

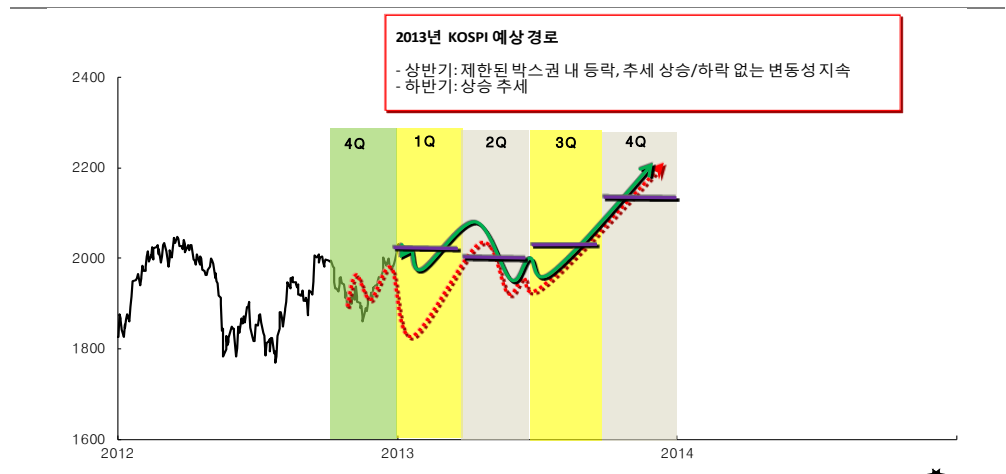
KOSPI 유동성 랠리의 저항선과 이후 시나리오 (2013년 상반기)

Strategist 조윤남, CFA 769-3049 yunnamcho@daishin.com

본 자료는 당사의 '2013년 KOSPI 예상 경로', 특히 1분기 초반의 경로에 대한 수정 부분을 담고 있다(필자가 생각했던 '1월의 KOSPI 하락 충격'이라는 기존 전망을 수정한다. 12월 이후 나타난 세계적 유동성 (정책) 랠리가 예상보다 크고 강하기 때문에 하락 충격은 없고 단지 교란 요인 정도만 작용할 것으로 예상한다). 또 KOSPI 예상 경로에 영향을 미칠수 있는 미래의 이벤트들을 정리해 보았다.

이해를 돕기 위해 2012년 12월 17일자 코멘트 '미국의 QE 정책 확대와 한국 주식시장 전망'을 함께 실었다.

그림 1. KOSPI 예상 경로 (적색 점선은 기존 KOSPI 예상 경로, 녹색 선은 수정 경로)



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

I. KOSPI 유동성 랠리의 (단기)저항선: 원/엔의 기술적 분석으로

최근의 글로벌 유동성 랠리에 편승한 KOSPI 상승의 기술적 저항선, 즉 단기 고점은 어느 정도 수준일까?

2012년 12월부터 글로벌 유동성 랠리는 시작되었다고 판단한다. 유동성 랠리는 주요국의 정책 대응이 시발점이 되었다고 볼 수 있다.

먼저 유럽의 경우 12월에 재무장관회의를 통해 ECB에 은행 감독권을 부여했고, 그리스와 스페인(은행)에 구제 금융을 지원했다. 유로존 위험이 큰 폭으로 완화되기에 충분한 이벤트였다.

미국의 경우 9월 13일의 QE3 시행이후 12월 12일에는 ‘국채직매입’이라는 QE 확대정책을 내놓았다. 글로벌 유동성 랠리가 본격화될 수 있는 계기가 되었다고 판단한다.

세계적인 달러 유동성의 풀림에 덧붙여 엔화 유동성의 풀림까지 가세했다. 일본의 공격적인 자산매입 확대와 아베 총리의 엔화 약세 의지가 엔화의 빠른 약세를 가져왔다.

최근 2년 이상(유럽 문제가 불거진 이후) 금융시장이 불안할 경우 어떤 현상이 발생했을까?

그것은 안전자산이라고 여겨지는 통화는 강세 현상이, 반대로 위험자산격에 속하는 통화는 약세 현상이 나타났다.

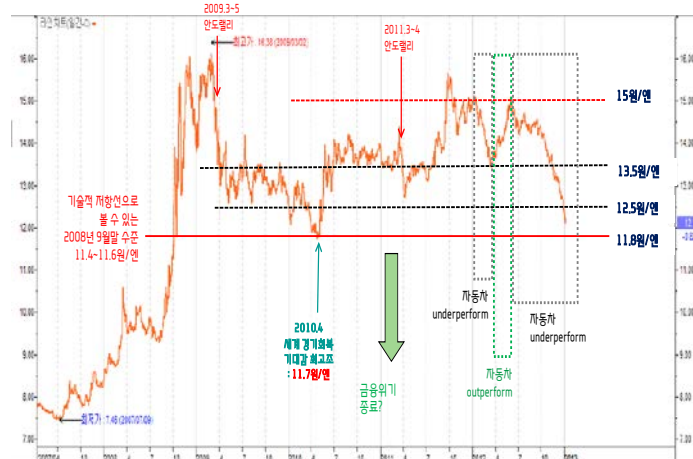
한국 원화(KRW) < 유로화(EUR) < 미국 달러(USD) < 일본 엔화(JPY)

반대로 시장의 위험이 크게 낮아지고 기대감이 커질때는 안전통화의 약세, 위험통화의 강세가 두드러지게 나타났다(아래는 가치 변동의 크기, 즉 방향을 나타낸 것이다).

한국 원화(KRW) > 유로화(EUR) > 미국 달러(USD) > 일본 엔화(JPY)

2012년 12월 이후 세계적 위험자산 선호가 나타나고 있다. 그렇다면 가장 안전한 자산인 일본 엔화, 그리고 가장 위험한 자산인 한국 원화(한국 경제와 통화가 위험하다는 말은 아니다. 오해 없기를)의 비율인 원/엔 환율의 추이를 통해 글로벌 유동성 랠리의 한계를 가늠해 볼 수 있지 않을까?

