

2012. 11. 19

2013 연간전망: 투자전략

2013 새정부 새출발, 국내 증시의 파급효과 분석

Strategist **곽병열**

Tel. 368-6132

kbr87690@eugenefn.com

Economist **이민구**

Tel. 368-6162

eminkoo@eugenefn.com

Junior Strategist **정동휴**

Tel. 368-6646

yes@eugenefn.com

Glossary

용어	정의
오퍼레이션 트위스트 (Operation Twist)	장기국채를 매입하고 단기국채를 매도함으로써 시중 유동성 변화없이 장기 금리 인하를 유도하는 공개시장조작의 일종
양적완화 (Quantitative Easing, QE)	중앙은행이 통화를 시중에 직접 공급해 신용경색을 해소하고 경기를 부양시키는 통화정책
ECB (European Central Bank)	유럽 경제권의 중앙은행. 유럽경제통화동맹(EMU)의 출범 이후 유럽통화정책에 관해 집단결정을 강화할 목적으로 2000년 설립
EU (European Union, 유럽연합) 유로존 (Euroarea)	1994년 1월 1일 이후 사용하기 시작한 EC의 새로운 명칭이며 27개국이 가입되어 있음 유로존은 EU의 단일화체인 유로를 사용하는 국가나 지역을 지칭하며 Euro area 또는 Euroland라고 함. 2012년 4월말 현재 17개 국가가 속해 있음
EFSF (European Financial Stability Facility)	유럽재정안정기금으로 유럽 연합이 재정위기에 처한 회원국들을 지원하기 위해 2010년 5월 9일 설립한 비상기금
ESM (European Stability Mechanism)	유로존은 상설 구제금융기구인 유로안정화기구(ESM)을 2012년 10월 8일 공식 출범. ESM은 재정위기국의 국채 매입, 재정위기국가에 자금 대출, 은행권 자본확충 지원 등을 통해 유사시 방화벽 역할을 수행
OMT (Outright Monetary Transaction)	2012년 9월 6일 발표, 1~3년 만기의 단기 국채를 유로시장에서 무제한으로 사들이는 긴급 채권매입프로그램

Summary

내 아이디어는?

- G2와 한국의 '2013 신정부 새출발' 효과를 증시분석의 주요인으로 고려했습니다. 과거 경험 상 신정부 집권 1년차에서 G2 및 한국 경기모멘텀의 반등이 나타났는데, 이를 반영하면서 주가흐름도 긍정적이었습니다.
- 신정부가 출범하는 2013년에도 이 같은 선거사이클이 한국 증시에 적용될 수 있을 지에 초점을 맞췄습니다.

1Q13: QE4 및 재정절벽 해결에 따른 안도랠리

- 기존 통화완화 기조를 유지하기 위한 OT2의 대체부양책으로 1) 기존 OT2를 연장한 형태의 OT3가 시행되거나, 2) 장기 국채매수 중심의 QE4가 1Q13 중에 시행될 것으로 전망합니다.
- 재정절벽 이슈도 미국의 대선-총선 결과에 따라 민주당 안에 가까운 형태로 타협이 이뤄질 것으로 예상합니다. 방법론 상 합의를 도출하기 쉬운 분야의 부분타결을 연말 중에 이끌어내고, 합의도출이 어려운 분야는 새로운 의회가 출범하는 1Q13 중에 최종타결을 이뤄낼 것입니다.

2Q13: 이탈리아 총선에 따른 교란요인 경계

- 현 몬티 총리 취임 이후 시행한 긴축 및 개혁정책에 대한 피로감으로 '반긴축-반EU' 노선을 지향하는 정파가 2013년 4월 총선 정국을 장악할 경우 그리스 총선에서 나타났던 금융시장의 혼돈이 재현될 우려가 있습니다.
- 특히 이탈리아 총선이 예정된 2013년 4월은 유럽 채무과다국의 국채만기 도래규모가 연중 가장 높은 시기와 중첩됩니다.

2H13: Bottom out을 넘어 경기정상화 국면으로

- 미국은 상반기 투여된 추가 경기부양효과가 경제지표에 반영되면서 경기사이클은 Bottom Out을 넘어 경기회복 중기국면에 진입할 것으로 전망합니다.
- 한국의 상반기 재정조기집행 효과, 국내 기업들의 설비투자 사이클 개시 등이 경제지표 및 기업실적에 반영되고, 중국의 신정부 출범에 따른 그 동안 지연된 투자활성화도 상당부분 진행되면서 한국과 EM 지역의 경기정상화 국면이 본격화될 것으로 예상합니다.

2013년 예상 KOSPI 1,790~2,220pt, 섹터전략: IT, 지주사, 세일가스, 헬스케어

- 신정부 출범효과 및 매크로 모멘텀을 기반으로 N자형의 상저하고 주가 경로가 2013년에 나타날 것으로 예상합니다.
- 2013년 상반기 중 12개월 선행 P/E 8~9배를 수익가치 하단과 상단으로 적용하여 2013년 예상 KOSPI 1,790~2,220pt를 제시합니다.
- 오바마 정부 출범 및 미국의 추가 경기부양 효과를 고려하여 IT와 지주사, 그리고 세일가스, 헬스케어를 추천합니다.

Strategist **곽병열**

Tel. 368-6132

kbr87690@eugenefn.com



Contents

Summary	3
I. 연간 주기경로: N 자형 상저하고 예상	6
1Q13: QE4 및 재정절벽 해결에 따른 안도랠리	
2Q13: 이탈리아 총선에 따른 교란요인 경계	
2H13: Bottom out 을 넘어 경기정상화 국면으로	
II. 2013 신정부 새출발, 미국의 경기부양 기조 유지	10
연말 전후 연준의 추가 경기부양 예상	
재정절벽(fiscal cliff) 문제는 2011 년 사례와 유사한 경로 예상	
과거 민주당 대통령의 연임 이후 주가사이클은 긍정적	
III. 2013 신정부 새출발, 중국 경기의 Bottom out	18
중국의 정치안정, 경기방향성에 대한 신뢰 부여	
중국 경제의 정권교체 효과	
IV. 2013 신정부 새출발, 한국은 안팎의 신정부효과	22
2013 년 한국: 글로벌 경기사이클 반전의 영향 권역	
국내 재조정정도 마무리되면서 설비투자 사이클 자극	
상반기 중 경기선행지수 순환변동치의 상승반전 가능성	
글로벌 경기반전 + 대선 사이클 = 증시 강세현상	
V. 2013 신정부 새출발, 유럽은 다시 선거 속으로	31
2013 년 유럽: 방화벽 효과는 이전보다 진전	
4 월 이탈리아 총선은 교란요인	
유럽 펀더멘털보다는 방화벽 효과에 주목	
VI. 섹터전략: IT, 지주사, 세일가스, 헬스케어	35
IT: 미국 경기회복, 태블릿 PC 와 만나다	
지주사: 설비투자 Bottom out 수혜	
오바마 수혜주 1: 세일가스	
오바마 수혜주 2: 헬스케어	
VII. 결론: 2013 새정부 새출발, 긍정적 효과 예상	46
2013 년 Target KOSPI 2,220pt	
투자전략: 2013 년 주식비중 확대 추천	
[참고] 2013 년 주요 이슈 및 유진 Top Picks	49



I. 연간 주가경로: N자형 상저하고 예상

1Q13: QE4 및 재정절벽 해결에 따른 안도렐리

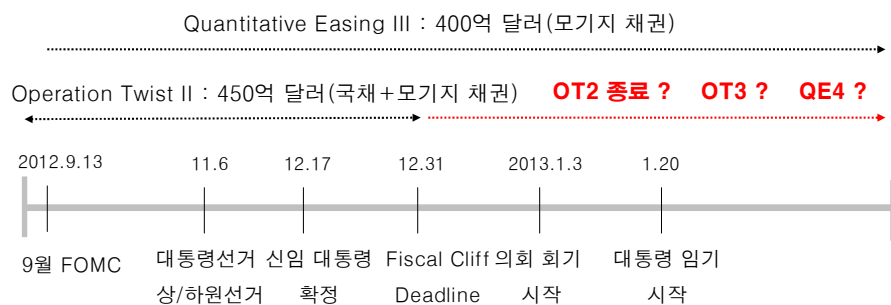
기존 통화완화 기조를 유지하기 위한 OT2의 대체부양책으로 1) 기존 OT2를 연장한 형태의 OT3가 시행되거나, 2) 장기 국채매수 중심의 QE4가 1Q13 중에 시행될 것으로 전망한다. 특히 QE4 현실화될 경우 국내외 증시의 유동성 효과는 한층 배가될 것으로 예상한다.

재정절벽(fiscal cliff) 이슈도 미국의 대선-총선 결과에 따라 민주당 안에 가까운 형태로 타협이 이뤄질 것으로 전망한다. 미국의 정치문화 상 신임 대통령과 의회 간의 일정부분 허니문 기간이 존재하는 점을 감안하면 극단의 정치적 대립보다는 선거결과에 순응하여 타협이 이뤄지면서 재정절벽 우려를 극복할 것으로 예상된다. 방법론 상 합의를 도출하기 쉬운 분야의 부분타결을 연말 중에 이끌어내고, 합의도출이 어려운 분야는 새로운 의회가 출범하는 1Q13 중에 최종타결을 이뤄낼 것이다.

더불어 1Q13 중 스페인에 대한 전면적 구제금융을 통해 ECB의 국채매입프로그램이 가동된다면 조달금리 하락에 따른 차환리스크는 상당부분 경감될 것으로 기대된다.

따라서 2013년 1분기 중에는 2012년 후반기의 글로벌 악재들의 소멸과정을 통한 안도렐리가 강화될 것으로 전망한다.

도표 1 미국의 정치-경기부양 스케줄: 연말 연초의 변화가능성



자료: 유진투자증권



2Q13: 이탈리아 총선에 따른 교란요인 경계

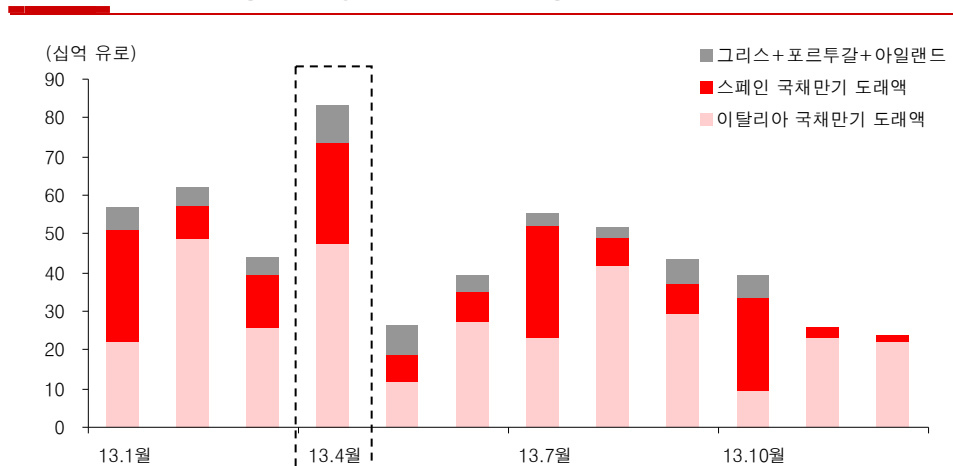
현 몬티총리 취임 이후 긴축 및 개혁정책에 대한 피로감으로 '반긴축-반EU' 노선을 지향하는 정파가 2013년 4월 총선 정국을 장악할 경우 그리스 총선에서 나타났던 금융시장의 혼돈이 재현될 우려가 있다. 만약 차기 이탈리아 정부가 현 마리오 몬티 정부와의 정책적 일관성을 유지하지 못한다면 이탈리아에 대한 투자자들의 자금이탈로 인해 이탈리아의 조달금리에는 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

특히 이탈리아 총선이 예정된 2013년 4월은 유럽 채무과다국의 국채만기 도래규모가 연중 가장 높은 시기와 중첩된다. 따라서 정치적 불확실성이 유럽 채무과다국의 국채시장에 반영될 개연성이 크다는 점을 유의해야 할 것이다.

미국의 경제지표도 연말특수 및 추가 경기부양 효과가 1Q13에 반영되었다면 2Q13에는 다소 모멘텀 공백이 나타날 수 있는 시기이기도 하다.

그러므로 2013년 2분기 중에는 이탈리아 총선에 따른 교란요인으로 인해서 1Q13 중의 안도렐리가 마감되고 국내증시는 조정국면이 출현할 것으로 전망한다.

도표 2 유럽 채무과다국의 국채만기 도래 규모
: 이탈리아 총선이 예정된 2013.4월에 집중



자료: Bloomberg, 유진투자증권



2H13: Bottom out을 넘어 경기정상화 국면으로

글로벌 경기사이클의 상승반전과 동조화되어 한국 경기선행지수 순환변동치도 2013년 상반기 중에 상승 반전할 것으로 예상된다. 다만 상승반전 초기국면인 1H13에는 경기논쟁에 따라 경기방향성에 대한 신뢰도가 제한될 것이지만, 2H13에는 상반기 재정조기집행 효과, 국내 기업들의 설비투자 사이클 개시 등이 경제지표 및 기업실적에 반영되고, 중국의 신정부 출범에 따른 그 동안 지연된 투자활성화도 상당부분 진행되면서 한국과 EM 지역의 경기정상화 국면이 본격화될 것으로 예상된다. 한국과 EM지역의 위험자산 선호현상은 강화될 것으로 판단한다.

미국은 상반기 투여된 추가 경기부양효과(QE4 혹은 OT3)가 경제지표에 반영되면서 경기사이클은 Bottom Out을 넘어 경기회복 중기국면에 진입할 것으로 전망한다.

물론 독일 총선이 9월에 예정되었지만 이탈리아 총선에 비해 시장에 미칠 악영향은 제한적이고, 기존 방화벽 체제가 ESM 중심으로 재편되면서 정책의 일관성도 강화될 것으로 예상된다.

따라서 2013년 하반기는 연중 가장 안정적인 상승트렌드가 진행될 시기로서, 1Q13에 형성된 고점을 뛰어넘는 강세국면이 나타날 것으로 전망한다.

도표 3 G2 경기와 연동되는 한국 수출

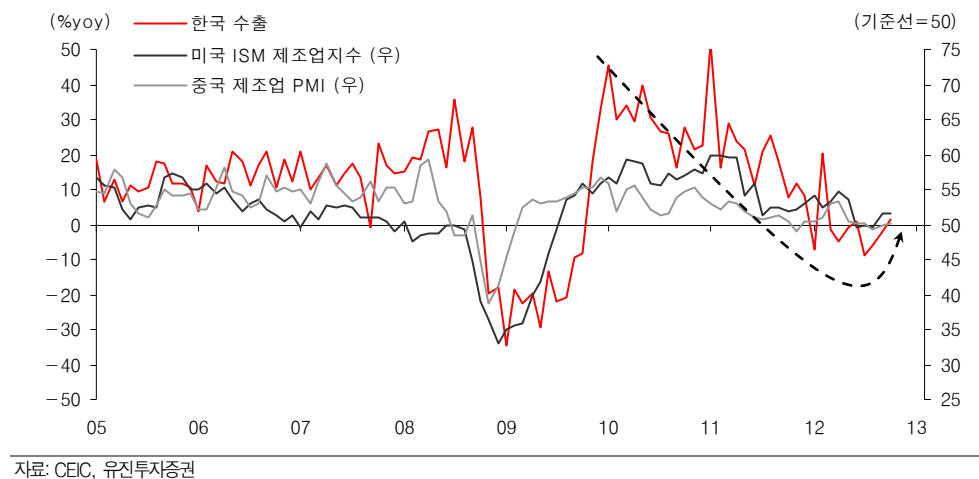




도표 4 2013년 KOSPI 분기별 전망

구분	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
예상밴드	1790~2120	1850~2080	1910~2150	1970~2220
시장 방향성	안도랠리	조정국면	안도랠리	강세국면
주가 촉매제	- 미국 QE4 혹은 OT3, 재정절벽 타결 - 연말특수 효과 경제지표 반영 - 스페인의 전면적 구제금융, 그리스 긴축이행 기간 연장 - 중국 전인대를 통한 신정부 출범	- 미국 경기부양에 따른 후행적인 경제지표 반영 - 중국-EM 경기방향성의 Bottom out	- 미국은 상반기 투여된 경기부양 효과로 경기사이클은 회복중기 국면에 진입 - 중국-EM의 빠른 경제지표 정상화	- 미국은 상반기 투여된 경기부양 효과로 경기사이클은 회복중기 국면에 진입 - 중국-EM의 빠른 경제지표 정상화 - 연말특수 기대심리 고조
위험 요인	- 이스라엘-이란 충돌 가능성 - 경기논쟁 지속	- 이탈리아 총선에 따른 불확실성 - 유럽 채무과다국의 국채만기 도래 집중	- 독일 총선에 따른 불확실성	- 미국의회 예산안 교착 가능성
총평	- 미국의 추가경기 부양 및 재정절벽 타결로 인한 안도랠리 예상	- 이탈리아의 긴축 및 개혁정책에 대한 피로감으로 '반긴축-반EU' 노선이 등장할 경우 금융시장은 조정국면이 출현할 것임	- 상반기 재정조기집행 효과, 국내 기업들의 설비투자 사이클 개시 등이 경제지표 및 기업실적에 반영 - 중국의 신정부 출범에 따른 지연된 투자활성화도 상당부분 진행될 것으로 예상	- 미국은 상반기 투여된 추가 경기부양효과(QE4 혹은 OT3)가 경제지표에 반영되면서 경기사이클은 경기회복 중기국면이 본격화될 것으로 전망 - 중국-EM의 경기정상화로 위험자산선호현상 강화

자료: 유진투자증권



II. 2013 신정부 새출발, 미국의 경기부양 기조 유지

연말 전후 연준의 추가 경기부양 예상

오바마의 재선과 민주당의 선전은 현재 진행 중인 QE정책의 연속성이 유지된다는 의미를 내포하고 있다. 2014년 1월 31일에 임기가 종료되는 연준의장 직에 버냉키 혹은 친 민주당 인사의 재지명 가능성도 커졌고, 이에 따라 연준 내 비둘기파의 기득권 유지를 통한 통화완화 기조는 유지될 것으로 예상된다.

