



동양 투자전략의 눈 **이재만** 애널리스트입니다.

(02)3770-3598

jaemahn.lee@tongyang.co.kr



시장이 안고 있는 네 가지 부담

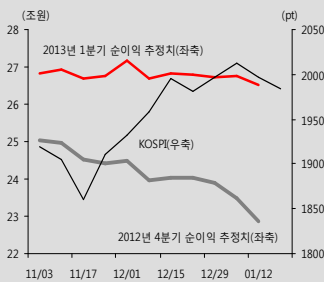
Market Analyst

이재만

3770-3598

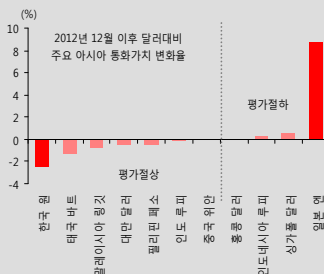
jaemahn.lee@tongyang.co.kr

국내 기업들의 순이익 추정치와 KOSPI



자료: FN가이드, 동양증권 리서치센터

주요 아시아 국가 통화가치 변화율



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터



Why This Report

전일 KOSPI가 1% 넘는 하락세를 보였고, 투자심리는 싸늘해졌습니다. 다소 큰 폭의 하락세를 시현했다는 점을 감안 시 최근 들어 지수가 부진한 원인을 꼼꼼히 점검해 볼 필요가 있는 것 같습니다. 지수 부진의 원인이 향후 어떻게 흘러갈 것인가에 대한 점검도 필요해 보입니다. 금일 자료는 이러한 내용들을 집중적으로 다뤄보도록 하겠습니다

Investment Point

지수에 부담을 주는 네 가지 변수

- ▶ 첫째, 선진국(특히 미국)을 중심으로 한 경기모멘텀 둔화. 둘째, 기업 실적 악화로 인해 가격부담 가중
- ▶ 셋째, 가파른 속도로 진행되고 있는 엔화약세-원화강세. 넷째, IT, 조선, 건설, 증권 등 경기민감형 업종의 동반 부진

네 가지 부담에 대한 해석

- ▶ 현재 진행되고 있는 미국 경기모멘텀 둔화가 사이클 악화로 이어질 가능성 낮고, 중국 등 신흥국으로 경기모멘텀 및 사이클 개선 확산 진행
- ▶ 위험 및 할인률 관련한 지표가 상대적으로 빠른 속도로 하락하고 있어 국내 증시 Multiple의 재평가(Rerating) 가능성은 여전히 높음
- ▶ 일본의 경우 수출 개선과 원자재 수입수요 감소로 무역수지 적자 축소 기대. 국내 수출기업들의 수출물량 효과가 소멸되는 원/엔환율 수준 100엔당 1,100원 수준으로 추정 가능(현재 1,190~1,200원)

조정 시 주식비중 확대 관점 유효

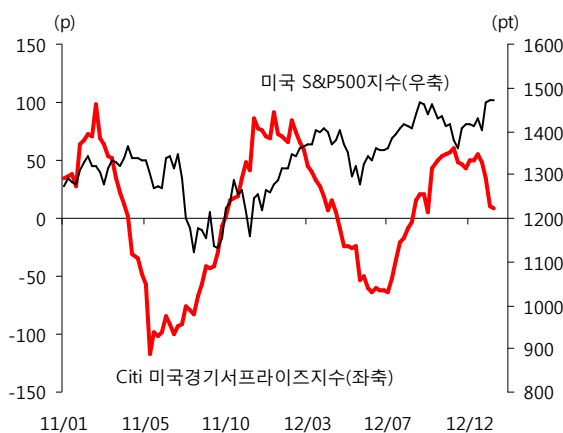
- 글로벌 경기싸이클 개선 진행, 국내 증시 PER 재평가 가능
- 국내 원/엔환율 수출물량 효과가 소멸되는 수준보다 높은 상황

긴가민가한 증시, 그렇게 만든 네 가지 이유

최근 몇 가지의 상황들이 투자가들을 헷갈리게 하고 있다. 중요한 부분들을 짚어 보면 **첫째, 선진국을 중심으로 한 경기모멘텀 둔화를 꼽을 수 있다.** Citigroup에서 발표하는 미국의 경기서프라이즈지수는 2012년 12월말을 정점으로 하락 전환했다(그림1). 경기에 대한 기대치가 높지 않은 선진유럽이야 그렇다고 치지만, 상대적으로 기대치가 높은 미국의 경기모멘텀 둔화는 부담스럽게 느낄 수 있는 대목이다.

