

2013

주식시장 전망

2012.11.13
Market Outlook Report

갈등의 경제와 포커페이스

Senior Strategist 김형렬
3771_9773 / jeff2000@iprovest.com

갈등의 경제와 포커페이스 03

투자환경 / 생산과 소비의 톱니바퀴와 유동성이란 윤활유 07

2012 년 경제 리뷰와 2013 년 전망	08
펀더멘탈 개선의 조건은 소비와 생산의 선순환	11
선진국 소비, 고용회복과 신용안정이 관건	13
신흥국 소비, 실질소득을 높이는 구조적 변화가 필요	15
생산활동의 정상화, 정부의 역할이 중요	17
레버리지 투자를 위한 금융시장 안정 필수	21
밸류에이션에 영향을 주는 인플레이션 효과	23
비용효과를 자극하는 정책 선순환	25
2013 년은 가수요 보다 실수요 개선이 중요	30

밸류에이션과 전략/ 소비재산업의 지속 성장과 생산재의 부활 31

Summary : 소비재 산업의 지속 성장과 생산재의 부활	32
2012 년 기업실적 리뷰 및 좋은 개살구	33
2012 년 기업실적의 취약점은? 쏠림과 부진	35
2013 년 기업실적 전망은? 지속과 개선	37
2013 년 목표지수 산출을 위한 적정 PER 도출	39
Kospi 적정가치 선정을 위한 수정이익 산출	40
섹터별 투자순위는? IT > 금융 > 철강 > 화학	44
2013 년 Top Picks	46

갈등의 경제와 포커페이스

壬辰年 黑龍의 해라는 부푼 기대를 갖고 시작했던 2012년 주식시장이 어느덧 막바지에 이르렀다. 2012년 주식시장은 기대와 달리 2011년과 같은 上高下低 패턴을 나타냈다. 글로벌 금융불안이 한층 완화될 것으로 예상했던 것과는 상이한 경로를 나타낸 것이다. 2008년 금융위기 이후 글로벌 경제는 상당 부분 개선되었고, 경기회복 과정에서 발생하는 인플레이션 리스크를 가장 경계해야 할 것으로 보였다. 그러나 2분기부터 확대될 것으로 예상했던 경기회복 정도가 둔화되었고, 그리스 유로존 탈퇴 가능성과 스페인 디폴트 리스크가 더해지며 2012년 연초 기대를 흔들었다.

정책 리스크로 인한 혼란이 컸던 2012년 주식시장

2012년은 정책 리스크의 수위가 어느 때 보다 컸던 한 해로 기억된다. 유로존 주요국가의 지도자가 교체되고 유로존 회원국 간의 마찰이 체제 붕괴 위험으로 해석되며 시장 혼란은 더욱 가중될 수 밖에 없었다. 유럽 경제가 급속히 악화되는 사이 그 여파는 중국을 비롯한 신흥국 경제에 전달되었다. 1분기까지 8.1% 성장을 유지하던 중국 경제가 7%대 성장으로 추락하며 글로벌 경제의 경고등이 켜졌다. 더불딤 우려를 상쇄하며 성장세를 보이던 미국경제까지 성장 폭이 축소되며 불확실성이 재생산 되었다.

2012년 상반기가 끝날 즈음 세계경제는 암흑에 빠지는 듯 했다. 유럽 재정위기 불안은 완화되지 않았고, 주요국 경제 성장률은 순차적으로 하향 조정되었다. 경기모멘텀이 약화되면서 주식시장의 문제점은 바로 드러났다. 삼성전자와 완성차 기업의 실적개선이 유지되었음에도 불구하고 다른 산업의 실적은 2분기부터 어닝쇼크가 반복되었다. 경기 악화와 이익 감소, 더 나아가 연초부터 매수 열기를 보이던 외국인의 매도 전환, 주식 투자자는 기댈 언덕이 없다는 푸념을 입에 달고 살았다.

강력한 시장안정 의지를 보여준 선진국 중앙은행

약세국면의 전환 가능성까지 고민하던 시점에 극적으로 금융시장이 안정을 되찾았다. 2012년 런던올림픽 직전에 유럽 중앙은행의 드라기 총재는 유럽 국채시장 혼란을 막기 위해 더욱 강력해진 국채매입 프로그램(OMT, outright monetary transaction)을 발표한 것이다. 사실 유럽 국채시장은 디폴트 리스크의 반영 보다 수급 불균형이 원인이었다. 유럽 체제불안 우려가 확산되며 재정불량국에서는 뱅크런이 확산되었고, 스페인, 이탈리아 국채의 매도와 독일 및 프랑스 채권으로의 쏠림 매수가 강화되는 변화가 있던 것이다. 어쨌든 글로벌 금융시장은 드라기 총재의 발언에 환호했고, 금융시장은 안정을 되찾았다. 여기에 힘을 보태 9월 중순 미국 연준은 3차 양적완화정책을 발표했다. 글로벌 경기가 후퇴할 경우 더 큰 비용을 물어야 할 수 있는 위기감이 강도 높은 경기부양책을 이끌어 낸 것이다.

여기까지가 2012년 주식시장의 요약된 내용이다. 분명히 글로벌 경기는 회복세를 보였지만 글로벌 투자자가 기대했던 것과 비교해 완만하고 느린 회복 사이클을 그리고 있다. 2013년 주식시장을 예상하기 위해서는 현재의 상황을 인정하는 자세가 요구된다. 또 하나 지나친 비관적인 시나리오를 고민하는 杞憂를 경계해야 한다.

이미 중앙은행은 꺼낼 수 있는 모든 카드를 내놓았다. 시장경제가 미온적인 반응을 나타내는 것은 미국 대통령 선거가 끝난 후 해결해야 할 재정절벽 이슈, 지도자가 바뀔 중국의 미래를 점검하는 것뿐이다. 2013년 투자환경을 점검하면 여전히 다양한 갈등요인이 잠재된 것으로 판단된다. ① 경기부양의 방법, ② 세계경제가 부활하는 과정의 중심축, ③ 경기회복 속도를 높이기 위한 인위적인 버블의 ‘생성’과 ‘억제’ 등이 잠재된 갈등 요인이다.

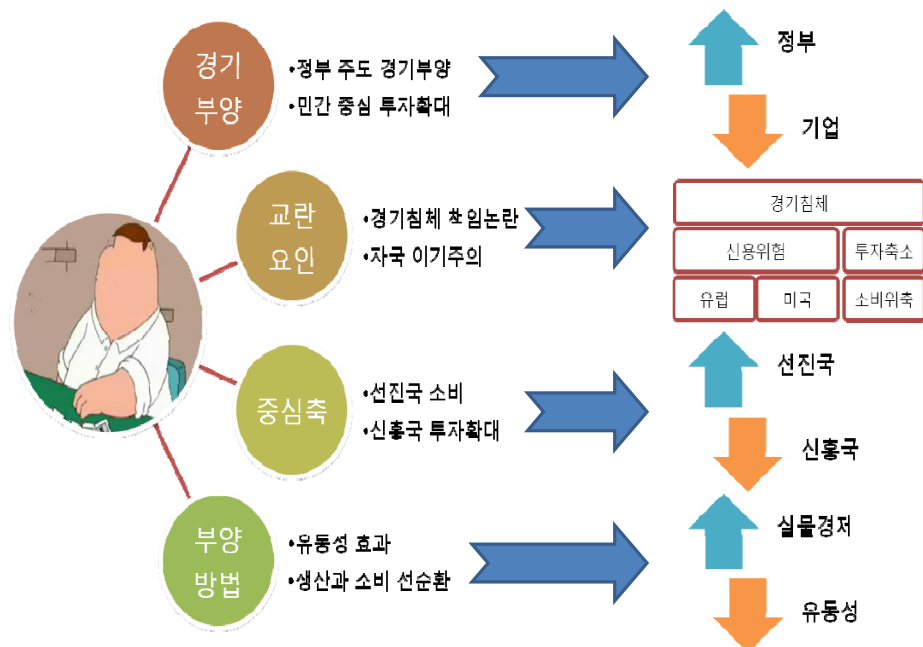
경기부양의 주도권, 정부 중심의 부양정책 필요

첫째, 신용위험이 반복되면서 경제 회생의 주도권을 누가 가지고 있는지 모호하다. 경제참가자(기업 및 개인)는 정부 주도의 경제회복을 바라고 있고, 재정불안의 짐을 갖고 있는 정부는 민간 기업이 중심이 되는 투자확대를 주장하고 있다. 이런 대립구도가 오래 지속될 경우 ‘규제’와 ‘소극적 투자’라는 악순환을 경험할 가능성이 높다. 2013년 이후로는 허용 가능한 범위에서 정부 주도의 부양정책 가동이 필요하다고 생각한다.

선진국과 신흥국의 힘겨루기는 지속될 전망

둘째, 경기여건이 어려워지며 자국 이기주의가 강해지고 있다. 미국과 중국을 시작으로 선진국과 신흥국의 미묘한 견제와 줄다리기가 반복되는 것이다. 세계경제의 중심축이 장기적으로 신흥국으로 이동할 가능성은 높지만, 지금은 선진국의 주도하에 세계경제를 좀 더 정상수준으로 되돌리는 과정이 요구된다. 선진국의 소비와 신흥국 생산의 선순환이 다시 가동되었을 때 글로벌 경제의 회복 속도가 빨라질 것으로 예상된다.

도표 1. 2013 년 세계경제, 다양한 갈등요인 잠재. 투자자는 포커페이스를 유지하는 것이 중요



자료: 교보증권 리서치센터

**유동성 효과의 한계는
존재, 실물경제의 회생이
중요한 시점**

마지막으로 경기회복 모습이 ‘풍부한 유동성’과 ‘실질경제 회복’ 중 어디에 의지하느냐이다. 유동성 효과는 한시적으로 경제가 활력을 되찾는 것처럼 보이게 만들어 시장 기대심리를 회복시키고, 투자와 소비의 선순환을 이끄는 것을 말한다. 그러나 이 과정이 오래 지속될 경우 일본경제와 같은 헤어날 수 없는 유동성 함정에 빠질 수 있다. 그런 우려는 최근 3차 양적완화정책이 발표된 이후에도 나타나고 있다. 따라서 2013년 이후에는 유동성 효과 보다 실질경제 회복에 맞춘 점진적인 펀더멘탈 안정을 기대해 보아야 한다.

2013년 주식시장의 타이틀을 ‘갈등의 경제와 포커페이스’라는 표현을 쓴 것은 세계 경제, 기업실적 등 다양한 변수를 두고 우리의 현재 모습을 기억하며 대응하자는 뜻이다. 시장경제가 갈등의 변수를 많이 품고 있게 되면 혼란스러움이 자주 등장할 가능성이 높다. 이는 주식시장의 변동성으로 표현될 수 있고, 그 변동성에 현혹되어 우리는 주식시장의 적정 추세를 오판할 가능성이 높다. 현재 세계경제 및 글로벌 주식시장은 많은 갈등의 요소를 갖고 있다. 그러나 내가 가지고 있는 카드는 나쁘지 않다. 유럽경제가 역성장을 반복하고 중국 성장률 둔화가 이어짐에도 우리 경제의 둔화폭은 제한적이다. 특히나 우리기업의 실적은 수출모멘텀이 크게 둔화되었음에도 불구하고 성장세가 유지되고 있다. 나쁜 카드가 아니다. 대신 환호하며 흥분할 상황도 아니다. 지금은 포커페이스를 유지하는 것이 필요하다. 차분한 자세로 기다린다면 세계경제가 깜짝 놀랄 수 있는 로열 스트레이트 플러쉬(Royal Straight Flush, 포커게임에서 가장 높은 패)를 갖추게 되지 않을까?

2013년 Kospi 예상밴드 1,750p~2,150p

2013년 주식시장의 예상밴드는 1,750p~2,150p를 제시한다. 공교롭게도 지난해 10월에 발표했던 2012년 예상밴드와 차이가 없다. 가장 큰 이유는 2011년 대비 2012년 기업이익의 변화가 크지 않았고, 글로벌 경기여건을 고려할 때 2013년 예상이익도 합리적인 수준에 그칠 가능성이 높기 때문이다. 2013년 적정Kospi는 2013년 수정 당기 순이익을 105~110조원으로 가정할 경우 1,900p~1,977p로 산출된다. 즉 Kospi 1,900p 이하 영역은 주식비중을 높이는 매수 구간으로 예상한다. Target Kospi는 지난 4년간 최저 Yield gap(6.0%p)과 국고채 3년물 금리(2.6%)를 기준으로 산출된 Target PER 11.6배를 적용할 경우 2,150p로 예상한다.

도표 2. 2013년 순이익을 105조원으로 가정할 경우 2013년 Kospi 적정가치 시나리오

(단위: 조원, 배, p)

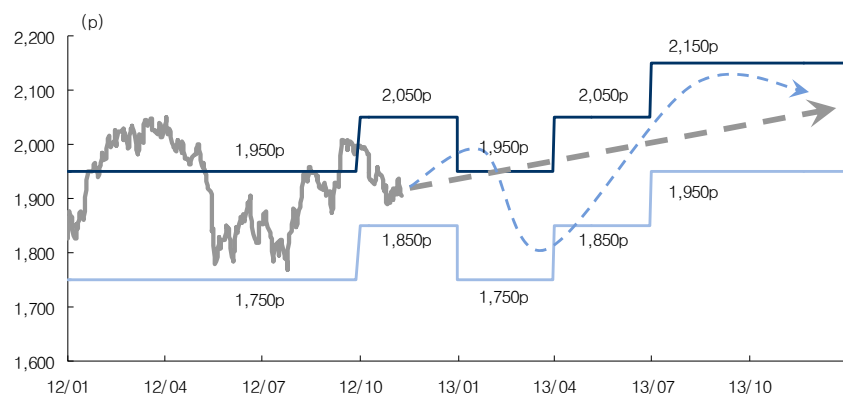
구 분	2012년	2013년	12개월 예상순이익	12개월 예상PER	이익수정비율(%)	발생확률(%)	Kospi Fair Value	Band
Scenario I	94.6	90	90.7	11.9	-26.0	0	1657.6	1,500p~1,860p
Scenario II	94.6	95	95.0	11.3	-21.9	0	1732.5	1,560p~1,950p
Scenario III	94.6	98	97.7	11.0	-19.4	20	1778.1	1,600p~2,000p
Scenario IV	99.6	121.6	119.8	9.0	-	0	2152.3	1,950p~2,420p
Scenario V	99.6	115	112.4	9.5	-5.4	10	2051.9	1,850p~2,300p
Scenario VI	99.6	110	108.3	9.9	-9.5	30	1977.1	1,750p~2,250p
Scenario VII	99.6	105	104.1	10.3	-13.7	40	1900.4	1,700p~2,150p

자료: Wisesfn, 교보증권 리서치센터

2013년 주식시장 2~3분기 강한 시세분출 기대

2013년 주식시장의 연간 추세는 V자형 패턴을 예상한다. 4분기 실적과 미국 재정절벽 이슈로 인해 1분기 말까지 시장 불안감은 최고조에 달할 것으로 보인다. 그러나 재정감축 불안의 해소, 유럽과 중국경제의 순환적 회복, 물가 상승에 따른 생산재 산업(정유, 화학, 철강 등)의 실적 회복 등이 힘을 더해 2~3분기 강한 주가 상승이 있을 것으로 보인다. 3분기 직전부터는 독일 메르켈 총리의 선거를 전후로 유럽 재정위기 불안의 등장 가능성을 점검하며 변동성 국면을 대비하는 전략이 요구된다. 2013년 주식시장도 쉽지 않다. 그러나 기억하자. 최후의 승자는 포커페이스를 유지해야 한다.

도표 3. 2013년 종합주가지수 예상밴드와 궤적



자료: 교보증권 리서치센터

2013

주식시장 전망

2012.11.13

Market Outlook Report

투자환경

생산과 소비의 틱니바퀴와 유동성이란 윤활유

Senior Strategist / 김형렬

3771_9773 / jeff2000@iprovest.com

2012년 경제 리뷰와 2013년 전망

2013년 세계경제

원만한 회복국면 예상

2012년 세계 경제와 주식시장은 주가지수 흐름이 보여주듯 틀 안에 갇힌 답답함을 반복했다. 경제상황도 크게 다르진 않다. 가장 인상적이었던 점은 세계경제의 절대 강자 미국의 귀환을 확인했다는 것이다. 물론 미국경제 내부적으로는 많은 문제를 갖고 있다. 여전히 8%를 넘나드는 실업률, 애플을 제외한 다른 산업의 실적 부진, 곧 해결해야 할 미국 부채문제 등 과거의 패권국가의 모습과는 차이가 있다. 그러나 분명 긍정적인 신호도 많다는 점을 위안 삼을 필요가 있다. 모기지 채권시장을 비롯해 신용안정이 가계에 보탬이 되고 있고, 부동산 경기의 회복 징후가 강해지고 있다는 점이다. 2013년 1분기 재정감축 문제를 얼마나 원만히 넘기느냐가 중요하겠지만 2013년 미국경제는 세계경제가 정상화되는 데 버팀목이 될 것으로 예상한다. 거기다 침체에 빠져 있는 유럽경제, 성장 감속이 빨라진 중국경제의 개선 여부는 글로벌 주식시장이 상승하는데 우선 과제로 볼 수 있다. 한국경제는 대외여건이 악화된 기간 동안 잘 버텼다. 2013년은 잘 버티는 것 보다 경기회복의 氣를 빨리 흡수하는 것이 핵심이다. 2012년 부진했던 수출을 돌려놓고 침체된 내수시장을 자극해 주가 상승의 밑그림을 그려주어야 한다.

도표 4. 선진 주요국 실질 GDP 및 물가 전망

		2011	2012(F)	2013(F)	2012(F)				2013(F)			
					1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
미국	Real GDP(% YoY)	1.8	2.1	2.3	2.4	2.1	2.3	1.8	1.9	2.2	2.4	2.5
	CPI(% YoY)	3.2	2.2	2.0	2.8	1.9	1.7	2.2	1.7	2.0	2.1	2.1
유로	Real GDP(% YoY)	1.4	-0.4	0.4	0.0	-0.4	-0.8	-0.5	-0.2	0.2	0.6	1.0
	CPI(% YoY)	2.7	2.6	1.9	2.7	2.5	2.6	2.6	1.9	1.9	2.0	1.9
중국	Real GDP(% YoY)	9.3	7.8	8.0	8.1	7.6	7.4	8.0	8.1	8.2	8.0	7.6
	CPI(% YoY)	5.4	2.9	3.3	3.8	3.3	2.0	2.5	3.0	3.2	3.3	3.5
일본	Real GDP(% YoY)	-0.8	2.3	1.2	2.9	3.2	1.6	1.8	0.7	0.8	1.1	1.3
	CPI(% YoY)	0.0	0.1	0.1	0.3	0.1	-0.2	0.0	-0.1	0.0	0.2	0.1

자료: 교보증권 리서치센터

도표 5. 2013년 한국 주요 경제지표 전망

구 분	2011	2012(F)	2013(F)	2012(F)				2013(F)			
				1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
GDP(% QoQ)	3.6	2.4	3.5	0.9	0.4	0.2	1.4	0.9	0.9	0.9	0.7
GDP(% YoY)	3.6	2.4	3.5	2.8	2.4	1.6	2.8	2.8	3.4	4.2	3.5
민간소비(% YoY)	2.3	1.7	2.7	1.6	1.2	1.5	2.5	2.2	2.5	2.7	3.3
건설투자(% YoY)	-5.0	0.2	3.3	2.1	-1.4	-1.3	2.1	3.3	4.0	4.5	1.3
설비투자(% YoY)	3.7	0.3	4.0	9.1	-2.9	-6.1	2.6	-5.2	4.0	9.8	8.2
경상수지(억달러)	265.0	334.6	240.0	25.6	111.9	147.1	50.0	40.0	50.0	100.0	50.0
상품수지(억달러)	310.0	288.1	250.0	13.4	95.4	79.4	100.0	60.0	70.0	80.0	40.0
수출(억달러)	5,552.0	5,540.0	6,136.4	1,348.8	1,402.1	1,412.5	1,456.0	1,460.8	1,566.1	1,522.1	1,587.4
수입(억달러)	5,244.0	5,225.9	5,696.3	1,335.4	1,306.8	1,349.6	1,330.0	1,392.8	1,443.6	1,418.2	1,441.8
소비자물가 (% YoY)	4.0	2.3	2.7	3.2	2.5	1.6	2.0	2.0	2.5	3.3	3.0
실업률(%)	3.4	3.3	3.2	3.4	3.5	3.3	3.3	3.4	3.4	3.2	3.2

자료: 교보증권 리서치센터

저금리 구조가 유지되는 글로벌 금융시장

2013년 경제 및 주식시장을 예상하면서 결론이 빨리 나는 부문은 정책이다. 통화정책은 이미 결정되어 있고, 2013년에 바뀔 가능성이 희박하기 때문이다. 선진국 정책금리는 마치 고정되어 있다고 할 정도로 저금리 기조가 유지될 것이다. 긴축완화 여지가 남아있는 신흥국은 경기여건에 맞춰 결정할 가능성이 높다. 당분간 저금리가 유지된다는 것은 인위적으로 기대인플레이션을 상승시켜 경기회복을 앞당기는 효과도 있지만, 당분간 우리가 저금리 환경에서 얻어야 할 것은 신용시장이 좀 더 안정되는 것이다.