OT2의 대체부양책 예상

특히 OT2(Operation Twist) 정책의 경우 연말 종료가 예정돼, 대선 이후 11월에는 이에 대비한 후속 대체 부양책 논의과정이 본격화될 것이다. 현재는 OE3와 OT2가 동시에 진행되는 상황으로 월간 총 850억달러의 장기채(국채+모기지채)를 매수하고 있으나, 만약 OT2가 종료될 경우 450억달러의 장기채 매수 규모가 줄어들기 때문에 기존 통화완화 기조는 사실상 후퇴한 것으로 해석될 수 있다(도표 5 참조).

따라서 기존 통화완화 기조를 유지하기 위한 OT2의 대체부양책이 논의될 것인데,

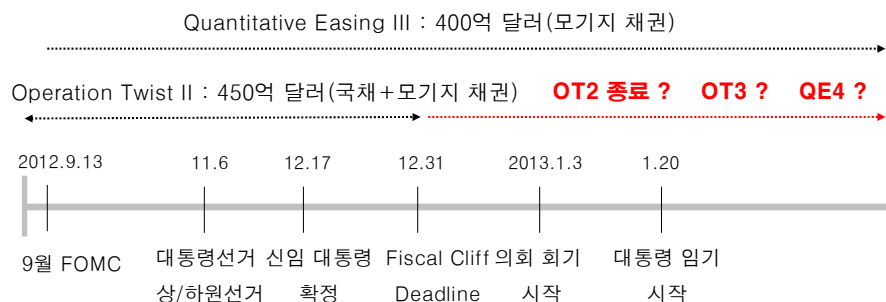
1) 기존 OT2를 연장한 형태의 OT3가 시행되거나,

2) 장기 국채매수 중심의 QE4를 새롭게 시행할 가능성이 큰 것으로 전망한다.

만약 QE4에 대한 기대감이 고조될 경우 국내의 증시의 유동성 효과는 한층 배가될 것으로 예상된다. 최근 WSJ에서 실시한 설문조사 결과 대체부양책의 투여가능성은 86%의 높은 확률을 나타내고 있다(도표 6 참조).

다만 11월은 정례 FOMC가 열리지 않기 때문에 주요 버냉키 의장과 지역 연준 총재들의 대언론 발언과 연설문 등에서 힌트가 제공될 것이다. 12월 FOMC(11~12일) 전후로 추가 경기부양 가능성에 대한 기대감과 현실화에 따라 긍정적인 주가반응이 나타날 것으로 전망한다. 한국증시에서 QE 시행 중에는 북미계 외국인 자금의 중장기적 순유입이 가속화되었던 경우가 일반적이었다(도표 8 참조).

도표 5 미국의 정치-경기부양 스케줄: 연말의 변화가능성



자료: 유진투자증권



도표 6 WSJ 연준의 추가 경기부양 가능성 서베이

예상안	응답비율
국채 매입	60%
단기물 매도, 장기물 매입 (기존 OT의 방법과 동일)	26%
추가조치 없음	14%

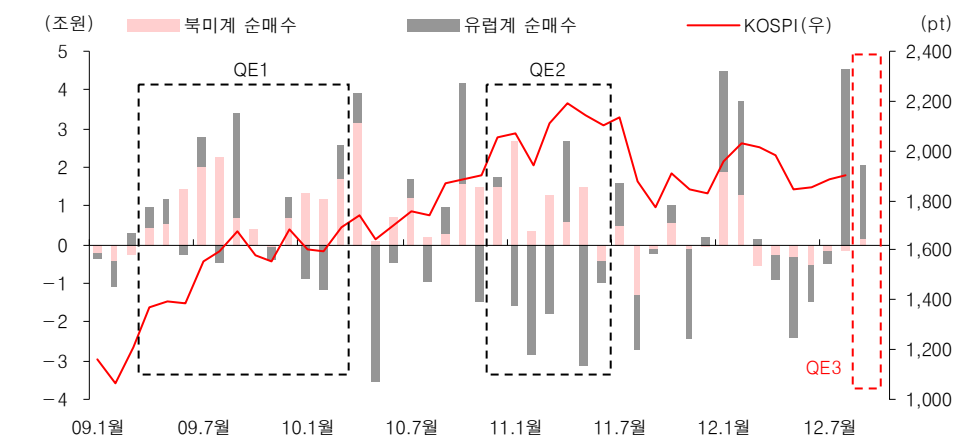
자료: WSJ, 유진투자증권

도표 7 오바마의 경제관련 공약 정리

주요 공약	내 용
통화정책	- 추가 양적 완화 지지
재정정책	- 재정지출을 통한 고용확대 지지 - 세금인상 + 지출 삭감 동시 진행
건강보험법	- 건강보험개혁법 추진
버핏세	- 찬성 - 연소득 100만 달러 이상 부유층에 최소 30% 세율 적용
세금정책 (감세안 관련)	- 법인세율 상한선 인하 : 35% → 28% - 기업에 대한 세금 우대 조치 대폭 폐지
에너지정책	- 미래 환경을 고려한 대체 에너지 산업을 육성하는데 초점 - 셰일가스 개발에 대한 업적 강조 - 기존 메이저 정유사를 중심으로 한 에너지 정책을 더는 용인하지 않을 것이라고 공언 - 대통령 후보 수락 연설: "우리는 지금까지 재생에너지의 사용을 두 배 높였으며 풍력 발전 터빈 개발과 배터리 효율 개선 등을 통해 일자리를 창출했다"
금융정책	- 불거릴 정비를 통해 금융개혁 추진
무역정책	- 중국을 환율조작국으로 지정하는 데에는 반대하는 등 공화당에 비해서는 다소 온건

자료: 언론보도 정리, 유진투자증권

도표 8 양적완화(QE) 시 외국인 수급: 북미계 외국인 자금의 중장기적 순유입



자료: 금감원, 유진투자증권



2013년도 FOMC 구성에는 비둘기파 추가

특히 2013년도 FOMC(연방공개시장 위원회) 구도 상 2012년에 비해 비둘기파의 기득권 유지는 보다 강화 될 것으로 예상된다. 2013년에는 중도파 2인, 비둘기파 2인으로 투표권이 재편될 것인데, 특히 비둘기파의 거두인 에반스 시카고 연준총재가 투표권을 가짐에 따라 추가 경기부양 실시에는 매우 긍정적인 것으로 판단한다(도표 9 참조).

에반스 시카고 연준 총재는 “오퍼레이션 트위스트가 올해 말 끝나면 이를 보충할 만한 새 국채 매입 프로그램을 실시하는 방안을 지지한다” 고 밝힌 바 있다.

도표 9 2012~2013년 FOMC 구성도: 2013년 비둘기파인 Evans 추가

당연직 : 이사회 멤버			
Bernanke	총재		
Yellen	부총재		
Raskin	연준이사		
Tarullo	연준이사		
Duke	연준이사		
Stein	연준이사		
Powell	연준이사		
Dudley	뉴욕		
2012년 Voting Members		2013년 Voting Members	
Williams	샌프란시스코	Evans	시카고
Locakhart	애틀랜타	Bullard	세인트루이스
Pianalto	클리블랜드	Rosengren	보스턴
Lacker	리치몬드	Geroge	캔사스
2012년 Alternative Members		2013년 Alternative Members	
Evans	시카고	Plosser	필라델피아
Bullard	세인트루이스	Fisher	달라스
Rosengren	보스턴	Pianalto	클리블랜드
Geroge	캔사스	Kocherlakota	미네소타
Cumming	뉴욕연준 부총재	Cumming	뉴욕연준 부총재

추가 부양책 실시
매우 긍정적

비둘기파
중도파
매파
새로 선임

자료: KRX, 유진투자증권



재정절벽(fiscal cliff) 문제는 2011년 사례와 유사한 경로 예상

재정절벽(fiscal cliff) 이슈도 미국의 대선-총선 결과에 따라 민주당 안에 가까운 형태로 타협이 시도될 것으로 전망한다. 미국의 정치문화 상 신임 대통령과 의회 간의 일정부분 허니문 기간이 존재하는 점을 감안하면 극단의 정치적 대립보다는 선거결과에 순응하여 타협이 이뤄지면서 재정절벽 우려를 극복할 것으로 예상된다.

사실 감세안 연장에 대한 총론적-원론적인 합의는 큰 이견은 없는 상황이다. 감세안의 주요 골자는 이른바 부시 감세안에서 출발한 것이기 때문에 공화당도 원론적인 찬성입장이지만, 문제는 감세안 연장 범위에 대한 이견을 어떻게 좁히느냐에 달려있다. 민주당은 부유층에 대한 감세를 반대하고 있고, 지출삭감 부문에 있어서도 국방비를 지목하는데 반해, 공화당은 전 계층에 걸친 감세 적용과 의료보험 관련 비용 절감을 주장하고 있어 해당분야의 타협이 지속적으로 시도될 것이다.

도표 10 미 대선/총선 결과 시나리오에 따른 재정절벽 합의 가능성

대통령	하원	상원	재정절벽 회피 합의 가능성	
			금년말까지 합의	내년 2월말까지 합의
오바마	공화당	공화당	30%	60%
오바마	공화당	민주당	55%	70%
롬니	공화당	공화당	74%	90%
롬니	공화당	민주당	80%	80%

자료 : Goldman Sachs, 국제금융센터, 유진투자증권



2011년 사례 유력한 시나리오로 2011년과 유사한 사례가 재현될 것으로 예상된다. 2012년 중 임시 연장 합의를 이뤄내고, 2013년 1분기 중 최종합의를 도출하는 것인데, 2011년과 유사한 경로에 해당한다. 방법론 상 합의를 도출하기 쉬운 분야의 부분타결을 우선적으로 이끌어내고, 합의도출이 어려운 분야는 새로운 의회가 출범하는 2013년 초에 최종타결을 이뤄내는 것이다.

2011년 회계연도 예산안의 경우 세입·세출을 함께 논의하는 과정에서 합의 도출이 어려워 7차례의 잠정예산(continuing resolution) 편성 끝에 회계연도가 개시된 지 6개월 만에 예산안이 통과되었다(2011.4.14 일). 부분적인 합의도출을 지속적으로 이뤄가면서 최종 예산안을 이뤄내는 프로세스를 나타냈고, 당시 임시 연장과정의 노이즈는 있었지만, 부정적인 주가반응이 뚜렷하지는 않았다(도표 11 참조).

물론 2011년 부채한도 증액(8/2) 협상 과정의 불확실성은 미국의 국가신용등급 강등까지 이어지면서 금융 시장 충격을 준 바 있다. 그러나 이미 선거가 종료되어 2011년 부채한도 증액협상과 같은 치킨게임을 지속할 명분도 크지 않고, 2013년 1월 3일 새롭게 출범하는 의회에 최종 결정권한을 위임할 가능성이 크다는 점에서 앞서 언급한 2011년 예산안 통과와 경로의 재현될 가능성이 크다.

도표 11 미국 재정절벽 사례: 2011년 예산안 통과(4/14) vs. 부채한도 증액(8/2)

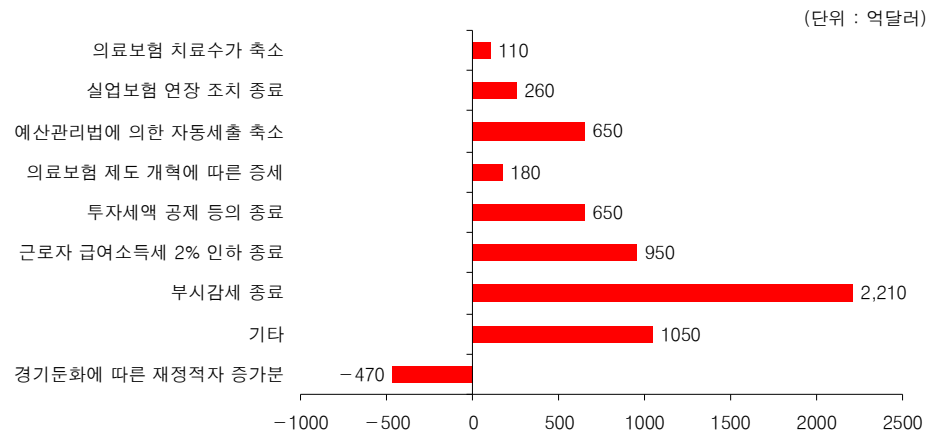


자료: 금감원, 유진투자증권



재정절벽 이슈를 피하게 된다면 감세 혜택 종료 및 세금 인상으로 인해 재정을 통해 경기부양 정책이 일시에 종료될 위험을 2013년 중에는 일단 피하게 될 것이다. 즉 재정절벽으로 인한 경제성장률의 급락은 현실화되지 않을 것이며, 미국의 재정긴축 사이클은 당초 비관적 시나리오보다는 경제성장을 저해하지 않는 수준에서 타협적인 형태로 완만하게 진행될 것이다.