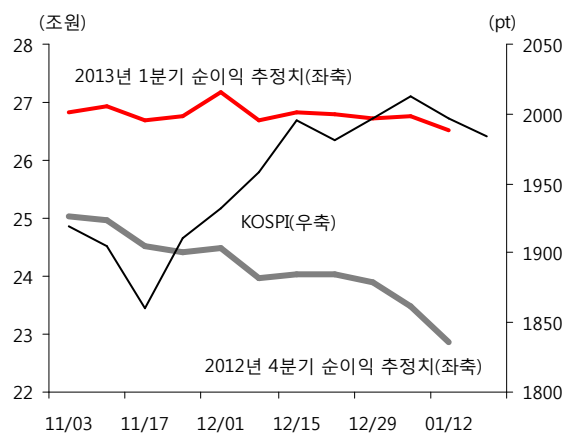
둘째, 기업 실적 악화로 인해 가격부담이 가중되고 있다. 2012년 11월 초 대비 국내 상장기업의 2012년 4분기와 2013년 1분기 순이익 추정치를 보면, 각각 -8.6%와 -1.1% 하향 조정됐다. 그러나 KOSPI는 비슷한 기간 동안 저점대비 고점까지 9.1%나 상승했다(그림2). 국내 증시 12개월 예상PER이 8.5배(MSCI지수 기준)로 수치상으로는 아직 고평가를 논할 단계는 아니지만, 기업 이익성장이 둔화되고 있는 국면에서 진행된 지수 상승이 단기적인 관점에서 보면 가격적인 부담을 느끼게 할 수도 있다.

[그림1] 미국 경기모멘텀 둔화는 고민거리 중 하나



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림2] 단기적으로는 가격적인 부담도 생길 수 있는 시점



자료: FN 가이드, 동양증권 리서치센터

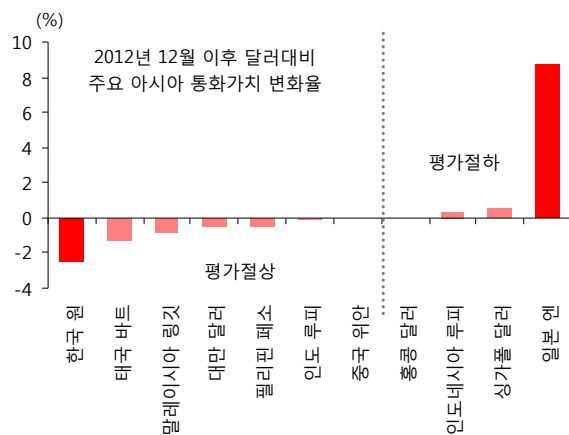
주) 당팀 퀀트파트의 유니버스 200 종목 기준

셋째, 갑자기 찾아온 엔저현상도 달가울 리가 없다. 지난해 12/16일 양적완화정책을 전면내세운 일본 자민당 아베총리가 총선에서 승리하면서 엔화약세가 빠른 속도로 진행되고 있다. 지난해 12월 이후 달러대비 주요 아시아 국가들의 통화가치 변화를 보면 일본 엔화는 8.8%나 평가절하 됐다. 반면 원화는 같은 기간동안 2.5% 평가절상 됐다(그림3). 수출 제품 경쟁이 치열한 일본 통화가치의 일방적인 약세 현상은 국내 수출경기와 수출기업 매출액에 악영향을 줄 수 있는 변수 중 하나다.

넷째, 지수 상승을 이끄는 업종이 눈에 띄지 않는다는 점도 국내 증시의 상승이 추세적으로 진행될 것이라는 강한 믿음을 주지 못하는 이유 중 하나다. 2012년 11월 중순 이후 KOSPI가 가파른 상승세를 보이던 국면에서는 그 동안 부진을 면치 못했던 조선, 건설, 증권 업종 등이 강한 상승세를 보였고, 2012년 상대적으로 강세를 보였던 IT업종도 동반 상승세를 시현했다. 그러나 최근 들어서는 이러한 경기민감형 업종들이 주춤한 모습을 보이고 있다.