도표 6. 2013년 주요국 정책금리 및 환율, 국제유가 전망

(단위: %, 원, 달러, 유로)

	2011	2012(F)	2013(F)	2012(F)				2013(F)			
				1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
미국 정책금리(기말)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
유로 정책금리(기말)	1.00	0.75	0.50	1.00	0.75	0.75	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50
중국 정책금리(기말)	6.56	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
일본 정책금리(기말)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
한국 정책금리(기말)	3.25	2.75	2.75	3.25	3.25	3.00	2.75	2.75	2.75	2.75	3.00
원/달러 환율(평균)	1128.04	1126.25	1052.50	1135.00	1140.00	1130.00	1100.00	1080.00	1050.00	1050.00	1030.00
엔/달러 환율(평균)	79.48	80.17	82.38	82.87	79.79	79.00	79.00	80.00	82.00	83.50	84.00
위안/달러 환율(평균)	6.44	6.15	6.00	6.20	6.20	6.20	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
달러/유로 환율(평균)	1.37	1.28	1.32	1.28	1.29	1.25	1.30	1.31	1.32	1.32	1.32
WTI(평균, 달러/배럴)	94.76	95.33	97.50	103.00	95.30	93.00	90.00	92.00	95.00	100.00	103.00

자료: 교보증권 리서치센터

신용불안이 재현되지 않는다는 가정을 할 때 개인은 소비를 앞당기게 되고 기업은 낮은 자금조달 비용으로 인해 투자를 늘리고 생산성을 향상시키게 된다. 지나치게 빠른 물가 상승은 오히려 경제에 해가 될 여지가 높다. Slow Inflation 환경은 당분간 유지될 것이다. 그래서 가격전가가 어느 때 보다 쉬운 내구재 산업의 호황기는 계속될 것이다. 내구재 산업이 정채국면에 진입하는 것은 수요 리스크가 확대되고 재고손실의 위험이 높아졌을 때 위기에 직면할 가능성이 높다. 그러나 펀더멘탈은 느리지만 회복되는 방향성을 신뢰하는 것이 좋다. 좀 더 경기회복에 대한 확신이 섰을 때는 생산재, 자본재 산업의 업황 회복이 시작될 것으로 보인다.

순이익 100조원 시대를 준비하는 주식시장, 우상향 추세에 대한 신뢰 필요

우리 주식시장은 지난 3년간 연평균 95조원에 달하는 순이익을 기록하고 있다. 그 만큼 시장의 적정가치가 2008년 금융위기 이전 보다 상승했음을 의미한다. 특히나 수년간 미국과 유럽 등 선진국 경제가 정상적이지 않았음에도 이 같은 결과를 보였다. 연간 순이익 100조원 시대는 선진국 소비가 정상화 되는 과정에 만들어질 가능성이 높다. 결국 우리 주식시장의 우상향 추세에 대한 신뢰는 강건하게 유지해야 한다.

도표 7. 2013년 글로벌 경기여건과 주식시장 전망



자료: 교보증권 리서치센터

펀더멘탈 개선의 조건은 소비와 생산의 선순환

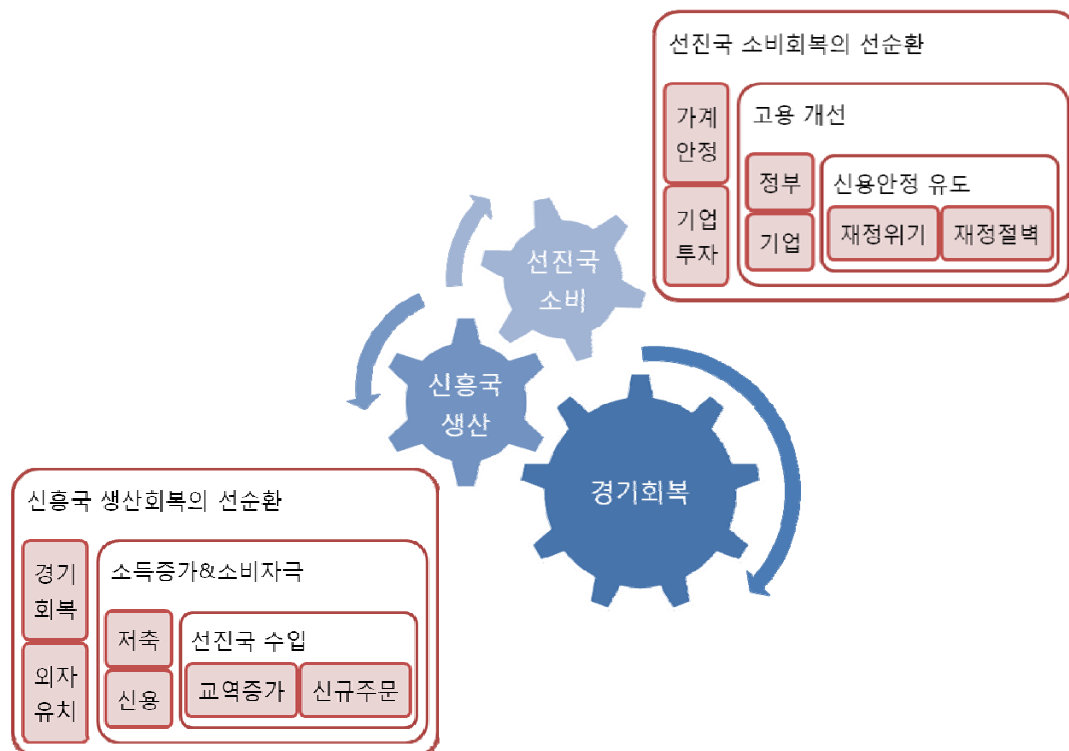
장기적으로 세계경제의 중심축은 신흥국으로 이동

세계경제의 중심축은 분명 바뀌어 가고 있다. 비단 미국과 유럽 경제가 재정위험에 노출되어 경기침체 위기에 반복적으로 직면해서가 아니라 신흥국 경제의 성장은 상당 기간 지속될 것이기 때문이다. 따라서 세계경제는 신흥국 경제의 소비에 상당 부분을 의존할 가능성이 높다. 그러나 선진국 경기둔화가 계속되며 신흥국 경제가 위협받고 있다. 세계의 공장지로 불리던 중국은 수출 기여도가 마이너스를 유지하고 있고, 자원생산 비중이 높은 브라질, 러시아 등 브릭스 국가의 경제도 빠르게 수축되고 있다.

단기적으로 경기여건 회복을 위해서는 선진국 경제의 정상화가 필수

2013년 세계경제가 좀 더 빠른 속도로 개선되기 위해서는 일시적으로 경제회복의 중심축이 선진국으로 전환되어야 한다. 선진국의 소비와 신흥국의 생산국이 균형점을 찾아야 장기성장의 바탕이 마련되게 된다. 선진국 경제는 우선적으로 금융불안의 강도를 최대한 낮추는 숙제를 해결해야 한다. 이를 바탕으로 고용회복, 소득증가, 소비로 이어지는 선순환을 보여야 한다. 선진국 소비가 정상화 될 경우 수요환경 안정을 바탕으로 신흥국 생산활동이 활력을 되찾게 된다. 이 변화는 신흥국 중산층 소득과 직결되고 세계 교역량은 증가하게 된다.

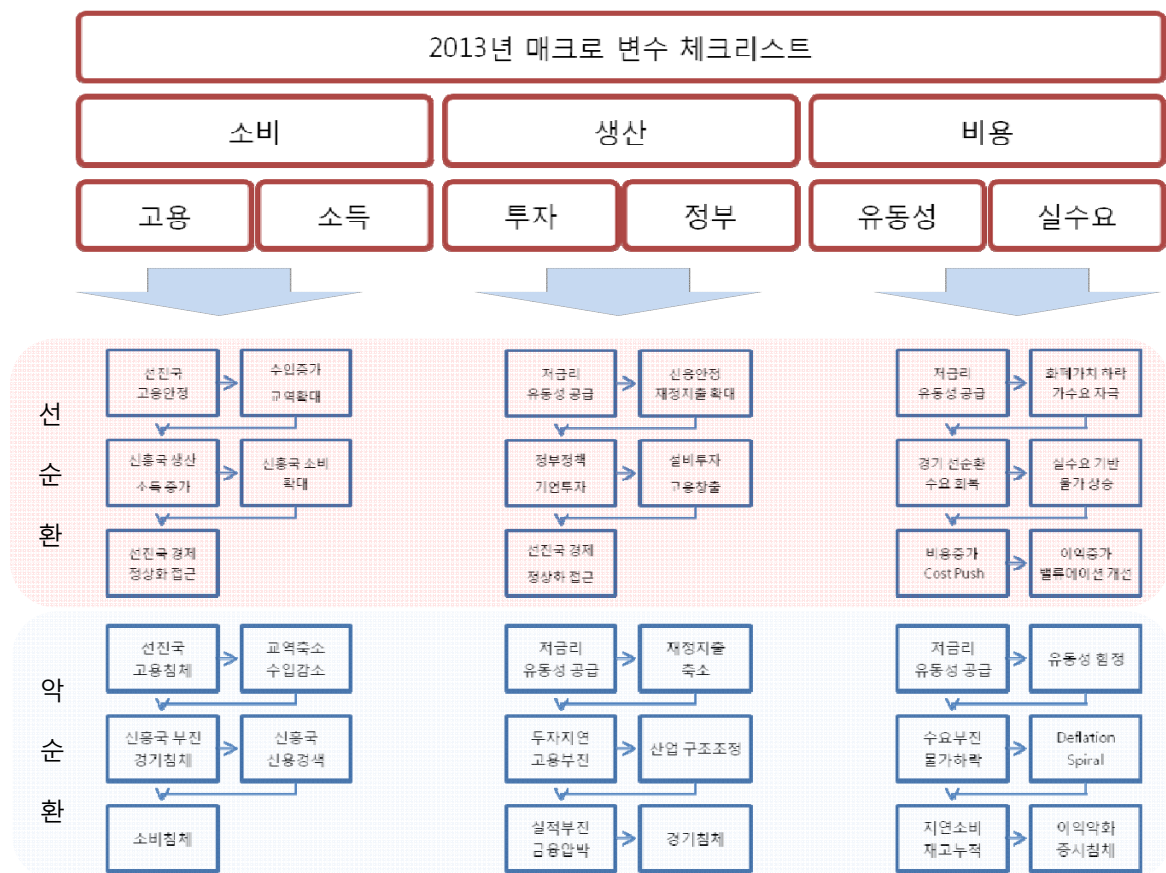
도표 8. 글로벌 경기회복의 조건은 선진국 소비와 신흥국 생산의 선순환 재현



자료: 교보증권 리서치센터

따라서, 소비환경의 변화는 선진국의 '고용'과 신흥국의 '소득'이 키워드가 될 가능성이 높다. 미국과 유럽의 고용여건은 분명 구조적인 문제점을 갖고 있지만 정부의 역할이 강화될 경우 개선될 여지도 크다. 신흥국의 '소득'문제는 단순히 선진국의 소비회복 가능 여부에만 의존해서는 안된다. 신흥국 스스로 노동집약 산업의 비중을 줄이고, 고부가가치 산업의 비중을 높여 실질임금 수준을 향상시키는 것이 중요하다. 그 사이의 역할은 정부와 기업이 동시에 책임져야 한다. 현재 유동성 환경은 투자를 확대하는데 최적의 조건이다. 정부는 경기회복을 앞당길 수 있는 다양한 부양정책을 실시해야 한다. 중앙은행의 저금리 정책만으로 시장경제가 자생적인 회복을 하는 데는 한계가 있기 때문이다. 생산과 소비의 선순환이 발생하면 자연스럽게 인플레이션이 발생하게 된다. 물가요인의 상승은 경제와 기업이익의 총량을 증가시켜 경기회복 속도를 앞당기게 된다. 이 모든 상황이 2013년 1년 안에 발생하는 것을 기대하는 것은 아니다. 다만 그 가능성을 높인다면 주식시장은 선제적으로 반영하기 시작할 것이다. 앞에 열거한 다양한 조건은 경제회복 및 주가 상승의 필수 조건이다.

도표 9. 2013년 주식시장 체크를 위한 매크로 변수 체크리스트

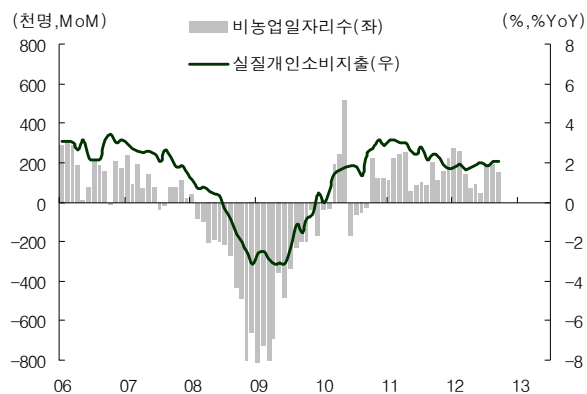


자료: 교보증권 리서치센터

선진국 소비, 고용회복과 신용안정이 관건

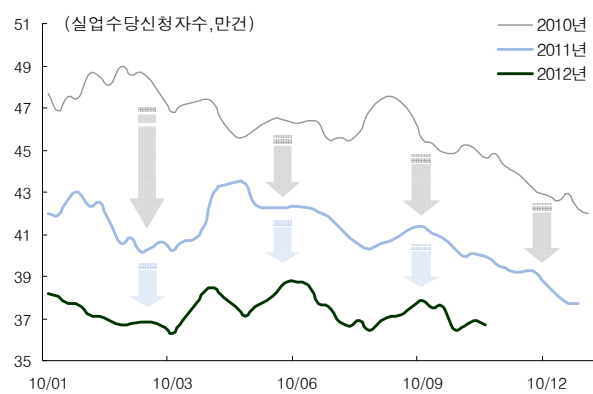
2011년 오바마 대통령은 감세와 지출을 두 축으로 하는 일자리 창출 법안(American Jobs Act)을 제안했다. 4470억 달러 규모에 달하는 이 경기부양책은 미 의회 상원에서 사실상 부결되었고, 부분적인 사항만 실행되었다. 오바마 대통령의 취임 초기와 비교하면 분명 미국 고용시장은 개선되었다. 그러나 이번 대통령 선거에서 재임이 결정되었다고 해서 2기 오바마 정부가 고용시장에 신경을 쓰지 않을 수 없다. 고용시장 안정은 미국경제에 있어 가장 중요한 소비와 직결되는 문제이기 때문이다.

도표 10. 미국 신규고용, 실질소비 회복의 직접적 영향



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

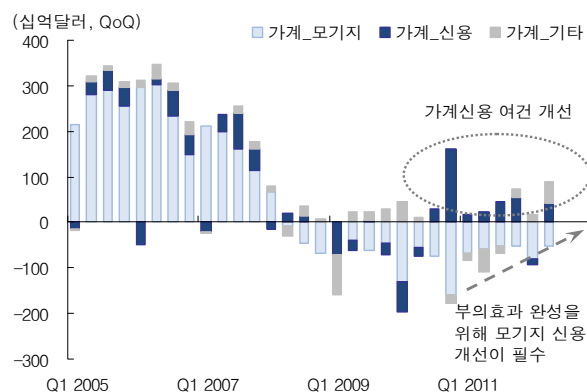
도표 11. 개선 조짐을 나타내는 미국 고용상황



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

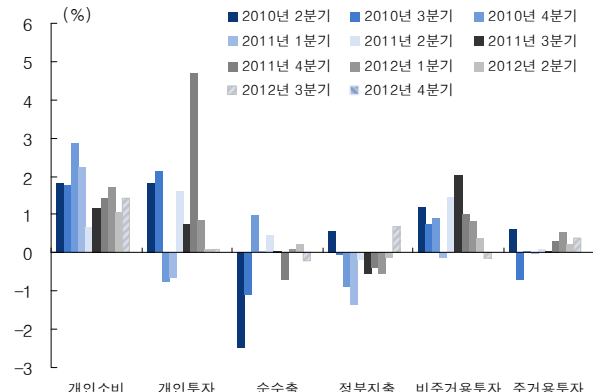
지난 2010년 이후 미국경제에서 소비의 기여도는 높은 수준이 유지되고 있다. 민간소비와 직결되는 고용창출의 노력은 2013년부터 박차를 가할 것으로 보인다. 미국 수요회복의 기대가 큰 것은 고용시장이 개선되는 것 뿐 아니라 개인대출 등 신용여건이 나아지고 있는 것이다. 저축률이 낮아지고 신용소비가 증가하는 것은 개인의 구매력 상승과 연결되는 점이다.

도표 12. 신용시장 안정도 점진적 도움을 줄 전망



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

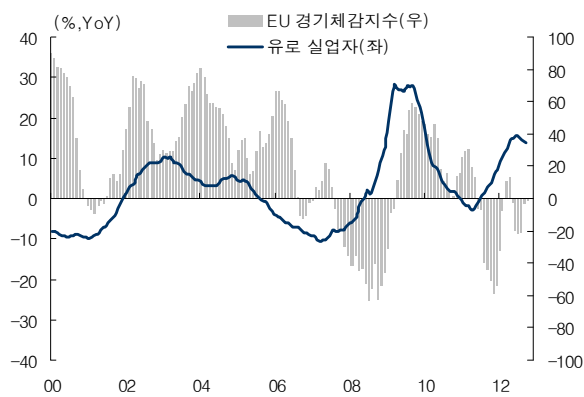
도표 13. 소비 기여도가 높은 미국 경제



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

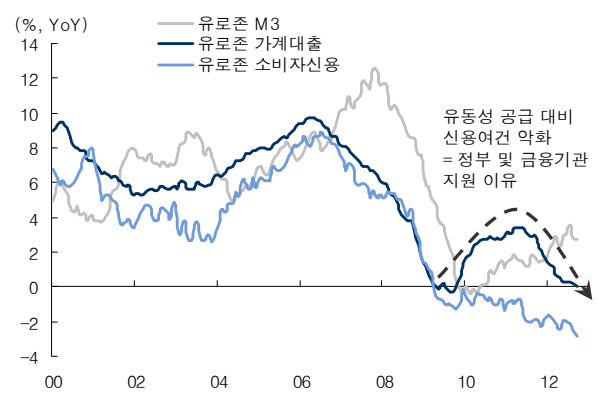
아쉬운 점은 미국과 달리 유로존의 실업문제는 심각하다는 것이다. 최근 유로존 평균 실업률은 11.6%를 기록했다. 구제금융 이슈가 끊이지 않는 그리스와 스페인은 실업률이 각각 25%를 넘어설 만큼 심각한 상황이다. 불투명한 유럽 경제여건으로 인해 기업은 고용을 미루고 있고 가계부실은 더욱 악화되고 있다. 한때 안정세를 보이던 가계대출은 급감하고 있고, 소비자 신용여건 역시 개선의 조짐을 보이지 못하고 있다. 유럽의 일자리 회복을 위해서는 재정감축을 시행하면서도 정부가 주도하는 고용창출, 자국 기업의 해외매각 등을 통한 구조적 변화를 시도해야 빠른 개선을 기대해 볼 수 있다.

