. 또한 국유기업들은 민간기업들에 비해 매우 쉽게 돈을 벌 수 있게 되면서 비효율성과 과잉이 누적된 것이다.

문제는 중국의 신지도부가 결정된 직후 중국 정부가 시장 친화적인 정책을 시행하기 보다 과잉과 비효율성이 난무하는 국유기업들을 유지할 조짐을 보이고 있다는 점이다. 이번 당 대표대회 이후 중국에서는 국유기업들의 그 동안 중국 경제 성장에 얼마나 기여했는지를 집중 조명하는 TV 프로그램이 방영되기 시작했다고 한다.

이는 상반된 두 가지 해석이 가능하다.

1) 단기적으로 성장을 희생하는 개혁은 지연될 전망: 국유기업이 중국 전체 경제에서 차지하는 비중을 감안할 때 현재 중국의 신지도부의 선택은 개혁보다는 안정에 우선순위를 두고 있는 것으로 판단된다. 이에 따라 단기적으로 성장을 희생하면서까지 개혁이 진행되지는 않을 것으로 예상된다.

2) 중장기적으로 공급과잉과 비효율성은 지속될 전망: 조금 더 긴 호흡에서 보면 중국 경제가 보다 지속 가능한 성장을 하기 위해 필요한 개혁은 매우 더디게 진행될 것으로 보인다. 이에 따라 공급과잉 문제 해결은 잘 진행되지 않거나 한참 시간이 걸릴 가능성이 높아진 것으로 평가할 수 있다.

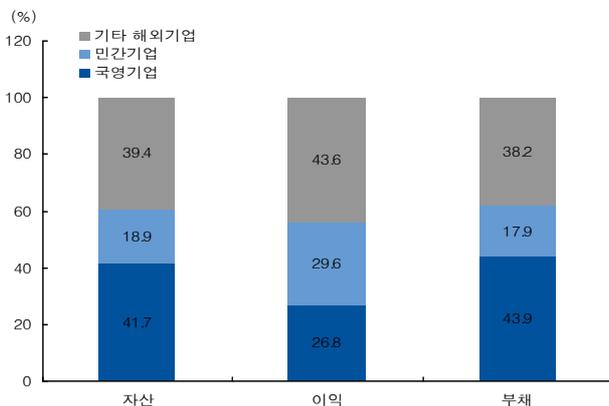
국유기업은 정책적인 이점으로 그 동안 비효율성과 과잉이 누적

신 지도부는 시장 친화적인 정책보다는 국유기업들을 유지할 조짐을 보이고 있음

단기적인 성장을 희생하는 개혁은 지연될 전망

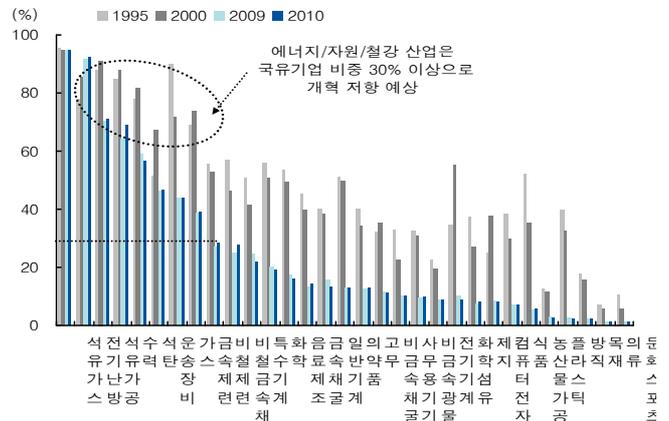
중장기적으로는 공급과잉문제와 비효율성 해결이 지체될 가능성이 높음

그림 3. 중국 국유기업, 규모에 비해 수익성 저하



자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 소재 산업에서 국유기업 비중이 높아 공급과잉 해소 지연될 듯



자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

중국 경제성장률이 단기적으로 급격히 떨어질 가능성은 낮아짐

10~11월 이후 발표된 실물경제지표는 개선, 정부의 인프라투자가 본격적으로 시행

반면 정책신뢰도는 하락, 신 지도부의 정책방향은 시장 친화적이지 않고 경제불균형 문제해결에 있어서 신뢰를 주기에는 부족

신뢰 부족과 더불어 수급부담은 증시에 부담요인으로 작용

연말까지 대량의 비유통주 해제물량이 대기; 단기적으로 본토증시의 강한 반등을 기대하기는 어려울 것

개선되는 경제지표, 그러나 정책 신뢰도는 오히려 떨어져

이러한 점을 종합해서 생각해 보면 중국 경제 성장률이 단기적으로 급격히 떨어질 가능성은 낮아졌다고 판단된다.

실제로 이미 10~11월 이후 발표된 중국 거시 경제지표들은 속도가 빠르지는 않지만 개선되고 있다. 11월 HSBC 제조업 PMI지수도 13개월 만에 처음으로 기준선인 50선을 상회했다. 사회과학원을 비롯한 정부기관에서는 9~10월 이후 정부의 인프라 투자 계획이 본격적으로 시행되면서 그 효과가 나타나기 시작한 것으로 인식하고 있었다. 이러한 추세는 2013년까지 이어질 것으로 보고 있었다.

그러나 문제는 순환적인 관점에서 경기 상황은 좀 개선될 가능성이 높아지긴 했지만, 정책 신뢰도는 오히려 떨어진 것으로 볼 수 있다는 점이다. 당대표대회를 통해 중국 정부는 각종 개혁에 대한 의지를 드러내긴 했으나, 신 지도부의 정책 방향성은 그다지 시장 친화적이지 못할 뿐만 아니라 중국 경제가 직면해 있는 각종 불균형을 충분히 개선시킬 수 있다는 신뢰를 주기에는 부족한 것으로 판단된다.

정책에 대한 신뢰 부족은 중국 본토증시의 심리 회복을 지연시키는 요인으로 작용하고 있다고 판단된다. 특히, 최근 수급 부담으로 중국 본토증시는 좀처럼 약세 추세에서 벗어나지 못하고 있다.

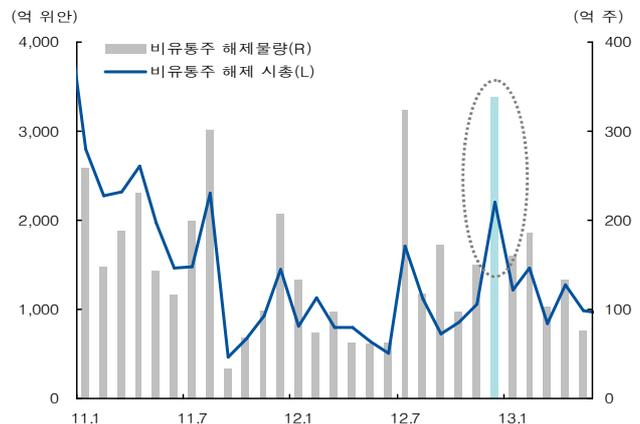
최근 중국 본토증시 부진을 이끄는 수급 부담 요인 중 하나는 바로 비유통주 해제 물량이다. 기업공개에 따른 보호예수물량 해제 물량이 전체적으로 2012년 상반기 대비 하반기 많이 늘어나고 있으며, 2012년 10월 이후 물량이 집중되고 있다. 시점으로 보면 2012년 12월까지 이러한 물량 부담이 지속될 것으로 추정된다. 역으로 생각하면 2013년 상반기에는 이러한 부담이 완화될 것으로 예상되나, 단기적인 부담 요인은 당분간 중국 본토증시의 강한 반등을 기대하기는 어려워 보인다.

그림 5. 제조업 PMI 지표는 3분기 이후 경기 개선 가능성을 시사



자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 2012년 12월까지 비 유통주 해제물량은 부담은 이어질 듯



자료: Wind, KDB대우증권 리서치센터

주요 섹터별 흐름: 본토는 소비재, 유틸리티, 금융 등 섹터가 지수대비 강세

그림 7. CSI 300지수 주간 섹터별 등락률

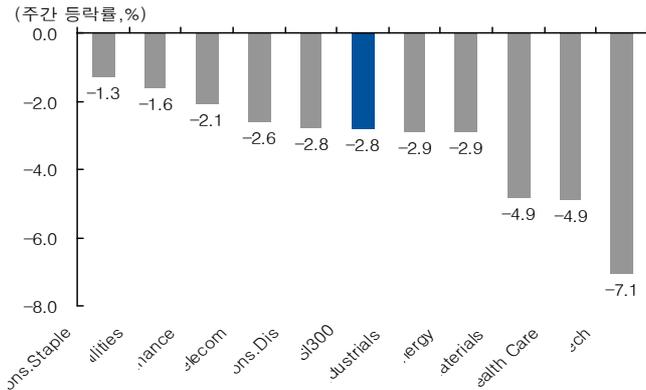
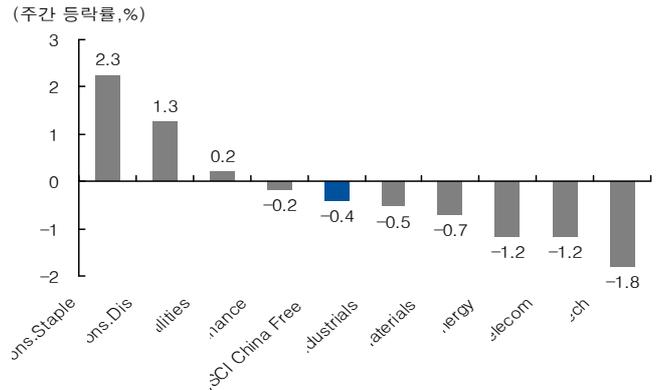


그림 8. MSCI China 주간 섹터별 등락률



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 주간, 월간 홍콩H 편입종목 중 상승률/하락률 상위 10대 종목

Rank	종목	티커	업종	5D	1M	Rank	종목	티커	업종	5D	1M		
1	광주부러부동산	2777 HK Equity	부동산	13.1	30.0	1	마안산철강	323 HK Equity	철강	-	3.2	10.0	
2	중국 초상은행	3968 HK Equity	은행	3.2	3.1	2	차이나 텔레콤	728 HK Equity	통신	-	3.2	-	8.5
3	동풍기차	489 HK Equity	자동차	3.2	13.9	3	상해전기	2727 HK Equity	전기	-	2.6	-	3.5
4	청도맥주	168 HK Equity	맥주	2.9	1.8	4	화병국제전력	902 HK Equity	전력	-	2.0	-	1.9
5	북경국제공항	694 HK Equity	인프라	2.7	6.7	5	자금광업	2899 HK Equity	광업	-	1.9	-	1.3
6	연주광업	1171 HK Equity	석탄	2.4	2.6	6	중국 알루미늄	2600 HK Equity	금속	-	1.8	-	3.8
7	중국은행(BOC)	3988 HK Equity	은행	1.9	3.8	7	중국석유화학(시노펙)	386 HK Equity	정유	-	1.7	-	-
8	시노트랜스	598 HK Equity	운송	1.7	5.4	8	안휘해라시멘트	914 HK Equity	인프라	-	1.6	-	4.0
9	ZTE 통신	763 HK Equity	통신	1.6	7.7	9	중국 평안보험	2318 HK Equity	보험	-	1.5	-	4.3
10	중국전신	552 HK Equity	통신	0.9	-2.3	10	절강호항용고속도로	576 HK Equity	인프라	-	1.3	-	3.9

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 중국 원자재/금리/환율 동향

항목구분	상품	티커	5D%	1M%	3M%	12M	YTD%	52주 고가%	52주 저가%
상해 선물	구리 선물	cu3 comdty	0.5	-0.1	1.3	2.6	2.3	-8.4	5.7
	알루미늄 선물	AA3 comdty	0.6	0.7	0.2	-2.7	-2.9	-6.1	2.3
	이형봉강 선물	RBT3 Comdty	-1.1	-1.8	1.2	-16.8	-17.0	-18.5	7.0
대련 선물	옥수수 선물	AC3 Comdty	0.3	2.9	2.0	11.8	7.9	-2.0	11.1
	대두 선물	AK3 Comdty	0.2	0.5	-3.2	13.1	10.6	-4.7	12.6
	폴리에틸렌	pol3 Comdty	1.3	3.2	4.5	12.7	11.7	-5.9	16.7
정주 선물	백색 원당	cb3 Comdty	-1.7	-0.2	-2.4	-17.1	-12.1	-22.8	1.9
	소맥(강력분)	vn3 Comdty	-0.2	0.4	-1.1	6.1	5.4	-4.7	8.0
금리	PBOC 3개월 금리	pboc3m index	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	PBOC 1년물 금리	pboc1yr index	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	은행간 Repo 1일물	rp01 index	0.03	-0.73	0.28	-1.08	-2.69	-5.17	0.55
	은행간 Repo 7일물	rp07 index	0.05	0.01	-0.24	-0.68	-3.09	-4.43	1.13
환율	USD/RMB Spot	usdcny curncy	-0.38	-0.56	-2.26	-2.73	-1.42	-2.87	0.00
	USD/RMB 12개월 NDF	ccn+12M curncy	0.00	-0.32	-1.88	-0.78	-0.82	-1.94	1.16

주: 선물은 3개월 기준, 금리는 %p, 자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

표 4. 주요종목 (11월 29일 기준)