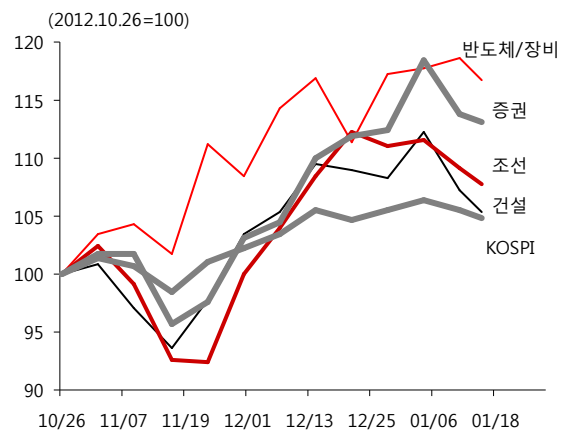
위에서 언급한 네 가지의 부담이 국내 증시를 압박하고 있고, 네 가지 이유 때문에 시장참여자들도 갈피를 잡기가 어려운 상황에 직면해 있다고 판단된다.

[그림3] 수출경쟁국인 일본 통화의 약세 진행도 부담



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림4] 대표적인 경기민감형 업종의 상승세도 주춤



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

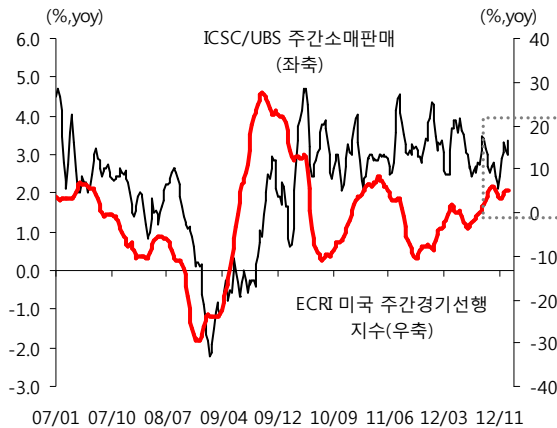
주) 당팀 퀘트 파트의 유니버스 종목별 업종 구분을 참고해 시기총액으로 지수 구성

이유를 꼼꼼히 분석해 보면, 꼭 그렇지만은 않다(1). 글로벌 경기와 경기민감주에 대한 해석

첫째, 미국의 경기모멘텀 둔화가 사이클 하락으로까지 이어질 것인가에 대한 문제를 생각할 필요가 있다. 우선 주간 단위로 미국 경기사이클 확인해 볼 수 있는 **ECRI주간경기선행지수(YoY)**와 **ICSC/UBS 소매판매액(YoY)**은 여전히 상승세를 유지하고 있다(그림5). 진폭은 있지만, 최근 들어 경기사이클 둔화를 우려해야 할 만큼 크게 악화되지는 않고 있다.

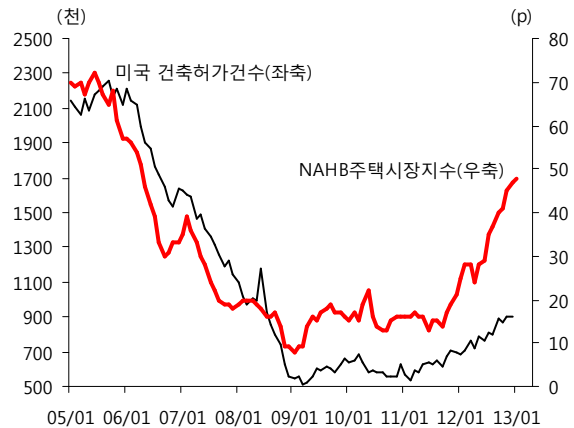
한편 미국 경기를 이끌어 가고 있는 축 중 하나인 주택지표의 개선도 아직은 진행형이다. 1/17 일 발표 예정인 12월 건축허가건수와 NAHB주택시장심리지수는 각각 90만5천건(전월 90만건)과 48(전월 47)로 개선될 것으로 예상된다(그림6). 주택시장 회복과 이를 바탕으로 한 소비경기 확장은 미국 경기를 이끄는 유효한 컨셉(Concept)이다.