도표 14. 체질적인 개선이 쉽지 않은 유럽 고용여건



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

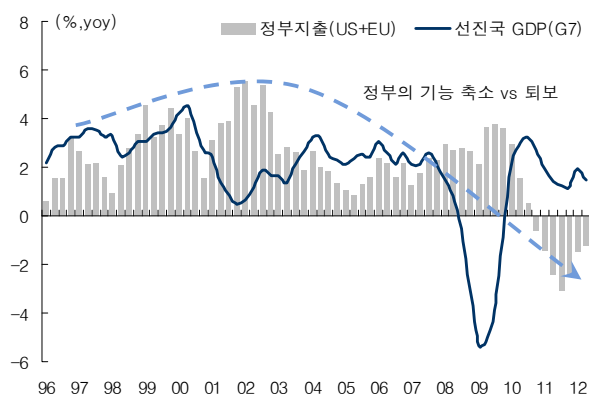
도표 15. 정부지출에 대해서도 제한 받는 환경



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

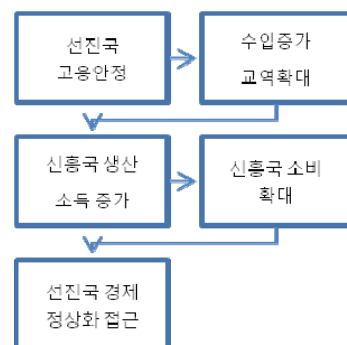
선진국 고용의 문제는 정부의 힘이 축소된 것에 원인이 있다. 지난 2011년 이후 선진국의 재정지출은 계속 감소 추세다. 정부가 투자와 지출을 중단하면 해당 국가의 기업은 보수적인 경영 및 투자활동을 선택하게 된다. 당연히 신규고용이 감소할 수 밖에 없는 것이다. 따라서 선진국 고용회복과 민간소비 개선을 위해서는 정부의 역할이 강화되고 정부 주도의 경기부양 정책이 필요하다는 결론을 얻을 수 있다. 국가재정을 개선시키는 공기업 구조조정과 재정지출이 병행되어야 한다.

도표 16. 정부지출을 늘리는 변화가 중요



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 17. 선진국 고용안정은 글로벌 경기회복을 앞당겨



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

신흥국 소비, 실질소득을 높이는 구조적 변화가 필요

2008년 베이징 올림픽 당시만 해도 중국 내의 환경문제는 심각했다. 심각한 대기오염으로 인해 올림픽 기간 동안 공장을 폐쇄하는 조치도 있었다. 그랬던 세계의 공장이 이제는 세계의 백화점으로 불리고 있다. 비단 중국 뿐만 아니라 한국도 올해 2분기 이후로는 무역수지가 불황형 흑자를 기록하는 등 수출모멘텀이 급격히 약화되었다.

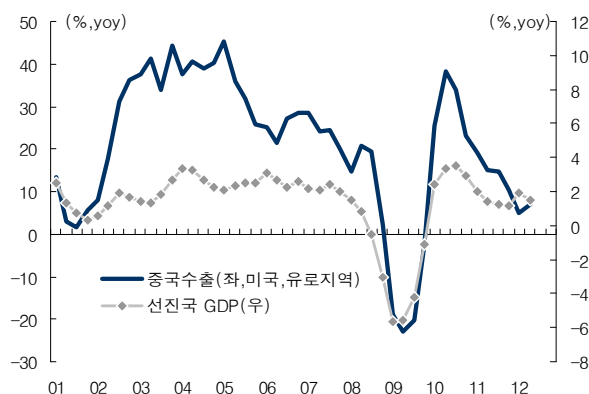
수출여건에 의지하는
신흥국 소비행태는
점진적으로 바뀌어야

신흥국 경제의 수출모멘텀이 약화된 것은 선진국 경제의 둔화 및 침체 위험과 밀접한 관계를 갖고 있다. 2007년까지 중국경제가 고도성장을 할 수 있던 것은 미국 부동산경기 호황과 저금리를 기반에 둔 선진국 소비가 원동력이 되었다. 그랬던 것이 2008년 미국 금융위기와 연이은 유럽 재정위기로 인해 선진국 경제의 이중침체 위험이 커지면서 중국의 수출엔진이 멈춰진 것이다.

선진국 민간소비의 모멘텀 약화는 중국 수출에 대한 높은 탄력성을 보이고 있다. 선진국 소비가 조금만 정체되어도 중국 수출모멘텀이 급락하는 모습을 확인할 수 있다. 이 시점에서 궁금한 것은 한국과 어떤 차이가 있느냐는 점이다.

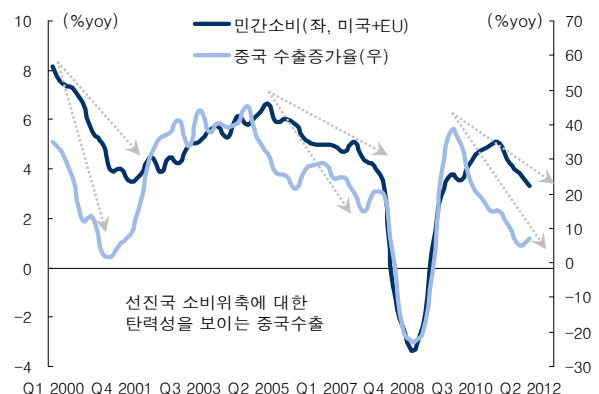
중국의 수출품목은 여전히 노동집약적인 제품이 주가 되고 있다. 그런데 중국경제가 성장하면서 중국의 임금 상승이 가파르게 진행되는 것이다. 중국 국무원 인력사회보장부에 따르면 올해 상반기 중국의 16개 성과 직할시의 최저임금이 19.7% 상승했다고 한다. 이미 2006년~2010년 동안 연평균 최저임금 상승률은 12.9%였다. 여기에 새롭게 등장하는 시진핑 정부는 2015년까지 최저임금을 연평균 13% 인상할 것으로 예상하고 있다. 즉, 중국의 값싼 노동력이 기준이 되는 원가 메리트가 소멸되는 것이다. 한국 수출품목은 임금과 무관한 하이테크 제품의 비중이 높다. 그러나 값싼 제품의 이미지가 강한 중국의 임금 상승으로 인해 수출경쟁력이 급격히 약화되고 있는 것이다. 이는 간접적으로 중국을 비롯한 신흥국 소비에 영향을 줄 것으로 예상된다.

도표 18. 선진국 수입 약화, 중국 수출감소 위험



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 19. 선진국 민간소비 감소에 중국 수출은 탄력적 반응



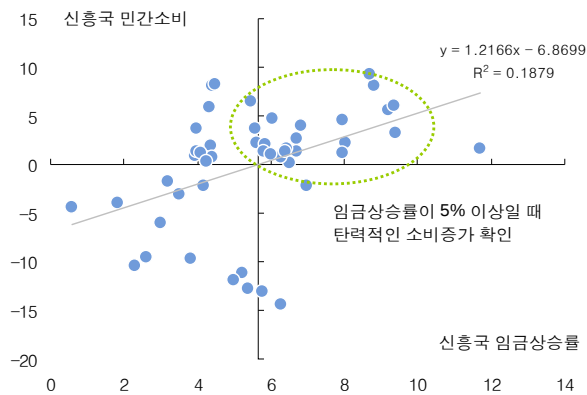
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

그렇다면 신흥국 소비를 개선시킬 방법은 무엇인가? 단순히 낮은 임금 수준을 유지시켜 선진국 수입을 유발시키고 여기서 얻는 소득으로 소비하는 피동적 소비행태를 유지해야 하는 것인가? 그렇지 않다. 이미 한국도 이런 피동적 소비행태를 경험해 왔다. 그렇다면 대외 경제여건과 무관하게 국내 소비가 꾸준할 수 있는 배경은 무엇인가? 얼마 전까지만 해도 부동산에 의한 ‘부의 효과’ 영향을 받기도 했다. 그러나 최근 국내 주택 경기는 경험하지 못한 酷寒記를 보내고 있다.

**신흥국 소비, 산업
고도화를 통해 실질소득을
높여야 구조적 변화 가능**

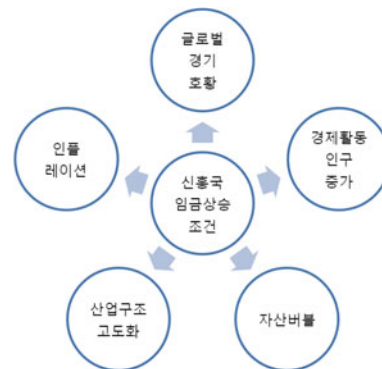
그 해답은 산업구조의 변화에서 이유를 찾을 수 있다. 우선적으로 산업구조를 노동집약 산업에서 고도화 산업으로 전환해 글로벌 수요가 끊이지 않는 개혁을 선택하는 것이 중요하다. 한국 스마트폰과 자동차를 찾는 이유는 가격경쟁력과 품질 우위를 갖고 있기 때문이다. 그래서 대외 경제의 침체 충격에도 우리 기업의 실적과 경제의 총량 변화가 크지 않았던 효과가 있다. 이러한 과정과 동시에 글로벌 경기 사이클과 민감도를 줄여 나간다면 축적된 소득을 바탕으로 꾸준한 소비가 가능해진다. 특히나 신흥국 경제는 선진국과 비교해 노령화 수준이 낮고 경제활동인구가 여전히 증가세를 나타내고 있어 지속적인 소비 증가가 가능한 상황이다. 여기에 앞으로 글로벌 경기가 개선될 경우 그 소비 수준은 레벨업 될 가능성이 높다. 소비의 관성적 흐름은 쉽게 바뀌지 않는다.

도표 20. 임금 상승률이 높아야 소비도 증가



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 21. 신흥국 임금 상승의 조건



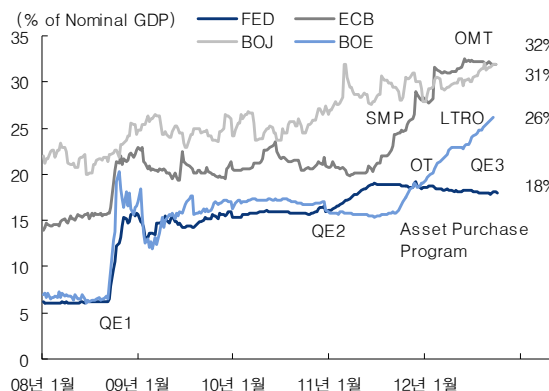
자료: 교보증권 리서치센터

생산활동의 정상화, 정부의 역할이 중요

역사적으로 미국과 유럽은 공조 보다 견제의 관계를 지속해왔다. 이민자의 나라인 미국과 식민지 개척을 통해 富國으로 성장한 유럽은 그다지 편한 사이라고 볼 수 없었다. 그랬던 미국과 유럽이 어느 때 보다 발을 잘 맞추고 있다. 두 번에 걸친 양적완화정책을 시행하며 경제회복에 성공한 미국은 오퍼레이션 트위스트를 통해 경제회복을 연장하려 했지만, 글로벌 투자자에게는 호응을 받지 못했다. 마침 그때 유럽중앙은행은 3년 만기 국채교환 프로그램(LTRO)을 가동했고, 달러 중심의 유동성 공급은 유로화를 통해 지속될 수 있었다.

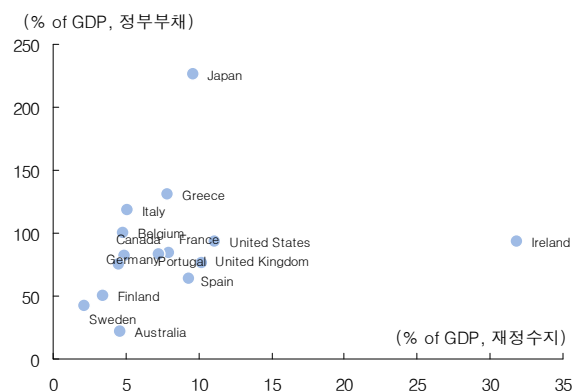
그러나 유럽 재정위기 우려가 악화되고 유로존 체제 존립의 문제로 까지 확대되자 유럽중앙은행은 기존의 국채매입 프로그램인 SMP(Securities Market Programme) 보다 한 단계 진화한 OMT(Outright Monetary Transaction)를 들고 나왔다. 기존 SMP의 조작 대상이 유가증권에 국한했다면, OMT의 개입대상과 방식은 통화거래로 포괄적으로 바뀌었다. 따라서 SMP가 재정 위기를 겪는 일부 국가의 국채 시장을 대상으로 한 시장 개입이었다면, OMT는 유로존 국채 시장 전체를 대상으로 한 포괄적인 유동성 공급이라 할 수 있다.

도표 22. 글로벌 중앙은행의 자산규모 증가



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 23. 국가별 재정위기는 여전히 진행중



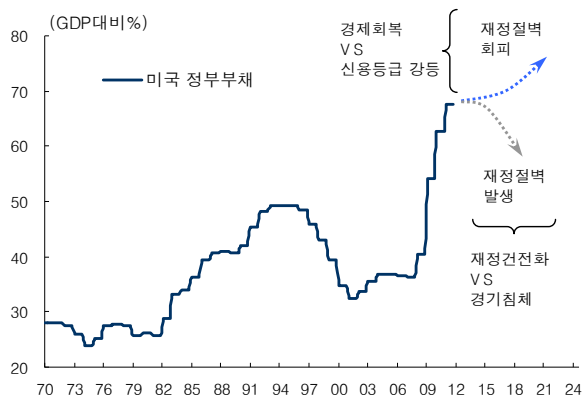
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

FRB와 ECB의 유동성 공급 선순환

OMT 가동으로 유럽 금융시장이 안정을 되찾을 때쯤 투자자의 시선은 다시 경기로 옮겨갔다. 아무리 돈을 풀어도 경제가 회생하지 않는다면 아무 의미가 없기 때문이다. 이때 미국 연준은 QE3를 들고 나왔다. 규모와 시한도 없는 무한정 유동성을 공급하겠다는 강력한 의지로 해석된다. 그런데 최근 글로벌 주식시장은 미온적인 반응을 나타내고 있다. 무엇이 달라진 것일까? 단순히 유동성 효과에 대한 내성이 오히려 경제에 부정적 영향을 줄 것이란 신중론 때문일까? 이제 글로벌 투자자는 좀 더 확실한 시그널을 원한다. 단순히 중앙은행이 돈을 풀고 경제가 스스로 살아나는 모습을 신뢰하지 않는다. 좀 더 지속력이 강한 회복사이클을 위해서는 정부의 역할을 기대하는 것이다.

그런데 당장 직면한 여건이 좋지 않다. 미국 대통령 선거가 끝나고 난 직후 재정절벽 이슈가 직면해 있기 때문이다. 아마 이 변수는 2013년 1분기까지 쉽게 해결되지 않을 것으로 보인다. 11월 8일 미국 대통령선거 개표 결과가 끝나자마자 국제신용평가기관은 기다렸단 듯이 차기 오바마 정부가 해결해야 할 재정감축 문제를 꺼냈다. 충분히 신용평가기관으로는 충분히 제기할 만한 논쟁 이슈이지만 투자자는 마치 해결이 힘든 문제라는 듯 반응하고 있다.

도표 24. 재정절벽 이슈를 둘러싼 의견 대립



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 25. 정부의 역할 강화가 필요한 시점



자료: 교보증권 리서치센터

도표 26. 주요 항목별 재정절벽 규모와 비중

구분	내용	금액(십억달러)	GDP 비중
경기부양정책 종료(세금인상)	부시 행정부 감세 조치 폐지	185	1.2%
	대체최저한계(AMT) 대상 확대	115	0.8%
	급여세 감면 종료	125	0.8%
	헬스케어 및 기타	105	0.7%
	소계	535	3.5%
재정지출 감소	재정지출 자동 감소	85	0.6%
	긴급 실업급여 프로그램 종료	35	0.2%
	메디케어 의사 급여 삭감	10	0.1%
	소계	130	0.9%
최종 합계(기타 지출 및 수입 조정)		770	5.1%

자료: TD Economics, SERI, 교보증권 리서치센터

물론 오바마 정부가 직면한 재정감축 문제는 논란의 소지가 큰 것은 사실이다. 먼저 대선 결과 상원은 민주당, 하원은 공화당이 다수 의석을 차지하며 현 의회구성과 차이가 없다. 현 의회는 2011년 부채한도를 미뤄 미국 국가신용등급이 강등 당하는 초유의 사태를 만든 의회이기도 하다. 물론 그 같은 경험을 했던 만큼 이번 재정절벽 이슈에 대해서는 정치적 합의가 이뤄질 가능성이 높다. 그러나 연말까지 소집되는 의회는 레임덕 의회로써 재정감축에 대한 정치적 합의는 내년 1월 이후로 넘길 가능성이 높다. 2013년 1월 20일 오바마 대통령의 취임식 이전 정치적 합의를 통해 선물을 전해줄 수 있는 지가 관건이다.

**미국의 부분 감세 중단은
미국경제 전망을
보수적으로 바꿀 수 있어**

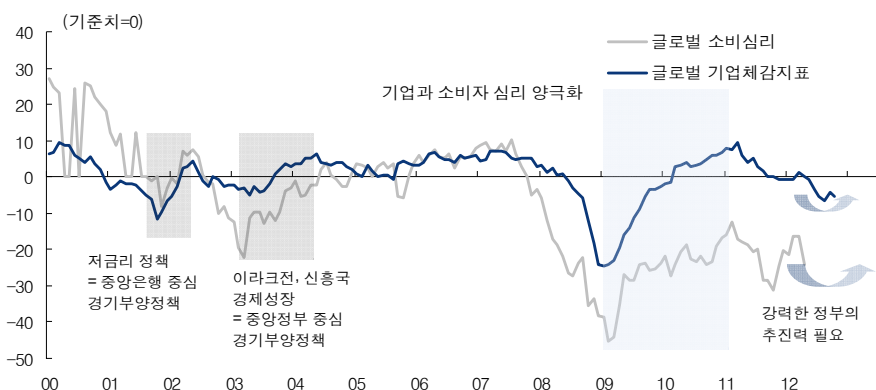
정치적 합의가 이뤄지더라도 완벽히 문제가 해결되는 것은 아니다. 민주당이 주장하는 재정감축 프로그램은 저소득층의 감세 시한을 연장하는 대신 고소득층에게 높은 세율을 매겨 부유세를 재정수입 증대의 수단으로 하는 것인데 공화당의 반발이 거세다. 공화당은 부유세 대신 의료보험 지원 등을 줄이고 전체 감세 시한을 연장하는 노력을 하고 있다. 어찌되었든 재정감축에 의한 미국경제의 성장둔화가 글로벌 경제에 미치는 영향은 작지 않을 것이다. 세율 상승은 가계 소비에 영향을 주게 되고 소비에 의존도가 작지 않은 미국경제는 예상치 보다 성장률의 둔화 여지가 있다.

그러나 문제점을 알고도 해결점을 찾지 않을 미국정부가 아니다. 주의해서 볼 것은 정치적인 합의에 대해 미국 국가신용등급에 대한 견해가 바뀌는지 여부이다. 부분 감세연장과 함께 오바마 정부는 장기 재정건전화 계획을 발표할 가능성이 높다. 만약 그 계획의 현실성이 크게 떨어질 경우 미국 국가신용등급 전망에 대한 하향조정의 여지가 없지 않다. 2011년 8월의 혼란을 기억하는 투자자라면 관망심리가 강해질 수 있다. 일시적으로 안전자산에 대한 선호는 강해질 수 있고, 다시 달러화가 강세 양상을 나타낼 수 있다.

**금융시장에 집중되었던
경기부양정책, 기업과
개인소비 심리의 격차를
확대시킴**

소비의 근간이 되는 생산활동은 앞으로 정부의 역할이 중요하다. 2008년 금융위기가 발생한 후 모든 경기부양정책은 금융시장에 초점을 맞춰 왔다. 저금리 구조를 유지하고 금융기관이 보유하고 있는 부채를 탕감하는 형태의 금융지원이 계속되다 보니 실물경제는 활력을 잃고 개인 소비심리는 크게 추락했다. 실물경제가 수축했음에도 불구하고 금융시장은 유동성 효과의 영향으로 안정되었다. 미국 주식시장만 봐도 이미 금융위기 이전 수준으로 돌아가는 저력을 보이고 있다. 그렇다 보니 금융시장에 집중된 경기부양정책은 간접적으로 기업의 체감심리를 개선시키는 부작용을 낳았다.