Sector	종목	티커	5D%	1M%	3M%	6M%	YTD%	52주 고가%	52주 저가%
에너지	CSI 에너지	SH000908 Index	-2.9	-7.6	-5.8	-12.9	-18.9	-31.5	0.0
	패트로차이나	601857 CH Equity	-0.1	-2.7	-3.5	-4.6	-12.7	-19.8	0.0
	시노펙	600028 CH Equity	-1.2	-3.7	-1.2	-1.2	-16.9	-24.0	2.9
	중국선화에너지	601088 CH Equity	0.8	-4.8	1.1	-2.8	-14.4	-22.9	3.1
	중국석탄에너지	601898 CH Equity	-2.3	-3.0	-0.4	-11.4	-25.2	-33.3	1.2
	연주광업	600188 CH Equity	-2.9	-9.6	-6.8	-14.2	-28.5	-39.2	0.0
소재	CSI 소재	SH000909 Index	-4.9	-6.7	-5.9	-11.2	-9.9	-28.2	0.0
	중국알루미늄	601600 CH Equity	-4.4	-5.4	-11.4	-22.5	-28.8	-40.8	0.0
	바오산 철강	600019 CH Equity	1.1	1.1	6.9	11.2	-3.9	-12.1	14.5
	자금광업	601899 CH Equity	-3.2	-6.0	-2.7	-3.2	-6.3	-24.6	0.0
	안강스틸	000898 CH Equity	-1.5	-2.3	-5.4	-9.2	-26.4	-33.4	1.5
	강서동업	600362 CH Equity	-2.2	-4.5	1.4	-2.3	-9.2	-28.2	1.4
산업재	CSI 산업재	SH000910 Index	-2.9	-4.9	-3.6	-12.5	-18.6	-29.5	0.0
	다친철도	601006 CH Equity	0.3	3.2	3.3	2.8	-17.0	-20.2	6.0
	중국철도그룹	601390 CH Equity	-3.9	4.6	10.6	4.6	7.9	-5.9	13.3
	중국코스코 홀딩스	601919 CH Equity	-1.4	-0.7	5.7	-3.3	-12.2	-29.4	10.5
	중국국제항공	601111 CH Equity	1.5	-7.3	-3.1	-22.5	-26.4	-35.4	3.5
	중국해운컨테이너(CSCL)	601866 CH Equity	-2.3	-5.7	1.4	-11.6	-11.9	-35.0	6.5
경기소비재	CSI 경기소비재	SH000911 Index	-2.8	-4.0	-1.2	-7.2	-9.4	-23.1	0.0
	동풍자동차	600006 CH Equity	-4.0	-11.7	-5.1	-9.9	-16.2	-34.7	0.0
	상해차	600104 CH Equity	2.3	6.4	18.7	4.2	-4.7	-17.8	18.7
	쑤닝가전	002024 CH Equity	-4.1	-11.8	-2.2	-9.0	-30.2	-47.8	1.6
	GD 미디어	000527 ch equity	0.0	0.0	0.0	-2.0	-25.0	-37.5	0.2
필수소비재	CSI 필수소비재	SH000912 Index	-1.3	-12.4	-9.0	-15.3	-9.5	-22.0	0.3
	귀주모태	600519 CH Equity	0.9	-10.3	-0.2	-9.8	13.4	-16.5	23.6
	칭타오맥주	600600 CH Equity	-1.9	-4.1	-9.7	-18.3	-12.1	-27.3	0.5
	브라이트 유업	600597 CH Equity	-3.6	-2.1	-4.9	-5.0	-4.9	-17.9	5.6
의료제약	CSI 의료제약	SH000913 Index	-4.9	-8.8	-4.1	-5.6	-0.6	-12.2	9.5
	원난비아오	000538 CH Equity	-3.4	2.6	8.1	6.4	18.5	-5.3	34.2
	지린아오동 제약산업	000623 CH Equity	-6.6	-9.3	-11.3	-21.8	-17.8	-37.1	0.0
금융	CSI 금융	SH000914 Index	-2.1	-2.9	-1.7	-8.5	-3.2	-17.6	0.4
	중국공상은행	601398 CH Equity	1.0	1.8	1.6	2.9	-8.5	-13.0	6.6
	중국건설은행	601939 CH Equity	0.2	0.7	3.5	4.0	-8.4	-15.6	8.6
	중국생명보험	601628 CH Equity	-0.3	-2.1	-3.4	-9.6	-2.3	-13.9	7.2
	중국평안보험	601318 CH Equity	-2.2	-7.3	-8.2	-21.1	3.6	-22.8	6.3
	CITIC증권	600030 CH Equity	-8.2	-9.0	-4.1	-21.2	0.9	-29.4	5.5
	해통증권	600837 CH Equity	-9.2	-11.3	-5.9	-21.0	4.9	-26.9	9.7
	중국만과	000002 CH Equity	0.6	1.6	5.1	-9.6	12.9	-14.5	18.7
	보리부동산	600048 CH Equity	-3.1	1.1	18.0	-2.1	11.0	-14.6	42.0
기술	CSI 기술	SH000915 Index	-7.1	-11.7	-11.7	-9.1	-15.6	-26.9	0.0
	뉴소프트	600718 CH Equity	-5.4	-9.7	-17.3	-19.1	-17.9	-31.3	0.0
	칭화통팡	600100 CH Equity	4.1	17.6	15.6	26.6	40.5	-5.0	40.5
통신	레노보	992 HK Equity	-2.6	-11.1	-17.1	-19.1	24790.7	-43.4	0.2
	CSI 통신	SH000916 Index	-2.8	-11.2	-16.4	-11.2	-99.9	-41.0	0.0
	중국유나이티드통신	600050 CH Equity	-3.2	-8.5	-1.6	6.1	-20.0	-14.7	27.4
	ZTE 통신	000063 CH Equity	0.2	3.6	6.7	-1.5	1898.9	-4.5	21.7
전력	차이나 텔레콤	728 HK Equity	-1.6	-1.8	-4.1	-8.4	-9.2	-14.0	1.7
	차이나모바일	941 HK Equity	-2.5	-4.6	-10.6	-20.6	-23.3	-32.4	0.3
	CSI 전력	SH000917 Index	-1.7	-5.8	-10.2	-14.9	-18.3	-18.9	0.0

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

[요약] 2013년 크레딧 전망

크레딧의 품격, 탐욕을 팔고 리스크를 사라

2013년 신용스프레드는 통화정책보다는 크레딧 이벤트 발생가능성과 회사채 금리 수준에 좌우될 가능성이 크다. 수급 여건 등을 고려하여 상반기 확대 후 하반기 축소를 예상하는 가운데, 크레딧채권 금리는 점진적으로 상승할 것으로 전망한다. 재무건전성 강화 노력과 커버드본드 및 하이브리드채권 등 신종증권 발행도 증가할 전망이다.

특수채: 중장기 재무관리계획에 따르면, 공공기관 부채비율은 14년 이후부터 하락할 것으로 보인다. 자구노력을 통한 재무구조 개선 여부가 매우 중요한 이슈가 될 것으로 보이는 가운데, 수익성 위주 사업과 재무건전성이 강화될 것으로 보이는 공공기관이 발행한 장기 특수채 투자를 권고한다.

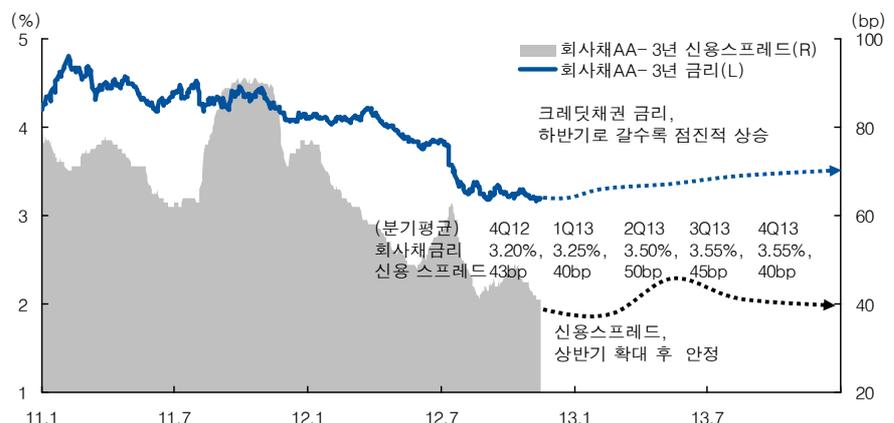
은행채: 대출수요 대비 은행의 보수적인 대출행태가 지속될 것으로 예상되는 가운데, 경제 성장률 이하의 저성장, 저수익구조가 이어질 것으로 전망된다. 따라서 자기자본 비율이 양호하면서 부실채권규모가 작은 은행이 발행하는 5년 만기 이상 장기 은행채 투자를 권고한다.

여전채: 업계 경쟁 심화와 외형 확대 규제 등으로 인해 여전사 펀더멘털 개선이 제한되는 가운데, 시장지배력이 우수하고 안정적 자금조달능력을 갖춘 여전사 채권투자를 권고한다. 절대금리 투자매력도에 따른 신용스프레드가 축소 가능하지만, 금리 상승기에는 보수적인 대응이 필요해 보인다.

회사채: 부도위험에 따라 AA급과 A급 차별화 가능성이 존재하는 가운데, AA급 이상 우량등급을 중심으로 완만한 신용스프레드 축소가 예상된다. 재무구조가 양호하고 성장가능성이 있는 AA급 이상 우량 회사채의 투자를 권고한다.

본 자료는 '2013년 경제·금융시장 전망/자산운용전략-크레딧 전망'의 요약자료입니다. 자세한 내용은 KDB대우증권 홈페이지(<http://www.kdbdw.com>)의 '투자정보-투자전략-채권-크레딧분석'을 참조하시기 바랍니다.

그림 1. 2013년 신용스프레드 확대 후 진정될 전망



자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

I. 신용스프레드 전망 - 상반기 확대 후 하반기 안정

금리 상승과 크레딧 이벤트, 신용스프레드 확대 후 진정

2013년 크레딧채권 금리
점진적 상승

2013년 크레딧채권의 금리는 점진적으로 상승할 것이 전망된다. 신용스프레드는 1분기에 매크로 불확실성에 따른 강보합을 보이고, 2분기에 금리상승과 크레딧이벤트 우려로 확대될 가능성이 높은 것으로 판단된다. 하반기부터는 신용위험이 진정되고 크레딧채권의 투자매력도가 회복되면서 안정화될 것으로 전망된다.

합리적 버블, 힘들지만 투자기회가 남아 있다

저성장, 저금리 하에서
크레딧채권 상대적
투자매력도 지속

저성장, 저금리 기조가 이어지고 있는 가운데 크레딧채권 절대금리에 대한 매력도가 부각되고 있다. 현재 크레딧 금리는 역사적 저점 수준으로 고평가된 상태이지만, 신용스프레드는 축소 가능성이 있다고 판단된다. 따라서 전반적으로 크레딧시장은 ‘합리적 버블’이라고 볼 수 있으며, 크레딧채권의 상대적 투자가치는 유효하다고 판단된다.

신용스프레드는 통화정책보다는 크레딧이벤트나 금리 수준에 좌우

신용스프레드, 통화정책보다
크레딧 이벤트와 금리에 좌우

최근 10년 동안 통화정책상 기준금리는 크게 서너 차례씩 인상과 인하를 반복하였다. 신용스프레드와 기준금리와의 관계를 살펴 보면, 기준금리 인상기에 신용스프레드가 대체로 축소되는 경향이 있었다. 하지만, 기준금리 인하기에 신용스프레드 방향은 축소와 확대가 혼재된 것으로 보인다. 2013년 기준금리 동결 가능성에 무게를 두면, 신용스프레드는 통화정책보다 오히려 크레딧 이벤트나 크레딧채권 금리 수준에 좌우될 것으로 보인다.

글로벌 크레딧 채권 강세, 네버엔딩 스토리

크레딧시장 성장은
글로벌 추세

이러한 크레딧채권의 강세는 글로벌시장에서도 확인할 수 있다. 최근 미국 회사채금리는 양적 완화에 따라 2차 세계대전 이후 가장 낮은 수준에 머물러 있다. 또한 글로벌위기 직후 급속하게 위축되었던 회사채 발행시장은 글로벌위기 이전 수준으로 거의 회복하였고, 신용경색이 완화되면서 하이일드시장도 성장 추세이다. 따라서 저성장, 저금리 시대에서 크레딧시장의 성장은 글로벌한 추세라고 볼 수 있을 것이다.

그림 2. 크레딧채권 가격은 합리적 버블



그림 3. 신용스프레드는 기준금리보다 크레딧 이벤트에 좌우



자료: 본드웬, KDB대우증권 리서치센터

자료: 본드웬, KDB대우증권 리서치센터

II. 크레딧 이슈

1) 재무건전성 개선 노력

공공기관 부채비율은
2014년부터 하락할 전망

글로벌위기 이후 공공기관 채권 발행에 따른 부채 급증으로 인해 재무건전성에 대한 우려가 지속적으로 제기되고 있다. 최근 발표된 ‘공공기관 중장기 재무관리계획’에 따르면, 先자구노력 後정책지원 원칙 하에 공공기관들의 디레버리징 노력이 강화될 것으로 보인다. 그 결과 공공기관 부채비율은 전체적으로 2014년부터 하락 추세로 반전될 전망이다.

금융기관도 규제를 통해
자본적정성과 재무건전성
강화 노력이 지속될 듯

또한 일반기업 입장에서 자본성 논란에도 불구하고 신종자본증권 발행 등을 통한 부채 비율 하락을 위한 노력이 지속될 전망이다. 바젤III 시행으로 인한 은행권 자본규제가 시행되고 여전사 레버리지배율 규제 등도 선제적으로 유예기간을 앞두고 간접적으로 지도됨에 따라 크레딧시장 전반적으로 자본적정성 및 재무구조 개선 노력이 강화될 전망이다.

2) 신종증권 발행 증가

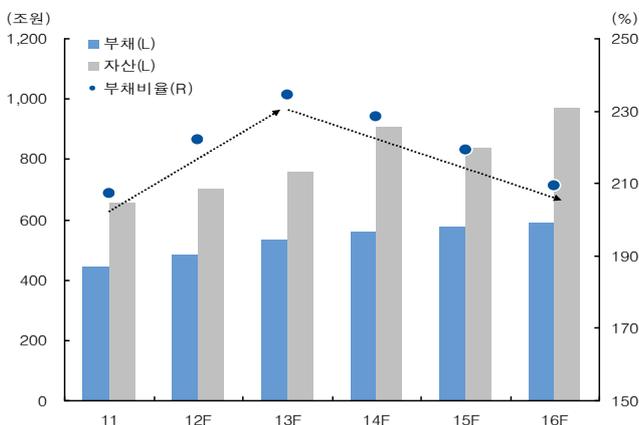
커버드본드
- 이중청구권
- 안전자산, 고유동성자산

① **커버드본드:** 커버드본드는 주로 은행이 적격 담보자산을 기초로 발행하는 채권으로 자금조달절감 효과가 있다. 투자자는 적격 담보자산과 은행 모두에 대한 이중청구권을 보유하게 됨으로써 안전자산에 투자할 기회를 보유하게 된다. 커버드본드는 유럽에서 국채 다음으로 두번째로 규모가 큰 채권으로 바젤III 단기유동성 규제인 LCR상 고유동성자산으로 85%가 인정되기도 한다. 최근 국내에서 커버드본드 발행 관련 모범규준 이외에 가계부채 연착륙을 위한 은행의 장기고정자금조달 방법 중 하나로 관련 내용 법제화가 추진 중으로 향후 시장 활성화가 기대된다.

하이브리드채권
- 자본성 논란에도 불구하고,
다양한 구조에 의한 발행 증가

② **하이브리드채권:** 하이브리드채권은 자본과 부채의 중간 성격으로서, IFRS 회계기준상 자본으로 분류 가능하다. 이를 통해 발행기관은 부채비율 하락 및 재무구조 개선 효과를 기대할 수 있고, 투자자는 고수익 창출이 가능하다. 다만, 신용평가 관점에서 발행 이후 발행기업의 실질적 자본구조 변화와 신용위험 변화가 중요한 요소로 작용할 것으로 판단된다. 자본성 논란에도 불구하고, 후순위성과 이자/배당지급조건 및 만기 확정 여부에 따라 다양한 구조에 의한 발행 증가가 가능할 것으로 전망된다.

그림 4. 공공기관 중장기 재무관리계획 - 부채비율 14년부터 하락



자료: 기획재정부, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 일반기업 하이브리드 채권 - 구조에 따라 자본인정비율 상이



자료: KDB대우증권 리서치센터

III. 크레딧 투자전략

1) 특수채

공공기관 신용평가, 정부 지원가능성보다 독자신용도 중요성 부각

공공기관 부채비율은
자구노력에 의해
14년 이후 하락

공익 성격이 강한 특수채 투자 시 정부의 손실보전조항 및 지원가능성은 여전히 핵심 평가요소이다. 최근 공공기관 재무건전성 우려가 지속됨에 따라 국가 신용등급과 공공기관 신용등급 간에 차이가 발생하고 있다. 공공기관 중장기 재무관리계획에 의하면, 자구노력에 따라 41개 공공기관 부채비율은 2014년부터 하락할 전망이다. 독자신용도가 낮은 공기업일수록 펀더멘털 개선이나 정부 지급보증 또는 특별법 규정과 같은 보다 강력한 법적 지원이 필요하며, 신용도를 결정하는 중요한 변수가 될 것이다.