도표 12 재정절벽 결과: 5,600억 달러의 재정지출 축소



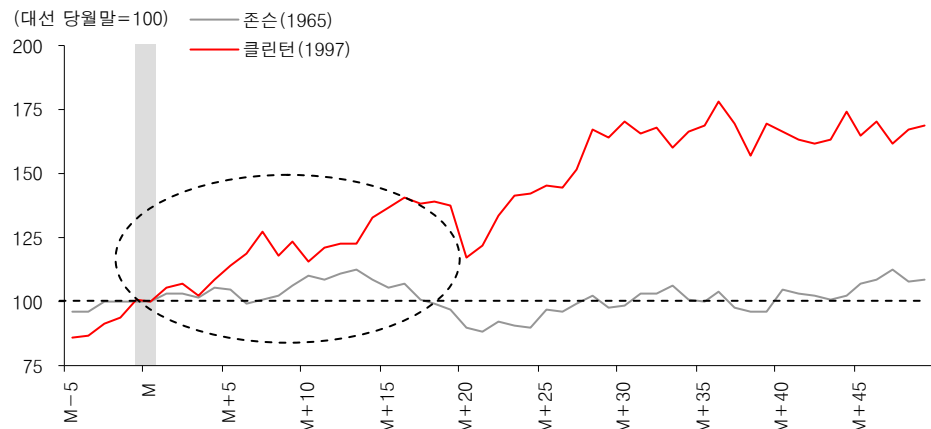
자료: CBO(미 국회예산처), 유진투자증권



과거 민주당 대통령의 연임 이후 주가사이클은 긍정적

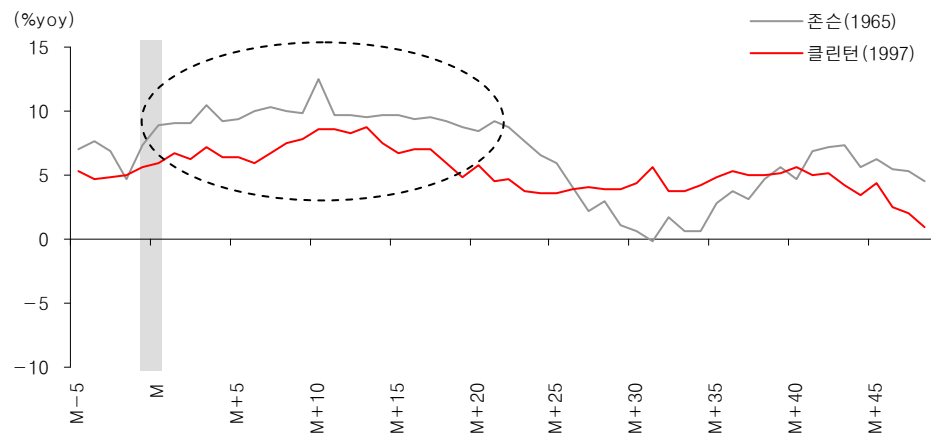
민주당 대통령의 연임 이후 주가패턴을 살펴본 결과 상승트렌드는 임기 2년차까지 유지되는 것으로 나타났다. 기존 경제정책의 연속성이 연임 후 전반부까지 이어진 결과로 해석하며, 이러한 주가흐름은 산업생산과 같은 실물지표의 강세현상과도 동조화된 것으로 파악된다(도표 13, 14 참조).

도표 13 민주당 대통령의 연임 이후 다우지수: 임기 2년차까지 긍정적 흐름 유지



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 14 민주당 대통령의 연임 이후 산업생산: 임기 2년차까지 긍정적 흐름 유지

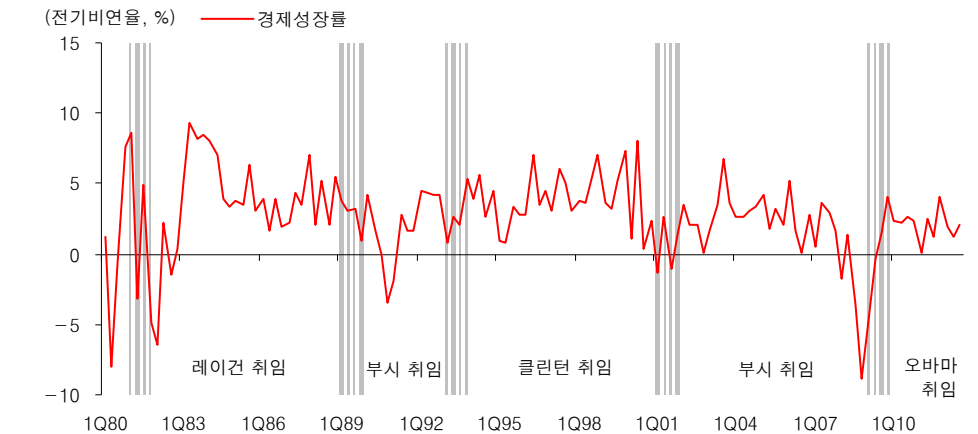


자료: Bloomberg, 유진투자증권



일반적으로 선거사이클 효과는 선진국인 미국에서도 관찰된다. 신정부의 집권 1년차에 모두 경제성장률이 전년도에 비해 상승하는 것으로 알 수 있는데, 이는 신정부 출범으로 인한 정치적 불확실성 해소가 경제주체들의 경제활동을 활발하게 하는 요인으로 작용했기 때문으로 판단한다(도표 15 참조).

도표 15 미국의 선거 사이클



주: 회색 막대는 신정부 집권 1년 차를 나타냄

자료: 미국 상무부, 유진투자증권



III. 2013 신정부 새출발, 중국 경기의 Bottom out

중국의 정치안정, 경기방향성에 대한 신뢰 부여

중국 지도부는 시장친화적

중국은 그 동안 보시라이 사태 등으로 정권교체에 따른 정치적 불확실성을 노출했으나, 금번 당대회의 최고 지도부 교체를 통해 정치적 안정감을 과시하는 효과를 극대화할 것으로 예상된다. 시진핑을 위시한 시진핑 시대에 지도부를 구성할 주요 후보들 7명 가운데 대략 5명은 시장친화적인 성격을 띠는 것으로 분석되고 있다(도표 16 참조).

금번 당대회를 계기로 출범하는 5세대 지도부의 공통적인 성향은 안정 지향성과 풍부한 지방 실무경험에서 체득한 경제감각으로 요약할 수 있다. 특히 이들 중 대부분은 지방 근무를 통해 현지 경제 운용에 성공했던 경험을 바탕으로 중앙정치 무대에 등용된 경우가 일반적이어서 경제 문제에 대한 이해도는 높은 것으로 평가 받는다. 물론 구체적인 정책결정에는 계파간 인물간의 우선순위가 나뉠 수 있지만 집단 지도체제의 특성상 균형감 있는 의사결정이 이뤄질 것으로 예상된다.

특히 중국의 경제정책을 진두 지휘할 리커창 차기 총리는 북경대 경제학박사 출신으로 전문성에 있어서는 과거 주룽지 총리와 비견될 것으로 평가되며, 시장친화적인 것으로 알려져 있다. 리커창 차기 총리는 2008년 3월에 부총리에 취임한 이후 취업 및 서민용 소형주택(保障房) 보급 확대, 농촌지역 의료보험 실시, 중서부 대개발을 통한 지역균형발전, 녹색에너지 개발 등의 경제정책을 이끌어왔다(도표 17 참조). 따라서 향후 해당 경제정책은 12·5규획(2011~2015)에 나타난 '균형성장을 지향하는 포용성 성장'을 대표하는 것으로서 리커창 총리시대에도 정책의 연속성은 지속될 것으로 예상된다.

도표 16 중국 차기 지도부의 경제 개혁 성향

인물	경제 개혁 성향
시진핑	중립
리커창	시장 친화적
장더장	시장 친화적
위정성	시장 친화적
류원산	중립
왕치산	시장 친화적
장가오리	시장 친화적

자료: 현대경제연구원, 유진투자증권



도표 17 리커창 총리의 연대기

2002년 12월	- 허난성 서기로 승진. 1990년대 초까지 중국 내 31개 성 중 28위였던 허난성의 1인당 GDP는 18위로 올라섬 - 1998년 4,308억 위안이었던 허난성의 지역 총생산은 8,554억 위안으로 증가
2004년 12월	- 라오닝성 당 서기로 이동. “모든 사람은 잠잘 집이 있어야 한다.”라고 주장, 푸순시의 판잣집 200만 호에 대해 주택 개량 사업을 벌임 - 동북진흥계획의 세부 항목으로 다롄, 잉커우, 단둥 등 연해공업지구 개발을 위한 '5점1선'계획을 추진
2007년 10월	- 중앙정치국 상무위원회에 진입
2008년 3월	- 국무원 상무부총리 임명. 국무원 대부제 개혁. 28개 부처 체제인 국무원을 20개 안팎으로 축소
2009년	- 중국 정부는 의료 개혁을 실시, 16개 부처로 구성된 의료개혁 영동소조의 조장이 됨. 개혁의 골자는 공익성을 강조한 공공의료를 도입해 대부분의 인민이 의료 혜택을 받을 수 있게 하는 것. 3년 내에 8,500억 위안을 투자해 기본 의료보험제도가 성·항민을 커버할 수 있도록 하는 것. 성과는 나오지 않고 있음
2010년 2월	- 중국은 경제 구조조정을 하지 않으면 지속적인 발전을 이루지 못하는 시기에 접어들었다. 과거의 성장 모델로는 지속 성장이 어렵기 때문에 과학 기술 혁신과 산업 구조 업그레이드를 이루어야 한다.”고 밝힘
2012년 2월	- 국무원은 15개 부처가 참가하는 식품안전위원회를 구성. 주임을 맡음
최근	- 부동산, 물가, 12차 5개년 개발계획, 빈부 격차, 경제 구조조정 등 전방위에 걸친 정책을 총괄하며 중국 인민들과 관료들의 신임을 얻어 나감

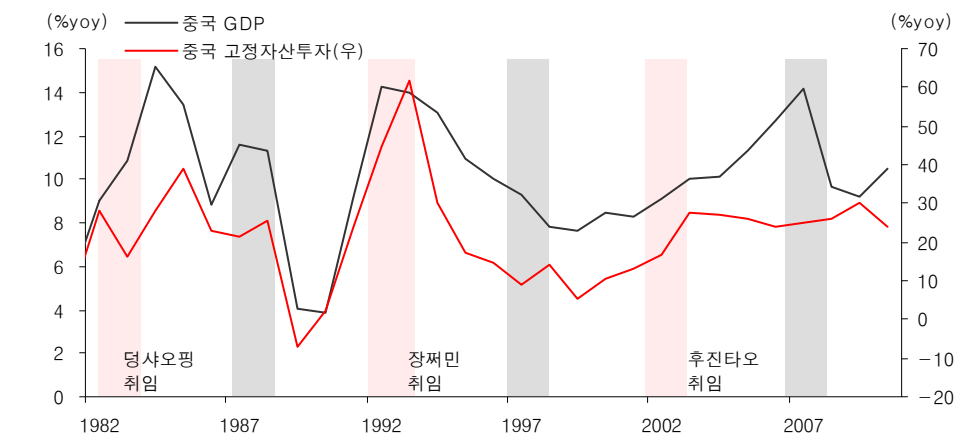
참조: 중국의 미래 10년(조용성 저) 중 내용 정리

중국 경제의 정권교체 효과

중국 당대회를 통한 최고 지도자 교체는 사전적으로 예고된 사건이나, 지도자 교체에 따른 민심수습의 방법론으로써 경기부양 기조는 5년 주기로 투여되었던 경험을 가지고 있다. 중국 GDP 전년동기비의 경우 당대회연도와 그 다음해에 경기정점을 이루고, 이후 3년간 하향세를 보이는 5년 주기의 경기순환이 관찰된다.

특히 중국 GDP는 고정자산투자와 유사한 방향성을 보이면서 정부주도의 투자사이클에 의해 경기조절이 이뤄지는 특성을 나타낸다. 중국 GDP의 경우 대외변수에 의해 당대회 다음해는 둔화되는 경우도 관찰되나, 고정자산투자는 상승트렌드가 유지되는 경우가 일반적이다. 특히 국가 주석의 교체가 일어나는 10년 주기의 경우 그러한 패턴이 더욱 강화되는 경향이 있다(도표 18~20 참조).

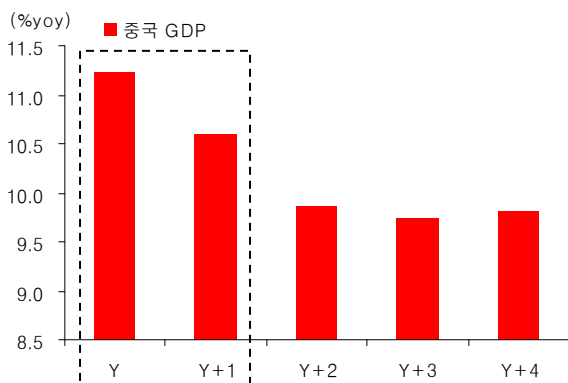
도표 18 중국 경제(GDP, 고정자산투자)의 정치사이클: 당대회 중심의 5년 사이클



자료: CEIC, 유진투자증권

주: 막대는 당대회연도와 당대회다음연도를 표시한 것임

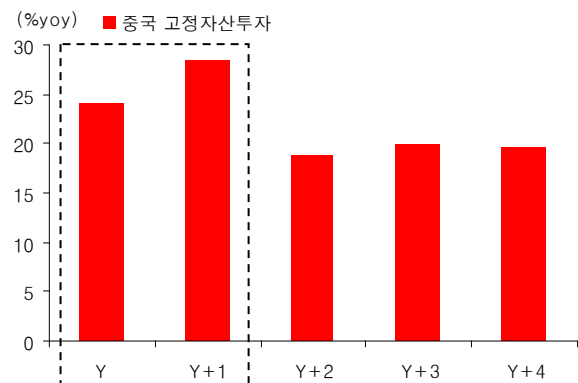
도표 19 중국 GDP
: 당대회 개최연도와 그 다음해 양호



자료: CEIC, 유진투자증권

주: 1977년 이후 데이터의 평균임

도표 20 중국 고정자산투자
: 당대회 개최연도와 그 다음해 양호



자료: CEIC, 유진투자증권

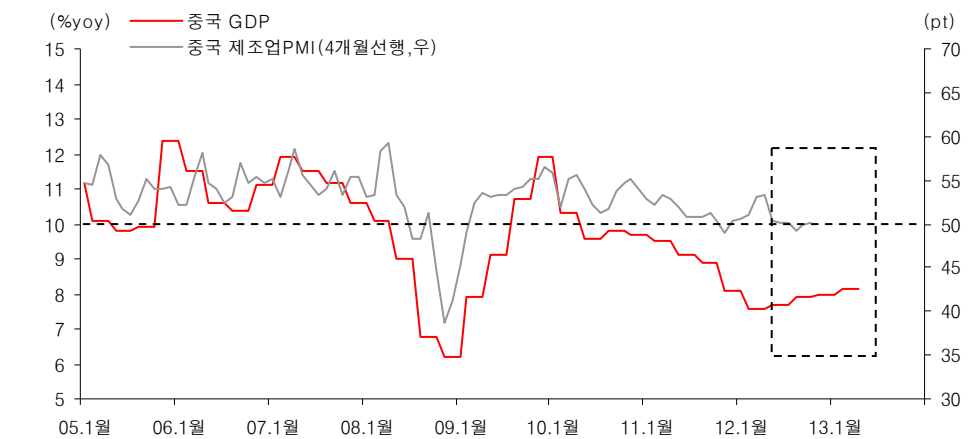
주: 1977년 이후 데이터의 평균임

현재 중국 경기방향성은 3Q12까지 하강세를 보이고 있으나 9월 실물지표들이 상승반전하면서 Bottom out 가능성을 시사하고 있다. 특히 과거 당대회 이후 경기방향성은 경기부양을 통해 긍정적인 방향성을 제고했던 점을 감안하면 금번 당대회 이후 신정부 출범에 대한 기대감은 유지될 것으로 예상된다(도표 21, 22 참조).

China 효과는 확인 후 대응

다만 중국의 정치변혁기는 2013년 3월 전인대까지 진행될 것이고, 이에 따른 경제정책의 적극적인 변화는 일정시차가 존재할 수 있음을 감안해야 할 것이다. 따라서 중국 경기부양 기대감에 대한 선제적인 포트폴리오 대응보다는 1차적으로는 4Q12 GDP발표(2013년 1월 중순)를 통한 경기방향성의 Bottom out 확인, 2차적으로는 중국 경기부양 강도에 대한 논란이 완화될 2013년 중반 이후 적극적인 대응이 가능할 것으로 판단한다.

도표 21 중국 경제 전망: Bottom out 국면 예상



자료: CEIC, 유진투자증권

도표 22 중국의 경기부양 정책

부 문	규 모	내 용
<2012.6월~>		
인프라투자 지원	1.1조	철도, 지하철, 도로, 항만, 공항 건설 등 지원
소비보조금 지급	503억	에너지절약형 자동차, 절전형 제품 구매시
<2007.12~10.12월>		
인프라투자 지원	4조	인프라 건설, 지진피해복구 지원 등
소비보조금 지급	436억	가전제품, 자동차 구매시

자료: 중국국무원, 국가발전개혁위원회



IV. 2013 신정부 새출발, 한국은 안팎의 신정부효과

2013년 한국: 글로벌 경기사이클 반전의 영향 권역

개인적으로 세계 경제가 건강한지 한눈에 파악하기 위해 생체 신호를 확인하는 곳은 런던도, 프랑크푸르트도, 도쿄도, 뭄바이도 아니다. 바로 서울이다. 한국은 경제 데이터를 가장 일찍 보고하는 국가들 가운데 하나로, 집계도 신속하지만 수치가 정확하고 신뢰성이 있다. 그뿐 아니라 한국 기업은 자동차에서 화학제품에 이르기까지 다양한 산업 부문에서 선두주자로 활약하고 있으며, 외국에 활짝 개방되어 있다.