그림 2. 원/엔 환율의 기술적 분석: 원화 강세 및 엔화 약세, 즉 위험자산 선호의 기술적 저항은 11.8원/엔



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

원/엔의 기술적 분석으로 현재 나타나고 있는 ‘위험자산 선호’의 단기적 저항은 대략 11.8원/엔 부근에서 나타날 것으로 예상된다.

1) 2010년 4월말 수준은 11.7원/엔으로 당시는 (2008년 4분기 세계 금융위기 이후) 글로벌 경기 회복 기대감이 최고조에 다다른 시기였다.

2) 좀 더 확장해 보면 2008년 9월말 수준은 대략 11.5엔/원이었는데, 리만의 파산이 2008년 9월에 일어났고 세계적 금융경색이 10월부터 나타났다.

다시 정리하면 11.8원/엔을 크게 하회하는 엔화 약세, 원화 강세라는 것은 세계 경기회복 기대감이 금융위기 이전 수준까지 높아진 것을 의미하고, 글로벌 금융시장 위험이 금융위기 이전 수준으로 낮아진 것을 의미한다. 따라서 일정 기간의 저항 없이 곧바로 이 수준을 하회하면서 위험자산 선호가 지속될 것으로 기대하지 않는다.

또한 일본의 공격적인 자산매입 확대 등 엔화 약세 정책 드라이브가 미국과 유럽의 정책 대응(예로 QE 확대 등)에 대한 ‘맞불’ 측면이 있다고 보면 이제 미국과 유럽의 유동성 확대는 일단락 되었다. 따라서 엔화 약세도 한 동안은 숨고르기 과정이 필요하다고 판단한다.

원/엔 환율의 변화를 대략적으로 KOSPI에 적용해 보면 KOSPI 기준으로 2012년 장중 최고점수준인 2060 정도가 될 것이다. 따라서 현 시점의 유동성 랠리가 KOSPI 2100을 넘는 수준까지 단번에 이어질 것으로 예상하지 않는다.

원/엔 환율, 그리고 KOSPI 모두 단기적인 저항선만을 언급한 것이다. 보다 긴 추세는 원/엔의 하락, 그리고 KOSPI 상승이라고 생각한다.

II. 1분기의 작은 위험들: 충격 요인보다는 교란 요인이 될 듯

현재의 유동성 팽리에 방해가 될 만한 요인들을 생각해 보자. 주가의 큰 폭 하락을 가져올만한 악재는 없다고 판단한다. 악재들은 대부분 약한 조정, 즉 교란요인 정도로 해석된다.

- 1) 먼저 미국의 재정절벽 이슈이다: 경제지표 둔화 및 부채한도 협상 난항 위험
; 재정절벽의 가장 큰 부분인 세금감면안의 연장이라는 부분은 극적으로 타결되었다. 따라서 가장 큰 고비는 넘겼고 이에 따라 증시의 환호도 이어졌던 것으로 판단한다.

이제 시장의 두려움은 관련된 경제지표의 둔화(경제주체들의 심리위축으로 인한)와 부채한도 협상 난항 부분일 것이다.

먼저 부채 한도 협상은 시장의 교란 요인 정도로만 작용할 것으로 예상하고 2011년 8월과 같은 신용등급 강등으로 인한 금융시장 충격은 나타나지 않을 것으로 예상한다. 그 이유는 신평사들의 움직임이 아직은 감지되고 있지 않으며(2011년의 경우 S&P의 경고(watch list)가 사전에 있었다), 투자자들의 학습효과(2011년의 3분기 충격은 단지 심리적 요인에 불과했으며 경제성장률 등 경제지표의 추가적인 급락 등 펀더멘탈 충격은 나타나지 않았음. 그리고 2011년 3분기의 심리적 위축은 이후 2011년 4분기와 2012년 1분기에 경제지표가 빠르게 개선되는데 도움을 주는 강한 기저(low base)를 만들었음) 또한 크다고 판단하기 때문이다.

재정절벽으로 인한 심리적 위축은 이미 2012년 10월(경제지표)부터 시작되었다. 여기에다 허리케인 샌디의 영향도 있었다. 1월 초가 되어서야 세금감면의 연장에 대한 합의가 최종 마무리 되었기 때문에 대략 1월 경제지표까지는 강한 (상승) 분출이 나타나지 않을 수 있다.

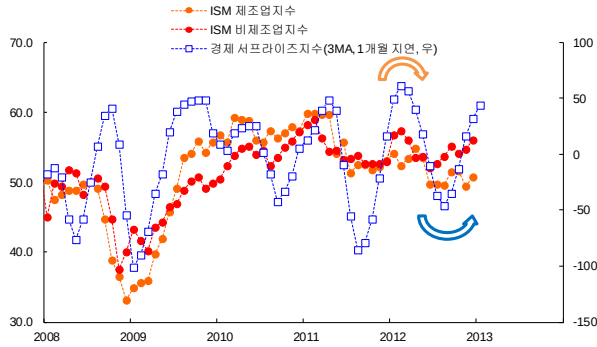
여기서 간과하지 말아야하는 사실은

- i) 2012년 5월~8월의 유럽 재정위기 관련 심리 위축이 있었고, 게다가 4분기의 재정절벽으로 인한 심리적 위축이 있었다. 역으로 억눌린 수요(pent-up demand)가 2013년 1분기와 2분기 초반에 분출될 가능성(경제지표의 빠른 호전)이 있다는 것이다.

- ii) 12월 12일의 QE 확대 정책이다. 월간 450억불의 국채직매입 효과가 있다는 것이다. 과거 QE1, 2 당시 국채직매입 시기는 모두 주가의 상승과 함께 경제지표의 개선을 가져왔다.