도표 27. 유동성 공급에 집중된 부양정책으로 금융시장과 실물경제의 간극 확대



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

금융시장이 안정되어 자금조달이 용이해진 기업은 그 힘을 이용해 신규고용과 설비투자 등에 나서야 한다. 그러나 글로벌 경제가 언제 악화될지 모른다는 불안감이 계속되며 기업은 현금을 끌어안고 수성전략에 집중하고 있다.

결국 개인 뿐만 아니라 기업의 투자의지를 되살릴 수 있는 정부정책의 변화가 시급한 시점이다. 국가재정 문제는 물론 중요하다. 그러나 악순환의 연결고리를 끊기 위해서는 강력한 규제를 유예하고 지연시키는 합의가 필요하다. 현재 미국을 포함한 글로벌 정부에게 바라는 것은 자국의 이익보다 공생을 위한 희생과 인내를 요구하는 것이다.

정부투자의 방법이 세계평화를 저해하는 비도덕적인 방법을 선택할 필요는 없다. 2003년 이라크 전쟁을 시작으로 중동지역의 전쟁 불안이 지속되고 에너지 가격이 치솟으며 세계경제가 부활한 것은 현재 세계경제가 바라는 시나리오가 아니다. 현재 세계경제는 한 단계 도약을 위한 새로운 투자 모델을 찾고 있다. 화석에너지를 대체하기 위한 셰일 가스 개발도 그 한 축을 담당하고 있고, 태양광, 풍력 등 신재생 에너지 개발에 정부가 앞장서는 것도 기업의 투자활동에는 도움을 줄 수 있다. 조금은 이상적인 상상일 수도 있지만 자국의 경쟁력을 잃은 기업을 과감히 처분해 산업 구조조정을 앞당기고 생산성과 삶의 질을 높이는 노력도 병행되어야 한다.

2013년 경제회복의 핵심은 정부

결론적으로 2013년 이후 글로벌 경제가 회복되는데 가장 중요한 역할을 할 주체는 바로 정부다. 정부가 카리스마 있는 태도와 비전적인 미래를 강조할 때 기업은 적극적인 투자활동을 시작할 것이다. 이 과정에서 원하지 않은 버블이 만들어 질 수도 있다. 그러나 우리가 경험한 시장경제는 버블의 생성과 꺼짐 아니었나? 미래가 없는 내일은 오늘과 다르지 않다.

레버리지 투자를 위한 금융시장 안정 필수

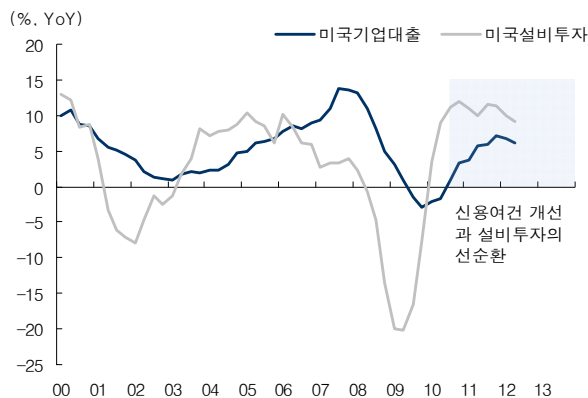
2000년 IT버블이 붕괴된 이후 미국은 오랜 기간 저금리 수준이 유지되고 있다. 기업의 입장에서 저금리는 자금조달 비용을 절약할 수 있게 되고, 순환적으로 기업실적 개선으로 이어진다. 누적된 이익은 기업의 성장을 지속시키기 위한 재투자 자금으로 활용된다. 즉 기업의 투자활동이 왕성해지기 위해서는 저금리와 신용시장이 안정되어야 한다.

미국 기업대출 증가와 설비투자의 선순환 확인

최근 미국기업 대출규모는 꾸준히 성장세를 그리고 있다. 올해 들어 그 상승폭이 둔화되기는 했지만 신용안정과 설비투자 확대라는 선순환이 나타나는 것이다. 유럽 재정위기가 다시 악화되고 미국 신용등급이 또 한번 강등되는 발생확률이 낮은 경우의 수가 발생하지 않는 한 미국의 설비투자 확대는 유지될 것으로 기대한다.

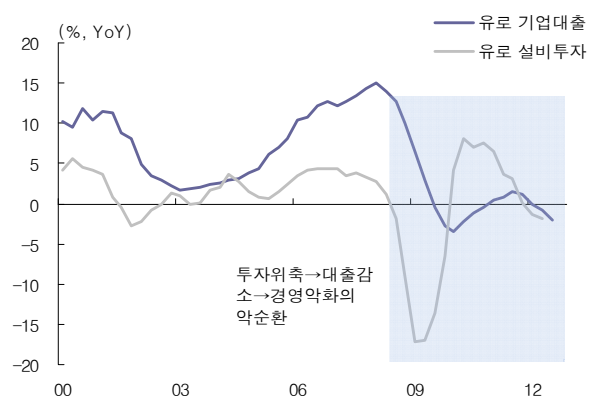
아쉬운 점은 유로존 기업의 설비투자는 더욱 악화되고 있는 점이다. 남유럽 국가의 재정위기 불안이 진정되었다고 하지만 금융기관의 대출 태도가 개선되기는 쉽지 않다. 게다가 2013년 본격 시행되는 바젤Ⅲ로 인해 금융기관에 대한 자본확충이 강화될 경우 유로존 기업의 자금조달 비용 부담은 누적될 가능성이 없지 않다. 레버리지 투자가 제한 받을 경우 기업은 사업규모를 축소할 수 밖에 없게 된다. 사업규모 축소는 시장 경쟁력을 약화시키고 시장경제에서 도태될 가능성이 높다. 따라서 유로존 기업과 고용창출을 위해서는 금융시장을 지속적으로 안정시킬 필요가 크다.

도표 28. 미국 기업대출 확대에 따른 설비투자 재개



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 29. 악순환이 반복되는 유로존 기업의 설비투자



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

유로존 국가, 경쟁력 회복을 위해서는 뼈를 깎는 고통이 필요

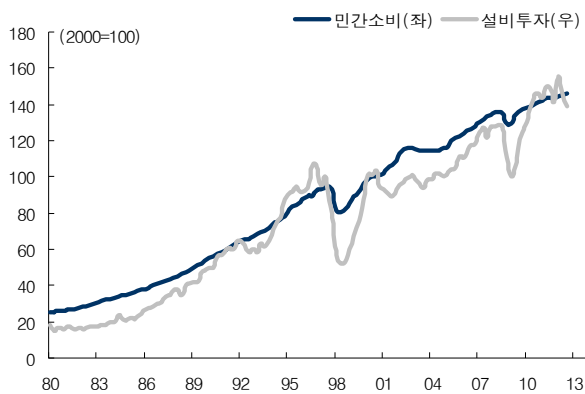
만약 금융 및 신용시장 안정만으로 유로존 기업의 경쟁력을 회복시키기 어렵다면 글로벌 유동자금을 유럽으로 유입시키는 방법을 고려해야 한다. 유로존 재정불량 국가는 기간산업을 포함해 공기업을 해외자금에 매각하고 시간을 버는 방법을 고민해야 한다. 유럽기업이 중동계 또는 아시아계 소속이 될 수 없다는 선입견을 버릴 필요가 있다. 고용보장이 가능하고 얼마의 시간이 소요되어도 회생이 가능하다면 그들이 선택할 수 있는 카드인 것은 분명하다. 과연 그런 자존심을 버릴 수 있는지가 관건이다.

우리의 생산 여건은 안전할까? 2008년 금융위기 이후 IT와 자동차 산업의 고공행진으로 인해 우리 기업의 투자활동은 더 필요한지 의문이 든다. 그 답은 두말 할 것 없이 투자를 늘려야 한다는 점이다. 삼성전자는 IT버블 이후 금융위기 이전까지 오랜 기간 성장의 정체를 겪었다. 치킨게임에서 생존하기 위한 생산성 제고와 주력제품의 질적 성장을 위해 노력했다. 완성차 기업 역시 생산기지를 현지화 하며 값싼 자동차의 이미지를 벗기 위해 노력했고, 일본 완성차 업체의 실수를 틈타 글로벌 시장에 정착하기 위한 노력을 해왔다. 꾸준한 투자가 없었다면 지금의 성과는 생각할 수 없다. 만약 그런 투자가 없었다면 우리 기업의 실적은 추락했을 것이고, 종합주가지수 역시 현재 수준이 아닌 1,500p 내외를 반복하는 되돌림이 컸을 것이다.

2008년 금융위기 이후
소극적인 투자활동,
잠재성장 확보를 위해서는
지속적인 투자가 필요

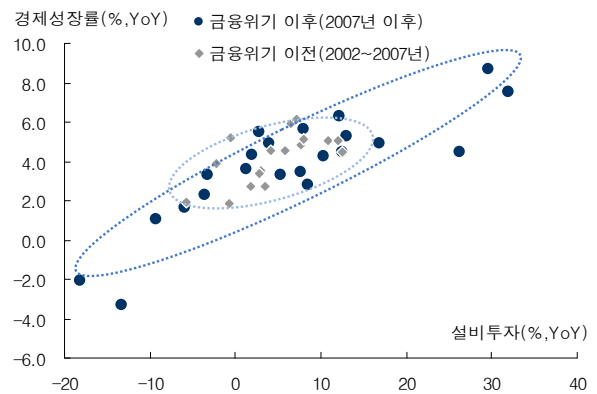
한국의 설비투자 규모는 기복이 크다. 글로벌 경기사이클의 영향이 크기 때문에 볼 수 있지만 그 편차를 줄이는 것이 앞으로의 숙제가 될 것이다. 금융위기 이전까지는 경제성장률과 비교해 설비투자율의 편차가 크지 않았다. 그러나 금융위기 이후로는 경제여건에 따라 설비투자의 편차가 확대된 것을 알 수 있다. 국가 재정위기와 금융시장의 변동성이 컸던 영향도 있지만 기업의 소극적인 투자활동 행보를 확인할 수 있는 부분이다. 파도가 치고 비바람이 불면 당연히 무섭다. 그러나 연못에서 발생하는 작은 파동이라면 단기적인 혼란을 너무 의식해서도 안된다. 정부의 정책기조가 결정되면 기업의 적극적인 투자가 우리에게 새로운 먹거리를 가져다 줄 것이다.

도표 30. 한국의 민간소비와 설비투자



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 31. 금융위기 이후 설비투자의 변동성 확대는 우려



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

밸류에이션에 영향을 주는 인플레이션 효과

글로벌 생산과 소비가 선순환 궤도에 오르는 것은 정부와 기업의 호흡에 따라 결정될 것이다. 그런데 정부와 기업을 같은 출발선상에 올려놓기 위해서는 통화정책이 밑바탕이 되어야 한다. 다행히 통화정책은 경기회복에 우호적인 조건이다. 미국 연준은 QE3를 시행하며 현재 제로금리 수준을 2015년 중순까지 지속할 뜻을 밝혔다. 단순히 제로금리가 유지된다는 의미 보다 미국 연준은 미국경제를 포함한 글로벌 경제가 정상화 될 때까지 시장 친화적인 통화정책을 유지한다는 뜻으로 이해할 수 있다. 인플레이션 리스크를 의식해 2010~11년 출구전략을 선택했던 신흥국 중앙은행은 글로벌 경기침체 위험이 강해지자 다시 완화기조로 선회했다. 당분간 통화정책 기조가 완화를 선택했다면 기본적으로 글로벌 인플레이션은 완만한 상승 곡선을 그릴 것으로 가정해 볼 수 있다.

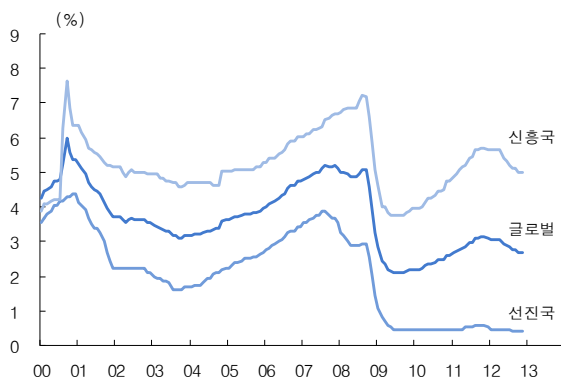
저금리 유지와 유동성 공급. 2000년 이후로도 이 같은 조건을 많이 경험했다. IT버블이 발생한 직후 FRB 그린스펀 전 의장도 선택했고, 그의 후임인 벤 버냉키 의장도 반복하고 있다. 그 효과가 유별나게 컸던 것으로 판단되는 2003~2005년은 단순한 저금리 환경에다 중국이라는 거대 경제권의 등장이 엄청난 가수요를 만들었고, 인플레이션의 속도를 지나치게 높였던 것이 부작용을 낳았다.

그러나 지금은 Slow Inflation 국면을 통과하고 있다. 선진국 경기회복이 지연되며 기대만큼 수요가 회복되지 않고 있기 때문이다.

완만한 물가상승의 장점은?

Slow Inflation의 장점은 무엇일까? 완만한 물가 상승은 단기 경기예측을 어렵게 만든다. 경기가 회복되는 것인지, 단순한 유동성 효과인지 구분이 쉽지 않다. 그러나 경제성장률과 물가상승의 오차가 적게 되면 소비자는 합리적인 선택을 하게 된다. 개인의 재산과 소득 수준에 맞춰 소비활동을 결정짓게 된다. 기업은 무리한 재고축적을 지양하고, 원가상승 속도에 맞춰 판매가격을 결정하게 된다. 이렇다 보니 최근 소비재 산업의 업황 호조가 유지되는 것이다.

도표 32. 글로벌 정책금리, 상당기간 저금리 수준 유지



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 33. Slow Inflation 시대 도래



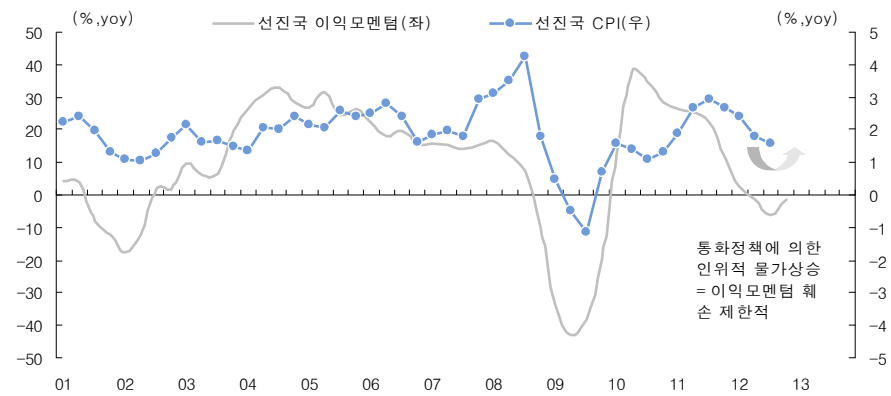
자료: 교보증권 리서치센터

**주식시장의 주도주 결정은
물가의 방향성과 속도**

그렇다면 만약 인플레이션 속도가 빨라지면 어떻게 될까? 가수요 또는 실수요 회복에 의한 물가 상승은 경기 기대심리를 자극한다. 경기호황을 대비해야 한다는 판단으로 기업은 투자활동을 본격화 한다. 이때 주도산업의 중심은 자연스럽게 생산재 또는 자본재 산업으로 이전된다. 차기 주도주를 선별하는데 있어 물가의 방향성과 속도가 중요한 척도가 될 수 있다.

물가 상승은 기업실적에도 영향을 준다. 인플레이션은 수요를 억제하기 보다 선행수요를 이끄는 효과가 더 크다. 물가 상승률의 기복이 크지 않은 선진국 물가상승률과 기업 이익 모멘텀을 비교하면 그 편차가 제한적임을 알 수 있다. 올해 보다 내년 물가가 오를 것이라고 예상한다면 기업실적은 증가할 수 있다는 기대를 가져볼 수 있다.

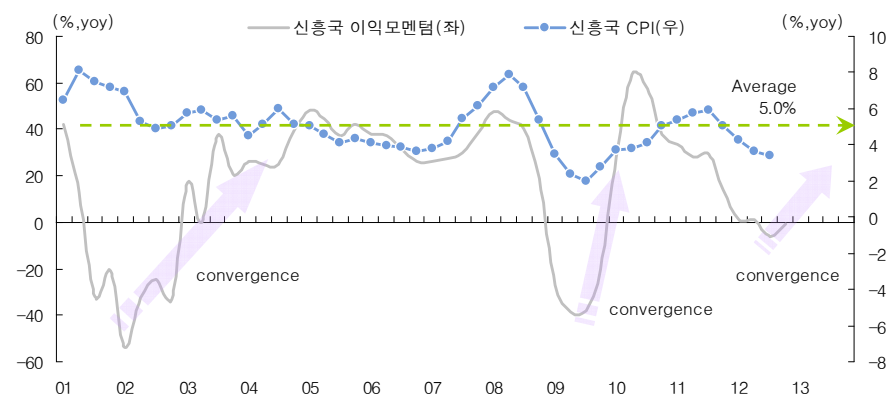
도표 34. 완만한 물가상승, 선진국 기업의 이익모멘텀 안정에 도움



자료: Thomson Reuter, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

신흥국의 지난 10년 물가상승률은 5%에 달한다. 기업이익은 신흥국 경기편차에 따라 변동성이 큰 모습을 보였지만 항상 물가 상승률 수준에 수렴하는 모습을 보여왔다. 현재 감익영역에 들어간 신흥국 이익모멘텀은 개선될 여지가 높다고 판단한다.

도표 35. 2013년 이후로 물가 상승이 지속된다면, 신흥국 기업 이익모멘텀 개선은 확실

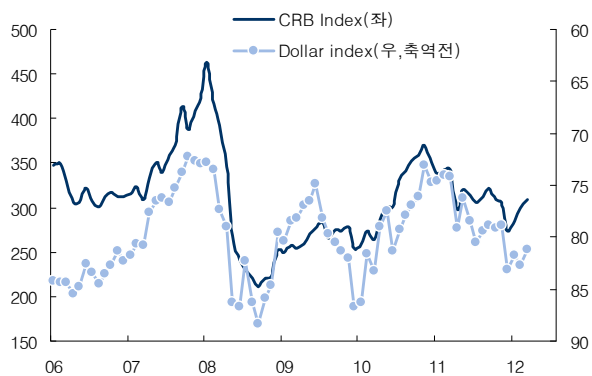


자료: Thomson Reuter, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

비용효과를 자극하는 정책 선순환

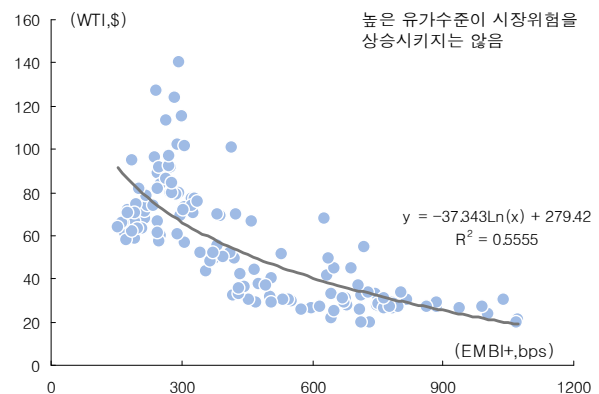
저금리 구조가 계속되고 유동성 공급이 계속된다면 화폐가치는 자연스럽게 떨어질 수밖에 없다. 지난 1차 양적완화정책이 시행되었을 때는 물가변수의 절대 가격수준이 낮아 물가상승 속도가 빠를 수 있었고, 그 이후로는 가격복원이 이루어져 가수요 보다 실수요에 의존하는 변화가 나타나고 있다. 그러나 통화정책 기조가 2013년 뿐만 아니라 2014년까지도 쉽게 바뀌지 않는다고 가정할 때 기업의 비용과 이익에 영향을 주는 물가상승 환경은 예고된 것으로 가정해야 한다.