[그림5] 미국 경기모멘텀 둔화가 사이클 악화로 이어질 가능성 낮다고 판단



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

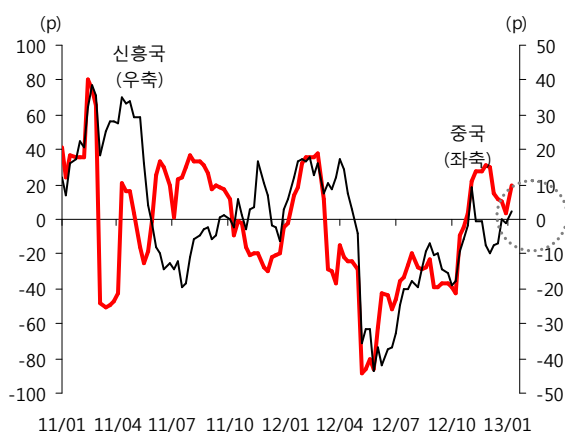
[그림6] 미국 소비경기 확장에 근간이 되고 있는 주택경기 회복도 아직은 진행형



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

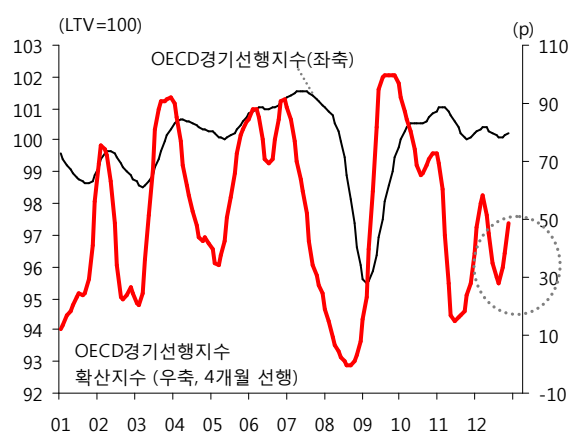
더욱이 중국의 경기 사이클과 모멘텀 개선, 그리고 신흥국 경기모멘텀 개선도 동시에 진행되고 있다는 점에도 주목할 필요가 있다. Citigroup에서 발표하는 해당지역들의 경기서프라이즈지수가 상승세를 보이고 있다는 점이 이를 증명하고 있다(그림7). 금주 말 발표되는 중국의 중요한 경제지표(4분기 GDP성장률, 12월 산업생산, 소매판매, 고정자산투자 등)들이 예상치에 부합할 가능성이 높다는 점을 감안 시 중국을 중심으로 한 신흥국 경기모멘텀 개선은 향후 보다 가속화 될 것으로 예상된다.

[그림7] 신흥국 경기모멘텀 개선 진행 중



자료: Bloomberg, 동양증권 리서치센터

[그림8] 글로벌 경기사이클 상승 반전. 선행성 지표 동반 상승



자료: OECD, 동양증권 리서치센터

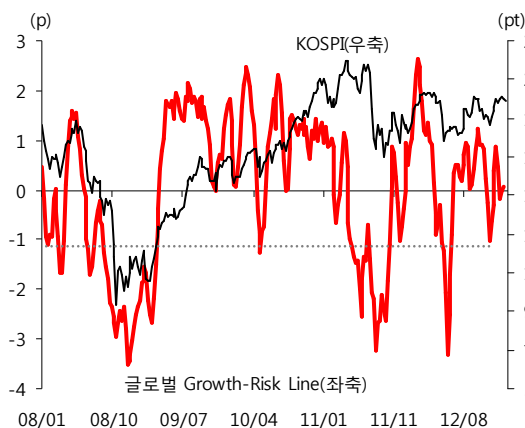
시각을 확대해서 보면, OECD경기선행지수도 참고할 필요가 있다. OECD경기선행지수는 3개월 연속 상승세를 보이고 있다. 특히 4개월 정도 선행성이 있는 OECD경기선행지수 확산지수 (=OECD경기선행지수 상승국가/전체 국가수*100)도 동반 상승세를 보이고 있어 글로벌 경기싸이클이 재차 확장국면으로 진입하고 있다는 시그널이 강해지고 있다고 판단된다(그림8).

이는 위에서 언급한 네 번째 부담 요인과 연결시켜 생각해 볼 수 있다. 글로벌 경기싸이클 개선이 진행되고 있다는 점을 고려 시 최근 들어 나타나고 있는 국내 증시 경기민감형 업종의 부진이 장기화될 가능성이 낮다는 점을 염두에 둘 필요가 있다.