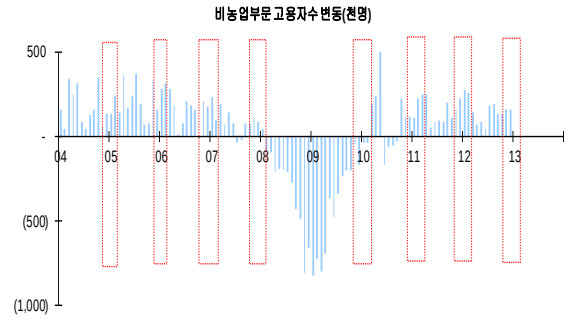
따라서 미국의 재정절벽 관련 이슈가 소폭이나마 투자 심리를 위축시킬 수 있어도 그 영향은 크지 않다고 판단한다. 또한 최근의 미국 경제통계는 '연말/연초의 고용상황 호전'이라는 계절적 특성을 반영하고 있기 때문에 부채한도 상향 조정의 두려움이 가시게 된다면 미국 경제 지표는 보다 빠른 개선 속도를 보일 것으로 예상한다(<그림 3,4> 참조).

그림 3. 미국 ISM 지수(12월 상승은 제조/서비스 모두 고용 호전 때문)



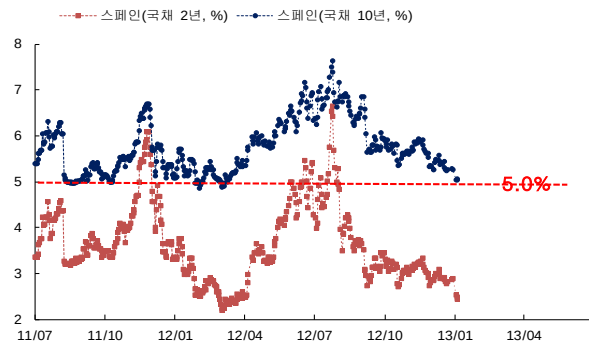
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 4. 미국 연말/연초는 대체로 고용 상황 호전



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 5. 스페인 국채금리: 조만간 충격이 올 가능성 적다



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 6. 주요 대형기업 4분기 실적 전망: 소재/산업재/금융 실적 악화

Currency	Local	Name	4Q 영업이익증가율		추정치변화	
			QoQ	YoY	1M	3M
A011170	호남석유		-60.3%	-47.9%	-48.8%	-62.7%
A016360	삼성증권		-37.8%	324.3%	-29.6%	-36.9%
A003490	대한항공		-67.5%	32.2%	-25.9%	-45.3%
A006800	대우증권		-12.9%	94.9%	-23.9%	-23.7%
A088350	한화생명		-109.1%	-110.8%	-23.8%	-16.8%
A011780	금호석유		40.6%	-28.9%	-23.8%	-42.4%
A000880	한화		2.2%	165.8%	-18.1%	-22.2%
A005940	우리투자증권		18.2%	-9.7%	-15.7%	-34.4%
A066570	LG전자		-20.2%	662.8%	-15.2%	-18.5%
A010060	OCI		-10.7%	-66.5%	-14.1%	-67.4%
A004020	현대제철		-14.4%	-32.8%	-13.9%	-38.1%
A009830	한화케미칼		-25.3%	-115.2%	-11.5%	-59.9%
A030200	KT		-44.6%	-0.1%	-11.5%	-21.6%
A042670	두산인프라코어		157.3%	-4.5%	-9.5%	-48.0%
A047040	대우건설		63.9%	851.9%	-8.7%	-11.0%
A001800	오리온		-16.5%	30.2%	-8.5%	4.8%
A004990	롯데제과		-14.0%	59.6%	-7.6%	16.8%
A033780	KT&G		-18.0%	12.8%	-6.6%	-6.9%
A042660	대우조선해양		-11.5%	56.1%	-5.5%	-8.6%
A005490	POSCO		-20.2%	-16.8%	-5.5%	-31.5%

자료: Fnguide 대신증권 리서치센터

2) 유럽 재정위기 부각: 스페인 신용등급 강등 등

필자의 당초 전망(1월 중 하락 충격)에서 가장 중요한 하락 요인으로 생각했던 부분이다. “유럽 경제는 마이너스 성장이 지속되고 따라서 신평사들의 기계적인 신용등급 강등은 계속될 터인데, S&P의 스페인 신용등급은 정크 바로 윗 단계인 BBB-이다. 따라서 투기등급으로의 강등은 1월 중순에 나타나고 이에 따른 단기적 주가 하락충격이 있을 것”이란 것이 당초 시나리오였다.

그러나 12월부터 진행되어 온 ‘금융시장 위험 하락’은 이제 필자가 예상했던 신용등급 강등의 이벤트가 나타나더라도 이를 받아들이는 증시에서 ‘주가 하락 충격’이 나타날 가능성이 매우 낮아졌다고 판단한다(신용 이벤트는 시장 위험이 어느정도 높아진 상황에서 주가 하락 충격이 컸다고 판단)(〈그림 5〉참조). 또한 신용등급 강등이 1월이 아닌 4월로 미루어질 가능성도 커졌다고 판단한다(S&P의 신용등급 변경 주기는 1월, 4월, 10월로 판단).

또한 중국의 4분기 경제성장률 발표(3분기 7.4%를 저점으로 7.6~7.8% 수준으로 반등)는 악재를 상쇄할만한 좋은 뉴스일 수 있다고 판단한다.

3) 유럽의 4분기 경제성장률, 특히 독일의 4분기 경제성장률의 추가 위축(2012년 3분기 GDP성장률 0.2%를 하회하는 4분기 경제성장률 발표) 우려감이 1월 후반부터 회자될 수 있고, 또한 이탈리아의 조기 총선(2월말 경)에 따른 정치적 불확실성이 커질 수 있으나 현재로서 이러한 이벤트들이 KOSPI의 우상향 추세를 변경시키지는 못할 것으로 판단한다.

4) 1월 중 KOSPI의 상승을 저해할 수 있는 부분은 수급 측면이 보다 가능성이 있다고 판단한다.

i) 뱅가드 ETF의 벤치마크 변경 이슈(뱅크가 벤치마크를 변경할 경우 한국 주식에 대한 대규모 매도가 나올 가능성)가 있으나 최근의 신흥시장으로의 자금흐름(펀드 유입)은 이를 상쇄하고 남은 만큼 강력하기 때문에 주가 하락 충격이 되기 어렵다고 판단한다.

ii) 국내 수급 악화가 KOSPI의 빠른 상승을 방해하는 걸림돌이 될 수 있다.