(중략) 세계 금융업계 종사자들이 코스피지수를 ‘닥터 코스피’라는 별칭으로 부르는 것도 그리 놀랄 일은 아니다.

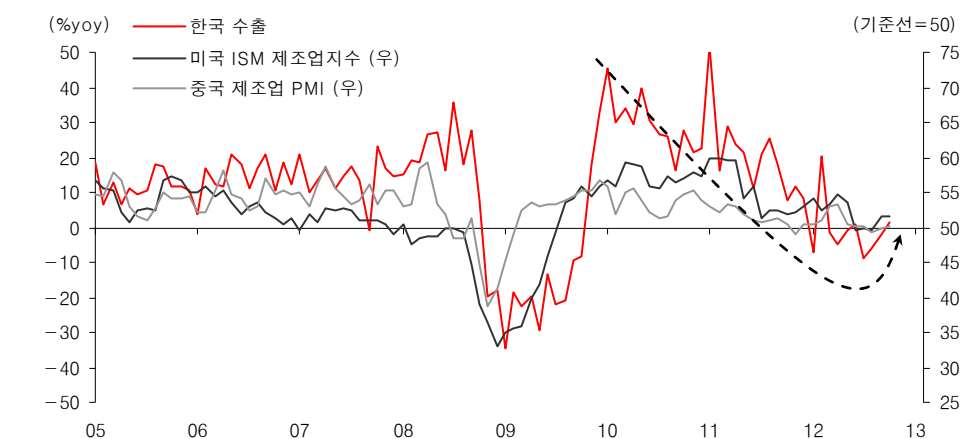
루치르 샤르마, ‘브레이크아웃 네이션’ 에서

G2 PMI 상승반전

앞서 2013년 미국과 중국의 경기방향성에 대한 긍정적 견해를 밝힌 바 있다. 당사는 경기지표의 판단기준으로 국가별 PMI를 선호하는데, G2의 PMI 방향성은 상승 반전했고, 기준선인 50선도 상회하면서 글로벌 경기사이클은 회복초기 영역에 진입한 것으로 판단한다.

G2 경기사이클의 상승반전은 국내 경제의 관점에서는 글로벌 수요의 개선을 의미하는 것으로 직접적으로는 한국의 수출 모멘텀 개선으로 반영되고 있다. G2는 한국의 핵심 수출시장으로 해당국의 수요개선은 국내 수출경기에 즉각적으로 반영되는 경우가 일반적이다(도표 23 참조).

도표 23 G2 경기와 연동되는 한국 수출



자료: CEIC, 유진투자증권

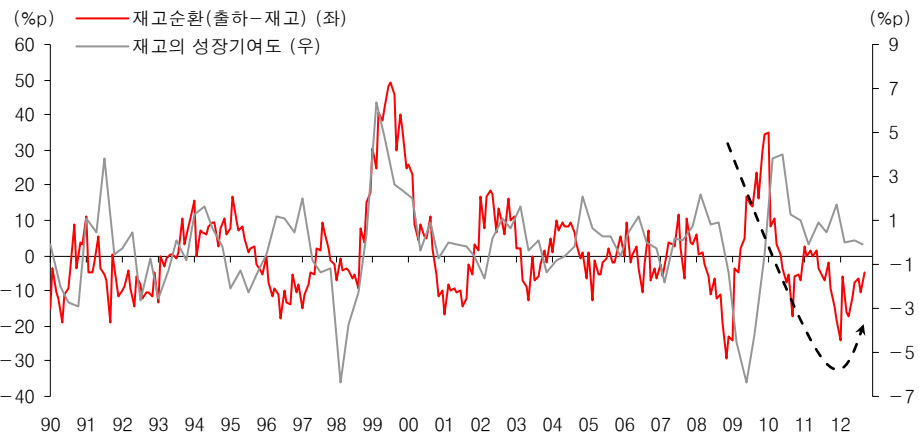
국내 재고조정도 마무리되면서 설비투자 사이클 자극

G2 수요증가에 힘입은 국내 수출모멘텀의 상승반전은 재고사이클에도 영향을 미치고 있다. 경기 회복초기 국면에 나타나는 재고조정이 활발하게 진행 중이며, 이를 반영하면서 재고순환 사이클도 0선 부근까지 빠르게 상승 중이다. 이는 G2의 수요개선을 반영한 것으로 기존에 쌓아뒀던 재고소진 과정이 빠르게 진행되었고, 향후에는 수요견인 효과에 의한 재고축적(restocking) 국면으로 이행될 수 있음을 의미하는 것이다(도표 24 참조).

재고조정 마무리는 설비투자 자극

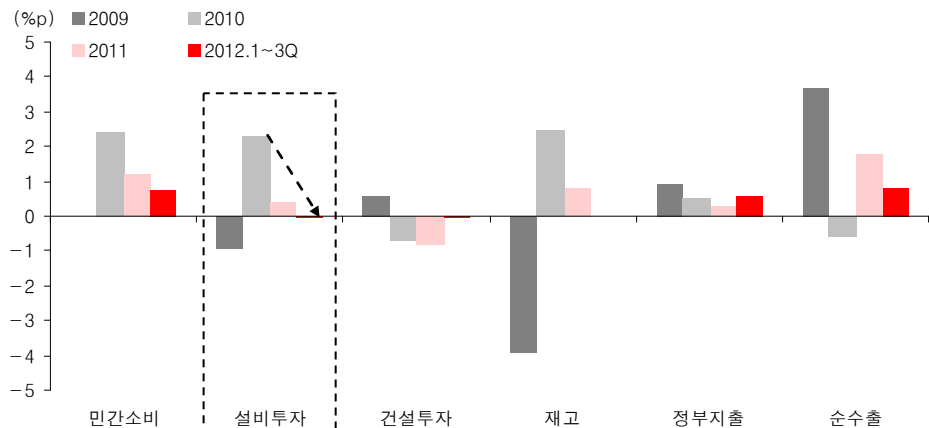
이러한 재고조정 마무리는 설비투자 확대로 연결되는 것이 일반적이다. 글로벌 경기요인이 일정부분 설비투자의 필요성을 지지하고, 더불어 국내 대선에 따른 정치적 불확실성 해소도 2013년 설비투자 사이클에는 긍정적인 요인이 될 것으로 예상된다. 그 동안 설비투자의 경제성장률에 대한 기여도는 2010년을 고점으로 지속적으로 하락했고, 금년은 대선에 따른 불확실성으로 마이너스 국면까지 부진을 면치 못했기 때문에, 이를 만회하기 위한 정책적인 설비투자 유인과정도 클 것으로 판단한다(도표 25 참조).

도표 24 재고 조정 마무리: 신규투자 확대 압력 증가



자료: CEIC, 유진투자증권

도표 25 경제 부문별 경제성장률에 대한 기여도 추이: 2012년 설비투자는 마이너스 영역



자료: 한국은행, 유진투자증권



이미 2013년 정부의 투자활성화 대책은 주로 중소·중견 기업의 투자활력을 제고하기 위한 목적으로 준비된 상황이다. 특히 새정부 출범을 계기로 신성장동력 지정여부에 따라 일부 업종의 투자활력은 제고될 것으로 예상된다(도표 26 참조).

도표 26 2013년 중 주요 투자활성화 대책

1. 중소기업 정책금융 확대
 - 중소기업 정책자금 확대(3.1조원, 이차보전분 0.5조원 포함)
 - 신용보증·매출채권보험 한도 확대(74.9조원)
2. 설비투자펀드 조성(1.2조원)
 - 투자 및 대출을 통한 중소·중견기업 투자자금 지원
3. 해외투자기업 국내복귀 지원 및 외국인투자 유치 강화(0.2조원)
 - 투자보조금 신설, 투자유치기반 조성 등
4. 신성장동력 확보를 위한 R&D 투자 확대(16.9조원)

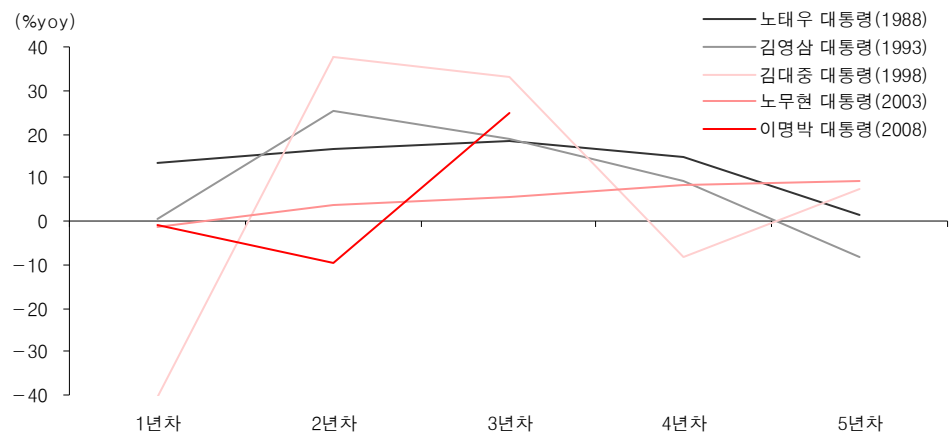
자료: 한국은행, 유진투자증권

설비투자 사이클의 대선 효과

대선 당해연도에는 일정부분 정치적 불확실성의 영향으로 인해 설비투자가 위축되고 제조업 성장률은 둔화되는 패턴이 주로 관찰되었다. 한국의 경우 제조업 성장률과 설비투자 성장률 모두 대선 3분기 전부터 모멘텀이 둔화되는 모습이 일반적으로 포착되었다(도표 28~29 참조).

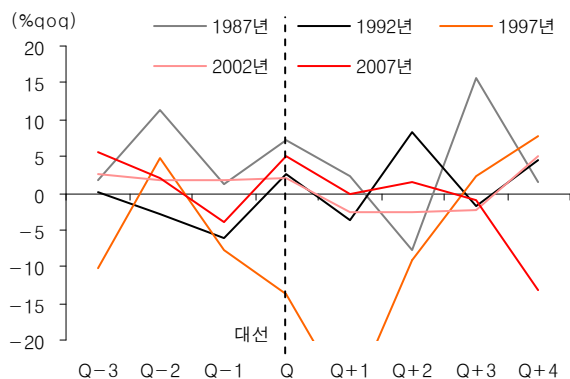
그러나 임기후반에 지연된 설비투자는 대통령 임기 1~2년차에 크게 개선되는 것으로 나타났다. 보다 자세히 대선 2분기 후부터 상승반전하는 모습을 보였다(도표 27~29 참조). 결국 국내 기업들은 임기후반부인 대선 당해연도에는 정치적 불확실성으로 설비투자 증설에 소극적이지만, 새로운 행정부가 출범된 이후에는 적극적인 설비투자 사이클을 가동했던 것으로 판단한다.

도표 27 한국 대통령 임기별 설비투자: 임기 1~2년차에 강한 상승세



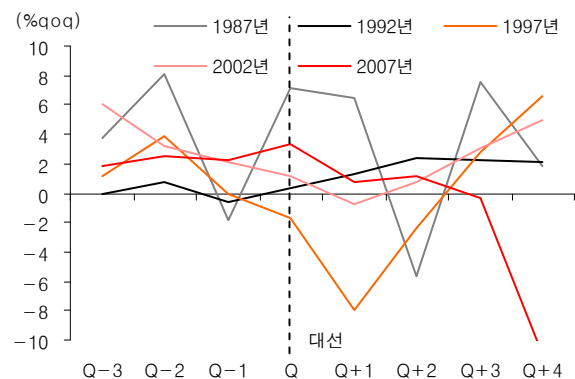
자료: 한국은행, 유진투자증권

도표 28 대선 전후의 설비투자 성장률
: 대선 3분기 전부터 점차 모멘텀둔화 포착



자료: 한국은행, 유진투자증권

도표 29 대선 전후의 제조업 성장률
: 대선 3분기 전부터 점차 모멘텀둔화 포착



자료: 한국은행, 유진투자증권



상반기 중 경기선행지수 순환변동치의 상승반전 가능성

2013년 대외적인 글로벌 경기사이클의 상승반전이 본격화될 경우

- 1) 국내 재고순환 지표의 양호한 개선 트렌드가 2012년에 이어서 2013년에도 지속될 것이고,
- 2) 재고조정의 마무리는 설비투자 사이클을 자극하면서 기계류내수출하 지수도 상승 반전될 것이며,
- 3) 수출입물가비율이나 국제원자재가격지수도 글로벌 경기회복과 일정부분 동행할 것인데,

결국 경기선행지수 구성항목 중 재고순환지표, 기계류내수출하, 수출입물가비율, 국제원자재가격지수 등이 2012년에 비해 긍정적 방향성을 나타낼 수 있음을 의미하는 것이다.

따라서 2013년 상반기 중 경기선행지수 순환변동치의 상승반전 가능성은 커질 것이다(도표 30 참조).

도표 30 2012년 경기선행지수 구성항목 분해

	재고순환지표 (전월치(%p))	소비자지대 지수 (전월치(p))	기계류 내수출하 (전월비)(%)	건설수주액 (전월비)(%)	수출입물가 비율 (전월비)(%)	국제원자재 가격지수 (전월비)(%)	구인구직비율 (전월치(%p))	코스피지수 (전월비)(%)	장단기금리차 (전월치(%p))	선행지수 순환변동치
12.1월	-3.5	-1	3.6	6.7	-0.1	-0.2	3.1	1.2	0	99.2
12.2월	-0.3	-1.1	2.2	19.5	-0.1	0	4.3	2.6	0	99.9
12.3월	0.8	0.8	-0.4	-3.1	-0.7	0.4	-1.9	2.8	0.1	99.8
12.4월	0.9	2.9	-2.6	-8.6	-0.3	-1.2	-0.2	1.8	0	99.8
12.5월	0.9	1.5	-3	-20.2	0.8	-2.1	-2.2	-1.9	0	99.4
12.6월	2.8	-0.5	-0.8	8.9	1.8	-3.7	-0.3	-3	-0.1	100.1
12.7월	3.3	-2.2	-1.1	4.4	1	-0.7	1.1	-3	-0.1	100.3
12.8월	0.7	-1.8	-0.8	-1.7	0	0.9	-0.3	0.6	-0.1	100.1
12.9월	0.2	-0.5	-2.4	-11.2	-0.9	3.2	0.8	2	-0.1	99.4

자료: 통계청, 유진투자증권



대내적인 경기부양 사이클도 신임 대통령의 임기 첫해인 2013년에는 긍정적인 것으로 판단한다. 2013년 정부예산안을 통해 2010년 이후 감소했던 SOC 예산이 전년대비 증가될 것으로 예정돼 있고, 재정지출 승수 효과가 큰 자본지출(승수 0.75)이 경상지출에 비해 상대적으로 큰 폭 증가가 예상된다(도표 31 참조).

특히 경기상황을 감안할 때 2013년에도 재정집행률과 상반기 조기집행률이 높은 수준을 유지할 가능성이 크고, 성장률 제고를 위해 단기 경기부양안은 추경의 형태로 실시될 것으로 전망한다(도표 32 참조).

국내 내수경기 부양이 2013년에 일부 가시화될 경우 경기선행지수 구성항목 중 건설수주, 소비자기대지수, 구인구직비율 등에 긍정적인 영향이 기대된다.