도표 36. 달러화 약세, 물가상승의 자극제로 사용



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 37. 국제유가 상승, 시장위험을 높이지는 않아



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

너무 앞선 생각에 글로벌 물가상승이 너무 빨리 전개되면 어쩌나 우려가 없지 않다. 그러나 국제유가를 기준으로 시장위험(EMBI)과 비교하면 그 관계가 역상관성을 나타낼 수 있다. 경제가 회복되면 당연히 물가는 오르는 게 정상이다. 시장경제가 회복되는데 너무 많은 조건을 껴맞추려 하지 말자. 앞서 현재 투자자는 가수요 보다 실수요를 우선적으로 고려하고 있다고 했지만 기업 및 정부를 중심으로 한 수요가 시작될 때 본격적인 가수요가 전개될 수 있다. 따라서 현재의 통화정책 기조가 유지되고 확산되는 변화는 경제 뿐만 아니라 주식시장에도 중요한 변수가 될 수 있다.

기대인플레이션 상승을 유도하는 글로벌 통화정책

지난 9월 중순 미국 연준은 3차 양적완화정책을 발표했다. MBS채권을 매입대상 채권으로 정했지만 언제든 국채매입도 가능하다는 단서를 달았다. 주목할 것은 1차, 2차 때와 달리 매입 중단 시점을 정하지 않았다는 점이다. 올해 말로 중단되는 오퍼레이션 트위스트II의 대안으로 3차 양적완화정책의 변형이 가능하다는 뜻으로 해석된다. 또한 우리는 아직 3차 양적완화정책의 실질 영향을 경험하지 못하고 있다. 현재 모기지 채권 금리나 미국 국채금리가 연준의 채권매입에 따른 가격변화를 보이지 않고 있기 때문이다. 이는 현재 유럽에서 OMT의 효과가 확인되지 않은 것과도 일치된다. 만약 2013년 1분기 글로벌 금융시장의 혼란이 재현되었을 때 QE3와 OMT의 파워를 경험할 가능성이 높다. 여전히 통화정책은 경제와 금융시장 안정을 위해 존재하고 있다.

2013년에는 또 어떤
형태의 유동성 공급정책이
나올 수 있을까?

현재로서는 미국 FRB와 유럽중앙은행이 꺼낼 수 있는 카드가 다 나왔다고 보여진다. 그러나 우리가 수 년전 미국 연준이 비전통적인 유동성 공급방식인 양적완화정책이 실시될 때 과연 3차에 이르는 순차적인 유동성 공급이 이뤄질 것으로 보았을까? 마찬가지로 재정위기 극복이 우선인 유럽도 재정위기 공포를 극복하기 위해 추가적인 정책 마련이 준비될 것이다. 또 한번의 금융 불안이 재현될 때 부합되는 정책의 등장은 또 있을 것으로 예상된다. 필자의 생각으로는 미국 FRB와 비교해 권한이 작은 유럽중앙은행에게 많은 지휘권을 넘기는 노력이 계속될 것으로 예상된다. 이 과정을 통해 유로존 금융통합이 가까워 지면 언젠가는 유로본드 도입이 논의될 것으로 예상된다. 하지만 그 시기는 상당한 시간이 소요될 것으로 판단한다.

도표 38. 향후 유럽중앙은행 시행할 것으로 기대되는 부양책

기준금리(Main refinancing rate) 인하	- 마이너스 예금금리 도입, 대출확대 유도 - 재정취약국에 자금조달 금리 하락 효과 - 은행권 이익감소 우려, ECB는 국제결제은행(BIS)에 비젤 III 규제 완화 요청
재정 취약국 국채매입(SMP) 재개+EFSF/ESM과 병행	- ECB의 조건: 先 EFSF/ESM을 통한 지원, 後 ECB 국채매입 - EFSF/ESM이 작동하기 위해서는 스페인 국가차원의 전면적 구제금융 요청必 - 스페인: 적어도 6일 ECB의 통화정책회의, 12일 독일현재의 ESM 합헌여부 판결 전 구제금융 신청은 없을 것 - 독일: 최근 메르켈 총리는 국채매입 반대스탠스를 완화, 분데스뱅크는 여전히 ECB 국채매입에 반대스탠스 유지
추가 LTROs + 담보여건 완화+손실비율 조정 병행	- 은행 자금조달 금리 하락. 2번의 LTRO는 재정취약국의 금리를 진정시켰으나, 일시적이었음 - 따라서, 담보여건 완화가 병행되어야 효과를 보일 것
미국식 양적완화: LSAP(Large scale asset purchases)	- 그리스 유로존 탈퇴, 스페인과 이탈리아의 자체적 자금조달 능력 상실 등 유럽위기 심화 시 ECB의 발권력을 동원, 채택될 가능성이 높음 - 미국 FRB, 영국 BOE에 비해 국채매입 여력은 충분, ECB의 전면적 Risk-taking으로 유럽위기 완화에 가장 효과적

자료: 주요 언론, 교보증권 리서치센터

물론 기업과 개인, 글로벌 투자자가 중앙은행의 눈치만 본다는 것은 바람직하지 않은 현상이다. 2012년 2분기 글로벌 경제가 정체된 원인은 곧 미국 연준의 양적완화정책이 있을 것이란 막연한 관망심리가 있었던 것도 분명히 맞다. 중앙은행 통화정책의 선순환이 실물경제에 반영되지 않으면 먼 미래에 닥치는 다른 위험에 더욱 강한 정책이 수반되어야 한다. 2012년 4분기 들어 QE3에 대한 회의적 시각이 강한 것은 유동성 효과의 결과물을 보고 싶어하기 때문이다. 금융시장이 안정되어 경기에 대한 기대심리가 회복되고 순차적으로 생산과 소비의 회복이 있어야 한다.

만약 글로벌 경제가 유동성 확대정책에 대한 내성을 갖게 되어 효과를 보지 못한다면 어떻게 될까? 최악의 시나리오에 대해서는 굳이 상상하지 않는 것이 바람직해 보인다. 미국과 유럽 중앙은행의 유동성 공급이 효과를 못 본다는 것은 과거 90년대 일본이 경험한 것과 같은 장기 침체의 가능성으로 직결된다. 주식시장도 오랜 기간 침체에서 벗어나기 어려운 최악의 국면을 맞이하게 된다.

도표 39. 통화정책 조정에 따른 경제 파급효과



자료: 교보증권 리서치센터

2013년 상반기까지는 글로벌 중앙은행의 정책공조가 강화될 여지가 크다. 이미 올해 하반기에 한국은행이 두 차례에 걸쳐 기준금리를 인하하게 된 것도 물론 내부적으로 수출이 감소하고 부동산 경기침체가 확산되는 원인도 있겠지만, 선진국 중앙은행과의 정책 기조를 일치시키는데 목적이 있다. 신흥국 중앙은행은 여전히 금리인하의 여지가 남아있는 만큼 2013년 상반기 추가적인 긴축완화의 액션을 취할 가능성이 높다. 내수경기 회복을 우선적으로 고려하는 중국도 동참할 여지가 크다. 그러나 2013년 전체적으로 공조체제가 유지될 가능성은 높지 않다. 점진적으로 글로벌 경기회복 징후가 강해질 경우 신흥국 중앙은행은 인플레이션 리스크를 더욱 의식할 여지가 크다. 글로벌 중앙은행간의 정책공조가 와해되기 이전까지 가능한 경제 수준이 회복되기를 기대하고 절실히 바래야 하는 실정이다.

도표 40. 3 차 양적완화정책 실시 후 자산시장 및 거시지표의 기간별 변화

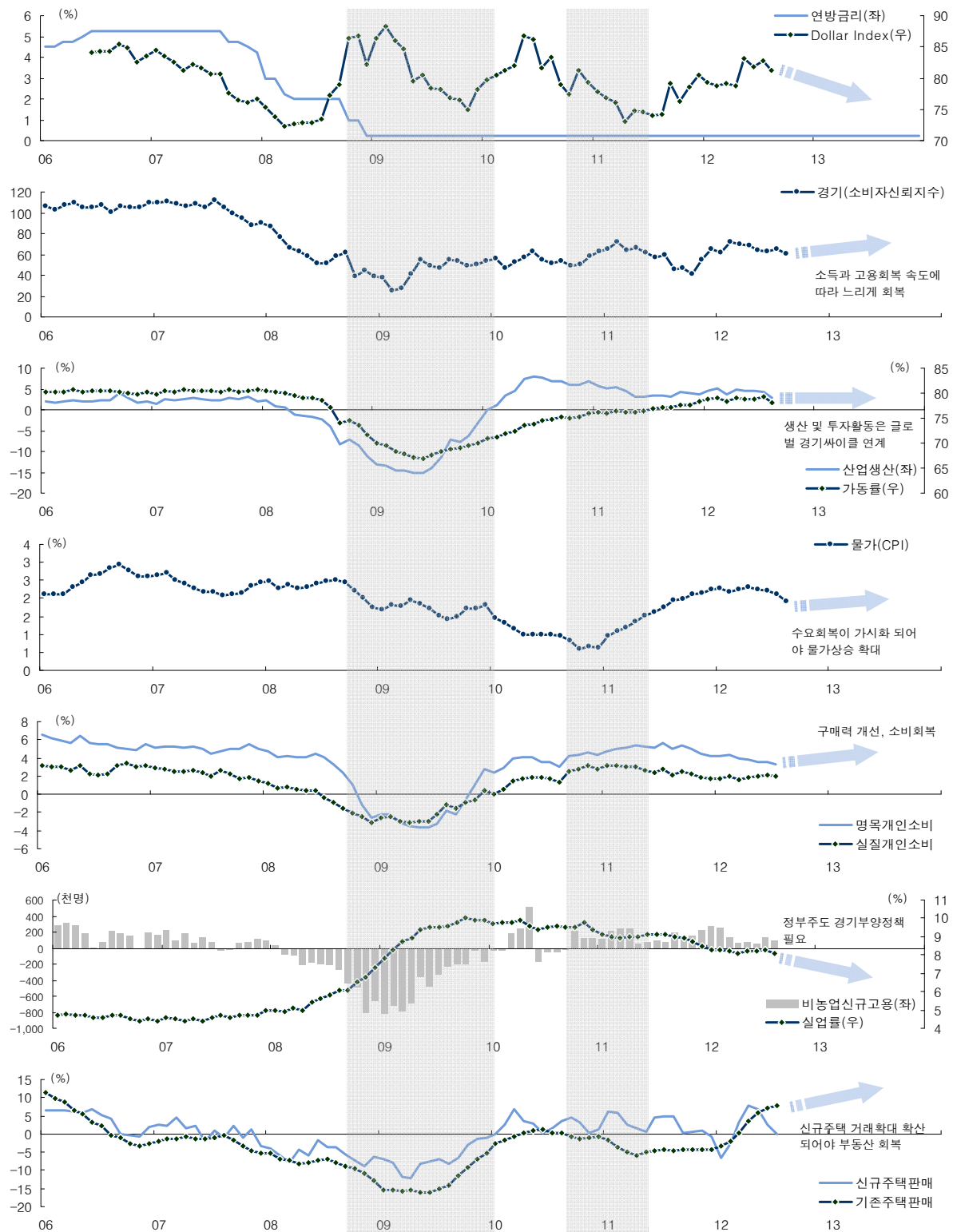
구 분		After QE1	After QE2	After QE3(교보증권 전망)		
				3M	6M	12M
글로벌 / 자산시장	글로벌 정책공조	저금리 동조	동조화 약화	저금리 동조	저금리 유지	동조화 약화
	달러화	약세(strong)	약세(weak)	약세(strong)	강세(weak)	약세(weak)
	에너지	강세(strong)	강세(weak)	강세(weak)	강세(weak)	강세(strong)
	원자재	강세(strong)	강세(weak)	강세(weak)	강세(strong)	강세(weak)
	안전자산	약세(strong)	약세(weak)	약세(weak)	약세(weak)	약세(strong)
미국	기대심리	5 개월 후 회복	시행 후 회복	시행 후 회복	관망	추세적 회복
	생산	9 개월 후 회복	회복세 둔화	관망	점진적 회복	점진적 회복
	물가	추세적 하락	3 개월 후 회복	추세적 하락	단기 약화	점진적 회복
	소비	추세적 하락	시행 후 회복	시행 후 회복	점진적 회복	점진적 회복
	고용	추세적 하락	시행 후 회복	관망	점진적 회복	추세적 회복
	부동산	추세적 회복	단기 약화	점진적 회복	점진적 회복	점진적 회복

자료: 교보증권 리서치센터

지난 두 차례에 걸친 미국 연준의 양적완화정책이 실시되고 심리지표 만이 즉각적으로 반응할 뿐 기업의 생산과 소비, 물가지표의 회복은 시차를 보였던 것이 확인되었다. 따라서 2013년 상반기에는 추가적으로 공급된 유동성이 실물경제에 투입되고 회복되는 원동력이 되는지 점검하는 것이 중요하다.

역대 양적완화정책 시행에 따른 주요 거시지표의 변화는 다음과 같다

도표 41. 미국 양적완화정책 시행 후 미국의 주요 거시지표의 변화



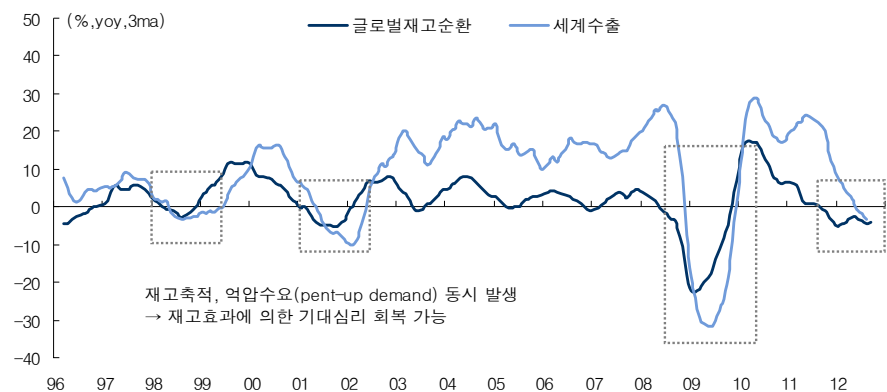
주 : 음영부분은 1차, 2차 양적완화정책 기간

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

2013년은 가수요 보다 실수요 개선이 중요

최근 신흥국들의 무역수지가 흑자를 기록하면서도 수출증대가 아닌 수입감소에 의한 불황형 흑자라는 언급이 자주 등장한다. 그 만큼 경기여건이 좋지 않고 미래에 대한 확신을 갖고 있지 못하다는 뜻이다. 경기가 회복될 때는 흔히 재고효과를 기대하게 된다. 기업은 수요개선에 맞춰 재고를 늘리고 전체 질량이 팽창하며 경기가 좋아지는 것처럼 보이는 현상이다. 선진국과 신흥국을 종합해 글로벌 재고순환지표를 작성해 보면 현재는 재고 대비 출하량이 급감하는 모습을 나타내고 있다. 세계 수출모멘텀 약화와 동시에 발생하는 모습을 보면 전체적으로 수요가 위축되었음을 알 수 있다.

도표 42. 글로벌 재고지표는 침체환경 반영, 점진적인 개선 가능성 기대



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

재고가 축적되고 수요가 억제될 경우 억압수요가 발생하게 된다. 응집된 소비욕구는 경기회복 시점에 맞춰 분출되어야만 탄력적인 경기회복이 가능해 진다. 국가 재정위기와 맞물려 신용불안이 계속되고 있다. 미국 재정절벽 이슈와 같이 개인의 소비회복은 한계가 잠재되어 있다. 2013년 이후 소비의 중심축은 기업의 소비, 즉 투자가 동행되어야 한다. 2013년은 중간재 관련 산업의 관심을 높여야 하는 이유이다. 우리의 대중수출에서 소비재가 차지하는 비중은 10% 정도이다. 대부분은 중국의 생산활동을 위한 중간재 상품이 대부분을 차지한다. IT(디스플레이 제조 장비, 반도체 제조장비), 화학(석유 화학 중간 재료, 합성 수지 등) 업종의 관심이 요구된다.

2013

주식시장 전망

2012.11.13

Market Outlook Report

밸류에이션과 전략

소비재 산업의 지속성장과 생산재의 부활

Senior Strategist / 김형렬

3771_9773 / jeff2000@iprovest.com

Summary : 소비재 산업의 지속 성장과 생산재의 부활

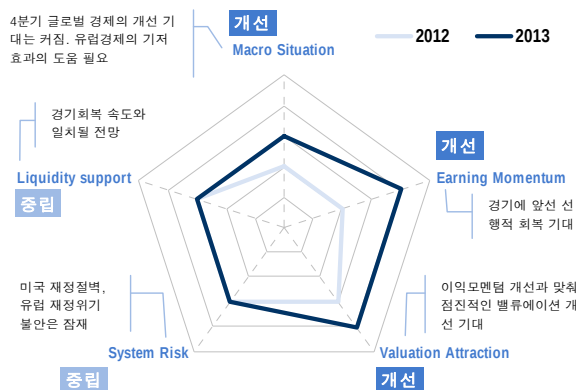
2012년 기업실적은 주식시장의 행보 만큼이나 실망스러움이 앞선다. 당초 2012년 주식시장이 시작될 때 예상 순이익은 약 110조원 규모였다. 필자는 밸류에이션 산출을 위한 좀 더 현실적인 수정이익 규모를 105조원으로 가정했다. 현재 2012년 순이익은 약 99.6조원으로 예상된다. 일반적으로 비경상비용이 많이 발생하는 4분기 실적을 생각하면 추가적인 하향조정 가능성도 없지 않다. 따라서 2012년 주식시장이 긴 박스권 형태를 보이게 된 것은 유럽 재정위기 문제, 중국 경기둔화 문제 뿐만 아니라 우리 고유의 실적 정체상황을 반영한 결과로 볼 수 있다.

그렇다면 2013년은 어떻게 바뀌게 될까? 우선 2012년은 이익 쏠림현상이 지나치게 심했다. IT와 자동차 업종에 집중된 이익개선과 다른 생산재 섹터의 부진이 전체 평균을 낮추게 된 것이다. 따라서 2013년 기업이익은 업황 호조가 유지되는 소비재 섹터의 성장이 유지되고 현재 부진한 산업의 실적개선이 동시에 이루어 졌을 때 성장세가 나타날 것으로 기대한다. 그 가능성은 분명 높아 보인다. 대신 명확한 정황이 포착되기 까지 최대한 보수적인 전략 수립이 필요해 보인다.

2013년 예상밴드는
1,750p~2,150p

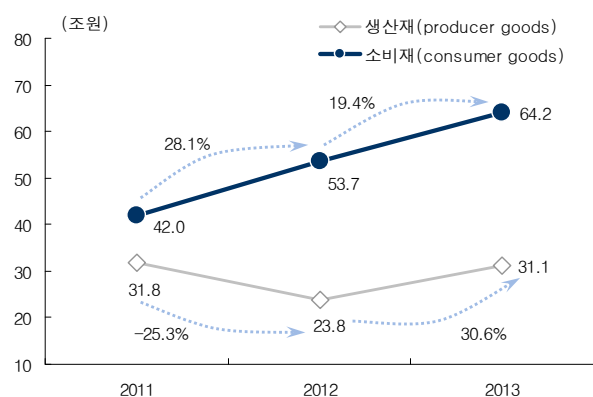
2013년 주식시장의 예상밴드는 1,750p~2,150p를 제시한다. 2013년 적정Kospi는 2013년 수정 당기순이익을 105~110조원으로 가정할 경우 1,900p~1,977p로 산출된다. 즉 Kospi 1,900p 이하 영역은 주식비중을 높이는 매수 구간으로 예상한다. Target Kospi는 지난 4년간 최저 Yield gap(6.0%p)과 국고채 3년물 금리(2.6%)를 기준으로 산출된 Target PER 11.6배를 적용할 경우 2,150p로 예상한다. 2013년 탐픽 업종은 IT, 금융, 철강, 화학업종을 제시한다. 2013년 1분기까지는 실적 안정성을 중시하는 가치주 투자 스타일을 선호하고 하반기는 모멘텀 관점으로 전환이 요구된다. 2013년 탐픽 종목은 삼성전자(005930), 우리금융(053000), 현대제철(004020), LG화학(051910)을 제안한다.