; 국내 주식형 펀드는 지속적으로 유출되고 있다. 펀드투자자들은 대략 KOSPI 1950 이상에서 펀드 환매를 지속하고 있다고 판단한다. 아직 2013년 세계 경기회복과 향후 수년간 추세적 주가 상승에 대한 믿음이 턱없이 부족하기 때문일 것으로 파악한다.

; 12월 이후 현재까지 KOSPI 상승의 주도 역할을 했던 'Low Quality' 주식, 즉 소재/산업재/금융'의 4분기 실적 악화가 일정 부분 매물 압박을 만들 수 있기 때문이다(실적이 좋지 않을 것이란 것을 알고 있었음에도 또 다시 실적 시즌을 맞아 비중을 줄임)(〈그림 6〉과 자료 '소재, 산업재 투자전략: 이익전망 하향 조정 중 매수 (2013년 상반기)'(2013/1/2, 조운남) 참조).

III. KOSPI 유동성 랠리의 (중기)저항선: QE확대 종료 시점을 기준으로

현재의 유동성 랠리는 '美 경제지표의 개선'으로 이어지면서 2013년 4월까지 연장될 가능성이있다고 판단한다(<그림 1>참조).

그것은 앞서 언급한대로 i) 낮은 기저 효과에 대한 심리 회복, ii) QE, 그것도 국채 직접매입 효과 때문이라고 판단한다. 과거 QE때와 마찬가지로 금번의 QE3 확대 또한 미국 경제지표의 빠른 개선을 가져올 것으로 예상한다(<그림 7>참조).

그림 7. 미국의 양적완화, 그것도 국채직매입 기간에는 경제지표의 빠른 개선이 나타났

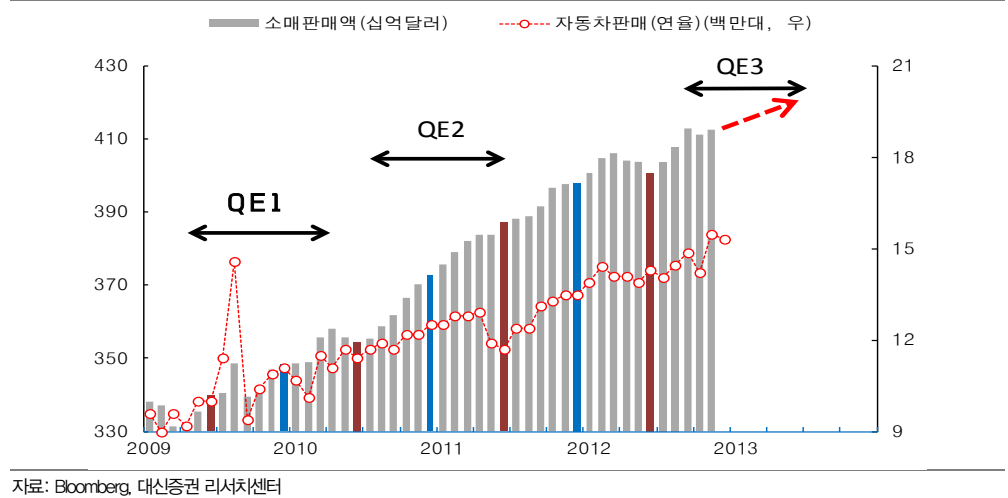
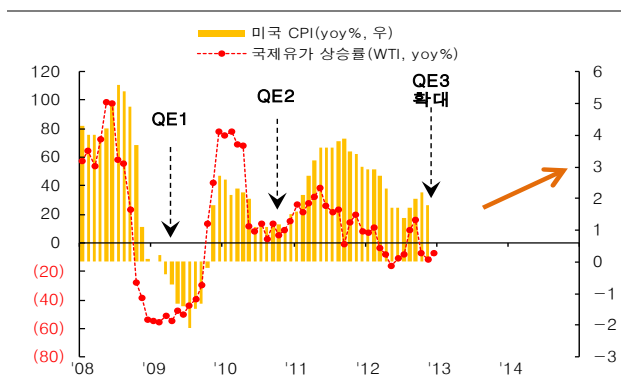


그림 8. 미국 물가상승률: 2013년 하반기 이후 물가 상승 예상



주: 위 그림에서 QE로 표현된 것은 모두 국채직매입 시기를 의미한다

그림 9. QE 종료 전후로 나타난 경제지표의 개선 둔화 및 KOSPI 조정



지난 주 미국 FOMC 위원들간의 'QE 조기 종료'에 대한 언급이 있었다고 언론은 전하고 있다. 아래 12월 17일자 코멘트에도 언급하였지만 “국채직매입은 계획된 시한부 정책”으로 판단한다. 조기 종료에 대한 언급이 없더라도 '물가상승률 2.5%'의 기준에 의해 국채직매입은 2013년 상반기로 종료될 가능성이 높다고 판단한다. 하반기 경기회복과 국제 유가의 기저효과(2012년 5월~7월이 가장 낮은 수준의 국제유가)를 고려하더라도 2013년 하반기에는 물가상승률이 2.5%를 넘을 가능성이 높다고 판단한다(<그림 8>참조).

미국 QE확대, 즉 국채매입이 6월로 종료된다고 가정하면 미국 경제지표의 둔화와 주식시장의 조정은 5월, 6월에 나타날 가능성이 높다고 판단한다(<그림 9>참조).

대략 4월까지의 미국 경제지표 개선, KOSPI의 우상향 추세, 그리고 5월과 6월의 조정은 시기적으로 아래 몇가지 보완 시나리오와 일치할 수 있다.

1) 삼성전자의 분기 실적이 2013년 2분기가 사상최대치이고 그 이후 감소(주로 환율 환경으로 인해)하게 된다면 주가의 추세적 변곡점은 2분기 초반일 가능성이 높다(과거 예를 통해)

2) 앞서 언급한 유럽 주요국, 즉 스페인과 이탈리아의 S&P로부터의 신용등급 강등이 4월에 나타날 수 있다.