은행과 보험 중심, 우량 크레딧채권인 특수채 투자수요 꾸준

보수적 투자기관 중심으로
투자수요 지속

은행은 향후 바젤III 시행에 따라 전반적으로 보수적인 자산운용전략이 지속될 가능성이 높다. 또한 유동성규제 충족 목적으로도 우량 크레딧채권인 특수채 투자수요는 꾸준하게 지속될 전망이다. 또한 보험사도 고령화에 따른 퇴직연금 규모가 확대됨에 따라, RBC규제상 자산부채 듀레이션 갭을 축소하기 위한 장기 우량 크레딧채권 수요가 증가하고 있다. 따라서 은행, 보험과 같은 보수적인 투자기관을 중심으로 특수채 투자수요가 꾸준하게 지속될 것으로 전망한다.

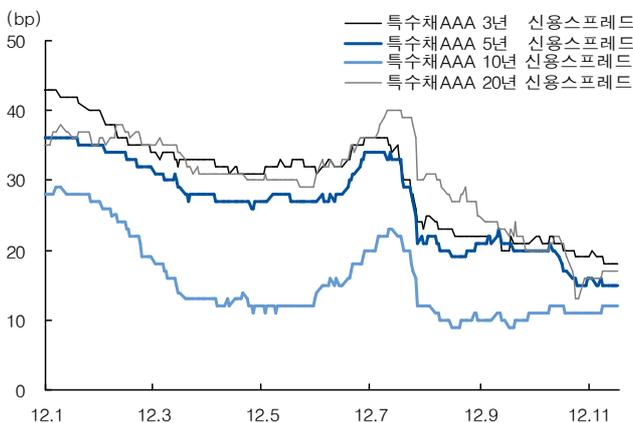
장기 특수채일수록 절대금리 투자매력도 유효

완만한 신용스프레드 축소,
장기특수채 비중 확대 권고

특수채는 국고채 대비 상대적 투자매력도로 인해 완만한 신용스프레드 축소가 가능할 것으로 보인다. 장기 특수채일수록 신용스프레드 축소를 통해 전반적인 채권금리 상승 위험 헷지도 가능하다.

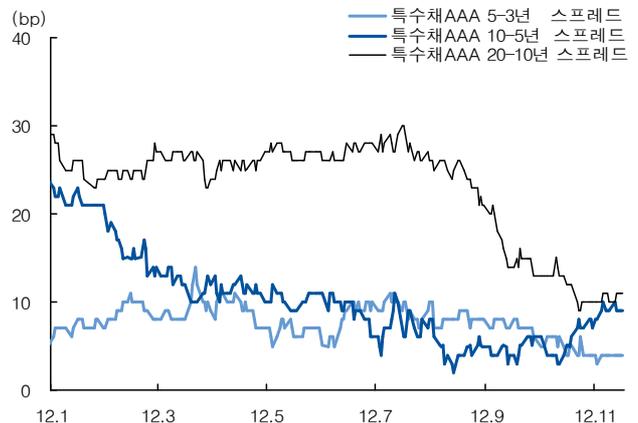
다만, 이미 고평가 되어 있다고 판단되는 5~10년 만기 구간을 제외할 경우, 3년과 20년 만기 특수채에 대한 비중 확대가 바람직할 것이다. 공공기관 중장기 재무관리계획에 따라, 자구노력을 통한 재무구조 개선이 가시화되는 특수채 위주로 투자를 권고한다.

그림 6. 3년, 20년 만기 특수채 신용스프레드 축소 예상



자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 장단기 스프레드 중 20년 만기 장기 구간 강세 예상



자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

은행권
저성장, 저수익 예상

2) 은행채

경기 둔화와 자산건전성 저하에 따른 저성장, 저수익 불가피

꾸준한 대출수요와 경기 부양 정책 기대감에도 불구하고, 경기둔화 우려에 따른 대출 축소가 지속되고 있어 은행 대출성장률은 명목성장률 5.7%보다 낮을 것으로 전망된다. 또한 최근 경기부진에 따른 기업 펀더멘털 저하로 건설업 중심의 기업구조조정이 지속됨에 따라 은행 자산건전성 저하 및 수익규모 감소가 불가피해 보인다. 선제적인 대손충당금 적립, 대손상각 및 자산 매각 등 적극적인 부실채권 정리노력이 실시될 전망이다.

경기 둔화에 따른 가처분소득 감소 및 하우스푸어 문제가 지속됨에 따라 연체율 상승세는 지속되고 있다. 아직 전체 은행권 연체율이 낮은 수준이지만 소득보다 부채 증가 속도가 빠르고 부동산 가격 하락에 따른 투자심리 위축이 지속될 경우, 은행 자산건전성 저하 추세는 당분간 지속될 것으로 보인다.

커버드본드는
장기고정 자금조달 수단

가계부채 문제 연착륙을 위한 대안. 커버드본드 발행

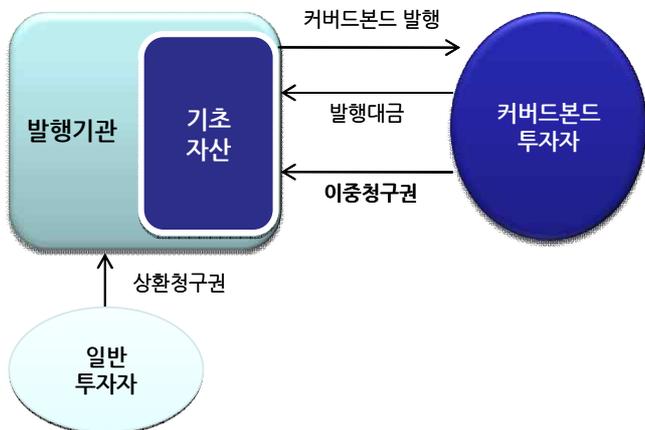
특히 주택담보대출은 한국주택금융공사에 양도된 이후, MBS 발행을 통해 꾸준히 감소하고 있다. 아울러 향후 커버드본드 발행이 활성화될 경우, 장기고정 자금조달을 통해 변동금리부 주택담보대출 비중을 줄이고 장기고정대출 유도가 수월해질 것으로 예상된다. 따라서 가계부채 연착륙을 위한 종합대책의 하나로 커버드본드 발행이 증가할 것으로 전망한다.

장기 은행채 중심으로 한
투자를 권고

통화정책과 매크로변수에 민감, 장기 은행채 투자 권고

통화정책과 매크로변수에 의해 은행채 신용스프레드의 변동성이 확대될 가능성을 염두할 필요가 있다. 은행채은 국제 대비 상대적 투자매력도가 높은 우량 크레딧채권으로서 꾸준한 투자수요를 감안할 경우 신용스프레드 축소가 가능할 것이다. 따라서 저성장, 저수익에 의한 펀더멘털 저하에도 불구하고 부실채권규모가 작고 대손 관리가 양호한 장기 은행채 투자를 권고한다.

그림 8. 독일식 커버드본드 발행구조 - 가장 표준화된 형태



자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 장기 구간 중심으로 신용스프레드 축소 전망



자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

3) 여전채

(신용카드업) 제반 규제와 경쟁 심화에 따라 저수익 지속

규제에 의해
카드사 성장성 제한 및
수익 감소 불가피

신용카드사 가맹점 수수료가 인하되고 현금대출에 대한 대손충당금 적립비율이 상향조정되는 제반 규제가 강화되고 있다. 또한 신용카드 발급 요건이 강화(개인신용등급 6등급 이내)되고 직불/체크카드 소득공제 혜택 등을 통해 신용카드 사용이 감소될 경우 신용카드업계 전반의 수익 감소는 불가피할 것으로 전망된다.

또한, 레버리지배율(총자산/자기자본)이 6배로 시행될 예정인 바, 향후 신용카드사의 지나친 외형확대 위주의 영업전략이 억제될 것으로 보인다. 따라서 제반 규제와 경쟁이 치열한 영업환경을 고려해 볼 때, 신용카드사의 성장과 수익성 개선은 제한적이다.

(할부금융리스업) 안정적 자금조달능력이 중요한 고려요소

캐피탈사,
자금조달능력 중요

최근 기업과 가계대출 부문을 제외한 할부금융리스시장은 성장이 정체되고 있다. 또한, 레버리지배율 10배 이내로 공격적인 영업이 자제되고 있는 가운데, 일부 캐피탈사의 경우 유상증자 및 배당 억제 정책이 불가피해 보인다. 따라서 여전채 발행이 급증할 가능성은 낮다고 판단되며, 레버리지배율 규제와 자산부채 듀레이션 매칭 목적에 따라 채권 발행은 제한적으로 이루어질 것으로 전망된다.

절대금리 매력도에 의해 신용스프레드 축소 가능

장기, 우량 여전채
투자 권고

금융권 규제 강화와 경쟁 심화에 따라 여전사들의 펀더멘털 개선 가능성은 낮다. 따라서 차별화된 영업전략으로 시장지배력이 우수한 상위 카드채나 대주주 지원능력이 우수한 자산의 질이 양호한 캐피탈채 투자를 권고한다.

여전채 투자수요가 절대금리 투자매력도가 유효한 5년 만기 이상 장기 구간을 중심으로 이루어질 경우 발행만기는 더욱 장기화될 것으로 보인다. 장기 여전채를 중심으로 신용스프레드가 완만하게 축소될 가능성이 있지만, 채권금리 상승시 보수적인 대응이 필요할 것으로 판단된다.

그림 10. 장기 구간 중심으로 신용스프레드 축소

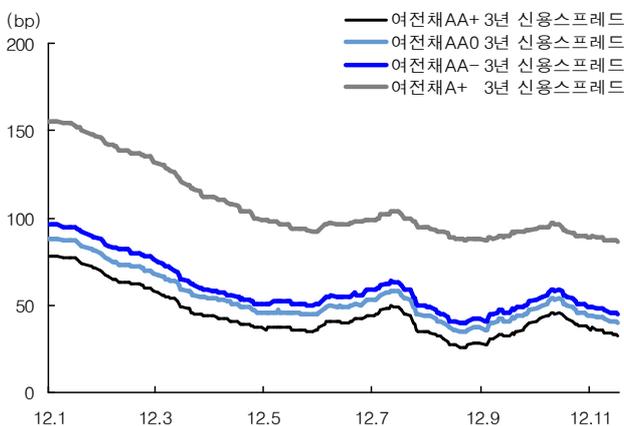
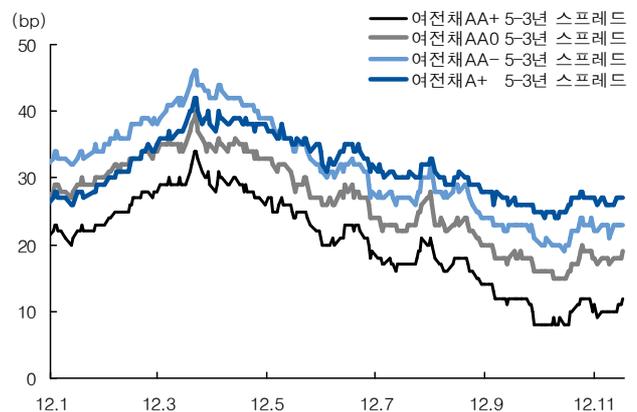


그림 11. 절대금리 매력으로 장단기 스프레드 축소



자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

4) 회사채

부도위험 확대에 따른 크레딧 이벤트 발생 가능성

A급 회사채
약세 지속

웅진홀딩스 법정관리 신청 이후 회사채 매매량이 급감하는 등 A급을 중심으로 회사채시장 위축세가 이어지고 있다. 주로 건설, 해운, 조선 등 경기 민감 업종이나 무리한 M&A로 인한 채무과중 그룹이 이에 해당된다.

특히 건설 회사채의 경우 유동성위험 및 부도위험이 확대되면서, 현재 신용등급 대비 회사채 가격 디스카운트가 지속되고 있다. 회사채 수요 예측시 대규모 미매각분이 발생하거나 희망금리밴드 상단에서 결정되는 사례가 증가하고 있다. 이는 향후 건설사 자금조달 악화와 증권사 채무부담 등 불안요인으로 작용할 것으로 판단된다.

회사채 성장 속도는 둔화되나 순발행 추세는 지속될 전망

12년 대비 발행규모 감소
순발행 추세는 지속될 전망

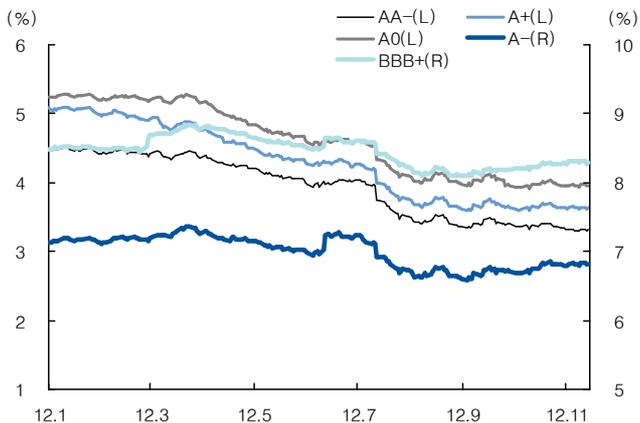
2013년 회사채 만기규모는 약 37조원이다. 시기적으로 2분기와 4분기 차환수요가 가장 클 것으로 보이나, 금리 상승기에 대비하여 상반기에 회사채 발행이 집중될 가능성이 높다고 판단된다. 다만, 투자 감소와 부도위험 증가 및 A급을 중심으로 회사채시장 위축이 지속될 경우, 회사채 성장 속도는 둔화될 가능성이 높을 것이다. 따라서 2013년 회사채는 올해보다 감소할 것으로 보이지만, 경기 불확실성에 대비한 등을 감안하면 순발행기조가 이어지면서 약 45조원 발행될 것으로 전망한다.

AA급 이상 장기 우량 회사채 투자 권고

건조한 성장성과
안정적 재무구조를 보유한
기업 회사채 투자 권고

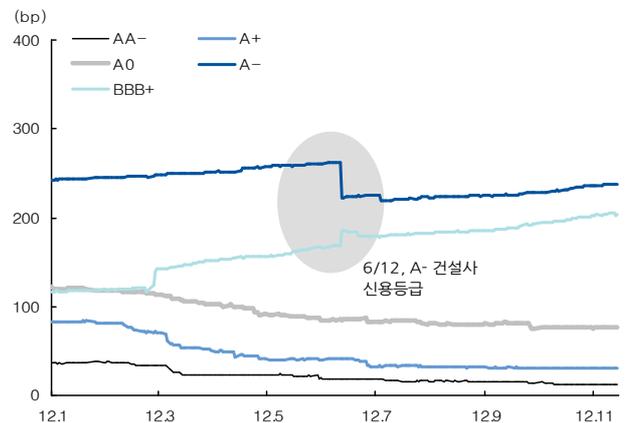
회사채 신용스프레드는 국내외 불확실성으로 인한 기업 펀더멘털 저하 우려에도 불구하고, AA급 이상 우량등급을 중심으로 완만하게 축소될 것으로 보인다. 다만, 일부 그룹과 산업을 중심으로 A급 회사채 신용스프레드 축소 속도가 둔화되거나 확대될 가능성이 존재한다. 따라서 재무구조가 양호한 가운데, 성장가능성이 있는 AA급 이상 장기 우량 회사채 투자를 권고한다.