도표 43. 마켓이슈에 대한 정량적 해석



자료: 교보증권 리서치센터

도표 44. 소비재 성장지속, 생산재 실적개선이 관건



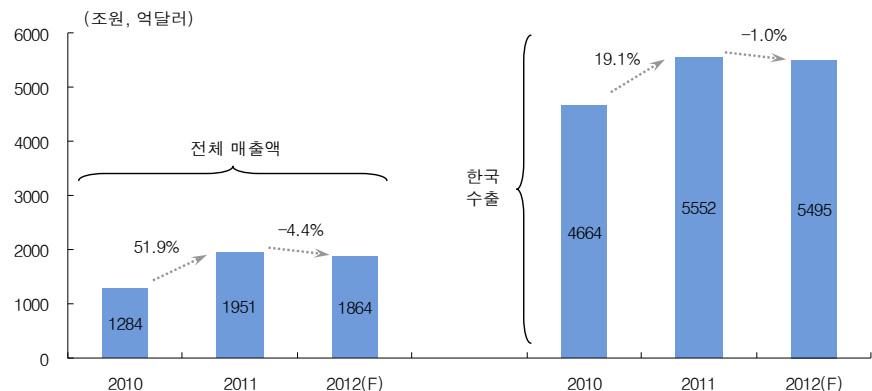
자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

2012년 기업실적 리뷰, 빛 좋은 개살구

2012년 연간 주식시장 전망을 작성할 당시(2011년 10월) 종합주가지수 예상밴드를 산출하기 위한 2012년 순이익 컨센서스는 약 112조원 이었다. 2011년 예상 순이익은 95조원 내외로 추정되어 적정 Kospi를 산출하기 위한 수정이익은 약 105조원으로 기준을 삼았다. 1년이 지난 지금 필자가 예상한 이익수준 보다 못 미치는 99조원 내외로 마무리 되어가고 있다. 대부분 12월 결산법인인 우리기업이 실적이 부진한 올해 다양한 비경상비용을 발생시킬 가능성을 고려하면 추가적으로 하향조정될 여지가 작지 않다. 예상보다 기업실적이 부진한 원인은 유럽 경제침체와 선진국 경기영향이 최대 수출국인 중국 및 신흥국 경제로 전염되었기 때문이다.

2012년의 남은 두달 수출액이 월간 평균 수준에 그치는 것을 가정할 경우 우리기업의 2012년 수출은 지난해 보다 1% 감소한 5,495억달러로 예상된다. 수출 모멘텀 약화는 상장기업의 매출액 컨센서스에도 반영되어 있다. 500대 대표기업의 현재까지 2012년 연간 매출액 컨센서스는 1,864조원으로 전년대비 4.4% 감소할 것으로 예상된다. 당연히 2012년 기업실적의 부진 가능성이 높고, 현재 종합주가지수가 지난해 이맘때와 크게 다르지 않은 것도 실적 상황과 무관하지 않다.

도표 45. 500대 대표기업의 연간 매출, 수출감소 영향으로 전년대비 소폭 감소



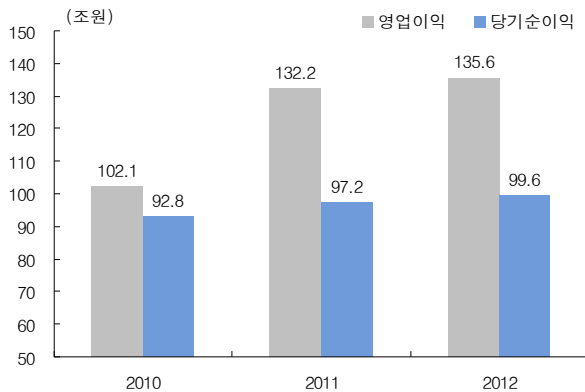
자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

2012년 예상 당기순이익
99.6조원, 하향조정 가능성
남아있음

최악의 경우 2012년 전체 순이익이 2011년 대비 감익을 기록할 가능성도 적지 않다. 그러나 실제 감익 상황이 확인되는 것은 2012년 연간 사업보고서가 발표되는 2013년 4월 전후로 확인되는 만큼 크게 의식할 필요는 없어 보인다. 현재까지 컨센서스를 기준 하면 2012년 영업이익과 당기순이익은 각각 135.6조원, 99.6조원으로 전년대비 2.6%, 2.7% 증가한 것으로 예상된다.

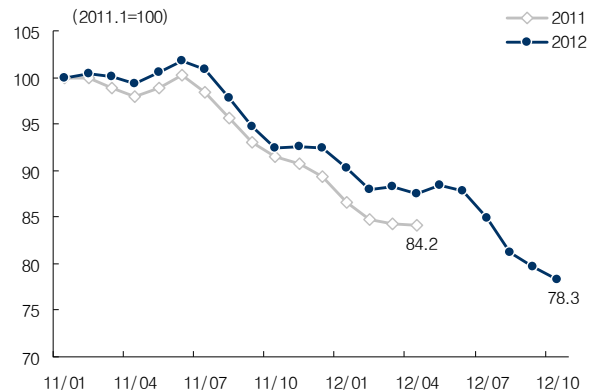
2011년 순이익 컨센서스와 비교하면 2012년 전체기업의 순이익은 기대에 크게 미치지 못한 것으로 판단된다. 2011년 순이익은 연초 대비 약 15% 하향 조정되었지만 2012년 순이익은 20% 넘게 낮아졌다. IT와 자동차 업종의 실적 고공행진이 이어졌던 것을 감안하면 다른 산업의 어닝 쇼크가 분명히 컸던 것으로 보인다. 2012년 기업이익에서 만약 IT와 자동차 업종 마저 부진했다면 주식시장 전체로 가해지는 밸류에이션 무게는 컸을 것이고, 종합주가지수는 지금 보다 크게 낮은 수준에 머물렀을 것이다.

도표 46. 500 대 대표기업의 연도별 영업이익과 당기순이익



자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

도표 47. 2011 년과 2012 년 순이익 컨센서스 추이

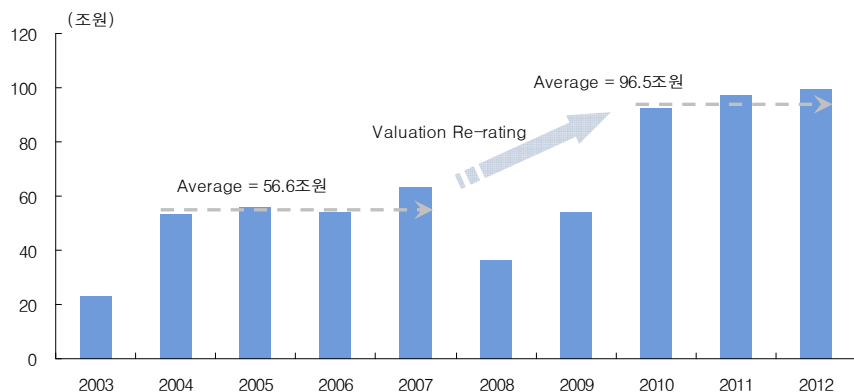


자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

연도별 순이익을 기준할 때 주식시장의 구조적 변화는 가능하다고 판단

2012년 실적이 마무리되지 않았다. 어느덧 한달 반 가량 남은 기간 동안 우리기업의 실적이 대폭 증가할 확률도 높지 않다. 상황에 따라 정말 2011년 순이익 대비 감익 영역에 진입했을 가능성도 없지 않다. 그렇다면 주식시장의 투자매력은 없는 것일까? 그렇지 않다. 금융위기 이전 2007년 까지는 연평균 순이익이 56.6조원에 그쳤다. 그러나 지난 3년간 우리기업은 약 96.5조원으로 100조원에 근접하는 실적을 유지하고 있다. 유로존 붕괴와 미국 재정절벽 이슈에도 국내증시가 선전하는 것은 기업이익 수준의 질적 성장이 확인되었기 때문이다. 우리증시의 투자매력을 높이는 구조적 변화다.

도표 48. 연도별 기업 순이익 추이, 금융위기 이전과 비교하면 한 단계 레벨업



자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

2012년 기업실적의 취약점은? 쏠림과 부진

2012년 기업이익 소비재 산업의 약진과 생산재 산업의 부진

현재 컨센서스를 기준하면 2011년 보다 2012년 실적은 소폭 개선이 예상된다. 그렇지만 투자심리를 비롯해 실적전망을 낙관하지 못하는 것은 2012년 기업이익이 밸런스를 잃었기 때문이다. 2011년 전체 기업이익에서 섹터별 이익을 살펴보면 에너지, 소재, 산업재 등 생산재 섹터의 비중이 작지 않았다. 2011년 생산재 섹터의 이익 비중은 33.6%로 자동차 업종이 포함된 경기소비재나 IT섹터를 압도했었다. 그랬던 것이 2012년에 들어서는 전년대비 이익비중은 9.6%p나 감소했고, 경기소비재와 IT섹터 이익비중을 밀도는 결과를 보였다.

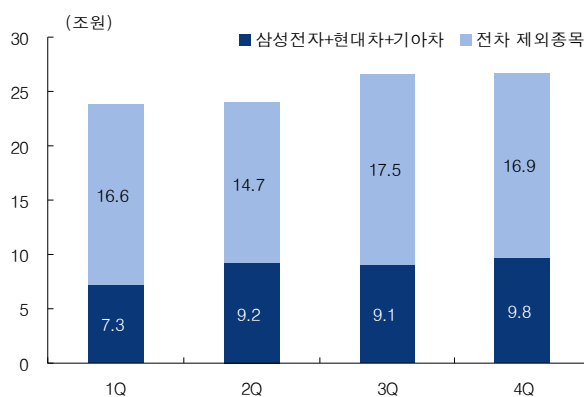
2012년 상반기 일명 전차장세(삼성전자와 완성차 주식의 쏠림현상)가 유행이 될 수 있던 것은 단순히 특정 투자주체(자문사)의 쏠림이 문제가 아니라 이익변화에 따라 관심이 집중되었던 영향이다.

도표 49. 전체 기업이익에서 섹터별 이익비중

구 분	2011 년		2012 년		2013 년	
	금액(조원)	비중(%)	금액(조원)	비중(%)	금액(조원)	비중(%)
전체	97.2		99.6		121.6	
에너지	10.3	10.8	4.2	4.2	5.7	4.7
소재	13.6	14.4	9.4	9.5	12.2	10.1
산업재	8.0	8.4	10.2	10.3	13.1	10.8
경기소비재	25.2	26.7	25.3	25.6	27.9	23.0
필수소비재	3.5	3.7	2.8	2.8	3.4	2.8
의료	0.6	0.6	0.6	0.6	0.8	0.7
금융	18.8	19.9	17.4	17.6	17.2	14.1
IT	16.7	17.7	28.5	28.8	36.2	29.8
통신서비스	3.1	3.3	2.2	2.3	3.2	2.6
유틸리티	-2.6	-	-0.9	-	1.7	1.4

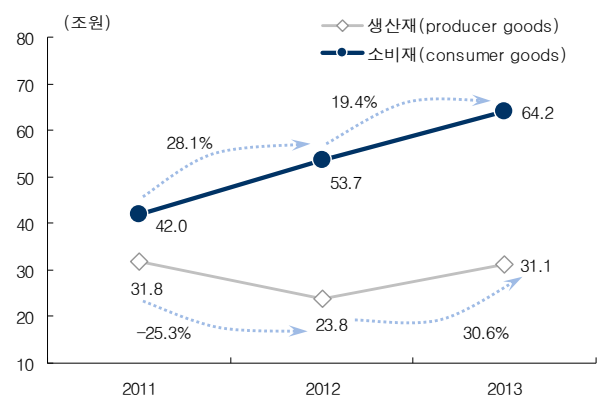
자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

도표 50. 삼성전자와 완성차 기업의 이익쏠림



자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

도표 51. 소비재와 생산재 산업의 이익 불균형



자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

**소비재 산업의 실적성장이
지속되어야 전체
기업이익의 성장 가능**

삼성전자와 현대차, 기아차의 이익 쏠림은 중장기적으로 보았을 때 반길만한 부문은 아니다. 단 세 기업의 순이익이 한국 전체기업 이익의 37%를 넘어선다는 것은 해당 업황의 변화에 따라 우리 경제여건이 흔들릴 수 있음을 의미한다. 최근 완화된 면이 없지만 삼성전자와 애플의 스마트폰 주도권 탈환을 목적으로 특허 소송이슈가 계속되고 있고, 현대차는 미국시장에서 연비 조작 파문과 같은 경계의 시각이 제기되고 있다. 만약 삼성전자와 완성차 기업의 실적전망을 바꿀 수 있는 영업환경의 변화가 생긴다면 이는 해당 종목의 주가뿐만이 아닌 주식시장 전반의 View를 바꿀 수도 있는 문제라는 점이다.

**생산재 산업의 실적개선
정도가 2013년
이익모멘텀의 강도 결정**

2013년 컨센서스를 기준해서 볼 때 2013년의 주도주의 색깔도 크게 달라 보이지는 않는다. 여전히 IT와 경기소비재 섹터의 이익비중이 높고, 생산재 섹터의 이익비중은 소폭 개선되는 것에 불과하다. 그 만큼 에너지, 소재, 산업재 섹터에 대한 실적 전망이 유동적이라는 뜻이다. 물론 2012년과 대비해 2013년 실적이 개선될 것이란 믿음은 강한 편이다.

그러나 2013년 실적의 절대수준이 여전히 2011년을 밀돌고 있다는 점을 주의할 필요가 있다. 이전과 같은 업황 호조의 시기가 2013년일 것이란 기대를 갖지 못하고 있다는 증거다. 2013년 기업실적 측면에서 점검해야 할 것은 지나친 특정 산업으로의 이익 쏠림을 분산시키는 변화가 필요하다는 점이다. 요즘 우리도 대통령 선거를 앞두고 ‘경제 민주화’의 요구가 커지는 상황에서 주식시장 측면에 필요한 것은 모두가 같이 성장하는 ‘실적 민주화’가 아닐까 생각한다.

2013년 기업실적 전망은? 지속과 개선

2013년 주식시장을 예상하기 위해서 점검해야 할 것은 무엇인가? 첫째 2013년 기업 이익은 ‘증가’하느냐, 둘째 이익의 규모를 ‘얼마’로 예상해야 하느냐 이다.

2013년 소비재 기업이익
하향조정 여지는 있지만
성장 추세는 유지

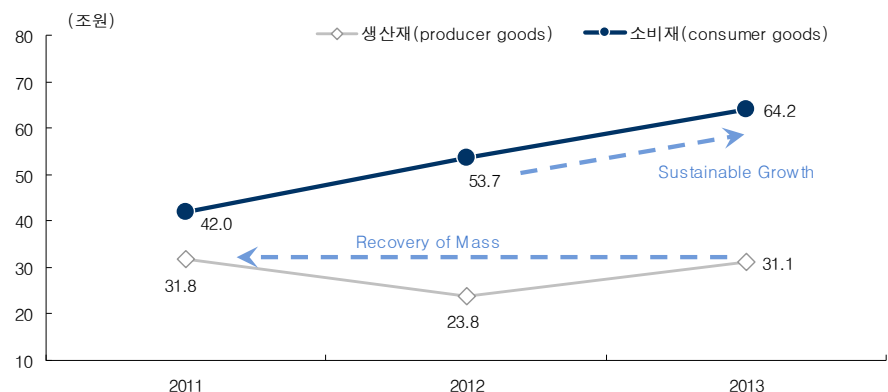
먼저 2013년 기업이익이 증가하기 위해서는 현재 업황 호조가 계속되는 IT, 자동차 업종의 선전이 필수적이다. 두 쌍두마차 중 어느 한쪽만 밸런스를 잃어도 전체 실적에 미치는 영향이 크기 때문이다. IT와 경기소비재 섹터로 구성된 소비재 섹터의 2013년 예상 순이익은 64.2조원으로 예상된다. 이익증가율을 기준할 때 다소 낙관적인 기대가 과도하게 반영된 면이 있고 하향 조정될 가능성도 작지 않다. 그러나 주식시장이 올해 보다 내년이 낫다고 가정한다면 소비재 섹터의 실적 개선은 선택이 아닌 의무이다.

소비재 섹터의 실적 성장을 가정할 때 또 한편으로 필요한 것은 생산재 섹터의 이익 회복 수준이 어느 정도일 수 있느냐는 점이다. 분명 정유, 화학, 건설, 조선 등 올해 부진했던 업종의 2013년 실적은 개선될 것으로 말하고 있다. 어느 누구도 내년은 더 어려울 것이라고 말하는 사람은 없다. 실적 회복에 대한 견해까지 부정할 이유는 없어 보인다. 앞선 투자환경 점검에서 언급했듯이 현재 중앙은행과 정부는 방관하는 태도를 보일 여유가 없기 때문이다.

2013년 실적 개선을
위해서는 생산재 산업의
업황호조 기대심리 필요

그런데 2013년 생산재 섹터의 컨센서스가 중립적인 자세를 버리지 않고 있다는 점이다. 에너지, 소재, 산업재 섹터의 2013년 순이익 컨센서스는 현재 31.1%로 예상된다. 2011년과 비교하면 약 30% 가량 순이익이 증가할 것으로 예상하는 것이다. 그런데 왜 2011년 연말에 이들 업종의 수익률 부진은 계속되는 것인가? 그 이유는 실적회복에 대한 믿음은 갖고 있으면서도 업황 호조는 경기여건에 따라 달라질 수 있다는 소극적인 예측 때문이다. 투자자의 믿음을 돌려놓기 위해서는 2013년 생산재 섹터의 실적이 2011년을 넘어설 수 있다는 믿음이 강해져야 한다.

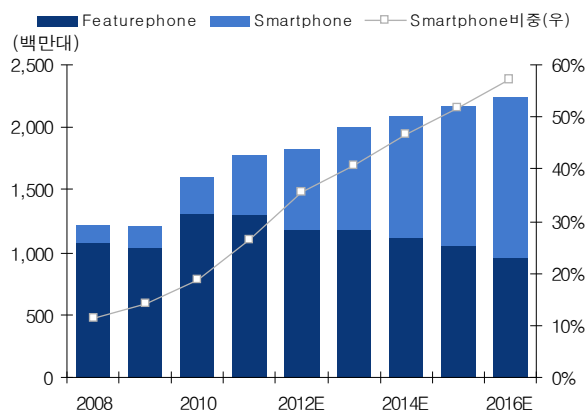
도표 52. 생산재 산업의 실적 지속 성장과 생산재 산업의 이익규모 개선이 중요



자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

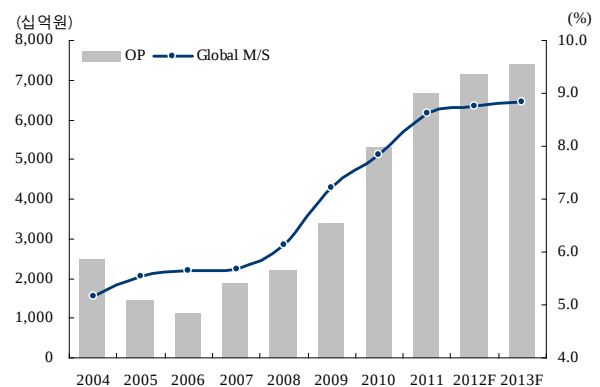
소비재 섹터의 실적 성장은 삼성전자와 자동차 쌍두마차의 글로벌 경쟁력 유지가 가장 중요한 기준이 될 것이다. 스마트폰 시장에서 삼성전자의 독주는 계속되고 있다. 일부의 견제는 가능하겠지만 현재의 추세가 바뀌긴 쉽지 않아 보인다. 자동차 업종은 선진국 및 신흥시장에서 점유율을 꾸준히 유지하는 것이 중요하다. 일본 완성차 기업의 반격이 만만치는 않지만 우리 완성차 업체도 수년전과 같은 기업이라 할 수는 없다. 소비재 섹터는 2013년 상반기 이익 성장 모멘텀 약화 여부를 점검 받게 될 것이다.