IV. 또 하나의 1월 효과: 1월말에 주력 포트폴리오를 구축하라

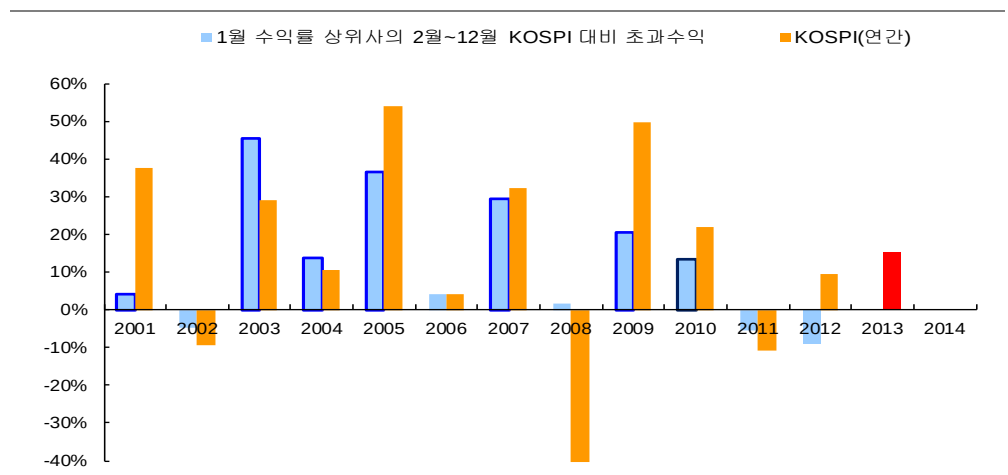
필자의 지난 자료들에서 언급한 주요 키워드는 “2013년 하반기 글로벌 경기 회복을 믿는가? 예상보다 강한 출발을 보인 KOSPI의 하반기 추가 상승을 믿는가? 그렇다면 Low Quality 주식(소재/산업재 등)에 대해 매수를 권한다”였다.

굳이 Low Quality 주식이 아니어도 좋다. 2013년 연간 의미있는 정도의 KOSPI 상승률이라면 ‘1월 많이 오른 주식에의 투자’를 권유한다.

아래 <그림10>에 나타난 것처럼 2001/2003/2004/2005/2007/2009/2010 년도에는 KOSPI가 10%이상 상승했고, 그 해 1월 상승률 20종목(대형주중)의 평균수익률은 2월 이후에도 커졌다(필자는 이를 ‘또 하나의 1월효과’라 명명했다).

현재와 같은 분위기라면 1월 주도주는 Low Quality 주식일 가능성이 높고, 1월 후반에는 지난 4분기 실적악화로 인한 매물 압박을 받을 수 있다. 좋은 진입시점이 마련될 가능성이 높다고 판단한다.

그림 10. KOSPI가 (일정 수준이상) 오르는 해에는 주도주는 1월에 결정된다: 1월에 오른 주식이 2월 이후에도 오른다



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

아래는 2012년 12월 17일자 필자의 코멘트 '미국의 QE 정책 확대와 한국 주식시장 전망'을 재구성한 것이다. 본 자료를 이해하는데 보장이 될 것으로 판단해 함께 실었다.

미국의 QE 정책 확대와 한국 주식시장 전망

2012년 12월 17일, 조윤남

2012년 12월 12일 미국의 FRB는 오퍼레이션 트위스트의 종료(2012년 말)에 대응하는 수단으로 월간 450억불규모의 양적완화 확대 정책을 발표했다. 이번 양적완화 정책은 지난 9월 13일의 MBS 매입의 보완 및 확대 정책으로 평가되고 있다.

이와 관련된 한국 주식시장의 영향을 아래 Q&A를 통해 자유롭게 풀어가고자 한다.

[궁금증1] QE3인가 아니면 QE4인가?

사실 QE3라고 불러도 되고 QE4라고 불러도 될 것 같다. 아마도 QE7까지 나온 이 후라면 3인지 4인지를 명확히 하는 것이 혼동이 덜 하겠지만 지금 시점에서는 그다지 중요하지 않다.

한국 뉴스에서는 QE4라는 언급이 많은 것 같다. 미국 뉴스는 단지 QE라는 표현이 많았던 것 같고.

“버냉키는 오바마보다 똑똑하다”라는 관점(버냉키는 예정하고 있었다)에서는 QE3가 더 어울릴 것 같다.

1) QE를 국채 직매입으로 한정해서 볼 경우 12월 12일의 QE는 QE3에 해당된다.

; QE1의 시기를 2008년 11월부터 보는 견해가 있고 2009년 3월부터 보는 견해가 있다. 다수의 언급은 2009년 3월부터인 것 같다. 이 둘의 차이는 국채 직매입의 시점이 2009년 3월(그 이전은 MBS 등 매입)이라는 것이다. 또한 2010년 11월 FOMC에서 QE2를 천명하게 되는데 이 또한 추가적인 국채 직매입을 알리는 것이었다(2010년 8월에 MBS 만기도래분의 국채매입 발표). 이번 QE3 또한 2012년 9월의 MBS매입을 발표한 3개월 후(QE1,2 모두 3개월 후 후속조치) 국채매입 프로그램을 발표한 것이다.

QE1, 2, 3는 모두 그 시기와 조치에 있어 상당히 정형화된 형태인 것 같다(물론 이 사실을 인식한 것이 최근이라는 것이 아쉽다).

2) 미국 FRB의 정책은 역시 미국 IB들의 전망/자료가 예측 적중률이 높았다고 생각한다.

; 이번 QE확대가 나오기 전부터 미국 언론들이 움직였고, 글로벌 자금들은 한국 주식시장을 매수하기 시작했다(12월부터 본격적으로).

지난 9월 13일 이전을 생각해 보자. 필자는 9월 13일 QE3 카드를 꺼내지 않을 것으로 예상했다(물론 QE3 전격 시행으로 인해 시행 여부에 대한 전망은 틀렸지만 시장에는 과거(QE1, 2)와 같은 달러약세, 상품강세, QE로 인한 주가 상승 등이 나타나지 않을 것이란 예상은 적중했다). 특히 기억되는 부분은 글로벌 IB들의 전망이 9월 이전까지 '9월 QE3 미시행' 전망에서 9월 이후에는 매우 공격적이고 그리고 아주 구체적으로 '9월 QE3 시행'으로 바뀌었다는 것이다.