도표 31 주요 기능별 2013년 정부예산안 증감내역

구분	2012 (A)	2013 (B)	증감 (B-A)	주요 세부내역
보건·복지·노동	92.6	97.1	4.5	건보료 지원 +0.74
				공적연금 +1.87
				양육수당 +0.52
교육	45.5	49.1	3.6	지방교육재정교부금 +2.60
				대학등록금지원 등 +1.00
일반공공행정	55.1	57.3	2.2	지방교부금 +2.51
SOC	23.1	23.9	0.8	도로 +0.63
				철도 +0.69
				평창동계올림픽 +0.42
지방재정지원		1.3	1.3	취득세 감소, 영유아 보육료 지원 등 보전 +1.30
총지출	325.4	342.5	17.1	

자료: 기획재정부(9/25일 발표)

도표 32 재정 집행률: 2013년 상반기 조기 재정 집행가능성 큼

	2005~09	10	11	12(예상)
예산대비 집행률	95.4	94.3	95.4	96.7
상반기 조기집행률	54.3	60.8	57.2	60.1

자료: 기획재정부

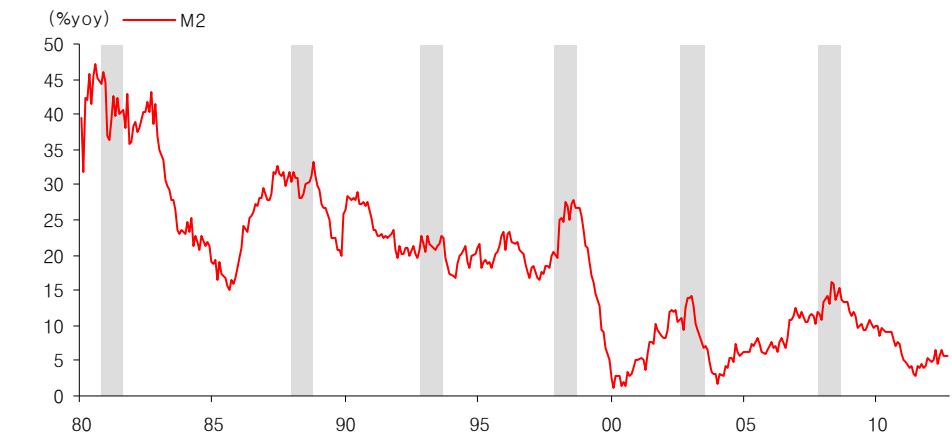


내수 경기부양의 대선효과

과거 대선 사례분석을 통해서 내수 경기부양은 상당부분 선거사이클의 영향을 받는 것으로 나타났다. 신임 대통령 임기 1년차의 경우 M2(광의통화) 증가율은 상승세를 나타냈고, 높은 레벨을 유지하는 경우가 일반적이었다. CD금리 역시 하향세 내지는 낮은 수준을 유지하고 있어 통화완화 기조도 일반적으로 관찰되었다 (도표 33, 34 참조).

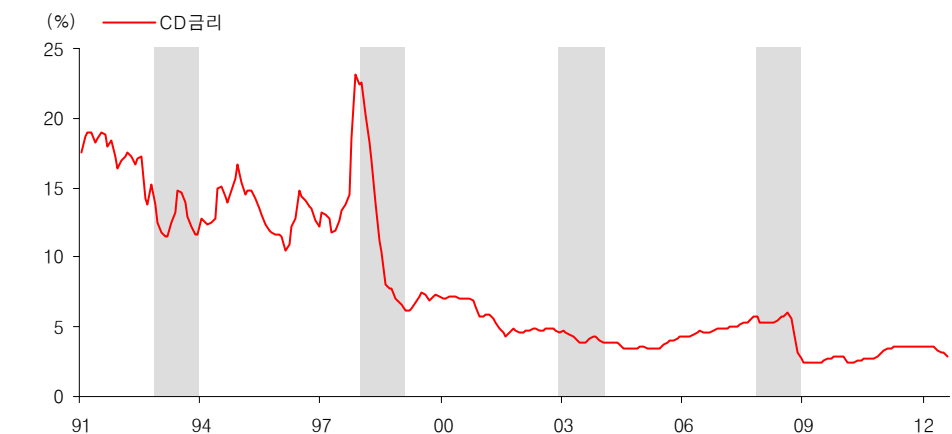
앞서 살펴봤던 설비투자 사이클의 대선효과와 더불어 M2증가율로 살펴본 유동성 효과 역시 임기 1년차에 는 공통적으로 나타나는 것으로 판단한다.

도표 33 국내 임기 1년차의 M2증가율: 상승트렌드 포착



자료: 한국은행, 유진투자증권

도표 34 국내 임기 1년차의 CD금리: 대체로 하향안정세



자료: 한국은행, 유진투자증권



글로벌 경기반전 + 대선 사이클 = 증시 강세현상

글로벌 경기사이클의 상승반전에 일정부분 동조화되어

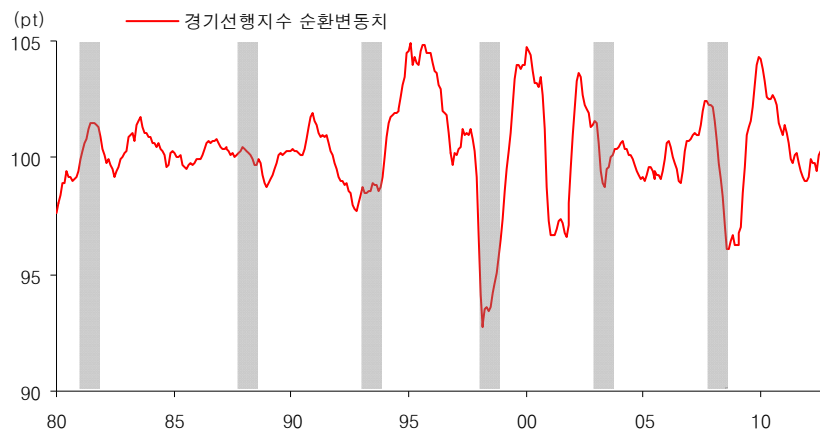
- 1) 한국 경기선행지수 구성항목 중 대외변수에 민감한 재고순환지표, 기계류내수출하, 수출입물가비율, 국채원자재가격지수 등의 긍정적 반응이 예상되고,
- 2) 대선 이후 경기부양 정책기조에 호응하는 건설수주, 소비자가대지수, 구인구직비율 항목도 현상유지 이상으로 호전될 경우

2013년 상반기 중 경기선행지수 순환변동치는 상승반전이 가능할 것으로 판단한다.

앞서 다양한 국내 대선사이클의 영향력을 살펴봤는데, 이러한 영향요인들을 하나로 종합한 한국 경기선행지수 순환변동치 역시 대통령 임기 1년차에는 긍정적인 상승트렌드를 나타냈다(도표 35 참조).

2013년에도 한국의 대선 사이클 효과는 재현될 것으로 예상하는데 대외적으로는 G2의 대선 사이클과도 맞물렸고, G2의 경기방향성도 상승 반전했기 때문에 과거 어느 때보다도 신뢰성은 높은 상황으로 해석한다.

도표 35 한국 대통령 임기별 선행지수 순환변동치: 임기 1년차에 긍정적 트렌드



자료: 통계청, 유진투자증권



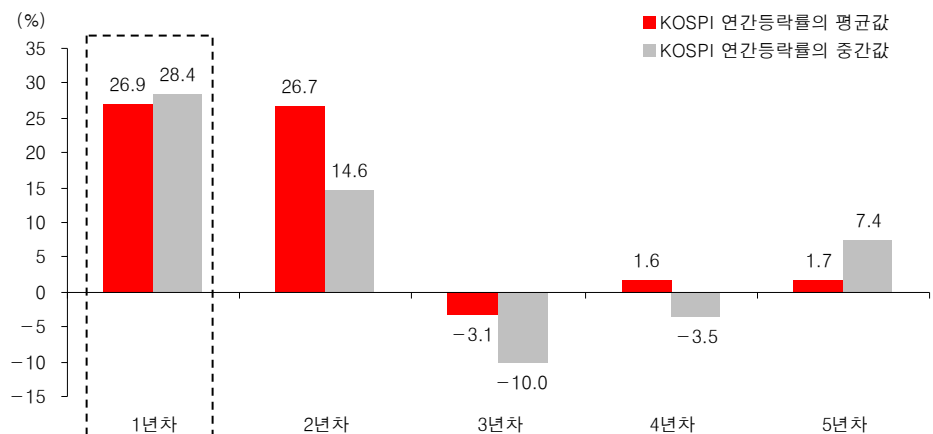
글로벌 경기사이클의 반전과 국내외 대선효과는 당연히 한국증시의 긍정적인 방향성을 형성시킬 것으로 예상된다. 과거 경험상 국내증시는 경기레벨보다는 경기방향성, 즉 모멘텀 영향을 보다 크게 받았는데, 2013년 경기선행지수 순환변동치의 상반기 중 상승반전을 감안한다면 국내증시 역시 경기방향성과 동조화된 상저하고의 방향성을 나타낼 것으로 예상된다.

한국 증시에서는 대통령 임기 1, 2년차에 양호한 성과를 나타내고, 임기 후반부에 약세를 보이는 주기패턴이 대체적으로 발견된다(도표 36 참조). 주로 임기초반부에 경기부양책이 추진되어 높은 경제성장을 달성하지만 임기후반부에는 레임덕 현상으로 정책 추진력이 현저히 후퇴하고 임기초반의 인위적 경기부양책의 후유증이 나타났던 것으로 생각한다.

물론 과거 고속성장기에 비해 현재는 경제규모 상 인위적인 경기부양책의 효과는 제한될 것이다. 그러나 한 국만이 아닌 G2의 대선효과가 동시에 진행될 것이고, 기 진행된 글로벌 경기부양에 대한 후행적인 경기반응이 양호하다는 점을 고려한다면 2013년 국내증시의 레벨업에 대한 신뢰도는 높다고 판단한다.

다만 2012년처럼 유럽이란 교란요인은 이전보다 위력적이지는 않지만 상존하면서 금융시장 변동성을 높이는 잠재적 위험요인이 될 것이다. 이에 대한 자세한 설명은 다음 장에서 언급하도록 하겠다.

도표 36 한국 대통령 임기별 KOSPI등락률: 임기 1년차 긍정적



자료: KRX, 유진투자증권

주: 1981년 이후 대통령 임기연도별 KOSPI 연간등락률로 산출함

V. 2013 신정부 새출발, 유럽은 다시 선거 속으로

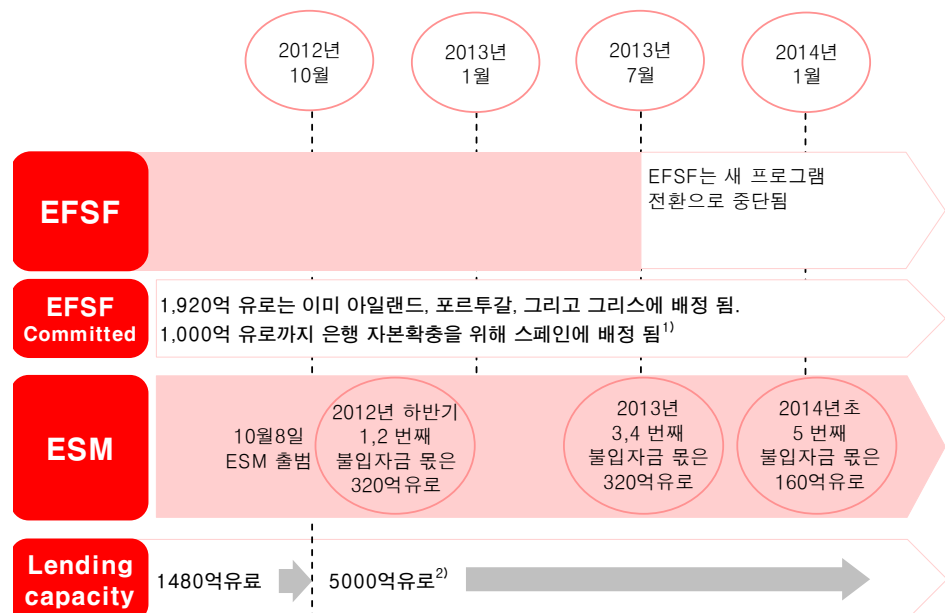
2013년 유럽: 방화벽 효과는 이전보다 진전

2012년 6월 EU정상회의에서 논의된 위기대응 해법 중 방화벽 구축에는 상당부분 진전이 있었다. ECB(유럽중앙은행)의 새로운 국채매입프로그램(OMT) 채택(9/6일), ESM(유럽안정화기구)의 출범(10/8일) 등으로 유럽의 방화벽은 기존에 비해 진화했다.

만약 연말이나 2013년 중 스페인에 대한 전면적 구제금융을 통해 ECB의 국채매입프로그램이 가동된다면 조달금리 하락에 따른 차환리스크는 상당부분 경감될 것으로 기대된다. 이미 방화벽 구축에 따른 안정화 효과로 유럽 채무과다국의 시장금리 안정화 효과는 지속적으로 반영된 바 있다.

2013년 상반기까지 한시적 성격의 EFSF(유럽재정안정기금)가 사라지고, 2013년 신설된 ESM으로 단일화되면서 ECB와 연계된 유럽의 방화벽 효과가 적용될 것이다(도표 37 참조). 다만 ECB의 무제한 국채매입은 회원국의 국채매입 요건인 '긴축 및 구조개혁 의무' 이행 차질로 효력이 제한될 수 있고, ESM도 역할 수행에 필요한 재원확대문제, 은행 감독기관 통합문제 등이 남아있어 2013년 방화벽 관련한 과제들도 상존하는 상황이다.

도표 37 2013년 하반기에는 ESM의 단독 구제금융 시스템 가동



주: 1) 스페인 은행의 재무재편을 위한 자금은 유로안정화기구에 전달 되어 유럽재정안정-유로안정화기구의 자금 지원력 7,000억유로는 유지될 전망.

2) 2013년 7월 까지 유럽재정안정기구는 총지원자금 5,000억유로를 확충하기 위해 새로운 계획을 시행할 것. 필요하다면 5,000억유로 규모 의 지원자금은 가속자본납입에 의해 이루어 질 수 있음.

자료: ESM, 유진투자증권



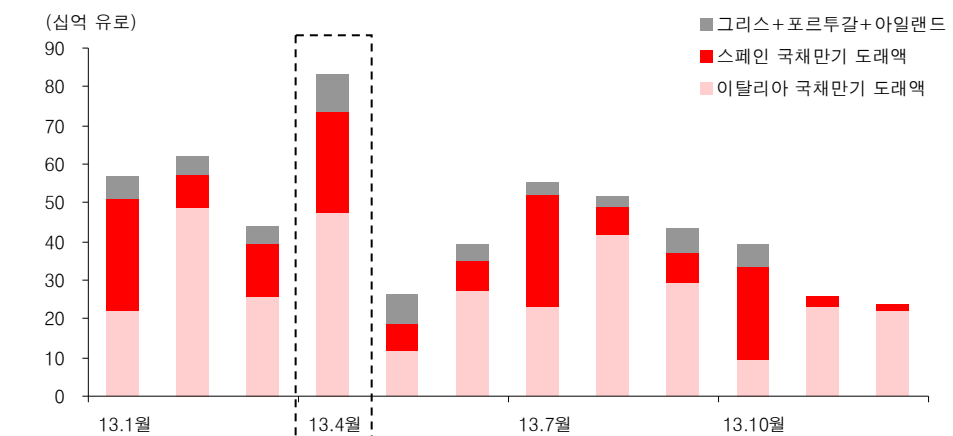
4월 이탈리아 총선은 교란요인

2012년 5월 그리스 총선에 대한 트라우마는 2013년 이탈리아 총선에 대한 불안감을 떠올리게 한다. 특히 현 몬티 총리 취임 이후 긴축 및 개혁정책에 대한 피로감으로 '반긴축-반EU' 노선을 지향하는 정파가 선거 정국을 장악할 경우 그리스 총선에서 나타났던 금융시장의 혼돈이 재현될 우려가 있다. 만약 차기 이탈리아 정부가 현 마리오 몬티 정부와의 정책적 일관성을 유지하지 못한다면 이탈리아에 대한 투자자들의 자금이탈로 인해 이탈리아의 조달금리에는 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

특히 이탈리아 총선이 예정된 2013년 4월은 유럽 채무과다국의 국채만기 도래규모가 연중 가장 높은 시기와 중첩된다(도표 38 참조). 따라서 정치적 불확실성이 국채시장에 반영될 개연성이 크다는 점을 유의해야 할 것이다.

과거 2011년 하반기 이탈리아 베를루스코니 총리의 불안한 지도력은 실제 국가신용등급 강등 사유가 되었고, 당시 이탈리아 국채 10년물 금리는 7%대를 넘나든 바 있다(도표 39, 40 참조).