그림 12. 웅진 사태 이후 신용등급별 회사채 금리 차별화 지속



자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

그림 13. 주요 대기업정책과 크레딧시장에 미치는 영향



자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

[요약] 2013년 채권시장 전망

순환(Cyclical)기류, 저공비행 일시 이탈

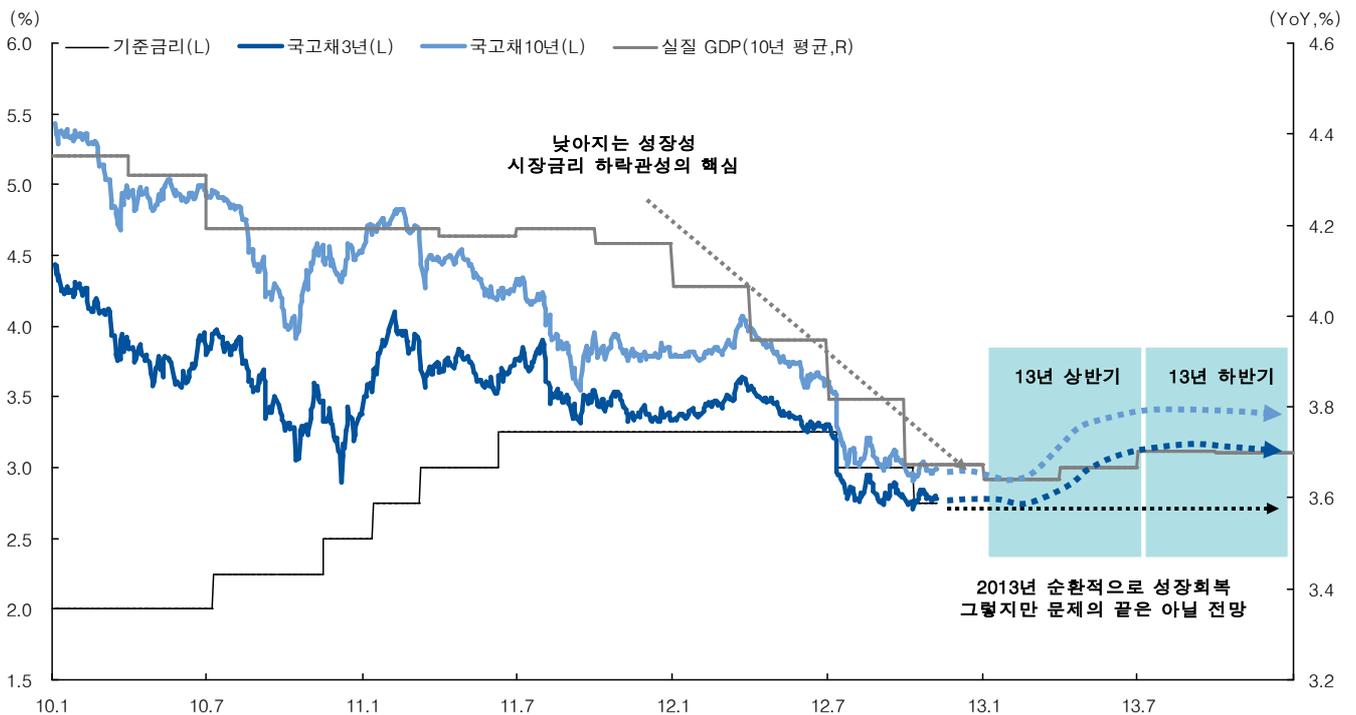
2012년 한국 채권시장은 2차례의 기준금리 인하와 역사적 금리 저점을 기록하며 강세흐름을 이어갔다. 높은 대외불확실성과 국내경기 부진이 이어진 점이 시장금리 하락의 핵심요인이 되었다.

여전히 글로벌 금융위기와 실물경제 우려가 해소되지는 않았지만, 우리는 2013년 경제 여건이 올해보다 더 악화될 가능성은 낮게 보고 있다. 일부 경기순환 요인들이 더해지면서 높여있던 시장금리가 반등할 것으로 예상된다. 대외불확실성이 완화되고 경기개선 속도가 본격적으로 빨리질 것으로 예상되는 1분기 중후반부터 2분기 사이 금리상승 압력이 높을 것으로 본다. 이 구간에서 채권투자는 주의가 필요할 것이다.

국고3년 기준으로 은행예금 금리 수준인 3.1%대, 국고10년 기준으로 잠재성장률 수준인 3%중반까지 반등한 이후 저가매수세가 유입되면서 추가적인 금리상승은 제한될 전망이다. 상반기보다는 하반기에 금리상승이 일단락된 이후 높아진 금리수준에서 채권투자를 재개할 것을 권고한다.

본 자료는 '2013년 경제·금융시장 전망/자산운용전략-채권시장전망'의 요약자료입니다. 자세한 내용은 KDB대우증권 홈페이지(<http://www.kdbdw.com>)의 '투자정보-투자전략-채권'을 참조하시기 바랍니다.

그림 1. 끝나지 않은 실속(Stall Speed)의 시대, 2013년은 경기순환 기류로 버틸 전망



자료: 한국은행, 금융투자협회, KDB대우증권 리서치센터

**글로벌 저금리 환경
쉽게 해소되지 않을 전망**

끝나지 않는 실속(stall speed)의 시대

2008년 글로벌 금융위기 이후 국내외 채권금리는 지속적인 하락세를 이어오고 있다. 한국을 비롯한 주요국 금리는 역사적 저점까지 내려왔다. 이러한 **기조적인 금리하락의 원인에는 구조적인 요인들이 자리를 잡고 있다. 앞으로도 이러한 문제는 오랜 시간 글로벌 저금리 환경을 유지시키는 재료가 될 것이라는 점에서 주목해야 한다.**

성장원동력에 대한 고민

선진국을 중심으로 글로벌 성장의 원동력 부재가 저성장 국면을 강화시키고 있다. 1950년부터 1980년까지 30년 동안 글로벌 경제는 미국을 중심으로 꾸준히 성장했으며, 금리 역시 동반 상승했다. 당시 성장동력의 핵심은 투자를 중심으로 한 부가가치의 창출이었다<그림 3>.

투자가 주도하는 경제는 높은 자금수요와 고용창출, 소득증가를 배경으로 기조적인 금리 상승을 이끌었다. 하지만 1980년 이후 글로벌 투자위축이 지속되면서 금리 역시 하락기조를 이어왔고, 이 문제는 앞으로도 확실한 돈 벌 거리가 마련되기 전까지는 추세적인 금리상승이 어렵다라는 의미로 해석할 수 있다.

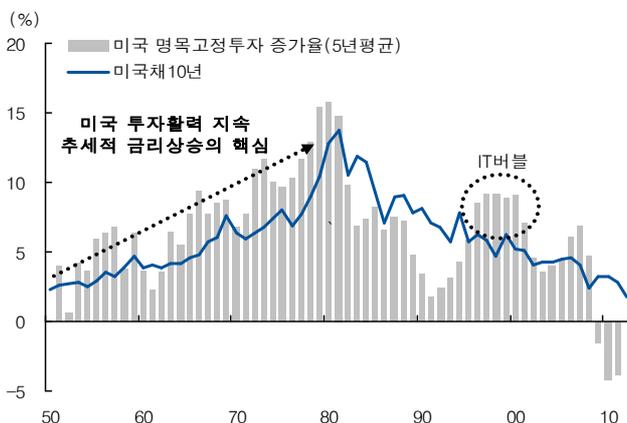
**선진국을 중심으로 부채의
위기는 이어지고 있어**

게다가 선진국은 민간뿐만 아니라 정부마저 과도한 부채부담에 시달리면서 경기개선 속도가 저하되고 있다. 미국의 경우 민간의 부채조정이 마무리되고 있다는 인식이 높지만, 정부를 중심으로 건전화 과정에 오랜 시간이 걸릴 예정이며, 유럽은 민간과 정부 부채 모두 이제 막 해결을 위한 출발선상에 올라와 있다. 부채부담을 덜기 위한 저금리의 필요성이 높은 상황이 이어질 전망이다.

**글로벌 통화정책 완화지속
저금리의 필요성 반영**

선진국 중앙은행의 양적완화 지속과 이머징 국가들의 기준금리 인하가 이어지고 있는 점 또한 저금리 환경을 뒷받침하는 근거이다. 특히 여건이 어려운 선진국의 경우 제로금리 정책에도 모자라 중앙은행의 유동성 공급이 지속되고 있다<그림 4>. 글로벌 실물경제에 대한 자신감이 확보되기 전까지 통화정책 완화기조가 지속될 수 밖에 없다는 점에서 향후에도 글로벌 저금리 현상이 쉽게 해소되기 어렵다고 이해할 필요가 있다.

그림 2. 글로벌 투자부진은 기조적 저금리 환경의 원인



자료: US BEA, Bloomberg

그림 3. 선진국의 양적완화 지속은 어려운 경기 및 저금리 필요성 반영



주: 주요국 중앙은행은 미국 FRB, 유로 ECB, 영국 BOE, 일본 BOJ임
자료: 각국 중앙은행, JP Morgan

2013년 글로벌 경기순환 반등
시장금리 역시 방향성 없을 듯

선진국과 이머징 경제
공히 개선될 것으로 기대

글로벌 인플레이션 부담은
높지 않을 것으로 판단

New Normal에도 순환은 있다

앞서 언급한 구조적인 문제가 중심이 되어 현재 우리가 살고 있는 시대를 ‘이전에는 없었다’는 의미의 ‘New Normal’이라고 칭하고 있다. 그렇지만 New Normal의 시대에도 경제의 순환은 있으며, 2012년 예상보다 부진했던 글로벌 경제가 2013년에 더 나빠지지는 않을 것으로 본다. 글로벌 채권금리는 경제와 금융시장의 순환적인 여건을 통해 올해보다 상승할 가능성이 크다.

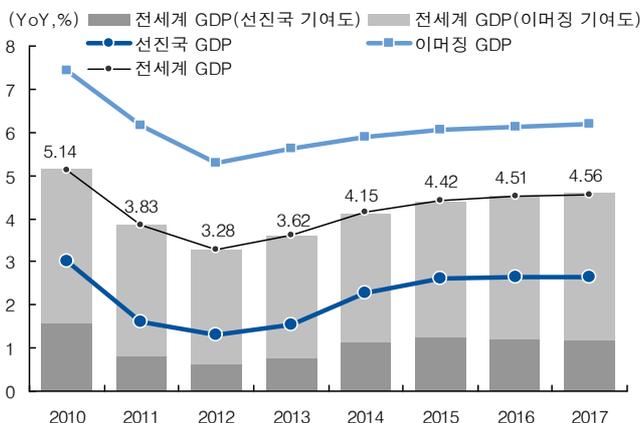
2012년 글로벌 경제성장률은 3.3%로 금융위기 이후 최저수준을 기록했다<그림 5>. 유럽은 마이너스(-), 중국은 7%대로 성장률이 둔화되면서 안전성이 높은 채권으로 자금유입이 지속되는 결과를 낳았다. 그렇지만 IMF의 전망을 따르면 2013년 글로벌 경기여건은 개선될 것으로 보이며, 특히 이미 일부 지표들의 바닥 시그널이 감지되고 있는 미국과 중국을 중심으로 한 G2 지역의 안정에 대한 전망이 우세하다.

1)미국은 민간을 주도로 디레버리징이 마무리되고 있는 것으로 평가된다. 그 결과로 부실의 원흉이 되었던 부동산 지표들이 최근 반등하는 흐름을 나타내고 있다. 정치적 리스크 크인 재정절벽에 대한 불확실성만 완화된다면 미국경제 흐름은 긍정적인 부분이 더 부각될 것이다. 2)유럽은 실물경제에 대한 기대는 높지 않지만, 올해 남유럽을 중심으로 확산된 유로존 붕괴에 대한 시스템위험은 낮아지고 있는 모습이다.

3)중국은 금융위기 이후 투자를 중심으로 과도한 성장주도의 정책을 동원한 후유증이 남아 있으나, 시장의 기대수준 정도인 실질GDP 8%대는 가능해 보인다. 그리고 4)이머징 아시아를 중심으로 이머징 국가들은 선진국 의존도를 낮추며 내수중심의 경기안정을 도모할 것이라는 점에서 긍정적인 흐름을 보일 전망이다.

한편, 글로벌 인플레이션은 2012년 낮았던 기저효과로 높아질 전망이다, 글로벌 총수요 감소 등을 감안해 증가폭은 크지 않을 전망이다. 특히, 인플레이션과 밀접한 중국을 중심으로 BRICS 국가의 명목성장률 기대치가 낮아진 점도 이를 반증한다<그림 6>.

그림 4. 글로벌 경기 2012년을 저점으로 2013년 원만한 개선을 예상



자료: IMF

그림 5. BRICS를 중심, 명목성장 기대감이 높지 않아 물가안정 기대



자료: Thomson Reuters, IMF

정책불확실성에 따른 리스크 프리미엄 완화도 금리상승 요인

결국, 2013년 선진국과 이머징을 포함한 글로벌 경제여건은 완만하게나마 바닥을 다지면서 올라갈 것으로 보인다는 점에서 글로벌 금리 또한 올해 기록한 역사적 저점을 이탈하여 상승압력이 높아질 것으로 예상된다. 구조적 문제들로 인해 금리가 지속적으로 올라가지는 않겠지만, 대부분 국가들의 성장률 레벨까지 반등은 가능할 것으로 본다.

추가적으로 미국과 유럽을 중심으로 한 정책불확실성에 따른 리스크 프리미엄의 완화가 지 더해질 경우 금리상승이 빨라질 수 있다는 점을 주의해야 한다. 미국은 재정절벽 합의, 유럽은 스페인 구제금융 신청 이벤트가 남아있다. 아직도 이들 문제에 대한 불확실성이 높지만, 상당부분 시장에 노출된 재료라는 점에서 상황이 더 악화될 가능성은 낮게 전망하고 있다.

<그림 7>에서 보듯이 정책불확실성과 관련된 지수가 과거 평균수준보다 높게 유지되면서 안전자산인 채권시장이 강세(금리하락)를 나타내고 있다. 정책불확실성이 완화될 경우 안전자산에 반영된 프리미엄은 차익실현으로 인해 줄어들 것이고, 이는 곧 금리상승으로 이어질 것이다. 미국의 재정절벽이나 스페인 구제금융 신청과 관련된 시점을 예단하기 쉽지 않다는 점에서, 뉴스가 나올 경우 즉각적으로 반응할 필요가 있다.

미국금리 2% 이상 상승할 경우 한국금리에도 영향 미쳐

이와 관련해 가장 주목해야 하는 가격지표는 미국금리이다<그림 8>. 미국채 10년 금리는 현재 잠재성장률인 2.0%보다 낮은 1.6%대 머물고 있다. 미국 경제에 대한 기대감이 살아날 경우 QE3를 실시했던 당시 기록했던 고점인 1.9%를 뚫고 2%대까지 넘어설 것으로 보인다. 한국 채권금리와 높은 상관성을 가지는 미국금리 상승은 국내금리 상승의 촉매제 역할을 할 것으로 보인다는 점에서 관심을 가져야 할 것이다.