미국 FRB가 시장의 의견(혹은 압력)을 반영한 것 일수도 있고, 아니면 글로벌 IB들의 예측력이 뛰어난 것일 수도 있다.

좀 더 얘기를 확장해서, 미국의 재정절벽(Fiscal Cliff)이란 말과 그 두려움의 핵심(세금 감면의 연장 여부)은 언제부터 알게 되었는가?

필자의 PT자료에는 이 언급이 5월 둘째주부터 있었다(5월 첫째주의 미국 출장이 큰 도움이 되었다. 미국 강의와 TV만 봤기 때문에). 당시 이 언급을 한 이유는 미국의 재정절벽 우려감이 4분기에 금융시장과 소비심리에 반영될 것이라는 것이 자명했기 때문에 QE3의 시기를 9월보다는 4분기인 12월(혹은 10월)에 하는 편이 좋을 것이란 판단 때문이었다.

3) 버냉키는 미리 계획하고 있었다.

; 필자를 포함해서 일부 전망가들은 9월 13일의 QE3 전격 시행에 대해 비판적이었다(그 시기에 대해). 민주당(오바마)과 결탁했다는 의심도 받았을 것이다.

12월 12일 QE 확대정책이 나온 지금의 판단은 '버냉키가 미리 계획하고 있었다'는 것이다. 9월엔 민주당을 돕기도 했고, 12월엔 'FRB는 할만큼은 다했다. 문제가 생기면 그것은 정치가들(또는 오바마의 리더십)의 탓이다'란 이미지도 구축했다고 판단한다.

QE 1,2,3의 정형화된 패턴과 버냉키의 예정된 계획은 QE3 확대 시한(아래 언급)에서도 잘 나타난다고 판단한다.

[궁금증2] 주식시장의 영향은? (투자자들センチメント)

이번 12월 QE3 확대 정책에 대한 시장 심리의 변화를 정리해 보자(시장 심리를 정확히 알기는 어렵고 단지 필자의 추측이다).

투자자들은

1) 먼저 12월 들어 공격적인 외국인 매수세가 수상했을 것이다. 매수세의 정체가 무엇인지 궁금했을 것이다.

i) 11월말 기준으로 헤지펀드(주로 유럽계 자금(조세회피 포함)) 결산이기 때문에 12월에는 이러한 매도 압박이 현저히 줄기 때문

ii) 연말/연초에는 정책 이슈가 강하고 특히 유럽 및 중국 정책 호재에 대한 기대감

iii) 역시 가장 큰 이벤트는 12월 12일 FOMC에서 뭔가 호재가 나올 것이고 외국인들은 이를 알고 매수에 가담한다는 느낌을 받았을 것이다. 특히 12월 매수 주체가 미국계 자금이라는 뉴스를 통해 더더욱 심증을 굳혔을 것이다.

2) 삼성전자도 오르지만 그 동안 크게 underperform했던 산업재, 소재, 금융주가 정책 기대감으로 반등하고, 기관투자자들은 BM과 멀리 떨어지는 것이 불안했을 것이다. 이러한 심리의 변화는 곧바로 추종 매수를 만들었을 것이다. 또한 그들의 기억에는 2012년 1분기의 아픔이 있었기에(정책 효과 혹은 유동성 효과에 의한 low quality의 단기 반등에 참여하지 못할 경우 BM으로부터 크게 떨어진다는 두려움).

3) 2012년 1분기 low quality 주식들(산업재, 소재, 금융)의 반등에 대한 기억은 곧바로 2분기 이러한 low quality 주식의 추가 하락(상승 이전 수준보다 더 낮게)에 대한 (더 나쁜) 기억으로 연결될 것이다.

그래서 이 주식들에 대한 단기 베팅의 처분(exit) 시기에 대해 고민하기 시작한다.

4) 그러던 와중에 9월 13일 QE3 전후의 기억이 살아난다. 13일 이전에 전세계 증시가 기대감으로 유동성 베팅 분위기가 매우 잠시 연출되었다가 막상 발표 직후에 소멸했다(그 약발(시장의 달러약세와 상품강세에 대한 잘못된 믿음)은 한국 증시 기준으로 단 하루에 불과했다).

이번 QE확대가 QE4로 더 많이 불리워지는 만큼 QE3(9월 13일) 기억이 과거 QE1, 2 때 보다는 생생할 것이다.

한국 증시에서도 삼성전자만 계속 오르고 전통적인 QE와 같은 유동성 관련된 low quality 주식의 추가 상승이 나타나지 않았다. 그리고 미 증시도 12월 12일의 QE에 대한 환호가 나타나지 않았다.

그래서 '금번의 QE는 그 효과가 끝났다'라고 생각하는 사람들도 생겨나기 시작할 것이다.

[궁금증3] 주식시장의 영향은? (KOSPI 향방)

아래부터는 필자의 견해이다.

금번의 QE에 대해서는 다음과 같이 판단한다.

1) QE 확대(QE3이든 4이든)를 폼하하지 않는다. 정책 약발은 끝나지 않았다고 판단한다. '그 효과는 아직 시작도 안했다'는 표현이 더 어울릴 것 같다.

i) QE1, 2를 살펴보면 MBS 등의 매입보다는 국채매입이 KOSPI 상승에 더 큰 효과를 가져왔다고 판단한다(2009년 3~5월, 2010년 12월~2011년 1월). 따라서 이번 국채매입 정책의 추가부분은 KOSPI 상승에 기여할 것으로 예상한다.

ii) 규모에 있어서 QE2 합계가 월간 750불이라고 한다면 이번 확대를 포함한 QE3는 850불 규모로 더 큰 유동성 확대 효과가 가능할 것이다.

iii) 지난 9월 13일의 QE의 효과가 나타나지 않았던 이유는(좀 더 엄밀히 표현하면 그 효과가 지연된 이유)

a) 당시에는 국채직매입이 없었다(OT를 제외하고)

b) 유동성 효과를 가장 크게 받는 주식은 low quality 주식(산업재, 소재, 금융)일텐데, 유럽과 중국 상황이 이러한 주식에의 베팅을 유도할 만큼 양호한 상황이 아니었다. KOSPI가 삼성전자의 힘만으로 올라가는 것은 한계가 있다.