도표 38 유럽 채무과다국의 국채만기 도래 규모
: 이탈리아 총선이 예정된 2013.4월에 집중



자료: Bloomberg, 유진투자증권

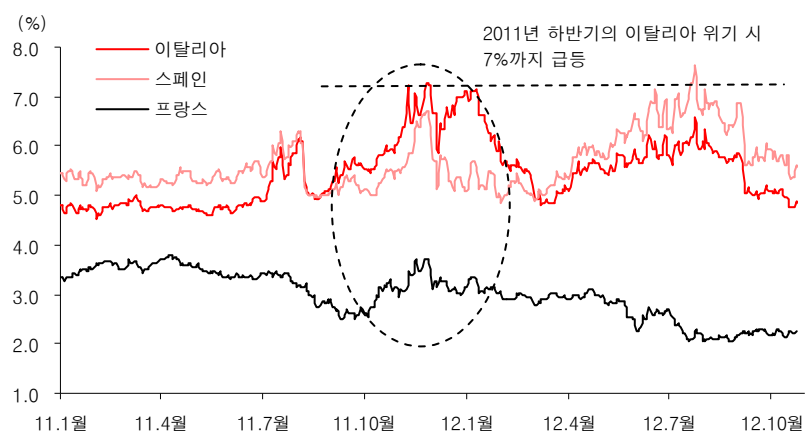


도표 39 2011년 이탈리아 정국 혼란 일지

2011.06.21	베를루스코니, 의회 신임투표 승리
2011.07.15	의회, 2014년까지 균형재정을 달성한다는 목표 아래 480억유로 재정긴축안 승인
2011.08.05	베를루스코니, 균형재정 달성 시점을 2013년으로 1년 앞당기겠다고 발표
2011.08.08	유럽중앙은행(ECB), 이탈리아 국채 매입 시작
2011.09.14	의회, 2013년까지 균형재정 달성 목표 540억유로(2014년까지 600억유로) 재정긴축안 승인
2011.09.20	S&P, 베를루스코니의 불안한 지도력이 재정긴축안 이행에 불확실성을 드리운다며 이탈리아 신용등급 A로 한 단계 강등
2011.09.22	이탈리아 정부, 올해 경제성장률 전망치를 1.1%에서 0.7%로 하향조정
2011.10.04	밀라노법원, 베를루스코니 성매매 재판 연기 요청 기각
2011.10.05	무디스, 이탈리아 신용등급 3단계 강등
2011.10.07	피치, 이탈리아 신용등급 1단계 강등
2011.10.14	베를루스코니, 의회 신임투표 승리
2011.10.15	수도 로마서 수만명 재정긴축안에 항의하고, 베를루스코니 총리 퇴진을 요구하는 시위
2011.10.18	이탈리아 법원, 베를루스코니 탈세 혐의 무죄
2011.10.18	S&P, 이탈리아 24개 은행 신용등급 강등
2011.11.03	이탈리아 정부, 전면적 경제개혁안에서 후퇴한 수정안을 채택
2011.11.05	수도 로마서 수만명 베를루스코니 총리 퇴진 요구 시위
2011.11.07	밀라노 증시서 베를루스코니 퇴임설 확산
2011.11.08	베를루스코니 총리, 경제개혁안 의회 통과후 사임 의사 표명
2011.11.14	몬티 총리지명
2011.12.05	300억유로 긴축재정 채택

자료: 언론기사 정리, 유진투자증권

도표 40 이탈리아 국채 10년물 금리: 2011년 하반기 7%까지 급등



자료: Bloomberg, 유진투자증권



유럽 펀더멘털보다는 방화벽 효과에 주목

2013년 유럽에 대한 관심사항은

- 1) 방화벽 효과의 진화 가능성과 이에 따른 스페인의 전면적 구제금융 시행시기
- 2) 긴축조치의 융통성 있는 적용과 이로 인한 그리스 긴축 이행기간 연장 가능성
- 3) 이탈리아 총선에 따른 몬티 정부 개혁정책의 연속성 여부

등이다.

- 1), 2)의 경우 1Q13 중에 일부 긍정적 결과물을 도출할 가능성이 크다는 점은 긍정적이나,
3)의 교란요인 가능성은 경계해야 할 것으로 판단한다.

물론 이외에도 유럽 경제펀더멘털에 대한 다양한 우려들이 상존하지만, 현 수준보다 더 악화되지만 않는다면 국내증시에 미칠 파급효과는 언급한 요인들에 비해서는 제한적일 것이다.

도표 41 EFSF 펀딩 프로그램:

예비 EFSF 펀딩 프로그램(시장 상황과 나라별 프로그램 수요 고려)

	2011	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12(E)	2012(E)	2013(E)	2014(E)
아일랜드	7.50	1.75	2.80	0.00	0.00	4.55	5.70	-
포르투갈	6.90	2.75	5.20	2.60	22.40	12.95	2.85	3.45
그리스	-	5.90	8.50	0.00	11.20	25.60	20.30	29.00
대출요구합계	14.40	10.40	16.50	2.60	13.60	43.10	28.85	32.45
장기대출프로그램	16.00	8.50	10.50	11.48	11.00	41.48	40.50	33.20
빌 프로그램	2.00	14.40	21.80	15.20	14.40	-	12.00	12.00

주: 유럽 재정안정기구의 장기대출과 각 나라의 대출요구치의 차액은 빌 프로그램에 의해 총당될 것임
자료: ESM, 유진투자증권



VI. 섹터전략: IT, 지주사, 셰일가스, 헬스케어

[Summary]

- (IT: 미국 경기회복, 태블릿PC와 만나다) 미국 경기방향성의 개선이 예상되는 2013년은 IT산업 내에서는 태블릿PC의 고속성장이 나타나는 시기임. 경기회복이란 변수는 태블릿PC의 고속성장을 더욱 가속화시킬만한 지렛대가 될 것으로 예상함
- (지주사: 설비투자 Bottom out 수혜) 지주사의 경우 사업포트폴리오 효과로 위험분산 효과가 있고, 설비투자와 관련된 자회사의 모멘텀 강화 시 동반 수혜가 기대된다는 점에서 유리하다고 판단함
- (오바마 수혜주 1: 셰일가스) 오바마 연임으로 인하여 셰일가스 생산 증가는 지속될 것으로 예상함. 셰일가스 생산 증가는 천연가스 가격 약세를 지속시킴. 이로 인한 국내 기업의 수혜는 2013년에도 지속될 것으로 판단함
- (오바마 수혜주 2: 헬스케어) 오바마의 재선으로 보류되었던 의료개혁이 다시 진행될 것으로 판단함. 이는 약가 자체의 하락을 수반하게 되며, 윤리적인 문제 때문에 논란이 있었던 바이오시밀러 시장에도 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단함. 결과적으로 제약 원료를 싸게 공급받으려 하는 수요가 발생할 것이며, 제네릭의약품이나 바이오시밀러 시장의 성장이 가속화 될 것으로 기대함



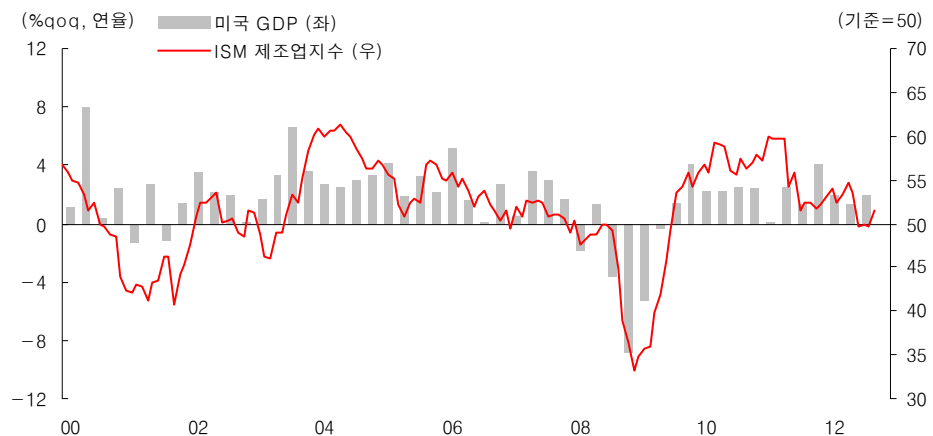
IT: 미국 경기회복, 태블릿PC와 만나다

미국 경기회복 트렌드와 동행할 국내 IT업종

미국 경제는 2012년 2/4분기를 저점으로 이미 회복 국면에 진입한 것으로 보인다. 2012년 3/4분기 미국 경제성장률은 전기비연율로 2.0%로 2/4분기의 1.3% 증가에 비해 상승 반전했다. 또한 2012년 10월 ISM 제조업 지수도 51.7로 2012년 8월을 저점으로 3개월 연속 상승 했으며, 2개월 연속 경기 기준선인 50선을 상회했다. 이는 2012년 2/4분기 미국 경기 저점일 가능성을 높여주는 요인들이다(도표 42 참조).

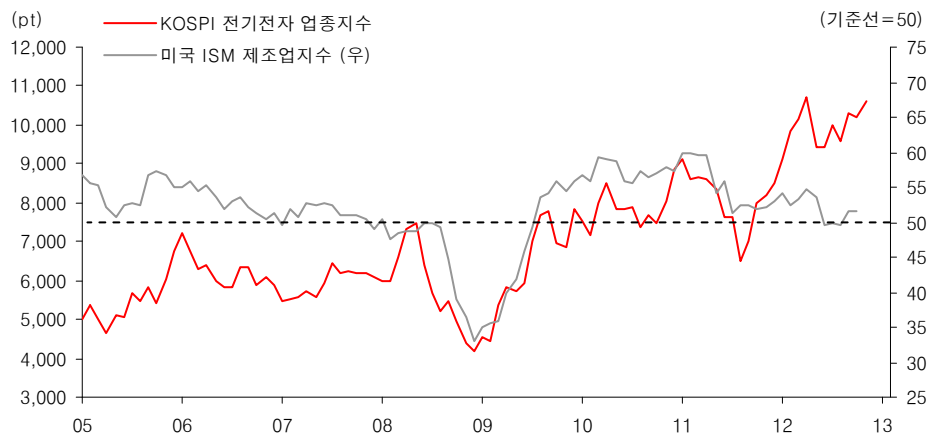
미국 제조업 경기회복은 국내 IT업종에게는 가장 중요한 업황 개선 시그널이다. 과거 ISM제조업 지수가 상승추세를 보이고, 기준선인 50선을 넘어서는 국면에서는 국내 IT업종의 추세적인 상승국면이 일반적으로 도래했다(도표 43 참조). ISM제조업 지수는 상승사이클 초기국면이 이제 막 시작했다는 점을 고려한다면 2013년 중에는 국내 IT업종은 미국 경기회복 트렌드와 동조화될 기간도 충분하다고 판단한다.

도표 42 2012년 2/4분기 저점을 확인시켜 준 미 GDP 및 ISM 제조업 지수



자료: 미국 상무부, ISM, 유진투자증권

도표 43 미국 제조업 경기방향성과 함께하는 국내 IT업종



자료: ISM, KRX, 유진투자증권



미국 경기회복, 태블릿PC와 만나다

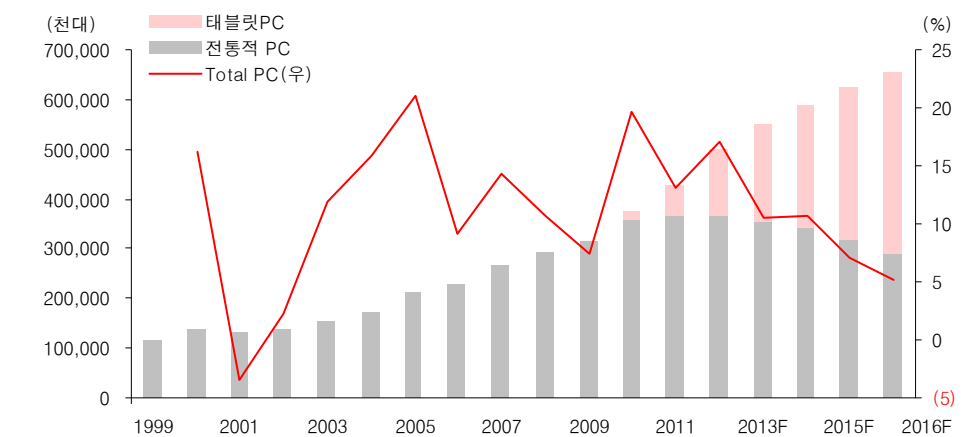
미국 경기방향성의 개선이 예상되는 2013년은 IT산업 내에서는 태블릿PC의 고속성장이 나타나는 시기이기도 하다. 경기회복이란 변수는 태블릿PC의 고속성장을 더욱 가속화 시킬만한 지렛대가 될 것으로 예상된다.

애플의 아이패드에서 촉발된 태블릿PC시장 성장은 4Q12 윈도우8용 태블릿PC(마이크로소프트의 서피스)와 저가 태블릿PC(구글의 넥서스7, 아마존의 킨드파이어2, 애플의 아이패드 미니) 출시 증가로 대폭 확대될 것이며, 2015년에는 전통적 개념의 PC시장을 추월할 것으로 예상된다.

특히, 콘텐츠의 소비 중심인 아이패드에서는 사용자층이 제한적이었지만, 마이크로소프트의 태블릿PC는 콘텐츠의 생산과 소비를 동시에 제공함에 따라 기존 노트북PC 사용자를 흡수하며 태블릿PC 사용자를 대폭 확대시킬 것으로 판단된다.

2013년 태블릿PC시장은 1) '윈도8'을 탑재한 태블릿PC의 고속성장과 2) 아이패드 미니 출시를 통한 태블릿PC의 다각화, 3) 저가 태블릿PC 보급 활성화, 4) 기업들의 태블릿PC 수요 확산 등으로 높은 성장세를 지속할 것으로 판단된다. 2013년 태블릿PC시장은 47.2%yoy 증가한 1억9,345만대에 달할 것으로 예상된다. 반면, 2013년 세계 PC시장은 소비자들의 기호변화와 경기부진 등으로 2.8%yoy 감소한 3억5,598만대에 그칠 전망이다.

도표 44 세계 PC 및 태블릿PC시장 전망



자료: IDC, Gartner, 유진투자증권



태블릿PC 성장이 반도체 산업에 미치는 영향 분석

태블릿PC 성장이 NAND 플래시메모리산업에는 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단된다. 태블릿PC에 내장되는 메모리용량이 기본적으로 16GB/32GB에서 32GB/64GB/128GB로 상향되고 있으며, 삼성전자의 최신 태블릿PC제품은 256GB까지 지원하고 있다.

이러한 태블릿PC시장의 성장은 탑재메모리 용량 증가와 함께 2013년 NAND 플래시메모리산업 회복을 주도할 것으로 예상된다. 따라서, 태블릿PC의 양적 팽창시대에서는 주요 NAND 플래시메모리업체인 삼성전자와 SK하이닉스가 큰 수혜를 받을 것으로 판단된다.

애플의 아이패드가 출시되고 태블릿PC가 성장하기 시작한 2010년에는 PC 판매량이 동시에 증가하였기 때문에, 전체 DRAM시장에는 긍정적인 영향을 주었다. 하지만, 태블릿PC가 기존 노트북PC를 본격적으로 대체하기 시작한 2011년 이후에는 사실상 PC향 DRAM 수요는 빠르게 둔화되고 있다. 특히, 윈도우용 태블릿PC와 저가 태블릿PC가 PC시장의 성장을 주도하는 2013년 이후에는 전체 PC향 DRAM 수요가 10% 이내의 저성장을 기록하는 데에 그칠 것으로 예상된다(당사 반도체 담당 이정 연구위원 견해 참조).