그림 6. 선진국의 높은 정책불확실성은 안전자산 선호심리를 자극

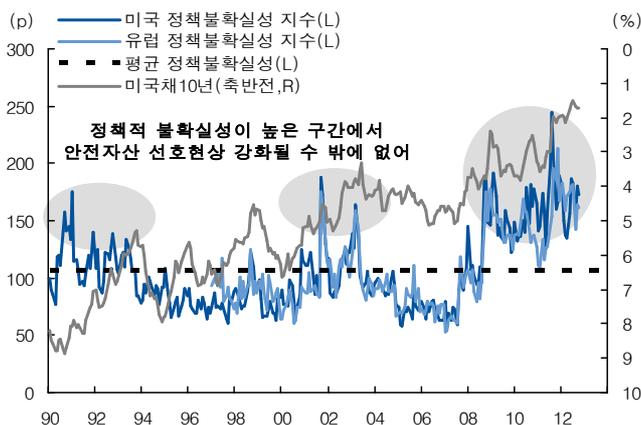
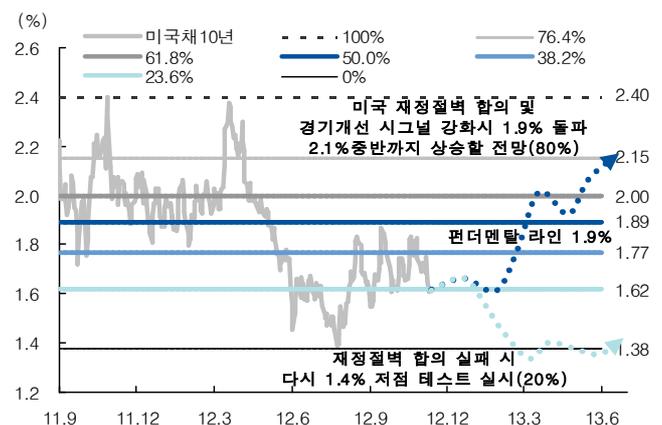


그림 7. 미국채 10년 시나리오: 아래보다는 위쪽에 대해 대비해야



주: 정책불확실성 지수는 정책뉴스와 경제전망 오차, 세금이슈를 종합하여 산정
 자료: www.PolicyUncertainty.com, Bloomberg

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

한국 채권시장 전망

2013년 한국금리 역시 상승할 것으로 전망

2013년 한국 채권금리는 올해 하반기보다는 높은 수준으로 올라설 전망이다. 글로벌 경기여건의 순환기류와 마찬가지로 한국경제 역시 올해보다는 개선될 것이라는 전망이 우세하기 때문이다. 그리고 시장금리 하락을 주도한 기준금리 인하기대가 약화되면서 축소되었던 장단기금리차도 확대되는 등 시장금리 상승압력이 높을 것이다.

2012년 2% 초반에 불과한 실질 성장률과 소비자물가는 2013년에는 공히 올라갈 것으로 전망하고 있다<그림 9>. 물론 2013년 성장률과 물가 전망치가 각각 2.9%, 2.8%로 과거 수준대비 낮은 편이나, 경기가 개선된다는 점에 주목해야 한다.

내수경기 넘어야 할 산이 많지만 일단 둔화세 진정

국내경제와 관련해서는 내수부진에 대한 고민이 크다. 부동산시장 위축과 가계부채 통채라는 구조적 문제까지 더해져 향후에도 한국 시장금리 상승이 지속적이기 어려운 문제들이 산재해 있다. 그러나 민간소비는 실질기준으로 소득이 지출보다 큰 폭으로 늘고 있어 추가적으로 악화되지는 않을 전망이다. 그리고 정권교체에 따른 재정지출 확대와 기업들이 몇 년간 투자를 미뤄왔던 점 등을 고려할 때 내수경기도 바닥을 다지고 소폭 반등하는 정도는 나올 수 있을 것이다.

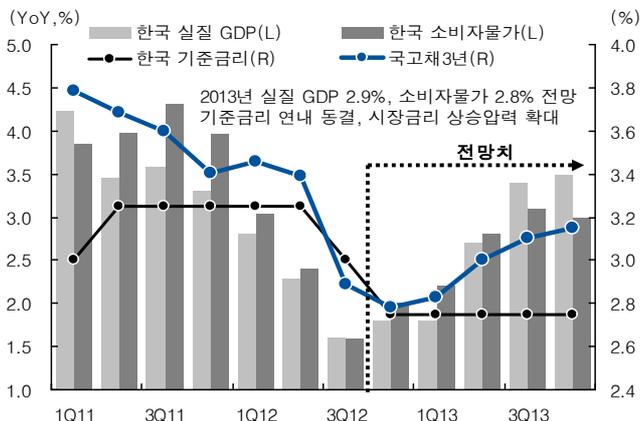
수출 역시 성장에 대한 기여도 플러스(+)로 돌아설 듯

여기에 수출은 글로벌 경기개선에 따른 글로벌 물동량 증가로 올해 마이너스(-) 증가율에서 플러스 반전을 할 것으로 보인다. IMF는 2013년 글로벌 물동량이 5%정도 증가할 것으로 예상하고 있는데, 한국 수출과의 상관성을 놓고 보면 2013년 수출은 국내 경제에 안전판 역할을 할 정도는 될 것으로 예상된다.

물가도 안정범위 수준 내에서 상승할 것으로 예상

국내물가는 글로벌 인플레이션 부담이 크지 않다는 점에서 내부적인 요인만으로 상승압력이 확대되지는 않을 것이다. 올해 물가를 낮게 유지시킨 정책효과가 끝나고 일부 공공요금 인상 이슈가 있지만, 글로벌 원자재가격 안정 및 환율절상까지 더해져 물가는 3%를 넘지 않는 안정적 수준을 이어갈 것이다.

그림 8. 경기바닥을 확인한 이후 2013년 원만하게 개선될 한국경제



자료: 한국은행, 통계청, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 한국 명목성장률이 바닥을 칠 경우 통화정책 완화에 신중



자료: 한국은행

2013년 기준금리는 2.75% 동결기조 이어갈 전망

이러한 여건을 종합해서 2013년 기준금리의 방향은 아래도 위도 아닌 현 2.75%에서 동결기조를 이어갈 것으로 본다. 국내의 경제가 가지고 있는 구조적인 문제들과 글로벌 통화정책 완화분위기가 지속되면 대외금리차를 감안해 한국 역시 금리를 인상하기 쉽지 않을 것이다. 반면, 과거에도 성장과 물가가 모두 올라가는 국면에서는 한국은행이 금리를 내린 적이 없다는 점 역시 인하여 신중할 수 밖에 없다는 것을 반증한다.

수급은 양호한 편이나 금리가 오른 이후 대기매수 유입 전망

통화정책이 현수준을 유지한다면 시장금리는 기준금리와 일정부분 거리를 확보할 필요가 생길 것이다. 아직은 풍부한 유동성 여건을 기반으로 채권시장 수급여건은 양호할 것으로 보여 대기매수세가 유입될 전망이다, 금리가 일정부분 상승한 이후에나 투자자들이 움직일 것이다.

2013년 1분기 중후반부터 2분기까지 채권투자 주의

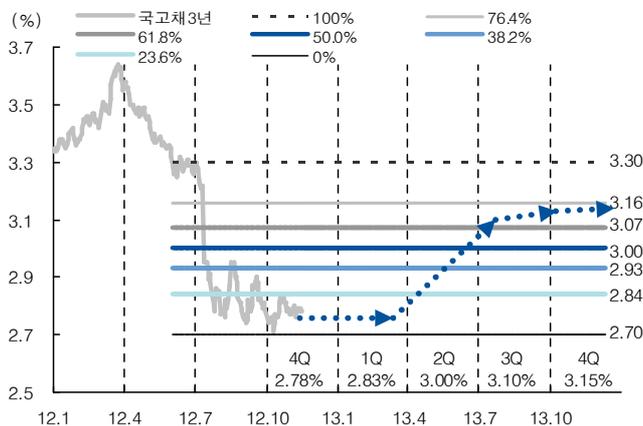
우리는 대외불확실성 완화와 경기개선 속도가 빨라지는 1분기 중후반부터 2분기까지 채권투자는 주의해야 할 시기로 보고 있다. 2013년 1월 금통위에서 발표될 한국은행의 경제전망 수치가 3.0% 정도를 유지할 경우 기준금리 인하기대가 낮아질 것이다. 이후 미국과 유럽의 대외불확실 완화 뉴스가 촉매제가 되고, 국내경기 개선이 다시 한번 시장금리 상승을 견인할 것이다. 기준금리 인상을 동반하지 않는 채권시장 조정시기는 1분기 내에 빠르고 짧게 진행될 가능성이 높다.

국고3년 기준 3.1%대, 10년 3.4%대까지 상승 전망

기준금리 2.75%에서 동결을 가정할 경우 국고3년 금리는 은행예금 금리 정도 수준인 3.1%대까지 상승할 것으로 예상하고 있다. 10년 이상 장기금리의 경우 통화정책 중립 수준인 국고3년/10년 스프레드 30bp 내외를 감안해 3.4%대로 올라설 것으로 본다<그림 11, 12>. 특히 10년 이상 장기금리는 현재 한국의 잠재성장률이 3% 중반 정도로 추정된다는 점에서 그 선은 넘지 않을 것이다.

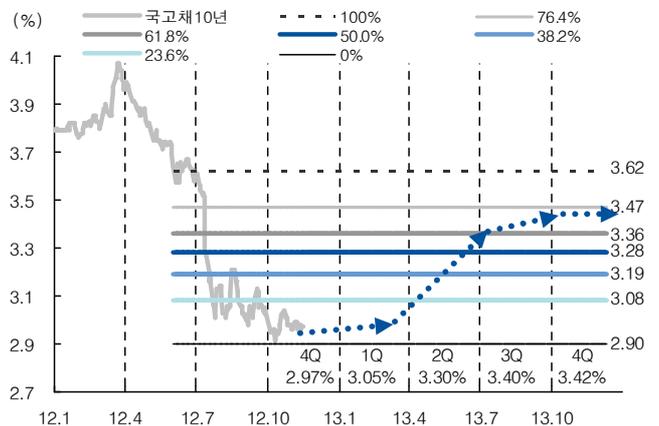
2013년 채권투자를 재개할 시기는 금리상승이 일단락되는 2분기 이후로 보고 있으며, 다시금 구조적인 문제들이 부각되면서 경기개선 속도가 빠르지 않다는 인식이 확산될 가능성을 엿보고 있다.

그림 10. 기준금리 동결전망, 국고채 3년 분기별 예상경로



주: 범례의 %와 관련된 금리대별 라인은 피보나치 되돌림 기준임
 자료: 금융투자협회, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 기준금리 동결전망, 국고채 10년 분기별 예상경로



주: 범례의 %와 관련된 금리대별 라인은 피보나치 되돌림 기준임
 자료: 금융투자협회, KDB대우증권 리서치센터

오리온 (001800)

중국, 과자 소비는 이제 시작이다

매수 (Maintain)

목표주가(원,12M)	1,300,000
현재주가(12/11/29,원)	1,098,000
상승여력(%)	18.4
EPS 성장률(12F,%)	66.1
MKT EPS 성장률(12F,%)	9.6
P/E(12F,x)	39.7
MKT P/E(12F,x)	10.3
KOSPI	1,934.85
시가총액(십억원)	6,551
발행주식수(백만주)	6
60D 일평균 거래량(천주)	14
60D 일평균 거래대금(십억원)	14
배당수익률(12F,%)	0.3
유동주식비율(%)	56.6
52주 최저가(원)	573,000
52주 최고가(원)	1,149,000
베타(12M,일간수익률)	0.23
주가변동성(12M daily,%,SD)	2.3
외국인 보유비중(%)	38.0

주요주주
 이화경 외 10인(31.5%)
 오리온 자사주(11.89%)
 FID INTL DISCOVERY FUND 외 45인(6.48%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.7	23.4	76.2
상대주가	2.4	18.8	72.0

주요사업
 과자류 생산, 판매, 시장점유율 국내 2위
 중국, 베트남 등 해외로 진출

투자의견 매수, 목표주가 1,300,000원으로 상향

중국이 가공식품 소비에 눈을 뜨고 있다. 오리온의 중국 매출액은 재래 유통채널의 확대, 판매 지역 확대, 신규제품 출시, 가격 인상 등으로 2013~2015년 연평균 25% 증가할 전망이다. 목표주가는 1,300,000원(기존 1,220,000원)으로 상향 조정한다.

3분기, 중국 고성장 확인

3분기 연결 실적은 매출액 6,107억원(YoY + 22.2%), 영업이익 595억원(YoY -11.6%)으로 컨센서스에서 크게 벗어나지 않았다. 오리온의 핵심인 중국은 매출액 27.0% 증가, 영업이익 28.3% 증가, 영업이익률 16.1%로 좋은 실적을 이어갔다. 유통망 확대, 판매지역 확대 등이 지속적으로 효과를 냈기 때문이다. 베트남은 39.8% 증가, 러시아도 66.2% 증가했다. 스포츠토토는 시스템 상각 처리가 이루어져 영업이익이 적자로 전환했다.

2013~2015년 중국 시장의 장기 전망은 쾌청

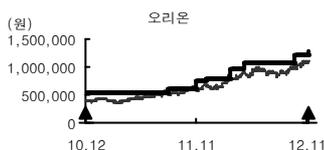
중국 식품시장이 세계에서 차지하는 비중은 2007년 11.7%에서 2014년에 16.5%로 높아진다. 일본의 식품소비는 1인당 GDP가 5천~2만달러였던 1970~1985년까지 급증했다. 한국도 1985~2000년에 물량 증가와 가격 인상이 나타났다. 중국은 1인당 GDP가 2012년 5,800달러 정도인데, 일본의 1970년대 중반, 한국의 1980년대 후반에 해당된다. 1인당 GDP를 보면 중국은 음식료품(특히 가공식품) 소비에 눈을 뜰 시기이다.

오리온은 중국에서 재래 유통채널(TT: Traditional trade channel) 확대에 주력할 전망이다. 오리온의 유통채널은 대형 유통채널(MT) 78%, 재래 유통채널(TT) 22%이다. 반면, Wrigley, Want Want, Kraft, Mars 등 글로벌업체의 재래 유통채널 비중은 50% 정도로 오리온보다 높다. 재래유통 채널은 할인점보다 판매수수료 등이 적어 마진이 높다.

가격 인상 가능성에도 주목해야 한다. 2010년 9월 초코파이, 12월 고래밥 가격을 각각 11% 인상했다. 2013년초에는 5대 제품(초코파이, 예감, 고래밥, 오감자, 껌) 중 안 올린

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	1,596	338	21.2	196	32,836	298	16	31.9	11.8	3.4	9.5
12/11	1,914	210	11.0	99	16,660	323	62	12.0	40.7	5.1	14.2
12/12F	2,382	288	12.1	165	27,679	374	54	17.4	39.7	7.0	19.0
12/13F	2,803	356	12.7	210	35,243	454	110	18.8	31.2	5.8	15.6
12/14F	3,287	418	12.7	256	42,888	551	140	19.2	25.6	4.7	12.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익 / 자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터



- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
 - 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(=), Not covered(⊠), ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상), ●중립(±10% 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락) - 본 조사분석자료는 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 고객의 증권투자 결정에 대한 법적 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.