2) 그렇지만 시장이 기대하는(혹은 QE1, 2 당시와 같은) '정책 직후의 강한 KOSPI 상승'은 나타나지 않을 것으로 예상된다. 오히려 QE 효과는 한두달 뒤에 더 강하게 나타날 것으로 예상된다.

i) QE1 효과가 곧바로(2009년 3월 국채매입 발표 직후) 나타난 배경은 주식 시장 종목들의 PBR이 현저히 낮게 형성되었기 때문이기도 했다(강한 relief 랠리). 특히 금융, 산업재 주식 등 유동성장세 관련 주식의 반등이 강했다(저PBR인 IT주도 마찬가지). 2012년 현재는 당시보다 종목들의 PBR이 다소 높게 형성되어 있다. 또한 당시보다 현재 투자자들의 사고는 '디레버리지 시대'에 더 많이 중독되어 있다(당시에는 침체/디레버리지 시기가 이처럼 지속될지는 몰랐을 것이다). 그래서 유동성 관련 low quality 주식을 단기 베팅 차원이 아니라면 사고 싶지 않기 때문일 것이다.

ii) QE2 효과가 곧바로 증시에 반영될 수 있는 배경은 역시 앞서 언급한 유럽과 중국 상황이 현재보다 크게 양호했기 때문이었다. 그래서 달러의 약세가 유발되기 쉬웠고 이로 인한 달러 유동성 베팅이 가능했기 때문이다.

iii) 위에서 언급한 바와 같이 '12월 12일의 QE' 효과는 유럽과 중국의 기대감이 좀 더 커진 이후에 더 강하게 나타날 가능성이 있다고 판단한다.

중국의 4분기 경제성장률이 반등했다는 증거가 나타나는 1월 후반 이후, 그리고 스페인의 신용등급 강등이 있을 법한 1월 중순 이후(필자는 S&P가 등급을 내릴 것으로 예상한다)에나 본격적으로 반영될 가능성이 있다고 판단한다.

iv) '12월 12일의 QE'의 단기효과를 가장 크게 가로막는 요인은 역시 재정절벽 이슈이다. 금융위기 이후 연말과 연초에 나타나는 미국 경제지표의 빠른 개선은 QE의 효과가 매우 컸다고 판단한다.

현 시점은 QE 효과로 인한 소비심리, 투자심리, 경기회복 심리의 개선을 일정 부분 재정절벽이 가로 막고 있는 것이다.

재정절벽 이슈 중 가장 큰 부분인 '세금 감면의 연장 합의'는 해피엔딩으로 끝날 것으로 예상된다. 다만 그 시기에 있어서는 예단키 어렵다. 미국 양당의 합의 도출이 나타난 이후 QE 효과는 본격적으로 나타날 것으로 예상된다.

[궁금증4] 주식시장의 영향은? (기존 대신증권 주식시장 전망의 변화)

필자는 4 분기 이전부터 2012 년 4 분기 KOSPI 조정(약한 조정), 1 분기 초반(1 월)의 빠른 조정을 예상해 왔다. 4 분기 약한 조정(KOSPI 1900 은 분기 중 하회하지만 곧바로 회복, 그래서 연말 증가는 1920~1950 예상)의 원인으로 유럽 경기둔화(신용위험 가능성 내포)와 미국 재정절벽에 따른センチメント 하락을 예상했다. 9 월~10 월 중반에 유럽 경기둔화 우려감은 글로벌 증시에 회자되었고, 미국 재정절벽에 대한 두려움 또한 나타났다. 그리고 KOSPI 또한 10 월과 11 월 하락했다. 11 월 중반 KOSPI 가 1860 을 하회할 때 “지금부터 내년 1 월까지 bottom fishing”에 주력할 때”라고 코멘트 했다.

12 월의 KOSPI 상승, 그리고 삼성전자의 신고가는 필자가 예상치 못한 부분이다(비록 ‘자기 부정, 4 분기 KOSPI 가 상승하려면(2012/10/15)’ 자료를 썼다 하더라도).

필자의 2013 년 주식시장 전망, 특히 KOSPI 경로는 ‘1 분기 최저점(KOSPI 1820), 4 분기 최고점(KOSPI 2250), 그리고 평균 주가는 1 분기 < 2 분기 < 3 분기 < 4 분기’이었다.

12 월 QE 등의 정책 효과로 인한 전망을 다음과 같이 보완 수정할 것이다.

1) 평균 주가는 ‘1분기 < 2분기 < 3분기 < 4분기’ 혹은 ‘상반기 < 하반기’의 ‘상低하高’의 경로는 유지한다. 기대 이상의 정책이 빠르게 나타났을지언정 2013년 하반기 이후의 글로벌 경기회복을 믿기 때문이다(그래서 정책으로 인한 상반기 오버슈팅, 그리고 하반기 주가 둔화라는 전망을 믿지 않는다).

i) 미국의 GDP의 2/3인 소비의 근원이 되는 주택시장과 고용시장은 2013년 하반기 이후에는 어느 정도 정상궤도에 진입할 가능성이 있기 때문이다.

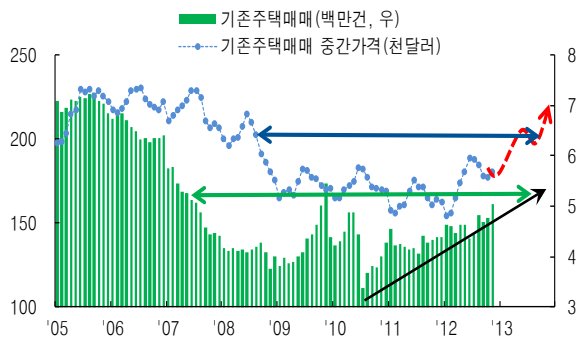
미국의 총 취업자수는 2013년 연말이면 2008년 리만사태 직전 수준까지,

미국의 주택 가격은 2013년 하반기 이후에는 2008년 리만사태 직전 수준까지, 미국의 주택 거래는 2013년 하반기 이후에는 2007년 중반 수준까지 회복을 전망한다(아래 <그림 11,12> 참조).

ii) 그래서 이번 QE확대 정책, 즉 국채직매입이 대략 상반기 말(6월)로 끝날 가능성이 있음에도 하반기 주식시장을 낙관적으로 생각한다.