도표 45 세계 태블릿PC향 NAND 플래시메모리 수요량 전망

	2010	2011	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
태블릿PC							
출하량(천대)	17,576	59,954	131,388	193,450	266,961	333,701	393,767
탑재메모리 용량(MB)	12,000	18,910	24,000	50,000	70,000	96,000	128,000
NAND 플래시메모리 수요량(M MB)	210,916	1,133,720	3,153,303	9,672,491	18,687,253	32,035,291	50,402,191
증가율(%)		437.5	178.1	206.7	93.2	71.4	57.3
전체 NAND 플래시메모리 수요량(M MB)	9,833,277	17,418,642	28,723,404	44,552,536	66,535,974	97,431,760	140,740,392
증가율(%)		77.1	64.9	55.1	49.3	46.4	44.5
태블릿PC향 NAND 플래시메모리 수요량(M MB)	210,916	1,133,720	3,153,303	9,672,491	18,687,253	32,035,291	50,402,191
태블릿PC향 NAND 플래시메모리 비중	2.1	6.5	11.0	21.7	28.1	32.9	35.8

자료: IDC, Gartner, 유진투자증권



태블릿PC 수혜주 정리

미국의 경기 회복과 이로 인한 태블릿PC 중심의 IT수요 증가는 태블릿PC 기능향상과 태블릿PC기반의 IT 생태계 조성을 지속시킬 것으로 예상된다. 2013년은 태블릿PC가 더욱 대중화되며 태블릿PC 관련 업체의 수혜는 지속될 것으로 전망한다(도표 46 참조).

도표 46 태블릿PC 성장 수혜업체

구분	업종	종목
하드웨어	디스플레이	삼성전자, LG디스플레이, 일진디스플레이, 에스맥
	AP칩 및 NAND메모리	삼성전자, SK하이닉스
	2차전지	삼성SDI
	카메라	LG이노텍, 삼성전기
소프트웨어	모바일 소프트웨어	NHN, 게임빌, 컴투스, 한글과컴퓨터

자료: 유진투자증권



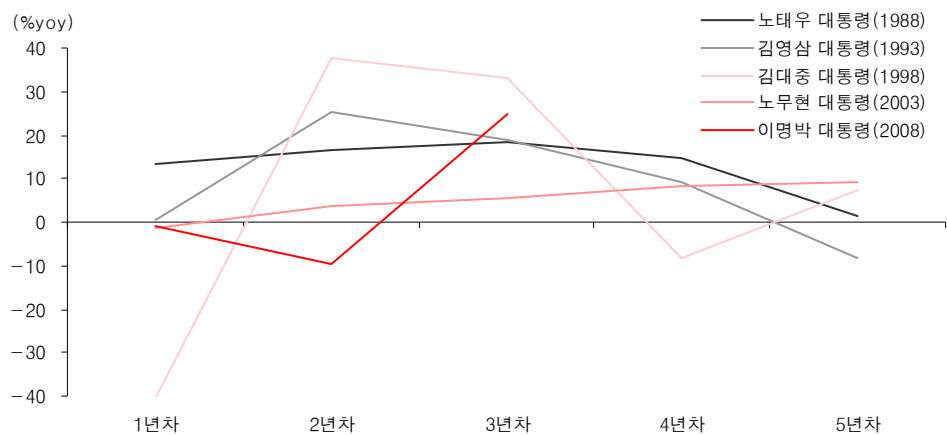
지주사: 설비투자 Bottom out 수혜

신임 대통령 1년차의 특징: 설비투자 사이클 본격화

대통령 임기후반에 지연된 설비투자는 대통령 임기 1~2년차에 크게 개선되는 것으로 나타났다(도표 47 참조). 국내 기업들은 임기후반부인 대선 당해연도에는 정치적 불확실성으로 설비투자 증설에 소극적이지만, 새로운 행정부가 출범된 이후에는 적극적인 설비투자 사이클을 가동했던 것으로 판단한다.

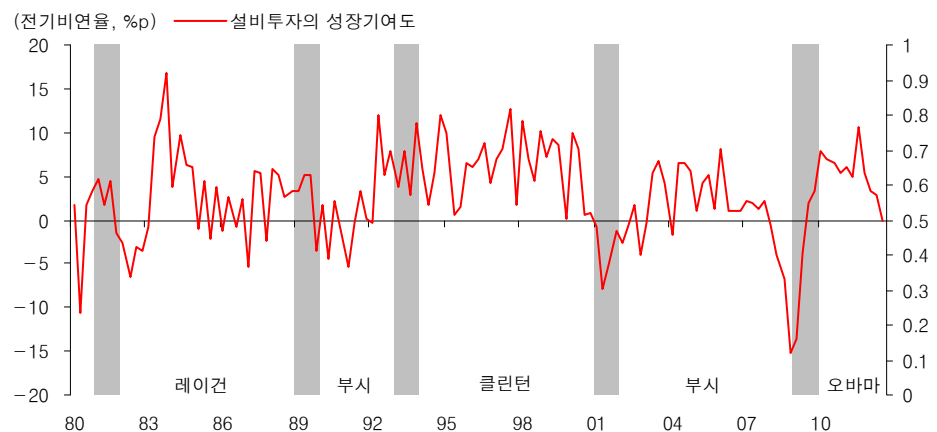
이러한 선거사이클의 영향은 한국 뿐만 아니라 미국의 사례에서도 일반적으로 나타난다. 미국 역시 선거 전에는 정치적 불확실성으로 투자위축이 이어지나, 선거 이후 정상화되면서 경제성장을 견인하는 것으로 나타났다(도표 48 참조). 금번 선거사이클은 한국과 더불어 G2에서도 동시에 이뤄진다는 점에서 신뢰도는 높은 상황이라고 해석한다.

도표 47 한국 대통령 임기별 설비투자: 임기 1~2년차에 강한 상승세



자료: 한국은행, 유진투자증권

도표 48 미국 대통령 임기별 설비투자: 임기 초반 강제현상은 한국과 유사



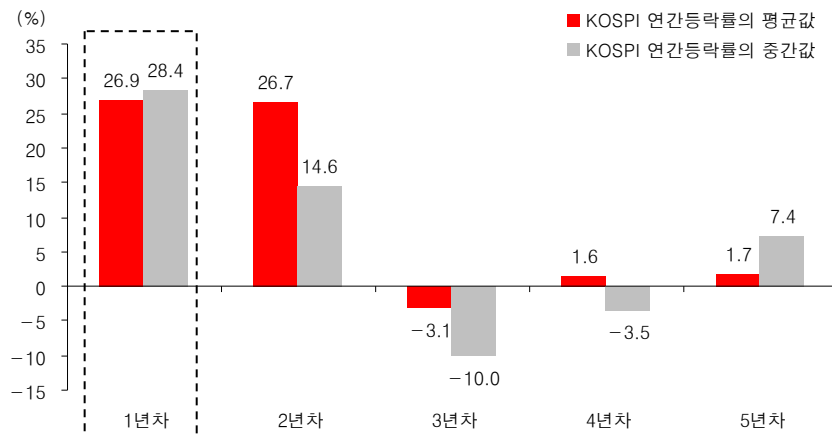
자료: 한국은행, 유진투자증권

신임 대통령 1년차의 Good Performers: 설비투자 영향을 받는 산업재(지주사)

이러한 설비투자 사이클의 영향으로 KOSPI 역시 대통령 임기 1~2년차에 양호한 성과를 나타내고, 임기 후반부에 약세를 보이는 주가패턴이 대체적으로 발견된다(도표 49 참조). 미시적으로 본다면 기업의 설비투자 확대는 해당기업의 매출 성장을 후행적으로 가져오기 때문에 관련기업의 주가 모멘텀에도 긍정적인 반응을 유도했던 것으로 파악한다.

한국증시의 대선 효과를 감안하여 신임 대통령 1년차에 상승확률이 높은 17개 종목을 피킹하였다. 1988년 이후 집권 1년차에 상승확률 80%의 플러스 수익률을 나타내는 종목군이며, 2008년의 경우 금융위기 국면임을 감안하면 사실상 상승확률 100%를 나타내는 종목군이다. 17개 종목군 중 9개가 산업재(지주사, 건설, 기계, 조선)로서 설비투자 사이클에 영향을 받을 가능성이 큰 업종군으로 판단한다(도표 50 참조).

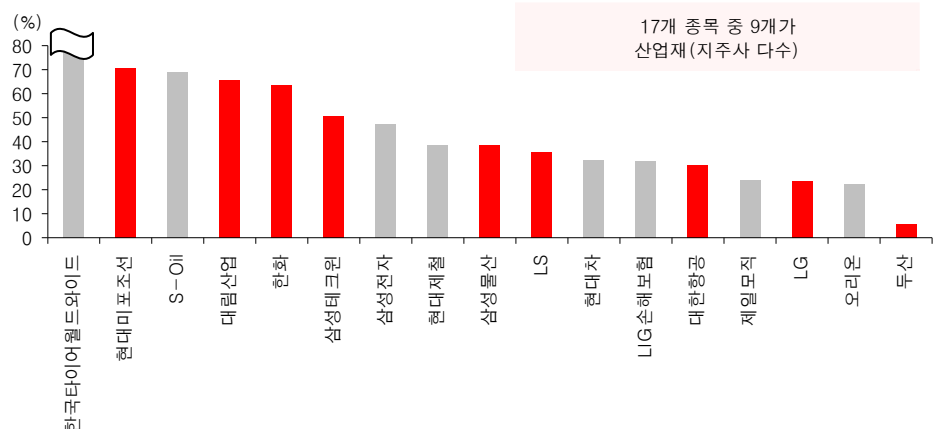
도표 49 한국 대통령 임기별 KOSPI등락률: 임기 1년차 긍정적



자료: KRX, 유진투자증권

주: 1981년 이후 대통령 임기연도별 KOSPI 연간등락률로 산출함

도표 50 1988년 이후 집권 1년차에 상승확률 80%를 나타낸 17개 종목군



자료: 퀀티와이즈, 유진투자증권



신임 대통령 1년차의 수혜주로서 지주사 주목

산업재 중에서도 당사는 지주사를 주목한다. 현재 일부 산업재 중 조선, 건설 등은 유럽 금융권의 디레버리징, 중동 수주모멘텀의 부진의 영향권이라는 점에서 적극적인 비중확대에는 대외변수에 대한 확인과정이 필요할 것이다. 이에 반해 지주사의 경우 사업포트폴리오 효과로 위험분산 효과가 있고, 설비투자과 관련된 자회사의 모멘텀 강화 시 동반 수혜가 기대된다는 점에서 유리하다고 판단한다.

설비투자 Bottom out 수혜 업종으로서 산업재 중 지주사를 추천하며, 특히 역사적 평균 PBR 대비 기준으로 LS, 두산, 한화 등은 저평가 매력이 높은 것으로 해석한다(도표 52 참조).

도표 51 12mF PBR 한화, 두산, LS가 평균대비 낮은 밸류에이션

종목	12mF PBR		
	3년 평균	1년 평균	현재
한화	0.76	0.44	0.43
SK	0.53	0.44	0.46
효성	0.79	0.63	0.66
두산	1.06	0.80	0.74
CJ	0.73	0.64	0.77
LS	1.19	0.88	0.88
LG	1.17	0.87	0.96

자료: 퀀티와이즈, 유진투자증권



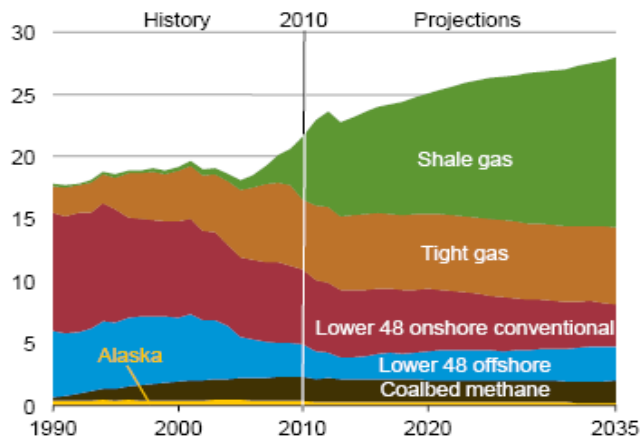
오바마 수혜주 1: 셰일가스

셰일가스 생산 증가로 인한 천연가스 가격의 약세는 지속

2009년 오바마 대통령의 신정부 출범 이후 신재생에너지는 지속적인 관심을 받았다. 집권 초기에는 태양광, 풍력, 바이오 에너지가 오바마 정부의 조명을 받으며 산업의 성장이 나타났고, 집권 후기에는 2012년 1월 연두교서를 통해 오바마는 셰일가스 개발을 강조했다. 과거에는 환경문제로 인한 정부의 정책 리스크가 존재했지만, 오바마 대통령이 2020년까지 셰일가스 생산을 통해 60만개의 일자리를 창출하고 에너지 자립도를 높이겠다고 발표함으로써 셰일가스 생산은 활발해졌다.

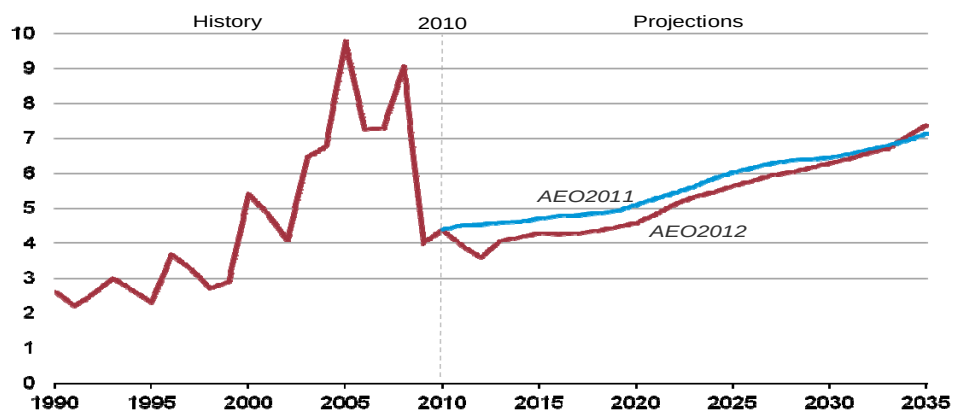
오바마 대통령은 2012년 11월 7일 대통령 당선 연설에서도 수입석유로부터의 독립화에 대해 언급했다. 오바마의 연임으로 인하여 셰일가스 생산증가는 지속될 것이다(도표 53 참조). 이러한 미국의 에너지 정책과 관련해서 국내 기업의 수혜는 2013년에도 지속될 것으로 판단한다. 오바마 미국 대통령 재선 성공으로 미국 셰일가스 개발 확대 지속되어, 북미 천연가스 가격은 크게 상승하지 않을 전망이다(도표 54 참조).

도표 52 미국 셰일가스 생산량 증가



자료: EIA, 유진투자증권

도표 53 미국 천연가스 가격 전망치는 셰일 가스 생산량 증가로 점차 하락



자료: EIA, 유진투자증권



세일가스 수혜주: 한국가스공사, SK가스

〈한국가스공사〉

북미 세일가스 생산량 증가로, 천연가스 가격은 약세가 지속 될 것으로 전망한다. 한국의 북미 천연가스 수입 가격은 현재보다 33.3% 낮아질 전망이다. 현재 도입가격보다 \$6.0/mmbtu (현재 가격의 33.3%) 낮게, 연간 590만톤(=LNG Canada 240만톤 + Sabin Pass 350만톤) 을 수입하면, 연간 미수금 감소액은 1.2조 원인 것으로 추정한다. 또한, 간접적으로는 북미 shale gas가 저가에 수입되면, 대부분의 물량을 차지하는 중동산 천연가스 가격도 하락할 것으로 예상한다. 러시아산 가스도 현재 러시아의 희망 가격보다 낮게 수입 할 수 있을 것으로 예상된다. 저가 천연가스 물량이 확대되면, 연간 미수금 감소액은 더 커질 전망이다. 비록 규제사업이더라도 미수금을 감소시켜, 저가 천연가스 도입은 기업가치 증가 요인이다.

〈SK가스〉

미국 세일가스 생산량 증가로, 이의 부산물인 미국 LPG 생산량도 증가할 것이다. 북미 LPG 가격은 하락했으며, 미국 LPG 수출량도 증가하고 있다. 북미 수출량이 증가하면, 중동에서의 잉여 물량 증가로, 중동산 LPG 가격도 하락할 전망이다. 북미와 아시아 LPG 가격 차이 확대로, 운송비와 터미널 비용을 고려해도, 북미에서 아시아로의 LPG 수입가격은 현재보다 37.2% 낮아질 전망이다. 한국의 LPG 수입 가격은 하락할 것으로 예상되어, LPG 수입사들의 유통마진(=판매 가격 - 원료 도입 가격) 확대될 전망이다. 이유는, 판매 가격이 원료 도입 가격에 비탄력적이기 때문이다. 또한, 프로판(LPG의 일종)에서 프로필렌을 제조하는 PDH 플랜트의 수익성은 높아질 전망이며, 향후 SK가스가 투자할 가능성이 있는 것으로 판단한다.