도표 53. 스마트폰 산업 팽창은 당분간 지속



자료: Gartner, 교보증권 리서치센터

도표 54. 현대/기아차 글로벌 MS와 영업이익

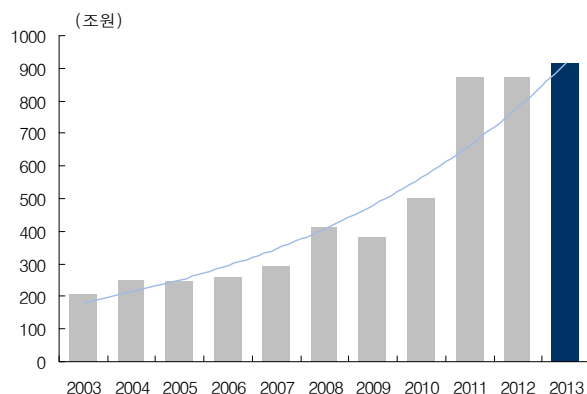


자료: 현대차, 기아차, 교보증권 리서치센터

생산재 산업의 실적개선을 낙관하는 이유

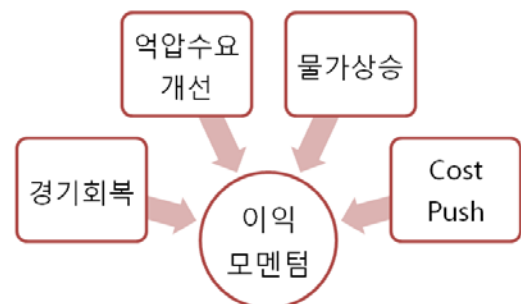
생산재 섹터의 실적개선 가능성은 높아 보인다. 글로벌 경기상황과 원자재 가격의 정체로 인해 당장 낙관적인 전망을 내놓기는 어렵지만 생산재 섹터는 순이익 대신 매출의 구조적 성장이 나타나고 있다. 전세계 물가가 상승한다면 생산재 섹터의 매출 총량은 당연히 증가하게 된다. 일시적으로 수익성의 문제가 생길 수 있지만 경기여건만 좋아지면 언제든 기업이익의 중심축에 다가설 수 있다. 현재 매크로 상황은 소비재 보다 생산재 섹터의 편에 서 있다. 단지 투자자의 관심 이동이 느린 것이 흠이다. 저가 주식을 발굴해 장기적인 투자를 계획한다면 생산재 섹터의 관심을 높여야 한다.

도표 55. 생산재 산업의 매출 성장세는 구조적으로 진행중



자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

도표 56. 인플레이션 효과로 인해 이익모멘텀 개선 기대



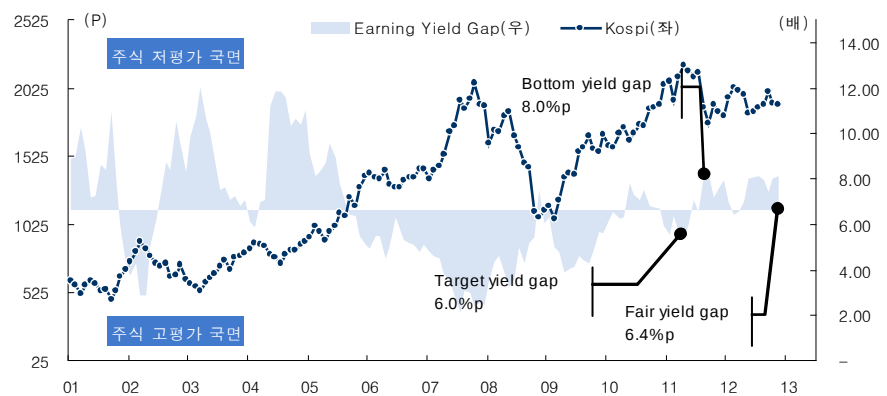
자료: 교보증권 리서치센터

2013년 목표지수 산출을 위한 적정PER 도출

일드갭을 활용한 적정PER 도출

2013년 주식시장은 글로벌 경기여건과 IT와 자동차 등 주력산업의 경쟁력을 고려할 때 낙관적인 전망을 해볼 수 있다. 그렇다면 2013년 기업이익을 기준으로 현재 우리 주식시장의 적정가치와 Target Kосpi를 산출하기 위한 적정PER을 구하는 밸류에이션 작업이 필요하다. 필자는 적정 PER을 산출하기 위해 일드갭(Yield Gap, 채권과 주식 자산과의 가격 격차)을 사용하려 한다.

도표 57. 일드갭과 종합주가지수, 적정 일드갭은 6.4%p



주 : 주가수익률은 PER의 역수, 국채금리는 국고채 3년물 기준 자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

적정 PER을 산출하기 위해서는 적정 일드갭을 구해야 한다. 현재 한국증시의 일드갭은 약 8.0%p를 기록하며 채권 대비 주식시장이 저평가 되어 있음을 알 수 있다. 지난 2001년 이후 10년의 기간 동안 평균 일드갭은 6.4%p를 기록해 이를 적정 일드갭으로 정했다. 2007년 일드갭이 최대로 축소되었을 때 종합주가지수가 상승 국면의 정점을 기록한 것과 일치되어 신뢰할 수 있는 투자지표로 판단한다.

적정 일드갭을 6.4%p로 가정할 경우 적정 PER은 10.3배

적정 일드갭을 6.4%p로 가정하고 2013년 예상되는 국채금리(국고채 3년물 기준)를 2.6%로 가정할 경우 적정 PER은 10.3배로 산출된다. 적정 PER을 기준으로 2013년 예상 순이익(현재 약 120조원)을 사용해 적정지수를 산출하면 적정 Kосpi는 약 2,190p로 도출된다. 현재 지수수준과 격차가 크다. 즉 현재 예상하는 이익전망이 지나치게 낙관적이고 하향 조정 가능성이 높다는 것을 의미한다. 적정 Kосpi 산출을 위해서는 현재 순이익 컨센서스에 대한 수정작업이 불가피해 보인다.

2013년 목표지수를 위한 Target PER은 11.6배

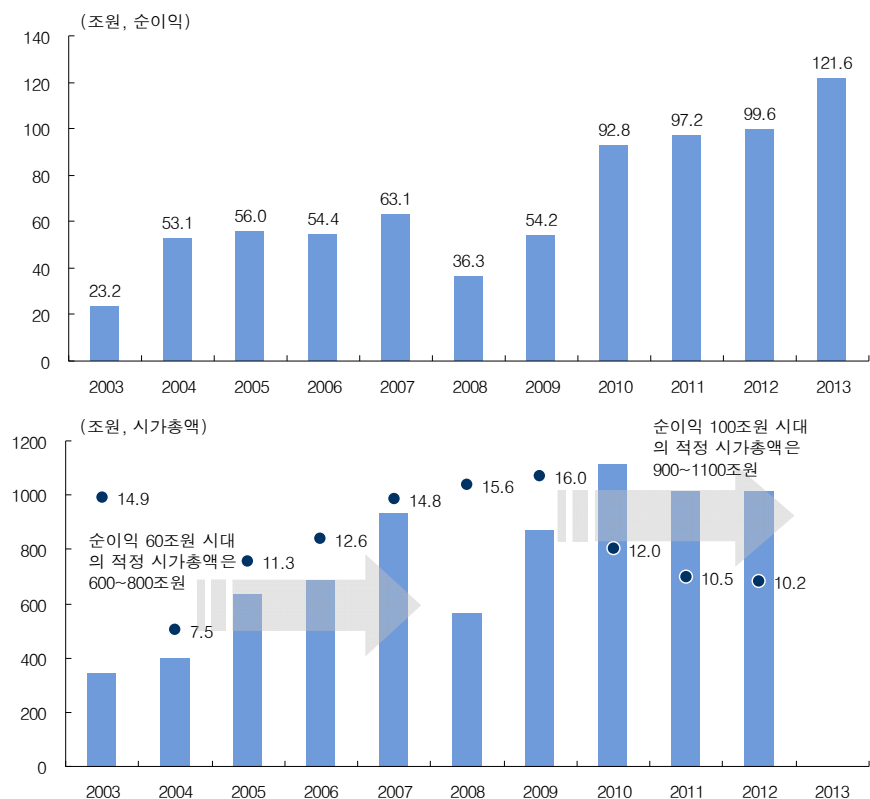
2013년 Kосpi 예상밴드를 산출하기 위한 Target PER과 Bottom PER은 2010년 이후 일드갭의 최고치와 최저치인 6.0%p, 8.0%p를 기준으로 계산하면 예상밴드의 상단과 하단의 PER은 각각 11.6배, 9.3배로 계산된다. 2013년 Kосpi 예상 밴드를 위한 적정 PER과 밴드 PER이 도출되었기 때문에 지수산출을 위한 수정이익을 산정해 본다.

Kospi 적정가치 선정을 위한 수정이익 산출

필자가 지점설명회 및 세미나를 다니다 보면, 생각보다 주식시장에 대한 투자자의 신뢰가 높지 않음을 파악하고 놀란 적이 많다. 물론 아니면 말고 식의 보고서가 넘쳐나는 상황에서 언론에서 언급되는 각종 금융위기 가능성과 체제 붕괴시나리오를 접하다 보면 우리 증시가 언제 다시 1,000p로 돌아갈지 모른다는 불신을 갖는 것은 이해가 되기도 한다. 그러나 사람도 연륜이 쌓이면 젊음이 가질 수 없는 경험이란 무기를 갖게 된다. 한국경제와 주식시장에 대해서도 과거에 보였던 신흥국 경제스타일의 가벼움 보다 선진국 경제에 어울리는 묵직함을 보이고 있다. 낙관적인 전망에 집착하는 것도 쉽지 않지만 우리 기업의 이익수준은 이제 과거로 돌아가기도 쉽지 않은 성장궤도에 올라 있음을 가장 먼저 기억해야 한다.

2012년도 시장분위기가 좋을 때 가장 많이 받은 질문은 이번엔 Kospi 2,000p 안착이 가능한 가였다. 2,000p를 시가총액으로 환산하면 약 1,100조원이 넘는다. 시가총액 1,100조원이 적정하다는 평가를 받기 위해서는 미래 기업이익이 100조원이 넘어야 버틸 수 있는 지수영역이다. 현재로써는 안착을 낙관하기는 어렵다. 그러나 그 가능성이 높아진다는 점은 분명하다고 생각된다.

도표 58. 기업이익 규모에 어울리는 적정 시가총액의 수준 존재



자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

2013년 주식시장 전망을 작성하는 현재 2012년과 2013년 예상 순이익 컨센서스는 각각 99.6조원, 121.6조원 이다. 2012년 순이익은 3분기 확정치가 대부분 반영된 만큼 내년 초 확인하게 될 확정치와 오차는 크지 않을 것으로 예상된다. 만약 예상보다 크게 밀도는 결과가 나올 경우에는 기업들의 비용 반영 정도가 크기 때문으로 판단된다.

적정지수 산출을 위한 예상 순이익의 수정작업 필요

2013년 주식시장 전망을 위해서는 2013년 예상 순이익을 얼마나 현실적인 수준으로 바꿔 주느냐가 중요하다. 현재 컨센서스를 기준하면 2013년 순이익이 올해 보다 22%나 증가한다는 것인데 다소 현실성이 떨어지는 것으로 판단된다. 특히나 2012년 순이익 컨센서스가 연초 대비 20% 이상 하향조정 됐음에도 불구하고 2013년 순이익 컨센서스는 크게 조정되지 않은 편이다. 따라서 2012년 예상 순이익을 기준으로 어느 정도 폭으로 하향조정 시켜 적정 지수와 Target Kospi를 산출하느냐가 중요해 보인다.

도표 59. 2013년 순이익을 105 조원으로 가정할 경우 2013년 Kospi 적정가치 시나리오

(단위: 조원, 배, p)

구 분	2012년	2013년	12개월 예상순이익	12개월 예상PER	이익수정비율(%)	발생확률(%)	Kospi Fair Value	Band
Scenario I	94.6	90	90.7	11.9	-26.0	0	1657.6	1,500p~1,860p
Scenario II	94.6	95	95.0	11.3	-21.9	0	1732.5	1,560p~1,950p
Scenario III	94.6	98	97.7	11.0	-19.4	20	1778.1	1,600p~2,000p
Scenario IV	99.6	121.6	119.8	9.0	-	0	2152.3	1,950p~2,420p
Scenario V	99.6	115	112.4	9.5	-5.4	10	2051.9	1,850p~2,300p
Scenario VI	99.6	110	108.3	9.9	-9.5	30	1977.1	1,750p~2,250p
Scenario VII	99.6	105	104.1	10.3	-13.7	40	1900.4	1,700p~2,150p

자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

Scenario I ~Ⅲ은 2012년 연간 순이익이 전년대비 감익 영역에 진입했을 경우를 고려했다. 2012년도 두 달도 채 남지 않아 확정치와의 오차가 크지 않을 것으로 보이지만 여전히 4분기 컨센서스가 과대 계상되어 있는데다 2013년 경기전망도 낙관적이지 않아 기업은 보수적인 재무활동을 결정할 가능성이 높아 올해 실적을 크게 낮출 여지가 없지 않다.

2013년 기업이익이 전년대비 감소했을 경우의 시나리오 점검

2012년 예상순이익이 감익 영역에 들어가면 2013년 예상실적도 순차적인 조정이 불가피하다. 최악의 경우는 2012년 이익이 감소했으니 2013년도 감소한다고 가정할 경우이다. 이 때는 코스피 적정지수가 1,600p대로 뚝 떨어지게 된다. 만약 그렇다면 지금 당장이라도 주식을 정리하는 것이 맞다. 그런데 이런 비관적인 시나리오가 완성되려면 충족되어야 하는 조건이 있다. 전체 기업이익에서 개선 기여도가 높은 삼성전자, 자동차 업종의 실적부진이 급격히 진행되면 가능하다. 아무리 2013년 경기전망이 불투명하다고 하지만 삼성전자 스마트폰, 한국 자동차의 시장점유율 유지 등은 크게 바뀔 것 같지는 않다. 즉 2년 연속 감익 및 2013년 소폭 실적개선은 고려할 변수가 아닌 것으로 판단된다. 우리 기업의 순이익이 크게 감소하더라도 주식시장은 2013년 실적 개선을 신뢰하고 그 때 부터는 2014년 실적을 기준한 밸류에이션이 종합주가지수의 적정가치를 끌어올릴 것으로 예상된다.

2013년 예상 순이익의 수정작업을 통한 적정지수 산출

그렇다면 2012년 예상 순이익 컨센서스를 신뢰한다고 가정할 때 2013년 예상 순이익을 어떻게 조정해야 할까? 2012년 순이익의 이익 증가율을 감안할 경우 Scenario V~VII에서 ScenarioVI와 ScenarioVII가 그나마 현실적인 수준으로 판단된다. 그렇다면 2013년 주식시장의 적정 지수는 적정 PER 10.3배를 기준할 때 1,900p~1,977p로 산출된다. 즉 2013년 종합주가지수의 연간 흐름에서 1,900p를 하회할 때는 적정 가치를 밑돈다는 결론을 얻을 수 있고, 주식 비중을 높이는 전략이 필요하다.

ScenarioVI~VII의 예상실적 범위를 가정할 때 2013년 예상 밴드는 하단이 최저 1,700p, 상단 최고가 2,250p로 산출해 볼 수 있다.

하단밴드를 위협하는 변수로는 미국 재정절벽 현실화에 따른 세계경제 회복 지연, 선진국 경기약화에 의한 신흥국 경제 침체, 빠른 실적성장세를 보인 IT, 자동차 업황의 부진 등이 이유가 될 수 있다. 상단 밴드의 기대를 높이는 변수로는 글로벌 금융시장 불안 해소, 선진국과 신흥국 경제의 선순환적 회복, 풍부한 글로벌 유동성이 바탕이 되는 외국인 주식매수와 같은 수급여건 개선 등이 될 것으로 예상된다.

ScenarioVI와 ScenarioVII은 각각 현실과 동떨어진 비관적 판단이 반영되어 있다. ScenarioVI은 2013년 예상 순이익이 현재보다 10% 이상 개선되어야 하는 조건을 충족해야 하고 ScenarioVII은 예상실적의 현실성은 높지만 현재의 유동성 조건 및 글로벌 정부가 내세울 정책효과를 전부 무시한 Scenario라는 점이다.

2013년 예상 밴드는 1,750p~2,150p

따라서 2013년 종합주가지수의 공식적인 예상밴드는 ScenarioVI의 하단밴드와 ScenarioVII의 상단밴드를 채택해 하단을 1,750p, 상단을 2,150p로 제시한다. 공교롭게도 2012년 연간 전망에서 제시했던 예상밴드와 차이가 없다. 지루한 정체국면의 연장 가능성을 다시 고민해야 한다. 그러나 세계경제와 물가가 점진적으로 개선, 상승한다고 가정할 때 기업실적도 느리게나마 증가한다는 생각을 해야 한다. 그렇다면 종합주가지수의 적정가치도 점진적인 상승이 가능할 것이다. 2013년 실적은 현재 컨센서스보다 더 좋아지기는 힘들다. 그러나 주식시장은 2013년 상반기부터 빠르게 투자시선이 2014년으로 이동될 가능성이 높다. 따라서 2013년 상반기에는 밸류에이션에 기초한 가치투자 방식으로 대응하고, 2013년 2분기부터는 2013년 실적개선을 바탕으로 하는 모멘텀 회복에 기초한 성장주 투자 방식으로 공략하는 전략이 필요해 보인다.

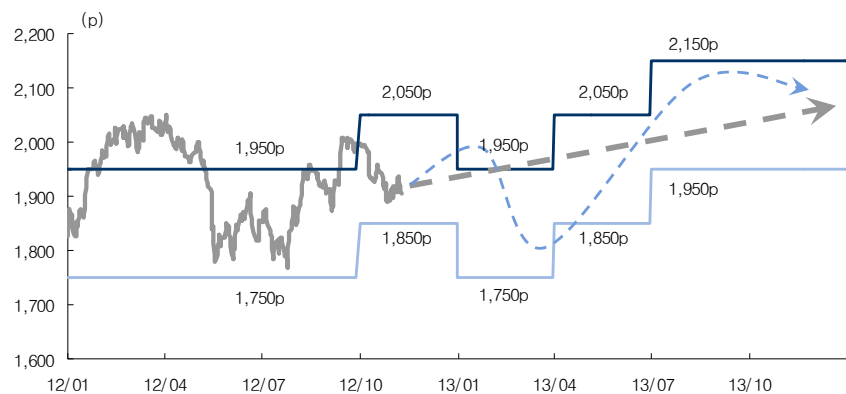
2013년 주식시장의 연간 추세는 V자형 패턴을 예상한다. 2013년 상반기 중 발생하는 매크로 위험과 금융시장 변동성을 활용해 저가 매수전략을 유지하는 것이 필요해 보인다. 4분기 실적과 미국 재정절벽이슈로 인해 1분기말까지 시장 불안감은 최고조에 달할 것으로 보인다.

2013년 주식시장 2~3분기 중 강력한 시세 분출 가능성 예상

그러나 재정감축 불안의 해소, 유럽과 중국경제의 순환적 회복, 물가 상승에 따른 생산재 산업(정유, 화학, 철강 등)의 실적 회복 등이 힘을 더해 2~3분기 강한 주가 상승이 있을 것으로 보인다. 국내증시가 상승하는 과정에는 외국인의 매수세를 점검하는 것이 중요해 보인다. 대외 금융시장 불안이 계속되는 상황에서도 2012년 한국증시에서 외국인 은 10조원 넘게 매수우위를 지켰다. 2012년 4분기 들어 환율조건이 불안해 관망세를 나타내고 있지만 글로벌 경기가 선순환적인 회복을 보일 때 한국경제가 탄력적인 성장이 가능하다는 점을 생각하면 외국인 자금의 재유입 가능성은 높다고 예상한다. 2~3분기 주식시장은 수급과 모멘텀의 밸런스가 유지될 경우 강한 상승 국면이 연출될 것으로 기대한다.