이유를 꼼꼼히 분석해 보면, 꼭 그렇지만은 않다(2). 가격부담에 대한 해석

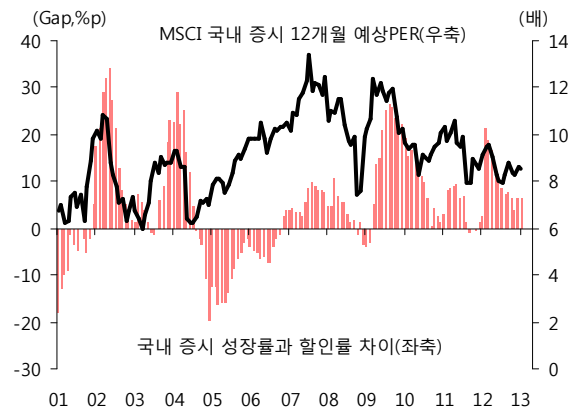
둘째, 단기적으로는 앞서 언급했던 것과 가격적인 부담을 느낄 수 있다. 그러나 밸류에이션(Valueuation)은 성장률(g)도 중요하지만, 할인률(r)도 동시에 고려할 필요가 있다. 성장률이 다소 정체되어 있더라도 할인률이 상대적으로 빠른 속도로 하락하면 PER 즉 Multiple은 높아질 수 있다. 즉 성장률(g)과 할인률(r) 차이와 추이에 주목할 필요가 있다. 전반적으로 글로벌 금융시장 위험지표들은 유동성 확장의 힘을 빌어 하락세를 보이고 있다.

[그림9] 글로벌 Growth-Risk Line (+)플러스권 진입



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림10] 국내 증시 성장률과 할인률 갭 상승 전환



자료: IBES, 동양증권 리서치센터

실제로 글로벌 Growth-Risk Line(글로벌 경기모멘텀에서 단기 위험을 차감한 지수)은 최근 재차 (+)플러스권으로 진입해 있고(그림9), 국내 증시 성장률(MSCI 국내 증시 12개월 예상EPS증가율)과 할인률(CAPM을 이용해 추정) 갭도 2012년 11월을 저점으로 상승 전환했다(그림10).

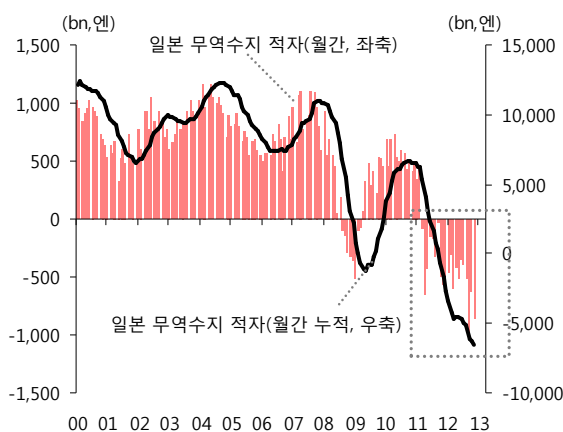
단기적으로는 가격부담을 느낄 수 있지만 아직은 실질적인 밸류에이션 부담으로 이어지는 않고 있다. 오히려 국내 증시 이익수정비율이 다소 개선되고 있다는 점을 감안 시 향후 성장률 개선이 진행될 가능성이 높아 성장률과 할인률 갭은 보다 확대될 가능성이 높아 보인다. 국내 증시의 Multiple은 중장기적인 관점에서 여전히 재평가(Rerating)될 가능성이 높다고 판단된다.

이유를 꼼꼼히 분석해 보면, 꼭 그렇지만은 않다(3). 엔화약세 부담에 대한 해석

셋째, 일방적으로 진행되고 있는 엔화약세는 고민거리 중 하나다. 엔화약세의 원인을 다양한 각도로도 해석해 볼 필요가 있다.