(이상 당사 유틸리티/자원 담당 주익찬 이사 견해 참조)



오바마 수혜주 2: 헬스케어

오바마케어는 약가 인하를 수반할 것으로 기대

오바마 대통령의 재선은 국내 헬스케어 산업에 긍정적인 영향을 끼칠 것으로 예상된다. 오바마는 2009년 대통령 당선 때부터 건강보험개혁법인 ‘오바마케어’를 추진하고 있기 때문이다. ‘오바마케어’는 의료보장 공보험화로 의료보험체계를 안정시키는 것이 정책의 목표이며, 2012년 6월 28일 미국 연방대법원에서 ‘개인의 의무가입규정’에 대해 합헌 판결을 함으로써 모든 미국인을 대상으로 하는 의무의료보험제도 도입을 지속 추진하게 되었다.

오바마의 재선으로 보류되었던 의료개혁이 다시 진행될 것으로 판단한다. 이는 약가 자체의 하락을 수반하게 되며, 윤리적인 문제 때문에 논란이 있었던 바이오시밀러 시장에도 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단한다. 결과적으로 제약 원료를 싸게 공급받으려 하는 수요가 발생할 것이며, 제네릭의약품이나 바이오시밀러 시장의 성장이 가속화 될 것으로 기대한다.

따라서 약가 인하의 관점에서는 원료의약품의 미국 내 수입이 증가할 것으로 예상하며, 현재 미국에 원료의 약품을 공급하는 국내 업체인 유한양행의 수출 증대가 기대된다. 또한, 바이오시밀러 시장이 확대될 경우에는 셀트리온의 수혜를 예상한다. 그리고 바이오시밀러 시장의 확대는 진단시장의 확대를 수반하기 때문에 셀트리온과 더불어 씨젠의 수혜를 예상할 수 있다.

도표 54 오바마케어 수혜 종목

기업명	시가총액(십억원)	P/E		EPS	P/B	ROE
		2011년	12M(F)	12M(F)	12M(F)	12M(F)
유한양행	2,108	22.9	18.3	10,312	1.6	9.7
셀트리온	4,444	26.4	-	-	-	-
씨젠	989	105.3	35.1	2,153	11.5	39.5

자료: 쿼티와이즈, 유진투자증권



VII. 결론: 2013 새정부 새출발, 긍정적 효과 예상

2013년 Target KOSPI 2,220pt

2013년 국내증시의 복원국면을 전망하는 근거는 1) top-down 관점에서 새정부 출범에 따른 글로벌 경기 부양기조 강화와 이에 대한 실물지표의 반응에 따른 경기모멘텀 부활, 2) bottom-up 관점의 이익레벨 상향 전망의 반영 등이다. 국내증시는 2013년 상반기 중 2011년 고점인 KOSPI 2,231pt에 근접하는 강세장이 도래할 것으로 예상된다.

밸류에이션 정상화는 곧 PER 저평가의 완화과정을 의미하며, 1차적인 목표는 2011년 이후 12개월 선행 P/E 평균수준인 9.0배의 복원과정이라고 판단한다. 2005년 이후 12개월 선행 P/E의 평균인 9.9배지만, 유럽 재정위기 이후 글로벌 위험자산에 대한 할인 트렌드가 장기화된 점, 기업이익 전망의 감익 가능성 등을 고려하면 해당 위험요소가 본격화된 2011년 이후 12개월 선행 P/E 평균수준인 9.0배가 현실적인 2013년 밸류에이션 정상화의 Target이 될 것이다. 이와 같은 논리를 통해 2013년 선행 P/E 9.0배를 수익가치 상단으로 적용하여 2013년 예상 KOSPI 최고치를 2,220pt로 제시한다(도표 55 참조).

물론 컨센서스 상 2013년 국내기업의 영업이익 전년대비 증가율은 +20%로 큰 폭의 이익성장이 기대되지만, 최근 실제 PER과 전망 PER 차이가 역사적 평균을 상회하며 증가 중이기 때문에, 이익추정의 변동성이 커질 수 있음을 감안하여 보수적인 밸류에이션을 적용했음을 미리 밝힌다(도표 57 참조).

한편 12개월 선행 P/E의 최저값은 2008년 리먼 사태 당시 6.4배, 2011년 유럽위기 당시(9월 말) 7.7배로 저점이 높아지는 양상이며, 2012년 그리스 선거국면 시의 8배 수준을 밸류에이션 하단으로 설정할 수 있을 것으로 판단한다. 2013년 저점으로는 상반기 중 12개월 선행 P/E 8배를 수익가치 하단으로 적용하여 KOSPI 1,790pt로 예상한다.

2013년 예상 KOSPI: 1,790~2,220pt

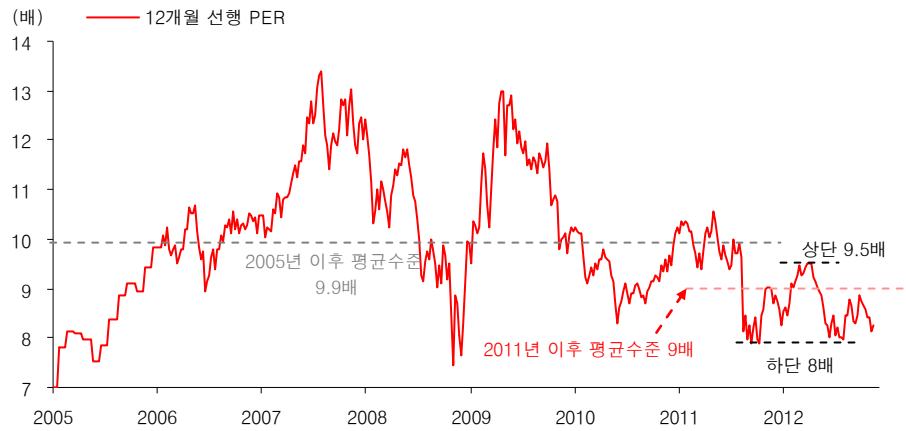
도표 55 12개월 선행 P/E 모형 : Target KOSPI 2,220pt

	8배	8.5배	9배	9.5배	10배	10.5배	11배
13.1Q	1,789	1,901	2,012	2,124	2,236	2,348	2,460
13.2Q	1,851	1,967	2,082	2,198	2,314	2,430	2,545
13.3Q	1,913	2,033	2,153	2,272	2,392	2,511	2,631
13.4Q	1,976	2,099	2,223	2,346	2,469	2,593	2,716

주: 각 분기 평균 기준으로 12개월 선행 EPS 적용
자료: 퀀티와이즈, 유진투자증권

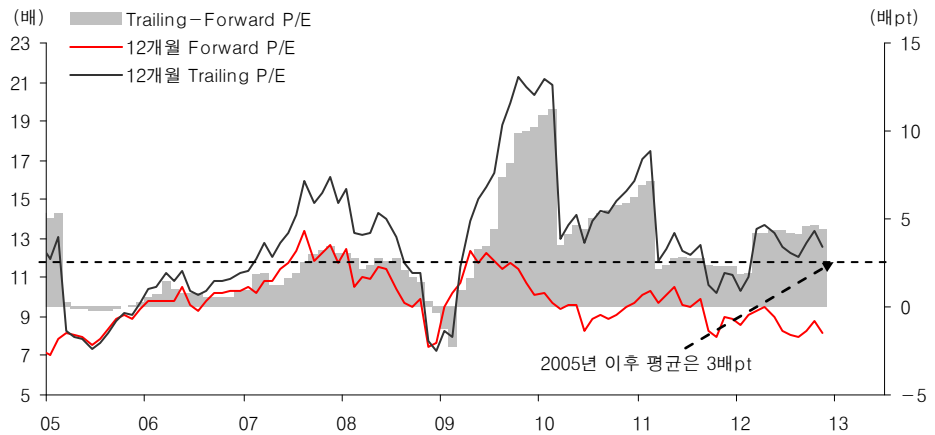


도표 56 한국증시의 12개월 선행 PER: 2011년 이후 평균수준인 9배 복귀과정



자료: I/B/E/S, 유진투자증권

도표 57 실제P/E와 전망P/E의 간극이 커짐: 이익추정의 변동성 확대



자료: I/B/E/S, 유진투자증권



투자전략: 2013년 주식비중 확대 추천

당사는 2013년 국내증시 경로로 N자형의 상고하자 국면을 전망한다.

앞서 살펴본 바처럼 1Q13에는 미국의 추가경기부양, 재정절벽 타결 등으로 인해 상승 촉매제(catalyst)가 풍부할 것으로 예상된다.

다만 2Q13 중에는 이탈리아 총선에 따른 정치적 불확실성이 커지면서 조정국면이 출현할 것으로 전망한다.

이후 본격적인 주가 상승국면은 하반기에 가능할 것인데, 미국은 상반기 투여된 추가 경기부양효과가 경제 지표에 반영되면서 경기사이클은 Bottom out을 넘어 경기회복 중기국면에 진입할 것이다. 한국도 상반기 재정조기집행 효과, 국내 기업들의 설비투자 사이클 개시 등이 경제지표 및 기업실적에 반영될 것이다. 또한 중국의 신정부 출범에 따라 그 동안 지연된 투자활성화도 상당부분 진행되면서 한국과 EM 지역의 경기 정상화 국면이 본격화될 것으로 예상된다.

업종전략을 선택하는데 가장 중요한 근거로서 오바마 정부 출범 및 미국의 추가 경기부양 효과를 고려하여 IT와 지주사, 그리고 셰일가스, 헬스케어를 추천하고자 한다.

도표 58 2013년 KOSPI 분기별 전망

구분	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
예상밴드	1790~2120	1850~2080	1910~2150	1970~2220
시장 방향성	안도랠리	조정국면	안도랠리	강세국면
주가 촉매제	- 미국 QE4 혹은 OT3, 재정절벽 타결 - 연말특수 효과 경제지표 반영 - 스페인의 전면적 구제금융, 그리스 긴축이행 기간 연장 - 중국 전인대를 통한 신정부 출범	- 미국 경기부양에 따른 후행적인 경제지표 반영 - 중국-EM 경기방향성의 Bottom out	- 미국은 상반기 투여된 경기부양 효과로 경기사이클은 회복중기 국면에 진입 - 중국-EM의 빠른 경제지표 정상화	- 미국은 상반기 투여된 경기부양 효과로 경기사이클은 회복중기 국면에 진입 - 중국-EM의 빠른 경제지표 정상화 - 연말특수 기대심리 고조
위험 요인	- 이스라엘-이란 충돌 가능성 - 경기논쟁 지속	- 이탈리아 총선에 따른 불확실성 - 유럽 채무과다국의 국제만기 도래 집중	독일 총선에 따른 불확실성	미국의회 예산안 교착 가능성
총평	미국의 추가경기 부양 및 재정절벽 타결로 인한 안도랠리 예상	이탈리아의 긴축 및 개혁정책에 대한 피로감으로 '반긴축-반인U' 노선이 등장할 경우 금융시장은 조정국면이 출현할 것임	- 상반기 재정조기집행 효과, 국내 기업들의 설비투자 사이클 개시 등이 경제지표 및 기업실적에 반영 - 중국의 신정부 출범에 따른 지연된 투자활성화도 상당부분 진행될 것으로 예상	- 미국은 상반기 투여된 추가 경기부양효과(QE4 혹은 OT3)가 경제지표에 반영되면서 경기사이클은 경기회복 중기국면이 본격화될 것으로 전망 - 중국-EM의 경기정상화로 위험자산 선호현상 강화

자료: 유진투자증권



[참고] 2013년 주요 이슈 및 유진 Top Picks

도표 59 2013년 주요 이슈 및 Top Picks

업종	애널리스트	업종의견	2013년 주요 이슈	Top Picks
철강/금속	김경중	비철: Overweight	금은가격은 미국의 재정적자, 부채한도확대 등으로 강보합	고려아연
		철강: Neutral	철강가격은 중국의 공급과잉과 저성장으로 계절적인 변동 즉 연말 반등하여 봄이후 여름약세 가을 반등 강관 미국덤프규제우려, 하이스코 뉴질랜드유전 시추성공	포스코, 현대제철: 트레이딩매매
반도체/ 디스플레이	이정	반도체: Overweight	서피스의 출시로 태블릿PC가 양적 팽창시대에 진입할 전망.	삼성전자
		디스플레이: Overweight	NAND플래시메모리/AP칩은 긍정적이나 DRAM에는 부정적 제한적인 CAPA 증가, 저가TV시장 확대, LCD-TV 대형화, UD- TV시장 형성, AMOLED-TV 출시 지연 등으로 회복세 시현 전망	LG디스플레이
통신/인터넷	김동준	통신: Overweight	LTE 망 구축과 관련한 CAPEX 및 마케팅 비용 감소, LTE 가입자 증가로 인한 ARPU 상승이 본격화됨에 따라 이익 개선 전망	KT, LG유플러스
		인터넷/게임: Overweight	일본 스마트폰 사용자를 선점한 LINE을 통해 모바일 게임 업체들의 이익 증대 효과가 극대화될 전망	NHN, 게임빌
유틸리티/운송	주익찬	유틸리티: Overweight	한국가스공사: 자원지분량 증가로, 자원가치 지속 증가	한국가스공사
		운송: Neutral	SK가스: 북미 LPG 도입과 PDH 플랜트 투자 결정 예상 지역난방공사: 한국전력의 원전 가동을 하락으로, 발전시 이익 증가 예상	SK가스 지역난방공사
증권/보험	서보익	보험: Overweight	보험: 보험성장의 둔화, 이원자 역마진의 해소시기 불투명 가치주로서의 재평가가 남아있음.	삼성화재
화학/정유	곽진희	정유: Overweight	정제마진은 2012년과 유사한 수준 예상되나 아로마틱제품 강세로 정유사 실적은 견조할 전망. 증설 모멘텀도 보유해 성장성 반영 전망	GS
		화학: Neutral	화학업체들의 영업 환경은 바닥을 통과한 것으로 판단하나 2013년 화학 시장은 결국 수요가 변수이기 때문에 Top down 접근 필요	금호석유화학
은행	김인	은행: Neutral	2Q13까지 NIM 하락추세 지속 및 대출성장 둔화 예상. 이에 따라, 업황개선은 쉽지 않을 상황. 2013년도 순이익도 2012년에 이어 2년 연속 감소할 전망이다 전망이어서 이익모멘텀 크지 않은 상황	우리금융 BS금융
유통	김미연	유통: Overweight	내수경기 V 자 회복은 어렵겠지만, 차별적 추가흐름 진행예상 중저가 의류/화장품 등 MD개편으로 제 3차 성장기 맞은 홈쇼핑 비중확대 2013년 유통주내 EPS Growth 가장 큰 하이마트 비중확대	하이마트 CJ오쇼핑/GS홈쇼핑
		교육: Neutral	정권 교체 후에도 사교육 억제정책 지속 2014년도 서울대 수시 84% 확대, 수시에서 수능 철폐 사교육 어려움 지속 전망	청담러닝
미디어/엔터/레저	이우승	미디어: Overweight	Connected Device와 Mobile Device 확산, LTE 보급을 확대 방송 미디어 플랫폼 경쟁 확산, 방송 콘텐츠 needs 확대	SBS
		엔터/레저: Overweight	중국인 관광객 성장성 여전히 유효. 인바운드 관광산업의 수혜로 외국인 카지노, 여행주 성장 지속 전망	파라디이스
조선/자동차	장문수	자동차: Overweight	글로벌 자동차 수요 성장 둔화로 Top line 성장 제한적이나, 중국, 중소형차 중심으로 성장 지속 전망	현대차
		조선: Neutral	상선 시장 구조적 회복은 아직 이른 상황 수요 꾸준한 해양 부문의 수익성 방어는 프리미엄 요인	삼성중공업

자료: 유진투자증권



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

• STRONG BUY	추천기준일 증가대비 +50%이상
• BUY	추천기준일 증가대비 +20%이상 ~ +50%미만
• HOLD	추천기준일 증가대비 0%이상 ~ +20%미만
• REDUCE	추천기준일 증가대비 0%미만