3분기 직전부터는 독일 메르켈 총리의 선거를 전후로 유럽 재정위기 불안의 등장 가능성을 점검하며 변동성 국면을 대비하는 전략이 요구된다. 유럽 재정위기 이슈는 분명 소멸된 것이 아니다. 2012년에도 프랑스 대통령선거, 그리스 선거 등 각종 선거이벤트에 맞춰 정책 불확실성이 주식시장의 발목을 잡은 경험이 있다. 실질적으로 유로존 체제를 유지한 독일, 그 수장인 鐵女 메르켈 총리의 정치적 운명은 유럽 재정위기를 판단하는데 중요한 잣대가 될 가능성이 높다.

도표 60. 2013 년 종합주가지수 예상밴드와 궤적



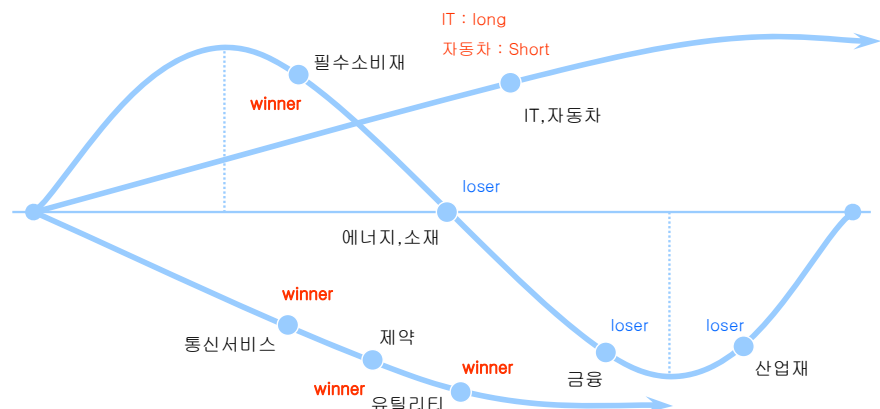
자료: 교보증권 리서치센터

섹터별 투자순위는? IT > 금융 > 철강 > 화학

1년 농사를 준비하며 어떤 씨앗을 고를 것인가는 중요하다. 씨앗을 고르기 전에 생각해 야 하는 것은 지금이 봄인지, 가을인지, 앞으로의 작물을 키우는 환경이 안전한지를 점검하는 것이 우선되어야 한다. 기본적으로는 봄으로 가정한다. 그러나 봄이 따사로운 햇살과 봄비가 풍만한 계절이라기 보다 상당히 서늘함을 느끼는 봄이 될 것으로 보인다. 기본적으로 봄이라는 가정을 내린다면, 씨앗을 뿌려도 된다. 문제는 씨앗의 새싹이 돋고 무럭무럭 자라 열매를 맺는데 씨앗마다 가지고 있는 성장주기가 다르다는 점이다. 어떤 것은 6개월 만에도 결실을 볼 수도 있지만 어떤 것은 1년을 넘겨야 달콤한 열매를 맛볼 수 있는 것도 있기 때문이다.

2012년 하반기 주식시장에서 제시한 탑픽 업종은 산업재 섹터에 포함된 조선업종과 금융, IT, 자동차 업종 등을 제안했다. 2012년 하반기 정도만 되어도 글로벌 경기가 순환적 회복이 가능할 것으로 믿었기 때문이다. 그러나 선진국 경기회복 둔화가 확산되고 신흥국 경제의 부진이 확인되며 경기 선행성격을 갖는 섹터의 부진이 심화되었다. 오히려 다운사이클의 정도가 깊어진다고 보았던 유틸리티, 제약, 통신과 밸류에이션 부담이 크다고 보았던 필수소비재 섹터 등 경기방어주의 강세가 2012년 하반기에 연출되었다. IT와 자동차 업종의 선전은 있었지만 4분기 이후 자동차 업종의 부진이 확대되었다.

도표 61. 2012년 하반기 주식시장 전망에서 제시한 관심업종의 수익률 성과



자료: 교보증권 리서치센터

펀더멘탈 개선이 느려진다면 경기흐름의 선행성격이 강한 에너지, 소재, 산업재 섹터의 부진이 계속될 여지가 있다. 최근에는 경기회복이 완만하고 느리게 전개되며 경기 선행적인 성격 보다 동행적인 느낌이 강해졌다. 원자재 가격의 변화가 제한되고 기업의 소극적인 투자활동 등이 만든 현상으로 풀이된다. 결국 앞서 투자환경 부문에서 진단한 정부의 강력한 추진력이 필요하다는 것도 지금의 산업계의 정세상황과 의미가 다르지 않다.

**경기방어주 선호현상은
2013년 상반기 중 마무리
될 전망**

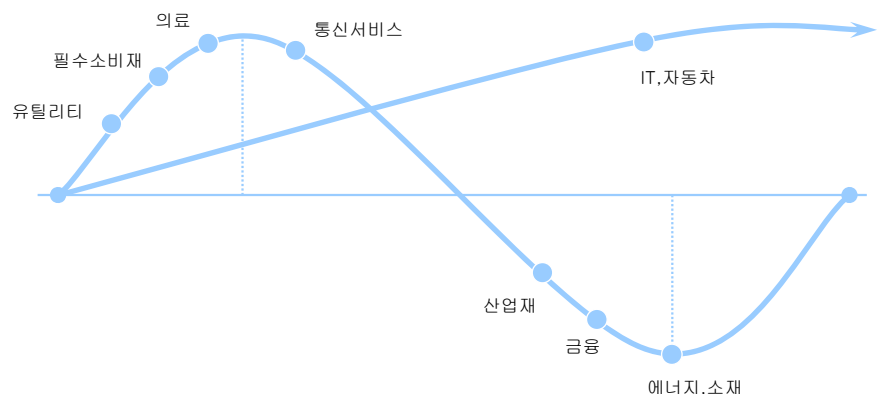
2013년 유망 스타일은 경기방어주 보다 경기민감주의 선택이 바람직해 보인다. 미국 재정절벽 이슈가 계속되고 기업들의 실적개선이 제한된 상태에서 2013년 상반기까지 경기방어주의 선전은 계속될 여지는 작지 않다. 그러나 현재 경기방어주의 주가 상승은 밸류에이션 허용범위를 넘어서기 시작했고, 할증 범위에 진입할 만한 성장 스토리를 갖고 있지는 않다고 판단된다. 물론 음식료 업종의 해외시장 진출, 전기/가스 업종의 셰일 가스 이슈 등이 있지만 그 또한 현재 주가수준에는 상당히 반영된 것으로 보인다. 오히려 경기방어주의 지나친 쏠림은 경기저점 및 경기민감주의 공략 타이밍을 알려주는 역발상 시그널이 될 것으로 예상한다.

**2013년 유망업종은 IT,
금융, 철강, 화학**

2013년 유망업종은 밸류에이션 매력과 모멘텀 개선속도가 빠를 것으로 예상되는 IT, 금융, 철강, 화학업종을 제안한다. 2013년 연간실적이 증가한다는 가정을 할 경우 IT, 자동차 업종을 유망업종에서 제외하기는 어렵다. 두 업종은 고유의 업황 스토리 뿐만 아니라 전체 시가총액에서 차지하는 비중이 높은 만큼 외국인 수급도 신경 써야 한다.

글로벌 경제싸이클을 감안하면 에너지, 소재섹터의 관심이 최우선이다. 기업의 투자, 개인의 소비, 물가 상승의 연결고리를 찾다 보면 에너지, 소재섹터의 실적 변화가 가장 먼저 나타나야 하기 때문이다. 산업재 섹터에 포함된 건설, 조선, 기계업종 등도 밸류에이션 매력이 개선되어 있지만 최근 변화는 경기 동행적 성격이 강해졌다는 점에서 모멘텀 변화를 확인 후 대응하는 전략이 나아 보인다. 금융업종은 탐픽 업종으로 선정할 만큼 매력적인 실적모멘텀을 갖추고 있지는 않다. 그러나 지난 정부 임기 동안 다양한 부실 우려가 소멸되었고, 절대 밸류에이션 매력이 부각되었다는 점에서 관심을 받기에는 충분해 보인다. 원화강세 환경에 의한 수익성, 해외진출 노력 등이 성장모멘텀으로 작용할 여지가 있다.

도표 62. 2013년 유망업종은 IT, 금융, 철강, 화학



자료: 교보증권 리서치센터

2013년 Top Picks

2013년 상반기 Top Pick 종목 선정의 기준은 실적전망에 대한 신뢰성을 최우선으로 생각하고, 글로벌 기업과의 경쟁에서 시장 지위력이 보존될 것으로 기대되는 생명력이 강한 종목을 선택하는 것이 필요해 보인다. 아래 표에서는 당사 업종 애널리스트가 제시하는 2013년 탑픽 종목을 정리한 것이다. 2013년 주식시장은 2012년과 같이 다양한 갈등 요인으로 인해 혼란스러움이 클 것이다. 그러나 이익성장의 안정성, 글로벌 경기회복 과정의 성장성이 더해지며 주식시장은 한 단계 성장이 가능해 보인다. 당사가 제안하는 2013년 Top Pick 종목은 삼성전자(005930), 우리금융(053000), 현대제철(004020), LG화학(051910)을 제안한다.

도표 63. 2013년 Top Picks

삼성전자(005930.KS)								Top Down	Bottom up
	매출액(십억원)	영업이익(십억원)	순이익(십억원)	EPS(원)	PE(X)	PB(X)	ROE(%)		
2011(A)	165,002	16,250	13,734	89,946	11.8	1.8	14.6	이머징시장에서의 Smartphone 과 Tablet PC 의 수요는 지속될 전망 따라서, SET 와 부품의 경쟁력을 보유한 업체가 유리한 상황	SET 경쟁력과 함께 핵심부품을 보유 중 성장하는 IT 시장에서 선도자 이익 지속 예상
2012(F)	200,140	28,891	23,472	154,249	8.8	1.9	21.0		
2013(F)	214,588	32,366	26,641	175,181	7.7	1.6	19.6		
SK 하이닉스(000660.KS)								Top Down	Bottom up
	매출액(억원)	영업이익(억원)	순이익(억원)	EPS(원)	PE(X)	PB(X)	ROE(%)		
2011(A)	10,395	325	-56	-96	-229.3	1.7	-0.7	Smartphone 등 SET 의 고사양화 및 수요 증가 해외경쟁업체의 쇠퇴, 기술격차 확대로 Memory 업황 호전 예상	Mobile 의 반도체 Solution 확보로 경쟁력 강화 13년 본격적인 턴어라운드 전망
2012(F)	10,035	-114	-198	-338	-77.0	1.8	-2.2		
2013(F)	11,278	1,521	1,161	1,693	15.4	1.6	11.1		
엔씨소프트(036570.KS)								Top Down	Bottom up
	매출액(억원)	영업이익(억원)	순이익(억원)	EPS(원)	PE(X)	PB(X)	ROE(%)		
2011(A)	609	135	118	5,529	55.6	7.9	14.6	글로벌 온라인게임 시장은 시장의 우려와 달리 콘솔게임 시장을 잠식하며 견조히 성장 중	2008년 아이온 효과로 인한 어닝 레벨업 이후로 다시 찾아온 신작 효과 시기
2012(F)	797	180	144	6,599	33.0	4.8	15.6		
2013(F)	1,126	451	350	16,015	13.6	3.6	30.2		

자료: 교보증권 리서치센터

도표 64. 2013 년 Top Picks

삼성 SDI(006400.KS)								Top Down	Bottom up
	매출액(억원)	영업이익(억원)	순이익(억원)	EPS(원)	PE(X)	PB(X)	ROE(%)		
2011(A)	5,444	204	351	6,975	19.1	1.0	5.3	태블릿 시장 확대	2 차전자 수익성 견조
2012(F)	5,843	1,718	1,642	32,808	4.5	0.9	21.9		
2013(F)	6,168	258	542	10,788	13.6	0.9	6.3		
LG 디스플레이(034220.KS)								Top Down	Bottom up
	매출액(억원)	영업이익(억원)	순이익(억원)	EPS(원)	PE(X)	PB(X)	ROE(%)		
2011(A)	24,291	-924	-788	-2,155	-11.4	0.9	-7.3	LCD 공급 축소 및 트랜드 변화	13 년 실적 개선
2012(F)	28,670	420	251	686	52.6	1.2	2.4		
2013(F)	29,253	1,059	752	2,056	17.6	1.1	6.8		
우리금융(053000.KS)								Top Down	Bottom up
	매출액(억원)	영업이익(억원)	순이익(억원)	EPS(원)	PE(X)	PB(X)	ROE(%)		
2011(A)	8,583	3,186	2,156	2,675	4.7	0.6	13.4	경제성장률 소폭이나마 상승	우리금융 민영화 재부각 PBR 은행주 가운데 가장 낮음 부실채권 정리 중
2012(F)	7,627	2,257	1,683	2,088	4.9	0.4	9.3		
2013(F)	7,344	2,015	1,557	1,931	5.3	0.4	7.9		
삼성증권(016360.KS)								Top Down	Bottom up
	매출액(억원)	영업이익(억원)	순이익(억원)	EPS(원)	PE(X)	PB(X)	ROE(%)		
2011(A)	2,506	288	135	1,762	32.2	1.4	4.5	유럽국채 매입 및 미국의 QE3 에 의한 글로벌 유동성 증가에 따른 증권업 상승 기대	자산관리 부분에서 로열티 높은 고객을 대상으로 경쟁사 대비 높은 경쟁력
2012(F)	2,902	268	200	2,620	18.5	1.1	6.0		
2013(F)	2,961	327	241	3,147	15.4	1.0	6.8		
삼성화재(000810.KS)								Top Down	Bottom up
	매출액(억원)	영업이익(억원)	순이익(억원)	EPS(원)	PE(X)	PB(X)	ROE(%)		
2011(A)	13,679	1,101	785	14,817	14.5	1.5	10.5	금리하락에 따른 투자 수익률 하락은 피할 수 없지만, 견조한 운전자산 증가를 바탕으로 안정적이고 지속적인 수익 실현 기대	높은 RBC비율 및 설계사 수를 통한 장기성보험의 성장 모멘텀도 형성 기대
2012(F)	15,301	1,196	904	17,082	13.0	1.3	10.7		
2013(F)	16,437	1,380	1,046	19,757	11.2	1.2	10.8		
현대건설(000720.KS)								Top Down	Bottom up
	매출액(억원)	영업이익(억원)	순이익(억원)	EPS(원)	PE(X)	PB(X)	ROE(%)		
2011(A)	11,920	754	685	5,705	12.3	1.9	16.5	건설업종 중립: 대부분의 주요대형사 실적과 해외수주 부진	올 4 분기부터 예상되는 추세적인 전년동기대비 실적 개선,현 글로벌 발주시황에 최적화된 수주 경쟁력 보유
2012(F)	13,473	746	571	4,754	13.7	1.5	11.9		
2013(F)	14,969	876	671	5,584	11.6	1.4	12.5		
대우건설(047040.KS)								Top Down	Bottom up
	매출액(억원)	영업이익(억원)	순이익(억원)	EPS(원)	PE(X)	PB(X)	ROE(%)		
2011(A)	7,020	332	174	426	24.6	1.3	5.3	건설업종 중립: 대부분의 주요대형사 실적과 해외수주 부진	업종 전반의 실적부진과 차별화된 큰 폭의 실적 개선 전망, 중동 및 민간 발주시황에 덜 민감한 수주 포트폴리오 보유
2012(F)	8,468	372	246	603	15.6	1.1	7.2		
2013(F)	10,117	591	440	1,079	8.7	1.0	11.7		

자료: 교보증권 리서치센터

도표 65. 2013 년 Top Picks

현대제철(004020.KS)								Top Down	Bottom up
	매출액(억원)	영업이익(억원)	순이익(억원)	EPS(원)	PE(X)	PB(X)	ROE(%)		
2011(A)	15,260	1,304	747	8,757	10.9	0.9	8.9	원료가격 안정으로 고로 마진 회복 기조 봉형강도 철근 수요 상승, 형강마진 회복	13년 3기 고로 자동화, API 재 등 고부가 열연 확대 후판도 플랜트 및 해양 고부가 물량 증대
2012(F)	14,426	992	727	8,523	9.1	0.7	7.7		
2013(F)	14,550	1,337	926	10,856	7.1	0.6	9.0		
대우조선해양(042660.KS)								Top Down	Bottom up
	매출액(억원)	영업이익(억원)	순이익(억원)	EPS(원)	PE(X)	PB(X)	ROE(%)		
2011(A)	13,903	1,104	648	3,587	6.8	1.0	15.9	상선 발주 상황 부진, 해양 발주 상황 호조	드릴쉽 수주 경쟁력 제고, 자회사&오버행 리스크 완화 예상
2012(F)	14,342	605	381	2,332	10.2	0.9	9.4		
2013(F)	15,339	862	586	3,357	7.1	0.8	12.3		
LG 화학(051910.KS)								Top Down	Bottom up
	매출액(억원)	영업이익(억원)	순이익(억원)	EPS(원)	PE(X)	PB(X)	ROE(%)		
2011(A)	23,382	2,125	1,598	23,299	13.6	2.2	15.5	Macro 불확실성 상존 및 중국 수요회복 지연으로 중국 프리미엄 복원 지연	고부가 제품 위주의 증설에 따른 제품 믹스 개선으로 업종내 차별적인 실적 '13년에도 지속될 것으로 판단
2012(F)	24,493	2,417	1,768	25,823	12.3	1.9	15.1		
2013(F)	25,986	2,839	1,943	28,428	11.2	1.7	14.6		
SK 이노베이션(096770.KS)								Top Down	Bottom up
	매출액(억원)	영업이익(억원)	순이익(억원)	EPS(원)	PE(X)	PB(X)	ROE(%)		
2011(A)	74,797	1,916	1,311	14,104	11.8	1.0	8.7	국제유가 안정>실적 변동성 축소에 따른 투자심리 개선	PX/윤활유 등 공격적인 투자에 따른 시장지배력 강화 기대 부각
2012(F)	76,552	2,442	1,710	18,415	9.0	0.9	10.4		
2013(F)	78,392	2,906	2,061	22,208	7.5	0.8	11.5		
대성(001680.KS)								Top Down	Bottom up
	매출액(억원)	영업이익(억원)	순이익(억원)	EPS(원)	PE(X)	PB(X)	ROE(%)		
2011(A)	1,392.9	94.3	55.4	1,617	10.0	1.1	11.2	가격인상을 통한 매출 성장 전망, Valuation 저평가로 투자매력 양호	원가부담을 가격인상으로 전가 가능, 식품 구조조정으로 턴어라운드 지속, 식자재유통 및 해외시장 진출로 성장성 확보
2012(F)	1,583.3	120.2	77.4	2,245	10.8	1.5	14.0		
2013(F)	1,702.0	126.8	82.5	2,392	10.2	1.3	13.1		
한글과컴퓨터(030520.KS)								Top Down	Bottom up
	매출액(억원)	영업이익(억원)	순이익(억원)	EPS(원)	PE(X)	PB(X)	ROE(%)		
2011(A)	57	21	13	572	21.2	2.5	12.1	IT 환경이 PC-> 모바일 -> 클라우드'로 진화하면서 메타 OS가 가능한 동사의 썬크프리 수혜	기업시장에서의 한컴오피스 증가, 모바일, 클라우드에서의 썬크프리 가시적 성과로 폭발적 성장세
2012(F)	66	26	21	890	21.3	3.3	16.7		
2013(F)	80	33	29	1,234	15.4	2.8	19.9		
에스에너지(095910.KQ)								Top Down	Bottom up
	매출액(억원)	영업이익(억원)	순이익(억원)	EPS(원)	PE(X)	PB(X)	ROE(%)		
2011(A)	204	2	1	65	93.8	1.0	1.1	전세계 태양광모듈 설치량 증가 2012년 30GW, 2013년 35GW	태양광 발전소 개발사업 매출비중 확대 매출액 증가, 영업이익률 상승
2012(F)	234	15	11	1,061	8.8	1.3	15.7		
2013(F)	335	26	20	1,877	5.0	1.0	22.8		

자료: 교보증권 리서치센터