예감과 오감자 등의 가격 인상이 예상된다. 또 신제품 출시도 예정되어 있어 제품 구색 갖춤은 더 강화될 전망이다. 선양공장(OFSY)을 통해 동북 3성에도 진출할 계획이다. 동북 3성은 1인당 GDP 기준(약 4천달러 이하로 추정)으로 이제 과자 수요가 태동할 시기이다.

재래유통 채널 확대, 가격 인상, 규모의 경제 달성에 의한 광고/마케팅비부담 축소로 중국에서의 영업이익률은 2012년 13%에 도달하고, 2015년에 15%에 근접할 전망이다.

표 1. 오리온의 과자류 지역별 2012년 3분기 실적

(십억원, %)

	매출액			영업이익			영업이익률	
	3Q11	3Q12	증가율	3Q11	3Q12	증가율	3Q11	3Q12
Korea	164.5	177.8	8.1	20.1	19.3	-4.0	11.0	9.6
China	197.5	250.9	27.0	31.4	40.3	28.3	15.9	16.1
Vietnam	21.6	28.2	30.6	3.4	4.2	23.5	12.0	10.6
Russia	13.3	22.1	66.2	1.9	1.1	-42.1	14.3	5.0
Others	15.3	20.3	32.7	0.0	0.0	-	0.0	0.0
Total	412.2	499.3	21.1	56.8	64.9	14.3	13.8	13.0

자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

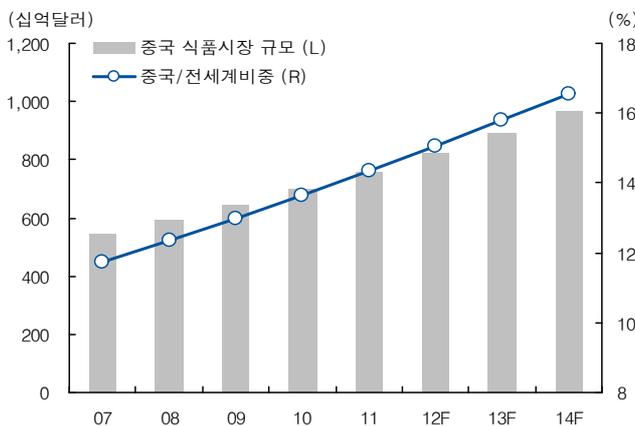
표 2. 오리온의 분기별 수익예상

(십억원, %)

	2012F				2013F				2012F	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	연간	연간
매출액	626	541	602	613	730	655	688	730	2,382	2,803	3,287
영업이익	113	69	59	46	144	74	83	55	288	356	417
순이익	64	33	39	29	93	44	45	28	165	210	256
매출액증가율	28.0	33.7	22.2	16.0	16.5	21.1	14.3	19.1	24.4	17.7	17.3
영업이익증가율	46.3	142.7	-11.6	24.9	28.0	6.6	38.8	19.3	37.0	23.7	17.3
순이익증가율	50.0	103.4	8.9	501.4	46.0	32.5	15.3	-3.2	66.1	27.3	21.7

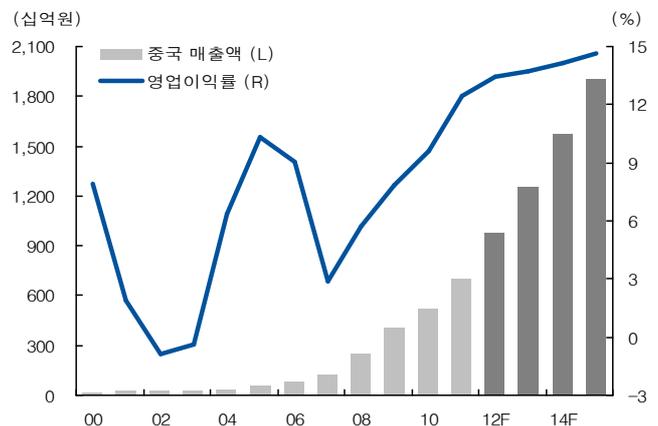
주: 순이익은 지배주주 귀속 순이익, 자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 중국 식품시장 규모와 비중



자료: 한국식품연감 인용, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 오리온의 중국 매출액 및 영업이익률 전망



자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

SK (003600)

예전과는 상황이 달라졌다

매수 (Maintain)

목표주가(원,12M)	235,000
현재주가(12/11/29,원)	181,000
상승여력	29.8
EPS 성장률(12F,%)	-35.3
MKT EPS 성장률(12F,%)	9.5
P/E(12F,x)	7.9
MKT P/E(12F,x)	10.3
KOSPI	1,934.85
시가총액(십억원)	8,500
발행주식수(백만주)	47
60D 일평균 거래량(천주)	188
60D 일평균 거래대금(십억원)	31
배당수익률(12F,%)	1.1
유동주식비율(%)	54.2
52주 최저가(원)	113,000
52주 최고가(원)	187,500
베타(12M,일간수익률)	1.17
주가변동성(12M daily,%,SD)	2.2
외국인 보유비중(%)	32.0

주요주주

에스케이씨앤씨(주) 외 5인(32.01%)
SK 자사주(13.22%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.9	46.0	32.1
상대주가	19.6	41.4	27.9

주요사업

SK그룹 지주회사

3분기 실적 Review: 자회사 SK이노베이션과 SK E&S의 실적으로 선방

동사의 IFRS 연결기준 3분기 매출액과 영업이익은 각각 29조7,605억원(-2.3% QoQ, +8.8% YoY)과 1조3,891억원(+108.4% QoQ, -62.2% YoY)을 기록하면서 당사 및 시장 예상치를 하회하였다. SK이노베이션이 국제유가 상승과 정제마진 개선, 재고자산 변동에 따른 평가이익 기록하면서 견조한 실적을 기록했음에도, SK텔레콤은 분기연속 마케팅 비용의 급증(9,865억원 +9.8% QoQ)으로 부진한 실적을 시현했기 때문이다.

한편 SK E&S의 3분기 실적도 영업이익 1,651억원(영업이익률 16.7%)을 기록하며 양호했다. 도시가스업이 계절적 비수기임에도 발전사업 부문의 실적이 높은 수준의 분기 평균 SMP(계통한계가격, System Marginal Price) 160원/kWh(+27.7% YoY)과, 가동율 88.6%(1Q 89.2%, 2Q 78.9%/가동시간 기준)에 힘입어 선방하였기 때문이다.

일부 원전 가동중단에 따른 전력난 심화로 영업환경 고조

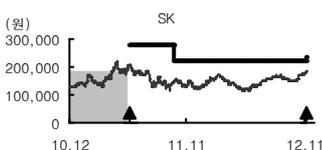
매 겨울철 반복되는 전력 수요의 증가와 함께 잇단 원전의 가동 중지까지 맞물리면서 전력난에 대한 우려가 깊어지고 있다. 따라서 전력수급의 계획 상 4분기 가동률 수준 역시 3분기와 유사한 수준을 기록할 수 있을 것으로 예상된다. 다만 연료가격 하락에 따른 SMP의 하향조정(10월 150.4원/kWh, 11월 137.4원/kWh)은 불가피할 것으로 판단된다.

SK E&S의 발전부문은 2025년까지 인도네시아 Tangguh로부터 LNG 연료의 직도입 계약 체결을 통해 우월한 가격경쟁력을 확보하였는바, 한국전력거래소의 CBP(Cost-Based Pool) 입찰방식에 따라 높은 한계가격의 적용까지 받음으로써 영업이익률 50% 내외에 이르며 10~20% 수준의 타 민간발전사업 대비 독보적인 수익성은 긍정적이다.

또한 원전의 가동 중지와 겨울철 전력 수요 증가가 예상되는 시기에 아쉬운 것이 제한된 가동률과 발전설비용량인데, 현재 2013년 1월 가동 예정이던 오성복합화력소(833MW)의 조기 가동이 검토되는 점도 긍정적이다.

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	90,533	5,647	6.2	925	19,484	9,420	1,864	11.5	7.2	3.4	5.3
12/11	111,218	8,347	7.5	1,673	35,244	10,026	4,787	17.0	3.4	2.3	4.8
12/12F	120,537	5,170	5.0	1,078	22,790	8,389	334	9.7	7.9	2.2	6.5
12/13F	120,411	5,946	6.0	1,372	29,006	9,762	786	11.2	6.2	1.5	5.7
12/14F	125,961	7,559	7.1	1,763	37,262	11,712	802	12.9	4.9	1.1	4.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익 / 자료: SK, KDB대우증권 리서치센터



- SK: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인, SK: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(=), Not covered(⊠), ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상), ●중립(±10% 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락) - 본 조사분석자료는 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자의견 매수, 목표주가 235,000원 유지

동사에 대한 투자의견 매수, 목표주가 235,000원을 유지한다. 최근 동사의 주가는 지난 5월 저점 대비 약 60% 상승하였다. 일부 원전의 가동 중단 등 국내 전력공급의 어려움이 지속되는 가운데 SK E&S LNG발전사업 부문의 영업가치가 부각되면서 그 대안투자로서 지주회사인 동사가 주목을 받았기 때문이다. 이로써 연초 60%까지 벌어졌던 동사의 NAV 대비 할인율이 현재 42% 수준까지 축소되면서 저평가 매력은 다소 줄어들었다.

그러나 최근 위조부품 교체작업 및 정비로 연말까지 원전 3기의 가동이 어려운 상황까지 더해지면서 SK E&S와 같이 침두부하를 담당하는 민자발전의 가치 부각은 당분간 지속될 것으로 예상되며 당분간 프리미엄 부여와 함께 현재 진행중인 동사의 할인율 축소작업은 지속될 수 있다는 판단이다. 아울러 핵심 자회사 SK이노베이션 또한 견조한 실적을 시현할 것으로 예상되는 바, 석유개발 부문의 자산 가치가 부각되면서 동사의 NAV 증대에 추가적으로 일조할 수 있을 것으로 예상된다.

그림 1. SK E&S의 높아진 NAV 기여도

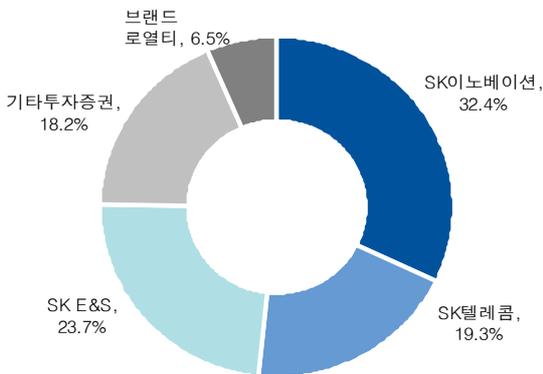


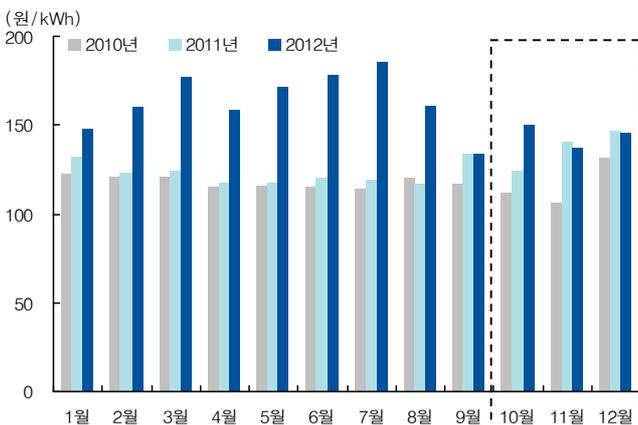
그림 2. SK의 NAV대비 할인율 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

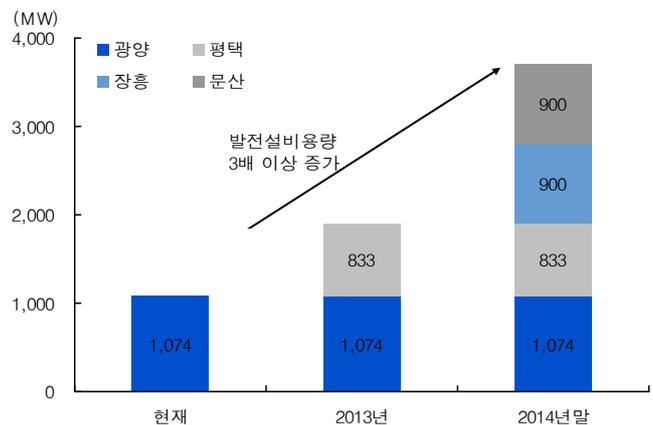
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 월별 SMP 추이



주: 2012년 12월은 예상치, 자료: 전력거래소, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. SK E&S의 LNG 발전설비용량 확충 예정



자료: SK, KDB대우증권 리서치센터

삼성증권 (016360)

1.0배에서 상존하는 기회

매수 (Maintain)

목표주가(12M)	65,000
현재주가(12/11/29,원)	49,350
상승여력(%)	31.7
EPS 성장률(12F,%)	20.3
MKT EPS 성장률(12F,%)	9.6
P/E(12F,x)	18.3
MKT P/E(12F,x)	10.3
KOSPI	1,934.85
시가총액(십억원)	3,772
발행주식수(백만주)	76
60D 일평균 거래량(천주)	314
60D 일평균 거래대금(십억원)	16
배당수익률(12F,%)	1.6
유동주식비율(%)	77.6
52주 최저가(원)	45,050
52주 최고가(원)	65,900
베타(12M,일간수익률)	1.30
주가변동성(12M daily,%,SD)	1.8
외국인 보유비중(%)	23.2
주요주주	
삼성생명보험(주) 외 6인(19.72%)	
한국투자신탁운용(주)(7.02%)	
국민연금관리공단(6.23%)	

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.8	-1.7	-3.1
상대주가	-0.5	-6.3	-7.3

주요사업
브로커리지, 금융상품 판매 등 자산관리
사업 중심의 삼성그룹 계열 종합증권사

FY12 2Q Review : 순이익 593억원 (QoQ +104.4%), 채권 판매 제외하면 평이

삼성증권의 2Q 순이익은 593억 원으로 기존 프리뷰 추정 674억 원에 소폭 미치지 못하였다.

실적의 특징은 1) 소매채권 판매 이익이 세제 개편을 계기로 급증(1Q 180억 원 → 2Q 380억 원)하였고, 2) 거래대금 회복과 함께 Brok 수익이 14% 가량 증가, 3) 금리 하락에 따른 채권평가의 등이 소폭 기여하였다. 4) 영업성과와 함께 변동성 인건비가 증가하였으나 광고비 등 판관비 감축은 계획(연간 1천억 원 감축)대로 진척 되고 있다.

3Q 실적은 감소 불가피, 실적 보다는 정책변수가 중요

동사를 비롯한 증권사들의 3Q 실적은 2Q 대비 부진할 수 밖에 없다. 1) 실적의 방어 역할을 했던 채권관련 이익이 금리 변동성이 축소되면서 감소할 것이고, 2) 12월 결산 법인의 배당락으로 인한 ELS 평가손이 일시적으로 발생하기 때문이다.