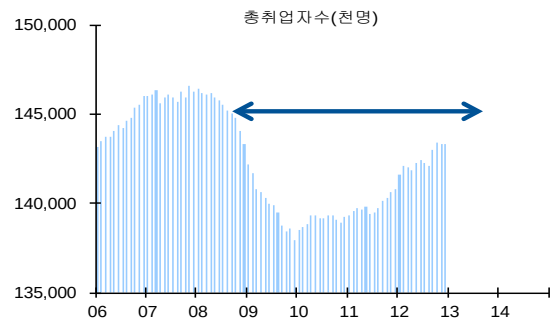
국채매입의 조건인 ‘물가상승률 2.5% 미만’이 2013년 하반기에는 달성할 수 없을 것이기 때문이다. 여기서 QE의 정형성과 버냉키의 계획을 볼 수 있는데, QE의 국채 직매입 기간은 1,2,3 모두 대략 6개월 정도이고, 지난 9월과 12월의 QE는 물가가 가장 낮은 시기에 계획된 것이었다는 것이다.

그림 11. 미국 주택 가격은 2013년 하반기에는 금융위기 이전 수준으로



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 12. 미국 취업자수는 2013년 하반기에는 금융위기 이전수준까지



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

iii) 유럽의 신용위험은 2013년 4월 이탈리아 총선, 9월 독일 총선 직전 한달 정도 기간 동안의 주가 교란 요인 정도가 될 것이고 2013년 하반기 이후에는 시장의 악재로 작용하지 않을 것으로 예상된다. 또한 미국 경기의 자생적 회복이 수반된다면 유럽 경제도 예상보다 빠른 경기 전환점을 보일 가능성도 있다.

iv) 중국 경기는 2013년 3월 전인대 이후 회복이 가속될 것으로 예상하고, 특히 투자는 2013년 하반기 정도면 부동산과 설비투자의 감속이 마무리되고 인프라 투자의 가속으로 인해 고정자산 투자증가율의 가속을 기대할 수 있을 것으로 예상된다.

2) 당초의 2013년 1분기 초반, 그것도 1월 주가 하락 충격 전망은 “KOSPI 저점을 높이는 선’에서 수정하고자 한다.

당초 예상한 2012년 연말 KOSPI 종가 1920~1950보다 다소 높을 수 있다. 그렇지만 연말까지 KOSPI의 추가 상승을 예상하지는 않는다.

그리고 1월 주가의 저점은 1820보다는 꽤 높을 것으로 예상된다. 대략 1900선. 아직도 앞으로 남은 기간 최적의 매수시점은 1월 후반 경일 것으로 예상된다.

i) 1월 KOSPI 하락 충격 요인인 유럽발 위기가 수면 밑으로 가라앉았다.

a) 스페인 신용등급 강등(정크등급으로)은 아직도 예상하고 있다. 2012년 1월 프랑스 신용등급 강등 시기로 미루어 볼 때 2013년 1월 중순일 것이다.

다만 시장이 이를 악재로 받아들이지 않거나 그 충격이 미미할 가능성이 높아지고 있다. 은행동맹에 대한 법률안이 마련(합의)된 점, 그리스가 이쁘게 위기해결의 모범답안 수순을 따르고 있다는 점(긴축+자산매각, 그 이전에는 매우 부족했다)이 유럽 위기를 크게 낮추고 있다. 현재 스페인 국채 10년물은 5.4%, CDS프리미엄은 300bp이하(대략 500bp에 근접해야 시장 충격 요인).

b) 그렇지만 1월 중순의 이벤트(없더라도)를 지난 이후 투자를 권유하고 싶다. 2012년 1월 프랑스 신용등급 강등에 대한 시장의 전망은 결과와는 반대로 나타났다. 현재 시장은 유럽의 문제를 경시하고 있는 것 같다(아이러니컬 하게도 투자자들의 다수는 2013년 글로벌 증시의 악재 지역을 유럽으로 생각한다. 그리고 유럽으로 인해 디레버리지의 시대가 오래 갈 것으로 기대하고 있는 것 같다).

ii) 미국의 재정절벽 관련 세금 감면 협상이 언제 타결될 지 모른다.

1월 후반이나 2월 초반에 타결된다면 1월의 KOSPI 상승을 제한할 수 있다. 이 기간 동안 미국 경제지표는 예상보다 느리게 개선/상승할 수 있다.

iii) 2013년 1월 low quality 주식의 4분기 실적 발표에 대한 반응은 마치 2012년 10월과 같을 수 있다. 실적이 안 좋게 나오는 것을 미리 예상하면서도 실제로 실적이 발표된 후 매도에 동참하게 되어 KOSPI 상승을 제한할 수 있기 때문이다.

3) 포트폴리오 전략에서 보다 중요한 것은 앞의 (1)에서 언급한 '2013년 하반기 글로벌 경기회복'을 믿는가이다.

그렇다면 하반기 KOSPI 상승을 믿을 수 있고, 또 그럴 경우 연간 상승률이 의미 있는 플러스 수치로 나타날 것으로 기대할 수 있다.

이렇게 연간상승률이 의미 있는 플러스가 되는 장세에서는 '또 하나의 1월 효과'를 기억할 필요가 있다.

"1월에 많이 오른 주식이 2월부터 12월까지도 더 오른다/outperform 한다". "연간 주도주는 1월에 결정된다".

1월 후반에 주도주를 core로 편입하는 포트폴리오 전략을 권하고 싶다.

▶ Compliance Notice

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