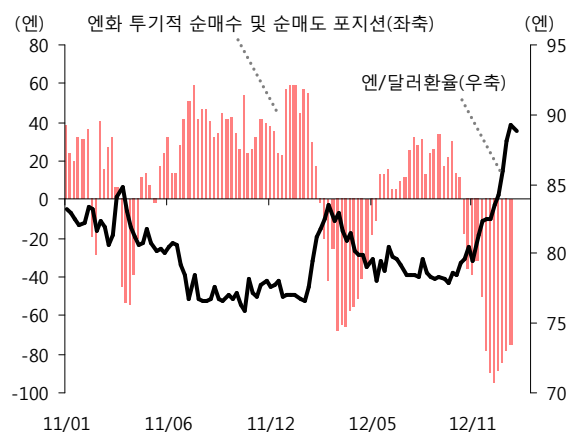
우선 일본 정부의 적극적인 양적완화정책 의지가 반영되고 있다. 일본 중앙은행 자산매입 규모는 2012년 10월 91조엔에서 12월 101조엔으로 확대했다. 무역수지 적자 규모 확대도 어느 정도 엔저현상을 초래하는 변수로 지적 할 수 있다. 일본 무역수지는 2011년 3월부터 2012년 11월까지 21개월 연속 무역수지 적자를 기록하고 있다. 2000년 이후 무역수지 적자를 기록했던 기간은 글로벌 금융위기 국면에서 8개월 연속 무역수지 적자(2008년 8월~2009년 3월 누적 무역수지 적자 1.9조엔)를 기록한 적이 있었다. 2011년 이후 진행되고 있는 무역수지 적자의 기간과 규모는 당시에 비해 더 길고 큰 수준이다(그림11). 마지막으로 글로벌 경기사이클 회복 기대도 높아져 있다고 생각된다. 엔화가 대표적인 안전자산이라는 측면도 고려할 필요가 있다.

[그림11] 일본 정부의 의지도 그렇지만 무역수지 적자가 확대되고 있는 것도 엔화약세의 원인



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

[그림12] 일본 엔화에 대한 투기적 순매도 포지션이 다소 줄어들고 있지만 규모가 상당히 큰 수준으로 유지



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

엔화의 투기적인 순매도 포지션이 다소 줄어들고 있긴 하지만 절대적인 규모만을 놓고 보면 상당히 큰 수준이기 때문에 현재와 같은 엔화약세 현상이 쉽게 진정될 것으로 판단하기는 어려운 상황이다(그림12).

특히 일본 정부의 의지가 환시장 심리에도 큰 영향을 주고 있다. 글로벌 IB들의 2013년 엔/달러 환율 전망치를 보면 2012년 11월 달러당 82엔→ 12월 85엔→ 2013년 1월 90엔으로 엔화약세를 보다 강하게 예상하고 있다(현재 달러당 88~89엔).

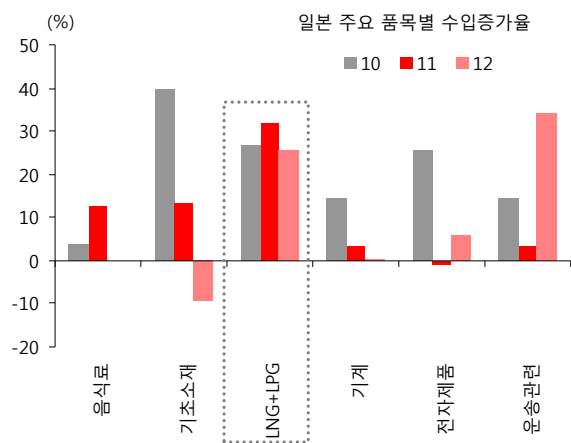
세 가지를 원인을 구체적으로 보면 우선 정부 의지는 예측할 수 있는 변수가 아니다. 그러나 일본 무역수지 적자 영향을 받는 부문은 개략적으로 예측이 가능하다.

일본 기업들의 수출은 엔화약세를 통해 개선 가능성이 있다. 수입의 경우 최근 일본 내에서 수입이 크게 증가한 부문은 LNG, LPG 등과 같은 천연가스다(그림 13, 참고로 LNG와 LPG 수입규모는 전체 일본 수입규모 중 10%를 차지). 이는 2011년 3월 원전사고 이후 자국내 수요를 충족하기 위해서 수입이 크게 증가했던 것으로 판단된다.

일본 집권당인 자민당이 원자력 발전에 보다 적극적이고 긍정적인 입장을 취하고 있어 일부 원전이 재가동될 가능성이 높아 보인다. 향후 원자재 수입수요가 감소할 가능성이 있다. 무역수지 적자는 수출 개선과 원자재 수입수요 감소 등으로 개선될 가능성이 있다.