그러나 당분간 실적은 증권업 주가의 큰 변수가 아니다. 오히려 Valuation과 정책이 중요하다. 자산건전성은 확보되어 있으므로 현재 주가는 바닥이다. 다만 한계상황에 놓여있는 산업의 수익성 회복이 전제되어야 기초적인 주가 회복이 가능할 텐데 정책 이외의 대안은 보이지 않는다. 위축되어 있는 '금융중개 기능'의 정상화라는 당위성이 금융산업의 지배적인 규율 원칙으로 자리 잡고, 자본시장의 역할이 강화가 전제되어야 함을 의미한다. (2013년 증권업 전망 '구원은 위로부터 온다' 참조, 11월 26일 발간)

PBR 1.0배 에서 존재하는 기회, 매수, TP 65,000원 유지

정책이 가능될 때까지는 불황에 버틸 수 있는 대안을 찾아야 하는데, 우리의 기준은 1) 수수료 또는 저위험 수익이 상대적으로 많거나, 2) 비용 효율성이 높고, 3) 자산건전성에 대한 신뢰가 높은 증권사가 그것이다.

동사가 여기에 해당한다. Brok 수익 이외에도 운용보수 등이 기여하여 수수료 수익의 규모가 상대적으로 크고, 실적을 보완하고 있는 채권 판매도 속성은 수수료 수익에 가깝다. 대

결산기	순영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (x)	PBR (x)	ROE (%)	배당수익률 (%)	자기자본 (십억원)
03/11	977	356	238	3,566	41,874	22.6	1.9	8.8	1.6	2,799
03/12	1,174	282	192	2,245	45,078	25.3	1.3	6.2	1.2	3,380
03/13F	1,058	300	227	2,700	44,745	18.3	1.1	6.5	1.6	3,559
03/13F	1,143	362	278	3,298	47,597	15.0	1.0	7.6	2.0	3,786
03/14F	1,239	406	311	3,693	50,690	13.4	1.0	8.0	2.4	4,032

주: K-IFRS 연결 기준 / 자료: 삼성증권, KDB대우증권 리서치센터



- 삼성증권: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자위험 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(=), Not covered(☐), ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락) - 본 조사분석자료는 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.

출 기능이 없고, 보유채권의 신용등급-듀레이션 규제가 엄격한 증권업종은 건전성 우려가 낮다. 특히 동사는 위험회피&단순 중개형 사업모델을 견지하는 만큼 이러한 우려에서 자유로운 편이다.

수익성은 낮지만 Book이 깨질 우려 역시 낮다는 면에서 증권주의 PBR은 강한 지지점이 있고, 이것이 1.0배 아래에서 관심을 가져야 하는 이유이다. 동사의 주가는 정확히 PBR 1.0배(12개월 Fwd BPS 기준), 순자산가치에 불과하다. 투자조건 매수, 목표주가 65,000원을 유지한다.

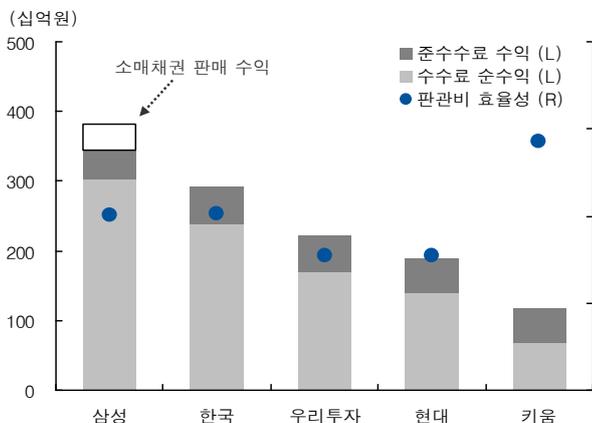
표 1. 삼성증권 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %, %p)

	FY11				FY12				2Q FY12 증감률		FY11	FY12F	FY13F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF	QoQ	YoY			
순영업이익	314.6	301.5	242.9	315.5	228.5	282.9	260.4	285.8	23.8	-6.2	1,174.4	1,057.6	1,143.3
수수료순이익	211.8	202.0	177.8	184.0	144.7	152.7	149.4	162.0	5.5	-24.4	775.6	608.8	663.2
순수수료	111.9	116.4	105.1	97.8	63.7	72.1	64.0	75.1	13.1	-38.1	431.2	274.8	347.3
자산관리수수료	84.7	66.8	54.9	64.3	57.4	57.2	58.2	59.3	-0.3	-14.3	270.7	232.1	247.7
IB관련수수료	8.7	11.8	11.2	10.7	10.3	4.1	7.7	8.3	-60.7	-65.7	42.4	30.4	30.3
순이자이익	80.9	80.4	76.6	80.1	77.2	80.6	86.4	85.4	4.4	0.2	317.9	329.6	372.5
상품운용순이익	18.9	18.5	-13.0	55.1	3.2	43.0	10.4	24.1	1,244.4	132.6	79.6	80.7	95.6
기타이익	2.9	0.7	1.5	-3.7	3.4	6.6	14.2	14.2	94.2	843.1	1.4	38.5	12.0
판매비와관리비	220.0	222.9	229.8	219.6	187.0	193.6	186.9	190.1	3.5	-13.1	892.3	757.7	781.1
영업이익	94.5	78.6	13.1	95.8	41.5	89.3	73.5	95.7	115.2	13.6	282.1	299.9	362.1
영업외이익	0.0	0.0	0.0	3.8	0.9	0.4	0.4	0.9	-56.9	-	3.9	2.6	4.0
세전이익	94.5	78.6	13.1	99.7	42.4	89.7	73.9	96.6	111.5	14.1	286.0	302.6	366.1
법인세비용	25.5	25.1	5.2	37.7	9.1	25.1	17.9	23.4	175.4	-0.1	93.5	75.4	88.6
당기순이익	69.0	53.5	7.9	62.0	33.4	64.6	56.0	73.2	93.5	20.8	192.5	227.2	277.5
당기순이익(지배주주)	64.3	46.5	2.9	57.8	29.0	59.3	51.2	66.9	104.4	27.4	171.6	206.4	252.1

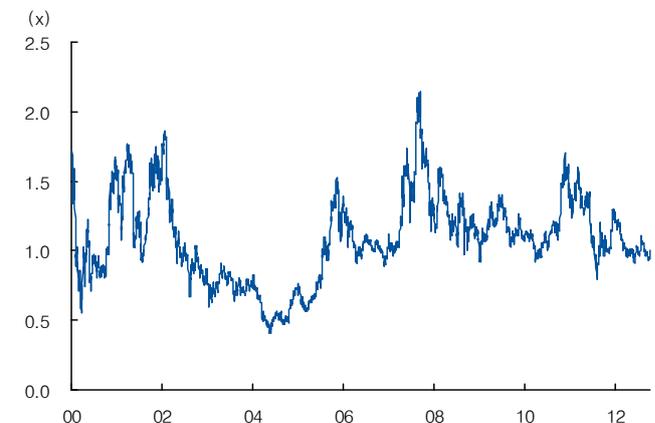
자료: 삼성증권, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 수수료 수익 + 저위험 수익, 판매비 효율성



주: 순수수료 수익은 신용이자, 예탁금순이익
 자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 삼성증권 PBR 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

KOSPI 기관 및 외국인 순매매 상/하위 업종 및 종목

(단위: 억원)

국내기관 (업종)			기관전체 (당일 2615.7 / 5일 9250.8)			외국인 (업종)			외국인전체 (당일 452.4 / 5일 -1749.6)		
순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일	순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일
운수장비	1,534.5	2,733.5	전기전자	-151.3	2,572.3	운수장비	462.7	-520.5	전기전자	-312.1	639.4
화학	638.7	1,038.3	서비스업	-62.5	1,319.8	금융업	362.7	-825.8	음식료	-116.1	60.7
건설업	257.0	915.4	통신업	-48.5	548.3	건설업	117.2	-300.7	유통업	-113.7	-47.9
금융업	212.6	203.2	기계	-41.6	-157.9	철강금속	105.2	-142.9	화학	-104.6	213.4
철강금속	152.2	435.4	운수창고	-33.1	-357.4	증권	40.6	50.2	기계	-42.9	71.8
국내기관 (종목)						외국인 (종목)					
순매수	금액	5일	순매도	금액	5일	순매수	금액	5일	순매도	금액	5일
KODEX레버리지	698.5	1,860.8	LG디스플레이	-356.8	-387.6	기아차	321.5	67.6	삼성전자	-676.2	-888.4
기아차	429.0	660.9	KODEX 인버스	-261.5	-505.4	하나금융지주	205.4	91.6	S-Oil	-101.6	24.4
삼성전자	427.5	2,344.8	SK하이닉스	-127.5	163.7	현대건설	153.9	-163.8	오리온	-65.6	6.2
현대차	409.4	1,330.2	SK	-111.2	370.5	삼성엔지니어링	143.4	-255.1	두산중공업	-64.2	-67.1
현대모비스	321.7	715.9	LG	-103.4	-26.4	LG전자	135.1	377.7	엔씨소프트	-62.5	31.3
금호석유	228.6	81.4	현대차2우B	-98.9	-133.5	POSCO	81.3	-114.6	금호석유	-60.2	-39.2
삼성중공업	213.5	206.4	SK텔레콤	-66.7	246.4	삼성전기	75.9	555.8	GKL	-56.5	78.7
대림산업	181.6	261.1	KT&G	-66.0	119.6	KT&G	73.4	-145.7	이마트	-52.0	-7.5
LG화학	169.4	524.3	POSCO	-60.6	167.9	대우조선해양	66.8	-36.5	NHN	-44.3	-403.1
대우조선해양	114.9	134.3	NHN	-58.6	405.7	삼성SDI	64.8	226.1	삼성물산	-42.3	-8.8

KOSDAQ 기관 및 외국인 순매매 상/하위 업종 및 종목

(단위: 억원)

국내기관 (업종)			기관전체 (당일 141.7 / 5일 -600.2)			외국인 (업종)			외국인전체 (당일 -81.4 / 5일 4.1)		
순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일	순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일
기계.장비	47.1	-19.0	오락.문화	-38.1	-101.3	오락.문화	48.2	-15.0	IT부품	-73.2	104.4
금속	37.7	-17.9	디지털컨텐츠	-37.5	-331.7	의료.정밀기기	35.5	53.4	제약	-36.3	-134.3
운송장비.부품	36.3	-8.0	컴퓨터서비스	-10.6	-3.2	금속	7.6	-11.7	디지털컨텐츠	-27.5	-74.8
IT부품	34.7	-57.0	인터넷	-9.2	-8.5	화학	5.5	23.2	소프트웨어	-14.4	22.8
반도체	32.8	-108.9	음식료.담배	-9.1	-64.8	통신서비스	3.2	3.8	컴퓨터서비스	-6.3	-15.5
국내기관 (종목)						외국인 (종목)					
순매수	금액	5일	순매도	금액	5일	순매수	금액	5일	순매도	금액	5일
젠타	40.9	11.0	파라다이스	-28.1	-152.6	에스엠	40.6	48.9	셀트리온	-41.5	-186.2
서울반도체	38.0	28.9	게임빌	-27.6	-133.9	뷰웍스	36.4	3.4	이엘케이	-27.2	-2.4
성광벤드	28.8	-29.4	인터플렉스	-21.0	-25.9	파라다이스	23.1	-41.5	안랩	-17.6	-36.6
성우하이텍	24.4	30.5	컴투스	-14.3	-224.4	CJ오쇼핑	9.1	-25.0	루멘스	-16.8	5.0
포스코엡텍	22.4	46.3	위메이드	-12.1	16.3	오스템임플란트	8.6	40.2	컴투스	-14.7	-31.6
셀트리온	22.2	-4.2	플랜티넷	-11.7	-6.0	씨젠	7.1	15.6	멜파스	-9.7	-6.8
이엘케이	20.9	-18.1	다음	-10.3	-1.4	서울반도체	5.9	-4.9	GS홈쇼핑	-9.6	23.7
이노칩	18.3	5.5	코나아이	-9.5	-26.4	실리콘웍스	4.8	-5.7	와이저엔터테인먼트	-9.6	-17.7
평화정공	14.9	5.3	에스맥	-9.5	4.1	제닉	4.6	23.0	옵트론텍	-8.8	-3.3
네오위즈게임즈	14.1	0.7	멜파스	-8.9	8.8	파트론	3.9	57.0	게임빌	-8.3	-35.9

※ 본 자료 중 외국인은 외국인투자등록이 되어 있는 경우이며, 그 밖의 외국인은 제외되어 있음
 ※ 5일: 증권전산 CHECK 기준 (당일 제외, 이전 최근 5일), 당일 금액과 5일에서 (-)는 순매도를 의미

KOSPI 기관별 당일 매매 상위 종목

(단위: 백만원)

투신				연기금			
순매수	금액	순매도	금액	순매수	금액	순매도	금액
현대차	25,288.3	LG디스플레이	-18,844.4	기아차	21,152.3	LG디스플레이	-21,093.9
KODEX 200	17,397.0	NHN	-6,224.9	현대모비스	19,837.8	삼성전자	-12,238.7
삼성전자	14,427.0	현대위아	-5,783.8	현대차	19,551.8	현대차2우B	-11,140.0
기아차	13,054.8	LG전자	-5,419.1	롯데쇼핑	6,589.8	KT	-6,473.7
LG화학	10,035.2	KINDEX200	-3,699.6	대림산업	6,091.4	LG	-6,304.8
삼성중공업	8,723.6	고려아연	-3,515.4	현대하이스코	5,246.8	삼성엔지니어링	-6,196.1
TIGER 200	6,388.8	LG패션	-3,422.2	LG유플러스	4,797.9	POSCO	-5,726.4
대림산업	5,696.0	삼성물산	-3,144.7	삼성물산	4,353.5	SK	-5,697.2
금호석유	5,109.0	롯데쇼핑	-3,016.5	고려아연	3,991.5	SK하이닉스	-5,520.1
현대모비스	5,085.6	아리랑 200	-2,892.1	두산	3,871.2	삼성전기	-5,433.5
은행				보험			
순매수	금액	순매도	금액	순매수	금액	순매도	금액
삼성전자	15,634.8	KODEX 레버리지	-2,597.2	KINDEX200	6,097.8	KT	-5,927.2
SK이노베이션	4,337.0	빙그레	-1,537.4	금호석유	5,698.3	SK	-5,353.5
LG화학	3,628.7	GS	-1,510.6	현대모비스	5,625.3	LG디스플레이	-5,243.2
기아차	2,081.3	KODEX 200	-1,049.4	기아차	5,496.0	LG	-3,093.6
KB금융	2,047.3	두산중공업	-879.0	LG화학	4,912.9	CJ제일제당	-3,013.8
LG디스플레이	1,992.8	롯데칠성	-834.7	호남석유	4,892.7	S-Oil	-2,966.9
POSCO	1,932.0	대우증권	-804.1	대림산업	4,808.7	KT&G	-2,664.9
현대중공업	1,705.7	KT	-454.1	대우조선해양	4,796.0	SK하이닉스	-2,216.1
삼성중공업	1,592.4	아시아나항공	-413.0	삼성중공업	4,371.7	SK케미칼	-2,181.2
LG전자	1,383.4	현대미포조선	-368.5	삼성전자	3,744.1	현대글로비스	-2,073.1

KOSPI 외국인 기관 동반 순매수/매도 상위 종목

(단위: 백만원)

종목	순매수		종목	순매도	
	외국인	기관		외국인	기관
기아차	32,153.6	42,899.9	SK하이닉스	3,479.0	12,752.0
현대모비스	703.0	32,165.0	NHN	4,430.0	5,861.3
삼성중공업	1,280.0	21,347.9	OCI	1,230.9	5,427.3
LG화학	4,837.9	16,938.5	두산중공업	6,418.4	5,264.3
대우조선해양	6,682.3	11,487.1	KT	1,335.0	4,475.1
현대제철	324.3	10,361.8	CJ제일제당	1,896.2	3,202.2
현대중공업	1,194.9	9,570.7	대우인터내셔널	661.5	2,591.3
SK이노베이션	1,054.8	9,089.1	일진디스플	963.4	2,308.9
한국타이어	1,317.2	8,827.0	S-Oil	10,163.4	1,916.9
삼성증권	3,755.8	4,537.7	엔씨소프트	6,253.1	612.4

* 외국인은 외국인투자등록이 되어 있는 경우이며, 그 밖의 외국인은 제외되어 있음

* 외국인 기관 동반 순매도 금액은 (-)를 생략한 수치임

KOSDAQ 기관별 당일 매매 상위 종목

(단위: 백만원)

투신				연기금			
순매수	금액	순매도	금액	순매수	금액	순매도	금액
성우하이텍	1,263.3	다음	-1,754.0	젠타	3,591.4	멜파스	-539.5
희림	915.0	파라다이스	-1,710.0	서울반도체	2,778.4	코나아이	-481.7
네오위즈게임즈	819.3	게임빌	-1,178.7	파라다이스	2,194.2	인터플렉스	-442.9
메디톡스	795.4	CJ오쇼핑	-895.4	셀트리온	1,420.6	와이지-원	-311.7
인터파크	667.1	에스맥	-682.3	다음	1,369.0	파트론	-274.3
덕산하이메탈	662.0	인터플렉스	-681.1	이노칩	1,322.2	웹젠	-271.7
성광벤드	642.3	매일유업	-671.4	포스코엠텍	1,210.0	게임빌	-265.8
평화정공	621.9	포스코엠텍	-655.2	포스코엠텍	989.7	모두투어	-221.9
비에이치아이	595.3	플랜티넷	-641.4	CJ오쇼핑	887.9	에스텍파마	-193.3
서울반도체	587.2	컴투스	-556.6	골프존	810.6	매일유업	-146.8
은행				보험			
순매수	금액	순매도	금액	순매수	금액	순매도	금액
성광벤드	637.6	플랜티넷	-690.2	GS홈쇼핑	1,074.0	인터플렉스	-1,285.0
와이엠씨	332.4	에스엠	-410.1	실리콘웍스	935.1	게임빌	-1,168.3
네오위즈게임즈	303.1	옵트론텍	-371.9	포스코엠텍	909.5	파라다이스	-655.5
인탑스	289.1	피엔티	-369.9	이엘케이	630.3	다음	-646.9
티케이케미칼	250.9	CJ오쇼핑	-356.4	KG이니시스	464.4	바이로메드	-506.4
나노스	236.4	멜파스	-193.4	성광벤드	457.2	옵트론텍	-388.3
성우하이텍	205.0	이노칩	-138.5	나노스	422.3	에스맥	-384.7
심텍	201.0	오스코텍	-134.1	셀트리온	359.6	컴투스	-342.9
매일유업	198.4	시그네틱스	-119.1	동아화성	350.0	아이앤씨	-245.4
인터플렉스	194.8	다음	-105.9	KH바텍	345.1	코나아이	-222.7

KOSDAQ 외국인 기관 동반 순매수/매도 상위 종목

(단위: 백만원)

순매수			순매도		
종목	외국인	기관	종목	외국인	기관
젠타	94.8	4,088.9	게임빌	829.4	2,755.4
서울반도체	586.6	3,803.8	컴투스	1,473.1	1,433.0
성광벤드	307.3	2,876.8	위메이드	169.8	1,206.1
네오위즈게임즈	282.4	1,406.2	플랜티넷	85.4	1,174.5
나노스	165.9	1,369.1	다음	306.4	1,028.0
골프존	234.3	717.8	에스맥	217.6	950.1
씨젠	714.6	710.2	멜파스	969.6	887.2
실리콘웍스	475.5	490.9	KG이니시스	541.7	805.3
뉴웍스	3,635.9	155.5	옵트론텍	880.4	676.2
오스템임플란트	857.6	51.7	루멘스	1,683.3	197.5

* 외국인은 외국인투자등록이 되어 있는 경우이며, 그 밖의 외국인은 제외되어 있음

* 외국인 기관 동반 순매도 금액은 (-)를 생략한 수치임

당일 선물 시장은 새벽 미 증시 결과를 반영하여 작성되는 '선물옵션 모닝브리프'를 참조할 것
 KDB대우증권 홈페이지(www.kdbdw.com)>투자정보>투자전략>AI/파생

주가지수 선물 가격 정보

	KOSPI200	1212	1303	1306	KSPGCH3S
기 준 가 격	251.72	252.35	251.50	253.05	-0.95
시 가	253.03	253.35	252.75	253.50	-0.90
고 가	254.79	255.50	254.55	253.50	-0.85
저 가	252.92	253.25	252.70	253.50	-0.95
종 가	254.73	255.20	254.40	253.50	-0.90
전 일 대 비	3.01	2.85	2.90	0.45	0.05
이 른 가 격	-	255.03	254.22	255.79	-0.81
총 약 정 수 량 *	80,944	132,875	757	1	853
총 약 정 금 액 **	3,729,316	16,927,481	96,234	127	217,194
미 결 제 약 정	-	104908 (4094)	9382 (428)	1162 (0)	-
배 당 지 수 ***	2.85% (CD금리)	0.00	2.62	2.86	-
반 응 배 수		1.20	0.99	0.00	
장 중 평 균 배 이 시 스		0.752			
전 일 대 비		0.276			

주 : 단위 (* 천주, 계약 ** 백만 *** 포인트)

반응배수 = 일중 선물가격 변동폭/일중 현물가격 변동폭, KSPGCH3S : 12월물과 3월물과의 스프레드를 의미함
 장중 평균 배이스스는 1분 평균이며, 만기일일의 경우 전일대비는 직전 최근월물과의 비교이므로 의미없음

주가지수 선물 투자자별 매매현황

		외국인	개인	증권	보험	투신	은행	기타법인	연기금
	매 수	62,395	32,173	33,708	482	2,233	386	1,267	989
	매 도	56,229	35,184	36,280	147	2,736	770	792	1,495
	비 중	44.4%	25.2%	26.2%	0.2%	1.9%	0.4%	0.8%	0.9%
순 매 수 누 적	전 일	6,166	-3,011	-2,572	335	-503	-384	475	-506
	누 적	-7,592	3,029	3,063	-980	4,810	-1,647	877	-1,559
매 매 편 향 강 도		5.20%	-4.47%	-3.67%	53.26%	-10.12%	-33.22%	23.07%	-20.37%

주 : 누적은 지난 트리플위칭데이 이후부터 현시점까지 당일 순매수 미결제약정의 증감을 누적한 것임

매매편향강도(%)=(순매수/(매수+매도))X100, 절대수치가 클수록 단방향으로의 집중력이 높다는 의미임

ETF 가격정보

		전일대비	등락율	거래량	거래대금	외국인보유	KOSPI200		
KOSEF	320	1.27%	14	367	0.00%	NAV	25,538	25,577	
KODEX200	270	1.07%	2,004	51,081	5.32%	(ETF-NAV)%	-0.01%	-0.22%	
							T/E	0.01%	0.01%
							설정주수	0	2000
							환매주수	0	400
							상장주수	11550	165800
		KOSEF	KODEX200	합성현물	최근월물	합성선물			
종가/100		255.35	255.20	255.01	255.20	255.29			
eff.delta		1.06	0.90	1.81	0.95	1.81			
diff/basis		0.24%	0.18%	0.11%	0.47	0.56			

주 1 : effective delta(유효델타) = ETF등 전일대비 증감분/KOSPI200 전일대비 증감분

2 : 합성현물 = (C-P)+X exp[-rt], 합성선물 = (C-P)exp[rt]+X, 거래량, 설정-환매-상장 등의 단위는 천주

3 : 괴리/베이스스 - KOSPI200 대비 괴리율/베이스스, 거래대금의 단위는 백만원

4 : TE(tracking error)=[(NAV/(KOSPI200X100))-1]X100(%)

주가지수옵션 가격정보

대표 내재변동성	0.149	콜평균	0.145	풋평균	0.154	역사적 (5일)	13.1	역사적 (20일)	13.5
월물 행사가격		1212					01301		
		260.0	257.5	255.0	252.5	250.0	257.5	255.0	252.5
Call	가격	1.14	1.95	3.10	4.60	6.35	3.20	4.15	5.30
	전일 대비	0.52	0.84	1.19	1.55	1.85	0.95	1.05	1.15
	내재변동성	14.40	14.60	15.00	15.50	15.90	14.80	14.70	14.70
	거래량	151,233	167,380	70,673	14,784	4,928	809	971	304
	미결제	33,645	22,619	23,340	17,410	14,511	1,532	1,993	1,612
Put	가격	5.85	4.20	2.81	1.86	1.19	7.35	5.85	4.60
	전일 대비	-2.40	-2.05	-1.74	-1.29	-0.97	-2.40	-1.75	-1.60
	내재변동성	12.80	13.50	13.70	14.40	15.00	13.70	13.80	14.00
	거래량	1,849	4,816	23,601	78,869	90,099	105	177	177
	미결제	1,957	2,779	8,442	10,837	19,081	166	261	1,982

주 : 역사적 변동성, 내재변동성 등은 CHECK II 단말기를 기준으로 한 것임

주가지수옵션 투자자별 매매현황

Call		외국인	개인	증권	보험	투신	은행	기타법인	연기금
	매수	371,949	275,736	278,628	0	944	130	3,176	35
	매도	371,653	279,025	275,727	0	973	187	3,012	16
	비중	40.0%	29.8%	29.8%	0.0%	0.1%	0.0%	0.3%	0.0%
순매수 누적	전일	296	-3,289	2,901	0	-29	-57	164	19
	누적	12,440	21,313	-29,309	-14	-1,438	19	-2,892	-114
Put		외국인	개인	증권	보험	투신	은행	기타법인	연기금
	매수	288,090	218,571	151,052	0	249	330	95	7,001
	매도	287,325	208,875	161,674	0	216	300	81	6,917
	비중	43.2%	32.1%	23.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%
순매수 누적	전일	765	9,696	-10,622	0	33	30	14	84
	누적	10,661	29,827	-35,930	0	42	-599	-143	-3,858

주 : 누적은 직전 옵션만기일 이후부터 당일 순매수 미결제약정 증감을 누적한 것임.

차익거래 잔고와 프로그램 매매 동향

		주식		주가지수선물		주가지수 CALL옵션		주가지수 PUT옵션	
		매도	매수	매도	매수	매도	매수	매도	매수
차익거래 잔고 (백만원)	최근월물	6,042,753	10,222,754	10,279,654	6,040,035	-	-	-	-
	기타	-	-	-	-	-	-	-	-
	합계	6,042,753	10,222,754	10,279,654	6,040,035	0	0	0	0
프로그램 매매 동향 (백만원)	차익 비차익	프로그램 매도				프로그램 매수			
		주식 거래량		주식 거래대금		주식 거래량		주식 거래대금	
		수량	비율(%)	금액	비율(%)	수량	비율(%)	금액	비율(%)
프로그램 매매 동향 (백만원)	차익	307	0.08	20,199	0.42	3,014	0.78	193,917	4.06
	비차익	17,801	4.63	663,096	13.88	21,206	5.52	789,600	16.53
	합계	18,108	4.71	683,295	14.30	24,221	6.30	983,517	20.59
베이스스 수준		0.925	0.825	0.725	0.625	0.525	0.425	0.325	0.225
차익성 순매수		39381	37649	40798	26710	2276	50	0	0

주 : 월요일을 제외한 차익거래 잔고는 1일 지연된 데이터임.

유가증권시장		11/29 (목)	11/28 (수)	11/27 (화)	11/26 (월)	11/23 (금)	
가격 및 거래량 지표	코스피지수	1,934.85	1,912.78	1,925.20	1,908.51	1,911.33	
		5일	1,918.53	1,911.46	1,905.72	1,898.71	1,892.63
	이동평균	20일	1,903.61	1,901.79	1,901.75	1,900.47	1,899.62
		60일	1,936.04	1,935.58	1,935.58	1,935.25	1,935.21
	이격도	20일	101.64	100.58	101.23	100.42	100.62
		60일	99.94	98.82	99.46	98.62	98.77
	거래량	388,790	408,907	588,281	276,751	329,950	
	거래대금	48,559.8	39,105.2	48,184.9	32,321.8	35,909.0	
시장지표	거래량 회전율	1.09	1.15	1.65	0.78	0.93	
	거래대금 회전율	0.43	0.35	0.43	0.29	0.32	
	심리지표	60	50	60	50	50	
	ADR	83.17	89.11	90.97	87.53	82.29	
	이동평균	20일	82.68	82.09	81.34	80.86	81.03
	VR	88.85	89.99	90.12	85.95	99.23	
코스닥시장		11/29 (목)	11/28 (수)	11/27 (화)	11/26 (월)	11/23 (금)	
가격 및 거래량 지표	코스닥지수	496.73	494.48	493.63	496.24	498.82	
		5일	495.98	496.04	495.58	496.19	495.57
	이동평균	20일	503.88	504.49	505.18	505.61	505.55
		60일	515.74	515.92	516.22	516.46	516.62
	이격도	20일	98.58	98.02	97.71	98.15	98.67
		60일	96.31	95.84	95.62	96.08	96.55
	거래량	450,374	439,005	515,781	507,915	415,395	
	거래대금	18,127.1	17,274.0	21,954.7	17,984.7	17,403.7	
시장지표	거래량 회전율	2.19	2.09	2.46	2.42	1.98	
	거래대금 회전율	1.67	1.59	2.02	1.65	1.59	
	심리지표	60	50	40	40	50	
	ADR	84.00	88.80	92.36	87.78	82.42	
	이동평균	20일	82.35	81.85	81.14	80.86	81.29
	VR	155.86	155.69	154.67	199.22	263.42	
자금지표		11/29 (목)	11/28 (수)	11/27 (화)	11/26 (월)	11/23 (금)	
국고채 수익률(3년)		2.83	2.83	2.84	2.82	2.84	
회사채수익률(무보증3년)AA-		3.36	3.36	3.37	3.35	3.37	
원/달러 환율		1,084.10	1,086.50	1,084.10	1,085.50	1,086.10	
CALL금리		2.72	2.71	2.79	2.72	2.71	
주식형(국내)		-	692,034	693,032	690,672	691,153	
주식형(해외)		-	267,422	267,835	268,007	268,818	
채권형		-	467,085	465,727	465,231	459,584	
고객예탁금		-	169,290	168,356	166,684	165,412	
고객예탁금 회전율		-	33.30	41.66	30.18	32.23	
순수예탁금 증감		-	157	-68	-954	-985	
미수금		-	1,041	933	1,104	1,332	
신용잔고		-	43,169	43,373	43,409	43,366	

단위: P, %, 천주, 억원 / 주: 고객 예탁금 회전율 = (거래대금/고객예탁금) x 100