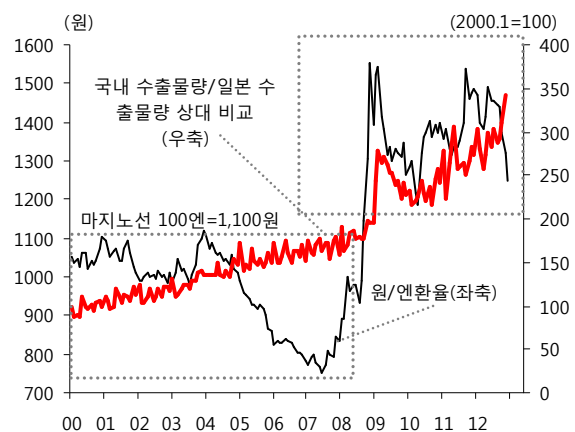
글로벌 경기사이클 개선을 바탕으로 한 엔화수요 감소(엔화약세)는 유동성이 위험자산으로 이동한다는 측면에서는 긍정적이다. 그러나 어느 정도 수준까지를 국내 경기가 참아낼 수 있는가는 생각해 볼 필요가 있다. 이는 통화효과를 제외한 양국의 수출 물량 비교를 통해서 대략적으로 가늠해 볼 수 있다.

[그림13] 원전사고로 천연가스 등과 원자재 수입 급증 자민당 집권으로 원전 재가동 가능성이 있어 원자재 수입 감소 가능



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

[그림14] 원/엔환율이 100엔당 1,100원 이하로 하락할 경우 국내 기업들의 수출물량 증가 효과도 기대하기 어려움



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

일본 수출물량 대비 국내 수출물량이 본격적으로 증가하기 시작했던 시점이 엔화대비 원화가 약세를 보였던 2008년 하반기부터다. 그 이전 국면에서는 국내 수출물량이 일본 보다 증가 속도는 빨랐지만, 최근과 같이 눈에 띄는 정도는 아니었다. 이전 국면의 원/엔환율 수준을 기억할 필요가 있다. 대략 상단이 100엔당 1,100원 정도 수준이다.

따라서 100엔당 1,100원 이하로 하락하면(엔화약세-원화강세) 국내 기업들은 수출물량 증가 효과를 기대하기 어려질 수 있다. 현재 수준이 1,190원~1,200원 수준이라는 점을 감안 시 아직은 마지노선을 상회하고 있다.

‘조정 시 주식비중을 확대하자’ 는 관점을 유지

정리해 보면 서론에서 언급했던 것과 같이 국내 증시는 크게 네 가지의 부담을 안고 있고 이로 인해 조정국면이 진행되고 있는 상황이다.

네 가지 부담은 미국의 경기모멘텀이 둔화되고 있다는 점, 국내 기업 실적 부진 우려에도 불구하고 지수가 단기에 가파른 상승세를 시현했다는 점, 예상치 못하게 빠른 속도로 엔화약세-원화강세가 진행되고 있다는 점, 최근 들어 경기민감형 업종이 부진함을 면치 못하고 있다는 점으로 요약할 수 있다.

그러나 ① 현재 진행되고 있는 미국 경기모멘텀 둔화가 사이클 악화로 이어질 가능성이 낮고 중국 등 신흥국으로 경기모멘텀 및 사이클 개선이 확산되고 있어 오히려 글로벌 경기사이클은 개선될 것으로 예상된다. 따라서 국내 증시에서 경기민감형 업종의 부진도 장기화될 가능성이 낮다.

② 밸류에이션에 대한 부담을 성장률과 할인률로 구분해서 판단 시 최근 성장 관련 지표가 다소 정체된 상황이지만 위험 및 할인을 관련한 지표가 상대적으로 빠른 속도로 하락하고 있어 국내 증시 Multiple의 재평가(Rerating) 가능성은 여전히 높다고 판단된다.

③ 엔화약세가 가파른 속도로 진행되고 있다는 점이 부담으로 작용하고 있지만, 일본의 경우 수출 개선과 원자재 수입수요 감소로 무역수지 적자가 축소될 가능성이 있다. 한편 국내 수출 기업들의 수출물량 효과가 소멸되는 원/엔환율 수준도 100엔당 1,100원 수준으로 아직은 이보다 높은 수준을 유지하고 있다.

결론적으로 최근 진행되고 있는 국내 증시의 조정을 추세 전환의 시발점으로 해석하기에는 무리가 있다고 생각되며 조정 후 재차 상승국면으로 진입할 것으로 예상된다. 조정 시 주식비중을 확대하는 전략이 유효하다고 판단된다.